

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Přístupy ke stanovení optimální kapitálové struktury podniku

František Zima

**Bakalářská práce
2017**

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2016/2017

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **František Zima**
Osobní číslo: **E12444**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a provoz podniku**
Název tématu: **Přístupy ke stanovení optimální kapitálové struktury podniku**
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

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

Cílem práce je nalezení optimální kapitálové struktury ve vybraném podniku.

Osnova:

- Stanovení cíle práce.
- Teoretická část - vymezení základních pojmů a jejich definice.
- Charakteristika vybraného podniku.
- Analýza vybraného podniku.
- Doporučení k optimalizaci kapitálové struktury podniku.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: cca 30 stran

Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

- BREALEY, Richard A. a Stewart C. MYERS. Teorie a praxe firemních financí. 2., aktualiz. vyd. Praha: Computer Press, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.
- HRDÝ, Milan a Jiří STROUHAL. Finanční řízení. Praha: Wolters Kluwer, 2010. ISBN 978-80-7357-580-9.
- KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 3. vydání. Praha: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
- MAŘÍK, Miloš a kolektiv. Metody oceňování podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha : EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- NEUMAIEROVÁ, Inka. Řízení hodnoty podniku: nedělejme z podniku záhadu. 1. české vydání. Praha: Profess Consulting, 2005. ISBN 978-80-7259-022-3.
- PAVELKOVÁ, D., KNAPKOVÁ, A.: Finanční analýza Komplexní průvodce s příklady. Praha: Grada, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přepracované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

Vedoucí bakalářské práce:

Ing. Irena Honková, Ph.D.

Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání bakalářské práce: 4. září 2016

Termín odevzdání bakalářské práce: 28. dubna 2017

doc. Ing. Romana Provančíková, Ph.D.
děkanka

L.S.

doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 4. září 2016

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 9/2012, bude práce zveřejněna v Univerzitní knihovně a prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 28. 4. 2017

František Zima

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu práce Ing. Ireně Honkové, Ph.D. za její odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

ANOTACE

Předmětem bakalářské práce „Optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku“ je analýza složení kapitálu, porovnání kapitálové struktury dle různých teorií a nalezení optima pro vybraný podnik. První část práce je teoretická a je zaměřena na charakteristiku složek kapitálu a na jednotlivé přístupy k problematice optimalizace kapitálové struktury. Ve druhé části se dle různých teorií snažím o nalezení optimální kapitálové struktury vybraného podniku. V závěru práce uvedu své doporučení na základě výsledku jednotlivých teorií.

KLÍČOVÁ SLOVA

Kapitálová struktura, teorie kapitálové struktury, zadluženost, náklady kapitálu, vlastní kapitál, cizí kapitál

TITLE

The optimization of capital structure of the chosen company

ANNOTATION

Subject of bachelor thesis “Optimization of the structure of the selected company” is analysis of the composition of capital, comparison of the capital structure according to different theories and finding an optimum for selected company. The first part of the thesis is theoretical and focused on the characteristics of the capital components and on the individual approaches to the optimization of the capital structure. In the second part, according to different theories, I try to find the optimal capital structure of the selected business. At the end of the thesis, I will present my recommendation based on the results of individual theories.

KEYWORD

Capital structure, theory of capital structure, indebtedness, cost of capital, equity, liabilities

OBSAH

ÚVOD	11
1 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU	12
1.1 VLASTNÍ KAPITÁL	13
1.1.1 Základní kapitál	13
1.1.2 Kapitálové fondy	13
1.1.3 Fondy ze zisku	14
1.1.4 Nerozdělený výsledek hospodaření minulých let	14
1.1.5 Výsledek hospodaření běžného účetního období	14
1.2 CIZÍ KAPITÁL	14
1.2.1 Rezervy	15
1.2.2 Dlouhodobý cizí kapitál	15
1.2.3 Krátkodobý cizí kapitál	15
1.3 ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	16
1.4 POMĚR MEZI VLASTNÍM A CIZÍM KAPITÁLEM	16
2 UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY	17
2.1 ABSOLUTNÍ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY	17
2.1.1 Horizontální analýza	17
2.1.2 Vertikální analýza	17
2.2 POMĚROVÉ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY	18
2.2.1 Ukazatele rentability	18
2.2.2 Ukazatele zadluženosti	18
2.2.3 Ukazatele likvidity	19
3 TEORIE OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	21
3.1 STATICKÉ TEORIE	21
3.1.1 Model MM	21
3.1.2 Klasická teorie optimální kapitálové struktury	25
3.1.3 Kompromisní teorie kapitálové struktury	30
3.2 DYNAMICKÉ TEORIE	30
3.2.1 Teorie hierarchického pořádku	30
3.2.2 Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse	31
4 CHARAKTERISTIKA A ANALÝZA VYBRANÉHO PODNIKU	32
4.1 CHARAKTERISTIKA PODNIKU	32
4.2 ANALÝZA PODNIKU	32
4.2.1 Ukazatele zadluženosti	32
5 OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY VYBRANÉHO PODNIKU	34
5.1 MODEL MM	34
5.2 KLASICKÁ TEORIE OPTIMÁLNÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	35
5.3 KOMPROMISNÍ TEORIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	41
5.4 TEORIE HIERARCHICKÉHO POŘÁDKU	41
5.5 TEORIE R. A. BREALEYHO – S. C. MYERSE	42
6 DOPORUČENÍ K OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU	43
ZÁVĚR	44
POUŽITÁ LITERATURA	45
SEZNAM PŘÍLOH	47

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Ukazatele zadluženosti podniku v letech 2012 - 2016	32
Tabulka 2: Celková zadluženost podniku.....	35
Tabulka 3: Přehled pasiv (r. 2016)	35
Tabulka 4: Hrubý výnos státního 10-letého dluhopisu (r. 2016).....	36
Tabulka 5: Velikost úplatných zdrojů (r. 2016)	36
Tabulka 6: Stanovení ceny vlastního kapitálu	37
Tabulka 7: Náklady na cizí kapitál	38
Tabulka 8: Bezriziková výnosová míra (r_f) v %	38
Tabulka 9: Přírážka za velikost podniku (r_{LA}).....	39
Tabulka 10: Přírážka za produkční sílu ($r_{\text{podnikatelské}}$)	39
Tabulka 11: Přírážka za finanční stabilitu (r_{finstab}).....	39
Tabulka 12: Přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %	40
Tabulka 13: Cena vlastního kapitálu (N_v) v %	40
Tabulka 14: Průměrné náklady kapitálu (v %).....	40
Tabulka 15: Rozdíl daňového štítu a nákladů finanční tísně v Kč	41

SEZNAM ILUSTRACÍ

Obrázek 1: Schéma kapitálové struktury	12
Obrázek 2: Tvrzení M-M I	22
Obrázek 3: Tvrzení M-M II	23
Obrázek 4: Průměrné náklady kapitálu zohledňující daně i náklady finanční tísně.....	24
Obrázek 5: Optimální kapitálová struktura	25

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

A	aktiva
a. s.	akciová společnost
APM	Arbitrage Pricing Model (arbitrážní model oceňování)
BL ₁	běžná likvidita
BL ₂	bankovní úvěry
CA	oběžná aktiva
CAMP	Capital Asset Pricing Model (model oceňování aktiv)
ČNB	Česká národní banka
D	cizí kapitál
E	součet vlastního kapitálu
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (Zisk před úhradou nákladových úroků a daní)
f_{finstru}	přirážka za finanční strukturu
HL	hotovostní likvidita
i	úroková míra
K	celkový kapitál
Kč	Koruna česká
L3	běžná (celková) likvidita
N	průměrné náklady kapitálu
N _d	náklady cizího kapitálu
N _v	náklady vlastního kapitálu
O	podnikové dluhopisy
p. a.	Per annum (roční úroková míra)
r _e	náklady na vlastní kapitál
r _f	bezriziková výnosová míra
r _{finstab}	přirážka za finanční stabilitu
RL	rychlá likvidita
r _{LA}	přirážka za velikost podniku
ROA	Return On Assets (výnosnost celkových aktiv)
ROE	Return on common Equity (Výnosnost vlastního kapitálu)
r _{podnikatelské}	přirážka za produkční sílu
s. r. o.	společnost s ručením omezeným

Sb.	Sbírka zákonů
STD	krátkodobé dluhy
t	daňový koeficient (daňová sazba/100)
V	tržní hodnota vlastního kapitálu
VK	vlastní kapitál

ÚVOD

Téma mé bakalářské práce je optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku. Toto téma mě zaujalo především proto, že většina podniků se zajímá spíše o provozní záležitosti podniku a o jeho financování, než o strukturu zdrojů. Pokud se podniku povede dosáhnout optimální kapitálové struktury, měla by se tím maximalizovat tržní hodnota firmy. Cílem této práce je navrhnout optimální kapitálovou strukturu vybraného podniku.

V teoretické části práce se zabývám členěním kapitálové struktury podniku. Kapitál podniku lze členit podle různých charakteristik. Nejobvyklejší členění kapitálu bývá na zdroje vlastní a cizí, podle vlastníka zdroje. Podle doby splatnosti lze zdroje rozdělit na dlouhodobé a krátkodobé. Jednotlivé zdroje jsou zde pak blíže definovány.

Dále se zabývám ukazateli finanční analýzy, které jsou zde blíže popsány, avšak pro tuto práci je kladen největší důraz na ukazatele zadluženosti, které jsou také aplikovány na mnou vybraný podnik.

Jako poslední se v teoretické části věnuji teoriím kapitálové struktury, které se snaží určit optimální zadlužení, či stanovit, které zdroje by podnik měl především využívat. Tyto teorie můžeme rozdělit na statické a dynamické. Do statických teorií řadíme teorie Modiglianiho a Millera, Klasická teorie a Kompromisní teorie. Mezi dynamické teorie řadíme Teorie hierarchického pořádku a Teorie čtyř dimenzí Brealeyho a Myerse.

V praktické části pak tyto teorie aplikuji na mnou vybraný podnik, kde jsem navrhl 3 různé varianty struktury kapitálu. Tyto varianty následně analyzuji, hodnotím a doporučuji ty varianty, které vedou k optimalizaci kapitálové struktury.

1 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU

Podnikový kapitál představuje zdroje, z nichž podnikový majetek vznikl a ze kterých podnik financuje své aktivity. Z účetního hlediska to jsou pasiva, která slouží k profinancování (krytí) aktiv. Kapitál, který je ve vlastnictví podnikatele (vlastníka firmy), popř. společnosti (např. s.r.o., a. s.), se označuje jako vlastní kapitál. Ostatní kapitál, který propůjčil podniku určitý věřitel (např. banka), je označován jako cizí kapitál (Kožená, 2007, s. 13).

Celková velikost podnikového kapitálu závisí, podle Synka (2015), na mnoha okolnostech, především na:

- velikosti podniku, přičemž samotná velikost podniku by měla být optimální (obecně platí: čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje),
- stupni mechanizace, automatizace, robotizace (čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál),
- rychlosti obratu kapitálu (či rychlejší obrat, tím menší kapitál),
- organizaci odbytu (podnik s vlastní prodejní sítí, vyžaduje vyšší kapitál, než prodej přes obchodní podniky).

Množství kapitálu by mělo odpovídat potřebám podniku. Pokud má podnik kapitálu více, než potřebuje, jeho využití je nehospodárné a říkáme, že podnik je překapitalizován. V opačné situaci, kdy dochází vlivem nedostatku kapitálu k narušení chodu podniku, je podnik podkapitalizován.



Obrázek 1: Schéma kapitálové struktury

Zdroj:Synek (2015)

1.1 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je hlavním nositelem podnikatelského rizika (u obchodních společností výhradním nositelem, u podniku jednotlivce spolu s jeho osobním majetkem). Jeho podíl na celkovém kapitálu je proto ukazatelem finanční jistoty (finanční nezávislosti) podniku. Vlastní kapitál není stálou veličinou, ale mění se podle výsledků hospodaření v příslušném období (Synek, 2015, s. 149).

Vlastní kapitál je kapitál, který patří majiteli (majitelům) podniku. Tvoří jej kapitál, který podnik získal od svých majitelů (základní kapitál, kapitálové fondy) a který vydělal svou podnikatelskou činností (fondy ze zisku, nerozdělený hospodářský výsledek minulých let a hospodářský výsledek běžného účetního období) (Synek, 2011, s. 53).

Vlastní kapitál v podniku jednotlivce tvoří jeho peněžité i nepeněžité vklady. Vlastní kapitál obchodní společnosti je, podle Synka (2015), rozdělen do několika položek:

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

1.1.1 Základní kapitál

Základní kapitál tvoří peněžité i nepeněžité vklady společníků (podílníků) do společnosti. Ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti se vytváří povinně a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku (Synek, 2010, s. 149).

1.1.2 Kapitálové fondy

Kapitálové fondy představují externí kapitál, který podnik získal z vnějšku (nejde však o cizí kapitál). Patří sem především emisní ážio (rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou akcií); dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů či z vkladů společníků nezvyšujících základní kapitál apod. Patří sem i oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků při přeměnách společností (Knápková, 2013, s. 33).

1.1.3 Fondy ze zisku

Fondy ze zisku se vytvářejí přímo ze zákona (ve spol. s r. o. a a. s. zákonný rezervní fond, v družstvech nedělitelný fond), nebo je jejich tvorba předepsána stanovami společnosti (statutární a ostatní fondy). Jsou pojistkou proti nepředvídaným rizikům v podnikání; slouží ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti (jsou proto označovány jako rezervní fond) (Synek, 2015, s. 149).

1.1.4 Nerozdělený výsledek hospodaření minulých let

Výsledek hospodaření minulých let představuje část zisku, která nebyla použita do fondů či na výplatu podílu na zisku a převádí se do dalšího období. Vždy je důležité analyzovat skutečnost, zda podnik využívá vytvořený zisk pro svůj další rozvoj, nebo naopak dochází k rozdělení zisku vlastníkům (Knápková, 2013, s. 33).

1.1.5 Výsledek hospodaření běžného účetního období

Výsledek hospodaření běžného účetního období je zisk nebo ztráta běžného období.

1.2 Cizí kapitál

Cizí kapitál je závazkem (dluhem) podniku, který podnik musí v určené době splatit. Podle této doby je rozdělujeme na krátkodobý cizí kapitál (je poskytován na dobu do jednoho roku) a dlouhodobý cizí kapitál (je poskytován na dobu delší než jeden rok) (Synek, 2015, s. 150).

Cizí kapitál dělíme na:

- rezervy,
- dlouhodobý cizí kapitál,
- krátkodobý cizí kapitál.

Cizí kapitál není poskytován zadarmo. Cenou (náklady) za používání cizího kapitálu je úrok a ostatní výdaje spojené s jeho získáním (bankovní aj. poplatky, provize). Cizí kapitál je obvykle levnější než kapitál vlastní. Přitom všeobecně platí, že krátkodobý kapitál je levnější než dlouhodobý kapitál (Synek, 2015, s. 151).

Důvody pro použití cizího kapitálu, dle Synka (2015) jsou:

- podnikatel nemá dostatečný vlastní kapitál nezbytný k založení podniku (může si ovšem přibrat společníka, založit družstvo, akciovou společnost, což však omezuje jeho pravomoci a je to dražší než bankovní úvěr),

- podnikatel přechodně nedisponuje potřebným kapitálem v době, kdy jej potřebuje (např. při nákupu strojů, surovin),
- použitím cizího kapitálu nevznikají jeho poskytovateli žádná práva v přímém řízení podniku, zatímco přibíráním nových společníků rozředuje vlastní kapitál a tím řídící pravomoci,
- cizí kapitál je většinou levnější než kapitál vlastní, jeho použití tudíž zvyšuje rentabilitu podniku.

Nevýhody použití cizího kapitálu dle Synka (2015) jsou:

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

1.2.1 Rezervy

Jsou určeny především pro případ nenadálých výkyvů v hospodaření, popř. pro případ ztráty z podnikatelské činnosti. Podnik tedy tvoří rezervy v případě, kdy v budoucnu očekává rozsáhlý jednorázový výdaj, který by mohl nepříznivě ovlivnit průběh hospodaření. Rezervy jsou zdrojem krytí tohoto případného výkyvu, který má dlouhodobý charakter (Kislingerová, 2010, s. 59).

1.2.2 Dlouhodobý cizí kapitál

Dlouhodobý cizí kapitál tvoří dlouhodobé bankovní úvěry, vydané (emitované) podnikové dluhopisy, leasingové dluhy a jiné dlouhodobé závazky (Synek, 2015 s. 150).

1.2.3 Krátkodobý cizí kapitál

Krátkodobý cizí kapitál zahrnuje závazky podniku, které jsou splatné během jednoho roku. Patří mezi ně krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, zálohy přijaté od odběratelů, půjčky, částky dosud nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně, výdaje příštích období, dlužné dividendy (Synek, 2011, s. 55).

1.3 Časové rozlišení

Časové rozlišení zachycuje zůstatky výdajů příštích období (např. nájemné placené pozadu) a zůstatky výnosů příštích období (např. předem přijaté nájemné, předplatné apod.).

1.4 Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem

Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem se u různých podniků různí. Závisí na odvětví, ve kterém podnik pracuje (v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, u obchodních je poměr cca 50 : 50, u peněžních podniků výrazně převládá kapitál cizí), na struktuře majetku (čím vyšší podíl dlouhodobého majetku, tím vyšší podíl vlastního, resp. dlouhodobého cizího kapitálu), na subjektivním postoji podnikatele nebo manažerů, na úrokové míře bank (ta je závislá na vládní politice), na výnosnosti podniku (čím vyšší výnosnost podniku, tím větší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru si může dovolit) na stabilitě tržeb a zisku (podnik s rostoucími tržbami a ziskem si může dovolit větší zadlužení, naopak podnik s odbytovými potížemi musí další úvěr pečlivě zvážit). Lze shrnout, že použití cizího kapitálu v případě, že podnik vydělává více, než stojí úroky z vypůjčeného kapitálu, působí jako páka, kterou management podniku zvedá výnosnost vlastního kapitálu, tím však současně zvyšuje i jeho rizikovost. Toto působení cizího kapitálu je nazýváno finanční páka (Synek, 2011, s. 58-59).

2 UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY

Finanční analýza je velmi důležitá pro vyhodnocení komplexní finanční situace podniku a slouží pro rozhodování o investicích a dalších možnostech financování společnosti. Výsledky finanční analýzy slouží pro potřeby managementu i pro reporting vlastníkům, věřitelům či jiným zájemcům.

Účetní výkazy obsahují údaje, které lze přímo použít – mluvíme o absolutních ukazatelích. Rozvaha obsahuje údaje o stavu k určitému okamžiku (stavové ukazatele), výkaz zisku a ztráty ve formě výnosů a nákladů předkládá údaje za daný časový interval (tokové ukazatele). Z rozdílu stavových ukazatelů lze získat rozdílové ukazatele. Jestliže vykázáný údaj je dáván do poměru s jiným údajem, pracujeme s poměrovými ukazateli (Knápková, 2013, s. 66).

V této práci se budu zabývat pouze vybranými ukazateli finanční analýzy.

2.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy

2.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn položek jednotlivých výkazů v časové posloupnosti (Knápková, 2013, s. 68). Tato analýza pracuje jak s absolutními hodnotami, tak i s procentuálními změnami. Vypočítává se absolutní výše změn a její procentní vyjádření k výchozímu roku (Knápková, 2013, s. 68).

$$\text{Absolutní změna} = \text{ukazatel } t - \text{ukazatel } t - 1$$

$$\% \text{ změna} = (\text{Absolutní změna} \times 100) / \text{Ukazatel } t - 1$$

2.1.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza (procentní rozbor) spočívá ve vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu k jediné zvolené základně položené jako 100 %. Pro rozbor rozvahy je obvykle za základnu zvolena výše aktiv (pasiv) a pro rozbor výkazu zisků a ztráty velikost celkových výnosů nebo nákladů.

2.2 Poměrové ukazatele finanční analýzy

2.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability někdy označované jako ukazatele výnosnosti, návratnosti, profitability ratio, jsou konstruovány jako poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností k nějaké srovnávací základně, která může být jak ta straně aktiv, tak na straně pasiv (Kislingerová, 2010, s. 98).

ROA – výnosnost celkových aktiv

Poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, zda byla financována z vlastního kapitálu nebo kapitálu věřitelů (Kislingerová, 2010, s. 98). Rentabilita aktiv má několik tvarů. Nejkomplexnějším ukazatelem je tvar, kdy v čitateli je použit EBIT, protože se jedná o zisk před zdaněním a nákladovými úroky (Kislingerová, 2010, s. 99).

$$ROA = EBIT / AKTIVA$$

ROE – výnosnost vlastního kapitálu

K rozhodujícím ukazatelům měření rentability podniku patří výnosnost vlastního kapitálu, protože měří, s jakou efektivností podnik využívá vlastní kapitál (Kožená, 2007, s. 116).

$$ROE = \text{čistý zisk} / \text{vlastní kapitál}$$

2.2.2 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, jež podnik nese při daném poměru a struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Čím vyšší zadluženost podnik má, tím vyšší riziko na sebe bere, protože musí být schopen své závazky splácet bez ohledu na to, jak se mu právě daří. Následující ukazatele jsou popsány dle Knápkové (2013).

Celková zadluženost

Celková zadluženost je základním ukazatelem zadluženosti. Doporučená hodnota, na kterou se odvolává řada autorů odborné literatury, se pohybuje mezi 30-60 %. U posuzování zadluženosti je však nutné respektovat příslušnost k odvětví, samozřejmě také schopnost splácet úroky z dluhů plynoucí.

$$\text{Celková zadluženost} = \text{Cizí zdroje} / \text{Aktiva celkem}$$

Míra zadluženosti

Tento ukazatel signalizuje, do jaké míry by mohly být ohroženy nároky věřitelů. Při analýze zadluženosti by měla být pozornost věnována nejen zastoupení vlastního a cizího kapitálu ve finanční struktuře podniku, ale také struktuře zdrojů z hlediska splatnosti. Zdroje krátkodobé znamenají pro podnik podstatně vyšší riziko, protože je podnik musí brzy splatit, dlouhodobé zdroje jsou méně rizikové, avšak snížené riziko je zapláceno vyšší cenou dlouhodobých zdrojů financování.

$$\text{Míra zadlužení} = \text{Cizí zdroje} / \text{Vlastní kapitál}$$

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

Výsledek a vývoj poměru vlastního kapitálu na dlouhodobém majetku vyšší než 1 znamená, že podnik používá vlastní (dlouhodobý) kapitál i ke krytí oběžných (krátkodobých) aktiv, což svědčí o tom, že podnik tak dává přednost finanční stabilitě před výnosem.

Dlouhodobý majetek, který slouží k hlavní činnosti podniku, by měl být přednostně alespoň z větší části financován vlastním kapitálem, aby nebyla nutností splácet dluhy ohrožena kontinuita podnikání.

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku VK} = \text{Vlastní kapitál} / \text{dlouhodobý majetek}$$

Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji

Zde platí zlaté pravidlo financování: *Dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji.* Při výsledku nižším než 1 musí podnik kryt část svého dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji a může mít problémy s úhradou svých závazků.

$$\text{Krytí dlouh. majetku dlouh. zdroji: (Vlastní kapitál} \\ + \text{ dlouh. cizí zdroje) / dlouhodobý majetek}$$

2.2.3 Ukazatele likvidity

Likvidnost je schopnost jednotlivých aktiv přeměnit se rychle a bez větších ztrát na peněžní prostředky. Z hlediska likvidnosti jsou nejvíce likvidní peněžní prostředky, nejméně likvidní jsou stálá aktiva (budovy, pozemky). Ukazatele likvidity tedy měří schopnost firmy uspokojit (vyrovnat) své splatné závazky. Podle toho, které složky majetku k výpočtu využijeme, rozlišujeme obvykle tři ukazatele likvidity – běžnou, rychlou a hotovostní (Kožená, 2007, s. 112). Tyto ukazatele budou popsány dle Kožené (2007).

Běžná likvidita

Běžná likvidita měří platební schopnost podniku většinou za kratší období (obvykle měsíčně), v čitateli jsou veškerá oběžná aktiva, ve jmenovateli krátkodobé závazky (splatné do 1 roku). Jde o poměrně hrubý ukazatel, který je rozšířený především pro svou jednoduchost. Srovnává se s odvětvovým průměrem. Optimální hodnota se pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$BL1 = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé závazky}$$

Rychlá likvidita

Rychlá (pohotová) likvidita měří platební schopnost podniku po odečtení nejméně likvidní části oběžných aktiv – zásob, jejichž prodej je obvykle ztrátový. Vystihuje okamžitou platební schopnost podniku srovnáním s odvětvovým průměrem a standardními hodnotami, optimum je v rozmezí 1 – 1,5.

$$RL = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé závazky}$$

Hotovostní likvidita

Hotovostní (okamžitá) likvidita měří nejlépe schopnost podniku hradit své splatné závazky, označuje se také jako hotovostní poměr, jeho optimální hodnota je 0,5.

$$HL = (\text{hotovost} + \text{krátkodobé cenné papíry}) / \text{krátkodobé závazky}$$

3 TEORIE OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Názory na kapitálovou strukturu a její význam vyústily v posledních desetiletích do ucelených teorií. Tyto zjištěné teoretické postupy lze rozdělit do dvou skupin. První skupina primárně vychází při hledání optimální kapitálové struktury z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Druhá skupina klade empirické zkoumání skutečného chování podniků na první místo a doplňuje je teoretickým zobecněním (Kislingerová, 2010, s. 416).

Do první skupiny, tzv. statických teorií, lze zařadit zejména model *Mertona Millera* a *Frnaca Modiglianiho*. Patří sem i tzv. tradiční přístup (*H. DeAngelo, L. Dodd, D. Durand, W. J. Eiteman, B. Graham, R. W. Masulis*) a kompromisní teorie, neboli Trade-off Model (*H. DeAngelo, R. W. Masulis, J. B. Warner*). I když se závěry těchto teorií liší, jejich cíl je shodný, tj. zamyslet se nad tím, existuje-li objektivní rovnovážný cílový stav podniku (proto statické teorie) z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou a mají-li se podniky snažit v jednotlivých odvětvích o jeho nalezení a zabezpečení prostřednictvím konkrétních finančních rozhodnutí (Kislingerová, 2010, s. 416).

Hlavním představitelem druhé skupiny, tzv. dynamických teorií, je *Stewart Myers*, se svou teorií hierarchického pořádku, neboli asymetrickou informační teorií, založenou na empirickém výzkumu *Gordona Donaldsona*. Východiskem této teorie je názor, že optimální kapitálová struktura podniku obecně i konkrétněji v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a že snahy o přílišná zobecňování při optimalizaci kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na tržní hodnotu podniku mohou být velmi zavádějící. Každý podnik je natolik specifickým organismem fungujícím v konkrétních podmínkách podnikového klimatu a okolních vlivů, že jeho optimalizační snahy nelze přenášet na jiné podniky. Každý podnik přitom průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje (proto dynamická teorie) (Kislingerová, 2010, s. 416-417).

3.1 Statické teorie

3.1.1 Model MM

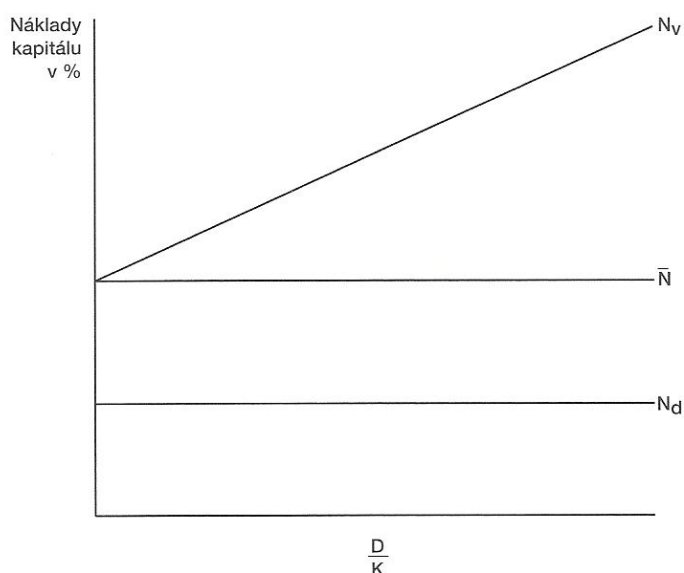
Vznik modelu MM v roce 1958 je významným předělem ve vývoji teorie optimální kapitálové struktury. Jeho autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller (Kislingerová 2010, s. 417). Ti přišli se závěrem, že průměrné náklady kapitálu jsou za určitých předpokladů

nezávislé na kapitálové struktuře, taktéž i tržní hodnota. Toto jejich tvrzení je všeobecně nazýváno M-M tvrzením (Hrdý, 2008, s. 129).

M-M při něm zejména předpokládali (Valach, 2010, s. 323):

1. Existuje dokonalý kapitálový trh (neexistují transakční náklady na koupi a prodej cenných papírů, žádný jednotlivý investor nemá podstatný vliv na cenu cenných papírů, potřebné informace jsou dostupné všem investorům, všichni investoři si mohou půjčovat peníze za stejný úrok).
2. Neexistuje zdanění zisku
3. Neexistují náklady úpadku.
4. Všichni investoři očekávají stejnou velikost zisku před zdaněním a úroky (homogenní očekávání budoucích zisků).

Vycházejíce z výše uvedených předpokladů učinili M-M závěr, že jestliže roste zadluženost, náklady dluhu zůstávají stejné, náklady vlastního kapitálu rostou a průměrné náklady kapitálu zůstávají neměnné. Díky tomu, že průměrné náklady kapitálu zůstávají stejné, nemůže se měnit ani tržní hodnota firmy (Hrdý, 2008, s. 129).



N_v = náklady vlastního kapitálu, N_d = náklady dluhu (bez zohlednění daně), \bar{N} = průměrné náklady kapitálu, D = Dluh, K = celkový kapitál

Obrázek 2: Tvrzení M-M I

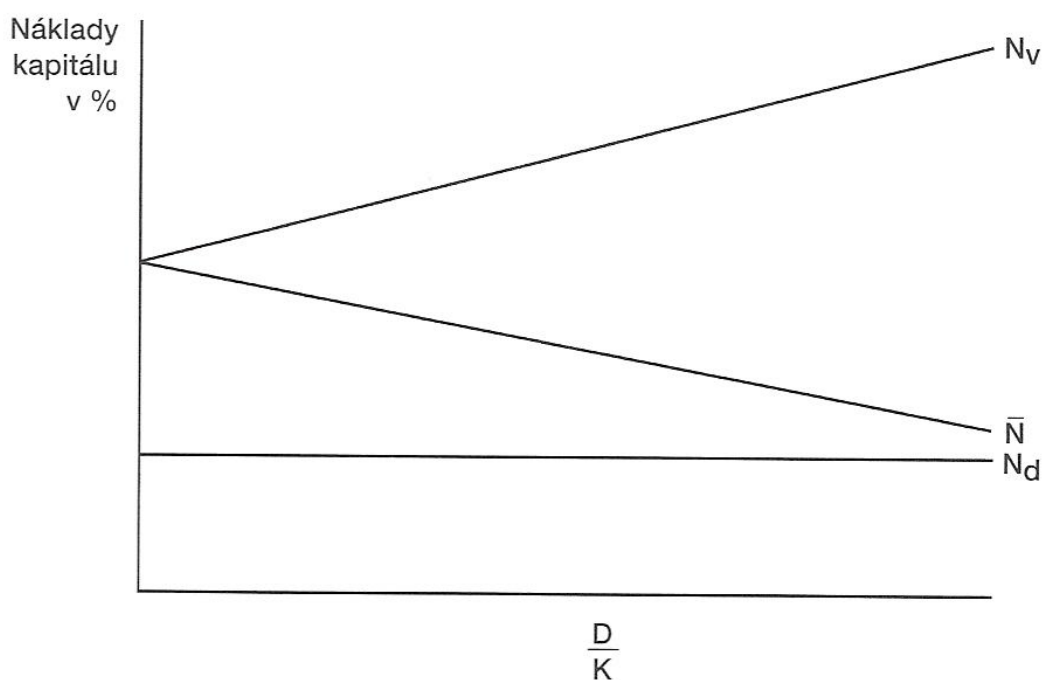
Zdroj: Valach (2010)

Finanční praxe i řada finančních teoretiků však M-M tvrzení I neakceptovala. Zdůrazňovalo se, že závěr o nezávislosti průměrných nákladů kapitálu nebere v úvahu dva podstatné faktory (Valach, 2010, s. 326):

- a) daň ze zisku
- b) náklady finanční tísně

M-M sami uznali daň ze zisku jako vlivný faktor ovlivňující kapitálovou strukturu a své původní tvrzení I o nezávislosti průměrných nákladů kapitálu na kapitálové struktuře modifikovali na tvrzení II, které říká, že průměrné náklady kapitálu s úrovní zadlužení klesají v důsledku úrokového daňového štítu a tržní hodnota firmy roste. Toto je způsobeno tím, že úroky z dluhu nepůsobí na podnik ve své plné výši, ale snižené o vliv daně. V takovém okamžiku je pro podnik nejvýhodnější využít co největší podíl dluhu na celkovém kapitálu. Za této situace by bylo pro podnik nejvhodnější využít co největší podíl dluhu na celkovém kapitálu (Hrdý, 2008, s. 130).

Vývoj nákladů vlastního kapitálu, dluhu a průměrných nákladů kapitálu při respektování daní lze pak znázornit graficky takto (Valach, 2010, s. 326):



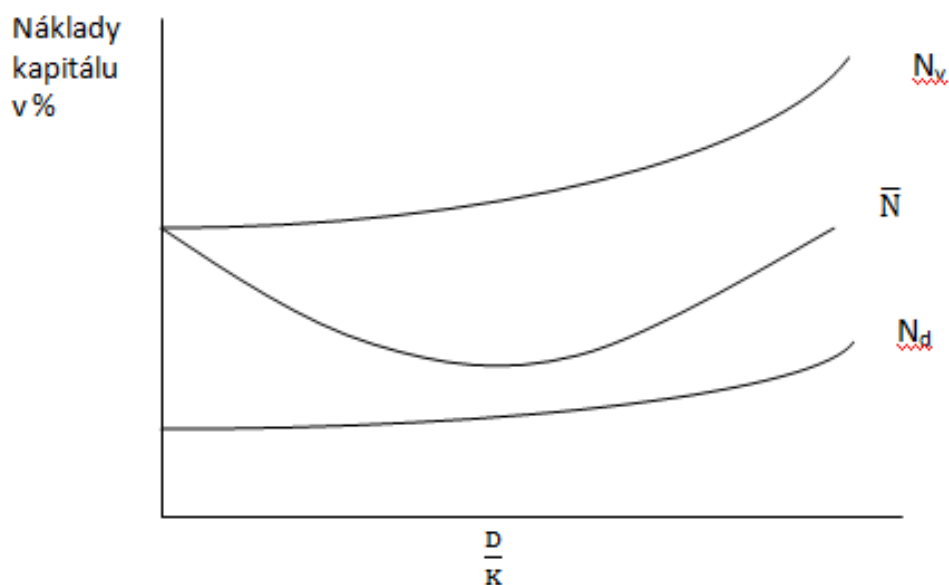
N_v = náklady vlastního kapitálu, N_d = náklady dluhu (bez zohlednění daně), \bar{N} = průměrné náklady kapitálu, D = Dluh, K = celkový kapitál

Obrázek 3: Tvrzení M-M II

Zdroj: Valach (2010)

I když zvýšení dluhu ve vztahu k vlastnímu kapitálu snižuje průměrné náklady kapitálu a mělo by podnik směřovat k maximálnímu podílu dluhu v kapitálové struktuře, takřka neexistují firmy se 100 % zadlužením (Hrdý, 2008, s. 130).

Působí tedy zřejmě jiné faktory na vytváření optimální kapitálové struktury. Významným činitelem jsou náklady finanční tísně. Zohledněním nákladů finanční tísně (jejichž rozsah se v různých analýzách, prováděných v zahraničí, odhaduje na 15-20 % hodnoty likvidovaných aktiv) podstatně ovlivnilo další vývoj názorů na optimalizaci kapitálové struktury (Valach, 2010, s. 330). Díky těmto nákladům dochází ke zvýšení stupně rizika, od určité míry zadlužení vedou ke zvýšení nákladů dluhu. Dochází k tomu proto, že úspory vzniklé v důsledku fungování úrokového daňového štítu jsou pohlceny náklady finanční tísně. Výsledkem růstu nákladů dluhu je nakonec to, že průměrné náklady kapitálu od určitého okamžiku začnou růst v souvislosti s růstem zadlužení a tržní hodnota firmy klesá. Teorie kapitálové struktury spěje k „U“ křivce průměrných nákladů kapitálu (Hrdý, 2008, s. 130). Graficky je to pak znázorněno takto:



N_v = náklady vlastního kapitálu, N_d = náklady dluhu (bez zohlednění daně), \bar{N} = průměrné náklady kapitálu, D = Dluh, K = celkový kapitál

Obrázek 4: Průměrné náklady kapitálu zohledňující daně i náklady finanční tísně

Zdroj: upraveno podle (Valach, 2010)

Při takovém vývoji průměrných nákladů kapitálu je pro praktickou finanční politiku důležité věnovat pozornost hledání přibližného optimálního podílu dluhu na celkovém kapitálu a opustit tvrzení M-M II, směřující k extrémní zadlužené kapitálové struktuře (Valach, 2010, s. 330).

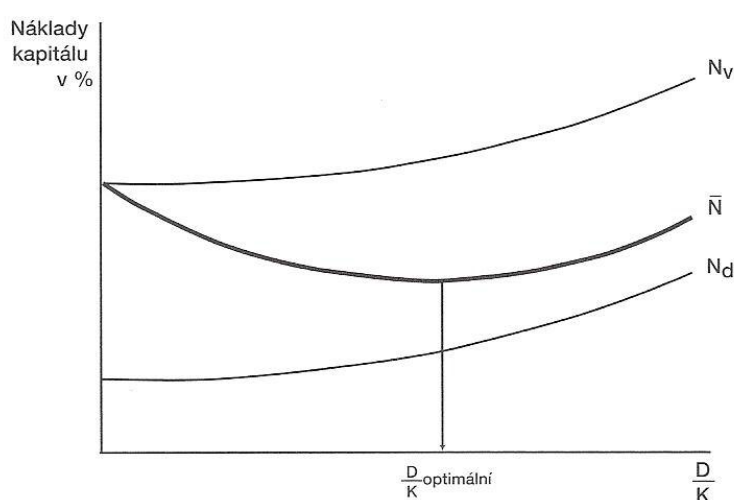
3.1.2 Klasická teorie optimální kapitálové struktury

Podle klasického (tradičního) přístupu, který většinou převládá, se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální (Valach, 2010, s. 317).

Pokud je dosaženo optimální kapitálové struktury, lze předpokládat, že celková tržní hodnota firmy je maximální, přičemž ostatní ovlivňující faktory jsou konstantní. Toto tvrzení vyplývá z faktu, že tržní hodnota firmy (kterou můžeme zjednodušeně vyjádřit jako očekávané výnosy *100 / průměrné náklady kapitálu) roste, jestliže se průměrné náklady kapitálu snižují. Přitom platí, že očekávaný výnos zůstává konstantní (Hrdý, 2008, s. 126).

Optimální kapitálovou strukturu podniku můžeme proto také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu firmy (Valach, 2010, s. 318).

Pojetí optimální kapitálové struktury jako struktury při minimálních průměrných nákladech kapitálu zobrazuje následující graf (předpokládají se dva druhy kapitálu: dluh a vlastní kapitál) (Valach, 2010, s. 318):



N_v = náklady vlastního kapitálu, N_d = náklady dluhu (bez zohlednění daně), \bar{N} = průměrné náklady kapitálu, D = Dluh, K = celkový kapitál

Obrázek 5: Optimální kapitálová struktura

Zdroj: Valach (2010)

Křivka průměrných nákladů kapitálu bývá označována jako „U“ křivka, která má v určitém bodě své minimum. Tento bod minimálních průměrných nákladů představuje optimální poměr dluhu ve vztahu k celkovému kapitálu, tedy optimální kapitálovou strukturu (Hrdý, 2008, s. 127).

Klasická teorie vychází z těchto předpokladů (Valach, 2010, s. 318):

1. Náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu. Věřitelé podstupují obecně nižší riziko než akcionáři, požadují proto nižší výnosnost ze zapůjčených prostředků. Kromě toho úrok z cizího kapitálu snižuje základ zdanění, působí zde úrokový daňový štít.
2. Náklady dluhu s růstem zadlužení stoupají – věřitelé pocítují vyšší finanční riziko a požadují vyšší úrok. Od určité míry zadlužení mohou vznikat náklady finanční tísně, které vytlačují náklady dluhu, a tím i průměrné náklady kapitálu nahoru.
3. S růstem zadluženosti podniku stoupají nejen náklady dluhu, ale i náklady vlastního kapitálu. I majitelé akcií pocítují při vyšším zadlužení vyšší riziko a začínají zvyšovat své požadavky na výnosnost akcií, což znamená růst nákladů vlastního kapitálu, a tím i růst průměrných nákladů kapitálu.

Průměrné náklady celkového podnikového kapitálu se stanoví jako vážený aritmetický průměr nákladů jednotlivých druhů kapitálu, kde vahou je podíl příslušného kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu.

Výpočet lze provést na základě vzorce (Synek, 2007, s. 56):

$$\bar{N} = N_d \times (1 - t) \times \frac{D}{K} + N_v \times \frac{V}{K}, \quad (1)$$

kde: N_d jsou náklady na cizí kapitál (na dluh) před zdaněním zisku v %;

t je míra zdanění zisku vyjádřená desetinným číslem;

D je tržní hodnota cizího kapitálu (dluhu) v Kč;

K je celkový kapitál (celková tržní hodnota firmy) v Kč;

N_v jsou náklady na vlastní kapitál;

V je tržní hodnota vlastního kapitálu.

Z výše uvedeného vzorce je patrné, že se doporučuje vyjádření vlastního, cizího a tím i celkového kapitálu v tržních hodnotách. Při zjišťování tržní hodnoty cizího kapitálu

vycházíme z toho, že cizí kapitál má účetní (nominální) hodnotu (pokud není ve formě obligací nebo jiných obchodovatelných cenných papírů. U vlastního kapitálu však může být tržní cena zcela jiná oproti ceně vykazované v rozvaze (v rozvaze je uvedena účetní – historická hodnota). U firem, jejichž akcie jsou obchodovány na burze, lze tržní cenu zjistit jako součin tržní ceny jedné akcie a počtu akcií (Synek, 2007, s. 63). Předpokladem použití tržních hodnot je, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. Toto je zaručeno jen na nejvyspělejších kapitálových trzích pro podniky, které jsou na nich obchodovány.

Cizí kapitál

V případě, že má podnik různou strukturu dluhů, lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z úrokových sazeb, které platí z těchto forem cizího kapitálu (Dluhošová, 2010, s. 120-121). Zde je důležité upozornit, že z celkového objemu cizích zdrojů vylučujeme ty kapitálové složky, ze kterých podnik „neplatí žádnou cenu“, tj. nevzniká náklad, úrok. Typickým příkladem je položka krátkodobých závazků z obchodního styku, tyto zdroje podnik využívá po dobu určenou dodavatelem na fakturách, aniž by za tyto zdroje musel platit (Kislingerová, 2001, s. 178).

Vlastní kapitál

Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí (Kislingerová, 2001, s. 187). Základními metodami, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu, jsou (Dluhošová, 2010, s. 121):

- model oceňování kapitálových aktiv – CAMP (Capital Asset Pricing Model),
- arbitrážní model oceňování – APM (Arbitrage Pricing Model),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Zaměřím se pouze na jednu z variant stavebnicové metody – ratingový model, který bude využit v praktické části práce. Ratingový model je podrobněji popsán na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Podle ratingového modelu jsou náklady a vlastní kapitál r_e kvantifikovány jako obětovaná výnosnost (zhodnocení) vlastního kapitálu, kterou by bylo možné dosáhnout, pokud by bylo investováno do alternativní, stejně rizikové investiční příležitosti (Kislingerová, 2010, s. 387).

Podle *Kislingerové* (2010) lze při kvantifikaci postupovat takto:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstru} \quad (2)$$

Kde: r_e jsou náklady na vlastní kapitál v %,

r_f je bezriziková výnosová míra,

r_{LA} je přírážka za velikost podniku,

$r_{podnikatelské}$ je přírážka za produkční sílu,

$r_{finstab}$ je přírážka za finanční stabilitu,

$r_{finstru}$ je přírážka za finanční strukturu.

Postup při určování těchto symbolicky označených veličin je následující:

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

r_{LA} – závisí na velikosti úplatných zdrojů podniku ($E + BL_2 + O$). Pokud jsou úplatné zdroje větší než 3 mld. Kč, lze r_{LA} vynechat, pokud jsou menší než 100 mil. Kč, $r_{LA} = 5\%$, pokud je jejich hodnota mezi 100 mil. Kč a 3 mld. Kč, lze použít funkci

$$\frac{(3 - (E + BL_2 + O))^2}{168,2}, \quad (3)$$

$r_{podnikatelské}$ – závisí na velikosti ukazatele rentability aktiv

$$\frac{EBIT}{A}, \quad (4)$$

Kde: $EBIT$ je hospodářský výsledek před úroky a zdaněním,

A jsou aktiva.

Jestliže je hodnota tohoto ukazatele v podniku větší než X_1 , pak $r_{podnikatelské}$ je na úrovni minimálního odvětvového rizika, pokud je menší než 0, $r_{podnikatelské} = 10\%$, jinak lze použít funkci

$$\frac{\left(X_1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X_1^2} * 0,1, \quad (5)$$

$$X_1 = \frac{E + BL_2 + O}{A} * i, \quad (6)$$

Kde: $E + BL_2 + O$ jsou tzv. úplatné zdroje (součet vlastního kapitálu – E , bankovních úvěrů BL_2 a podnikových dluhopisů – O),

i je skutečná úroková míra,

A jsou aktiva.

$r_{finstab}$ – charakterizuje vztah životnosti aktiv a zdrojů jejich krytí v návaznosti na celkovou likviditu L_3 .

$$\frac{CA}{STD}, \quad (7)$$

Kde: CA jsou oběžná aktiva,

STD – krátkodobé dluhy.

Jestliže $L_3 \leq XL_1$, pak $r_{finstab} = 10,00\%$.

Jestliže $L_3 \geq XL_1$, pak $r_{finstab} = 0,00\%$

$$\text{Jestliže } XL_1 < L_3 < XL_2, \text{ pak } r_{finstab} = \frac{(XL_2 - L_3)^2}{XL_2^2}. \quad (8)$$

XL_1 a XL_2 jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví. Dále je individuálně zohledňována finanční síla podniku (např. podle velikosti aktiv, významu mateřské společnosti atd., tj. faktorů umožňujících, že si podnik „může dovolit“ nižší likviditu.

Doporučení pro individuální aplikace metodiky je následující:

- Hodnota $XL1 \geq 1,0$ a hodnota $XL2 \leq 2,5$.

r_{finstr} – tuto přírážku lze vypočítat jako rozdíl nákladů na vlastní kapitál a průměrných nákladů na celkový kapitál, přičemž i zde je hodnota přírážky zvažována individuálně. Doporučení pro individuální aplikaci je následující: jestliže jsou tyto ukazatele shodné, pak $r_{finstr} = 0 \%$, jestliže z výpočtu vychází $r_{finstr} > 10 \%$, pak je nutné hodnotu r_{finstr} omezit na 10 %.

3.1.3 Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie chápe volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem (který, do určité míry zadlužení, snižuje průměrné náklady kapitálu) a náklady finanční tísně, které zvyšují průměrné náklady kapitálu. V tom je zajedno s klasickou teorií optimalizace kapitálové struktury, opírající se o „U“ křivku průměrných nákladů kapitálu. Za optimální považuje takové složení kapitálu, při němž daňový štít co nejvýše převyšuje náklady finanční tísně. Zároveň však kompromisní teorie zdůrazňuje podstatný vliv výše a stability podnikového zisku a charakteru hmotných aktiv na úvahy o kapitálové struktuře. Firmy s vyššími a stabilními zisky a bezpečnými hmotnými aktivy si mohou dovolit vyšší podíly dluhu na celkovém kapitálu než firmy s nízkým kolísajícím ziskem a rizikovějšími aktivy (Valach, 2010, s. 331).

3.2 Dynamické teorie

3.2.1 Teorie hierarchického pořádku

Tento přístup k optimalizaci kapitálové struktury nezkoumá složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu či tržní hodnotu firmy. Snaží se spíše – na základě různých empirických výzkumů – zobecnit chování a rozhodování v oblasti kapitálové struktury (Valach, 2010, s. 331).

Tento přístup klade důraz na značný vliv podnikových manažerů při volbě kapitálové struktury, protože mají detailnější a rychlejší informace než vlastníci, eventuálně věřitelé. Nebere tedy v potaz předpoklad stejnorodých očekávání budoucích zisků všemi subjekty podnikání, jako tomu bylo u tvzení M-M I (Hrdý, 2008, s. 131).

Předpokladem této teoretické koncepce je stabilní dividendová politika, preference interních zdrojů financování a averze manažerů k emisi akcií. Podle této teorie podnik uskutečňuje financování svých dluhových potřeb v tomto pořadí (Valach, 2010, s. 331):

1. interní zdroje (zadržený zisk při strnulé dividendové politice),
2. dlouhodobý úvěr, emise dlouhodobých obligací
3. emise akcií

Toto pořadí vychází z toho, že nejsnazší je počít pro financování dlouhodobých potřeb zadržený zisk. Firma se při takovém způsobu financování nedostává vůbec do styku s externími investory, s kapitálovým trhem, interní zdroje nevyvolávají emisní náklady. Emise akcií se považuje za nejméně výhodný způsob získávání kapitálu, protože díky ní vzniká celá řada nepřímých projevů: náklady emise, tlak na snížení cen stávajících akcií, nepříznivý dojem na veřejnosti aj. (Hrdý, 2008, s. 131).

3.2.2 Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse

Autoři této teorie došli k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje jednotný vzorec.

Při úvahách o kapitálové struktuře doporučuje respektovat tyto čtyři dimenze (Valach, 2010, s. 332):

1. Daně – ve svém důsledku vedou k úrokovému daňovému štítu, jestliže podnik nebude moci využívat úrokový štít, neměl by se příliš zadlužovat.
2. Riziko – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení firmy.
3. Typ aktiv – firmy s převahou nehmotných aktiv by si neměli příliš vypůjčovat
4. Finanční volnost – tržní hodnota firmy závisí v delším období více na investičních rozhodnutích, než na struktuře financování projektu. Proto by měl podnik vždy usilovat o to, aby měl především dostatek zdrojů pro nové efektivní investiční příležitosti. Nejrychleji dostupné jsou přirozeně interní zdroje vlastního kapitálu.

4 CHARAKTERISTIKA A ANALÝZA VYBRANÉHO PODNIKU

4.1 Charakteristika podniku

V úvodu praktické části mé práce musím zmínit skutečnost, že mnou vybraný podnik si nepřeje být jmenován. Proto v této práci nezazní jména majitelů, ani jiné skutečnosti, které by tento podnik více konkretizovali.

Podnik, který jsem si vybral a ke kterému budu hledat optimální kapitálovou strukturu, byl založen v roce 2004. Jedná se o akciovou společnost, která se zabývá výrobou, instalací a opravou elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení a také poradenstvím v oblasti informačních technologií a správou počítačového vybavení.

Základní kapitál společnosti je 2 mil. Kč. Je rozvržen na 1 000 ks kmenových akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 2 000 Kč. Akcie nejsou kótovány k obchodování na veřejných trzích.

4.2 Analýza podniku

V této části práce se budu snažit analyzovat vybraný podnik pomocí poměrových ukazatelů, konkrétně ukazatelů zadluženosti.

4.2.1 Ukazatele zadluženosti

Tyto ukazatele jsou počítány pomocí vzorců uvedených v podkapitole ukazatele zadluženosti (2.2.2).

Tabulka 1: Ukazatele zadluženosti podniku v letech 2012 - 2016

Ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost	73,85%	74,16%	98,89%	124,63%	126,49%
Míra zadluženosti	447,27%	335,28%	8967,33%	x	x
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	0,47	0,7	0,05	x	x
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	2,06	2,52	3,33	2,24	2,51

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Celková zadluženost ve sledovaném období nedosáhla ani jednou doporučených hodnot (30-60 %) a tyto hodnoty byly hlavně od roku 2014 výrazně překročeny. Můžeme tedy říci, že firma preferuje cizí zdroje financování. Míra zadluženosti dosahuje v roce 2014 oproti předchozím letům obrovského nárůstu. Je to způsobeno tím, že v roce 2014 skončil podnik ve

ztrátě a z tohoto důvodu firma disponovala skoro 20x menším vlastním kapitálem, než v předchozím období. V letech 2015 – 2016 již firma vlastním kapitálem nedisponovala a každoročně končila se ztrátou.

Dalším ukazatelem zadluženosti je krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem, zde můžeme pozorovat, že v letech 2012 až 2016 dlouhodobý majetek byl kryt převážně cizím kapitálem. V období 2012 až 2014 byly hodnoty kladné, ale menší než 1, podnik preferoval výnosy před finanční stabilitou podniku. V následujících letech byla tato hodnota záporná, jelikož podnik nevytvářel žádný zisk a nedisponoval žádným vlastním kapitálem.

Posledním ukazatelem zadluženosti, který se vyskytuje v této práci, je krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji. Z vypočtených výsledků zjistíme, že v celém sledovaném období je hodnota vyšší než 1, z čehož plyne, že podnik kryje dlouhodobými zdroji veškerý dlouhodobý majetek společnosti a také část oběžného majetku. Můžeme tedy říci, že podnik je překapitalizován.

5 OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY VYBRANÉHO PODNIKU

V této části práce se budu snažit aplikovat teorie optimální kapitálové struktury, které jsou popsány v kapitole 3. Budu hodnotit jednak součastnou kapitálovou strukturu podniku, což znamená, že budu vycházet z účetní závěrky za rok 2016. Dále navrhnu další 2 varianty kapitálové struktury a zjistím důsledky změn zadlužení.

Navrhl jsem následující varianty kapitálu:

- varianta č. 1 – skutečná kapitálová struktura podniku v roce 2016 (vycházet budu z posledního uzavřeného období)
- varianta č. 2 – navýšení základního kapitálu o 20 mil. Kč. Pro tuto variantu jsem se rozhodl proto, že podnik je zadlužený (cca 126 %) a také z důvodu sledování změny ceny kapitálu při různé skladbě kapitálové struktury. Při výpočtech jsem tedy zvýšil aktiva i pasiva o částku 20 mil. Kč, dále jsem snížil ztrátu o 2,25 mil. Kč (Ztrátu za toto období jsem úměrně snížil o zvýšený základní kapitál). Proto jsem dále v rozvaze zvýšil o 2,25 mil. Kč aktiva a pasiva.
- Varianta č. 3 – navýšení základního kapitálu o 40 mil. Kč. Zde jsem při výpočtech zvýšil aktiva i pasiva o částku 40 mil. Kč, dále jsem snížil ztrátu o 4,5 mil. Kč

Rozhodl jsem se pouze pro tyto tři varianty, kde budu pracovat se skutečnou kapitálovou strukturou a pak se strukturou kde bude základní kapitál navýšen. Další zadlužení podniku nevidím jako dobré řešení a proto s touto variantou nebudu pracovat. Dále jsem chtěl navrhnout variantu bez cizího kapitálu v podniku, ale tuto variantu nelze provést, neboť podnik vlastním kapitálem nedisponuje.

5.1 Model MM

Nalezení optimální kapitálové struktury pomocí modelu MM I nepovažuji za důležité, neboť jak bylo uvedeno v teoretické části, tento model je založen na určitých předpokladech, které nejsou v reálném prostředí splnitelné, nebere se zde v úvahu zdanění zisku či náklady finanční tísně. Předpoklady modelu MM II již připouští daň ze zisku a vlivy daňových efektů, avšak stále nejsou zohledňovány náklady finanční tísně.

Pokud by se tyto skutečnosti nebraly v úvahu, tak dle této teorie MM (předpoklad modelu MM II) je pro podnik nejvhodnější využít co největší podíl dluhu na celkovém kapitálu. V tomto případě by byla neoptimálnější varianta č. 1, zde dosahuje podnik nejvyšší zadluženosti.

Tabulka 2: Celková zadluženost podniku

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Celková zadluženost	126,49 %	90,57 %	70,53 %

Zdroj: Vlastní výpočty autora

5.2 Klasická teorie optimální kapitálové struktury

Jak bylo uvedeno v teoretické části, klasický přístup považuje za optimální kapitálovou strukturu tu, při které jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Je tedy potřeba zjistit náklady na vlastní a cizí kapitál. Jako první budu počítat náklady kapitálu k variantě č. 1, tedy ke skutečné kapitálové struktuře podniku a poté k ostatním variantám. V tabulce č. 3 je uveden přehled pasiv, se kterými budu dále pracovat.

Tabulka 3: Přehled pasiv (r. 2016)

PASIVA	Kč (tis.)
Základní kapitál	2 000
Nerozdělený zisk/ztráta minulých let	-10 916
Hospodářský výsledek	-6 292
Ostatní	349
VLASTNÍ KAPITÁL	-14 859
Dlouhodobé závazky	23 500
Krátkodobé závazky	47 456
CIZÍ KAPITÁL	70 956
VLASTNÍ + CIZÍ KAPITÁL	56 097

Zdroj: rozvaha společnosti

Při stanovení nákladů na cizí kapitál budu vycházet z úrokové míry úvěru, která je ve výši 3,74 % p.a.

Při odhadu nákladů vlastního kapitálu budu vycházet z ratingového modelu (podrobněji popsán v kapitole 3.1.2), který má tuto podobu:

$$N_v = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{finstru}} \quad (9)$$

Nyní vypočítám hodnoty jednotlivých veličin:

Bezriziková výnosová míra (r_f) – lze ji například stanovit dle výnosu státních desetiletých dluhopisů za rok 2016 a to ve výši 0,43 %.

Tabulka 4: Hrubý výnos státního 10-letého dluhopisu (r. 2016)

Období	Leden	únor	Březen	duben	Květen	červen
Výnos	0,62	0,46	0,35	0,43	0,46	0,45
Období	Červenec	srpen	Září	říjen	Listopad	prosinec
Výnos	0,37	0,29	0,25	0,37	0,55	0,53

Zdroj: ČNB, ARAD, systém časových řad [databáze online]

Přirážka za velikost podniku (r_{LA}) – závisí na velikosti úplatných zdrojů podniku.

Tabulka 5: Velikost úplatných zdrojů (r. 2016)

Úplatný zdroj	Kč (tis.)
Vlastní kapitál	-15 205
Bankovní úvěry	23 500
Podnikové dluhopisy	-
CELKEM	8 295

Zdroj: Rozvaha společnosti

Zde jsem sečetl výši vlastního kapitálu a bankovních úvěrů. Podnikové dluhopisy nebyly vydány. Celková velikost úplatných zdrojů je ve výši 8 295 tis. Kč. Jelikož jsou úplatné zdroje menší než 100 mil. Kč, přirážka za velikost podniku je rovna 5 %.

Přirážka za produkční sílu ($r_{podnikatelské}$) – je závislá na velikosti ukazatele rentability aktiv

$$\frac{EBIT}{Aktiva} \quad (10)$$

EBIT podniku byl ve výši – 5837 tis Kč a aktiva ve výši 56 097 tis. Kč. Hodnota ukazatele rentability je tedy -0,10405. Dále je potřeba vypočítat hodnotu X_1 . Tu vypočteme pomocí vzorce:

$$X1 = \frac{E+BL+O}{A} \times i. \quad (11)$$

Úplatné zdroje jsou uvedeny v tabulce č. 5 a jejich velikost je 8 295 mil. Kč. Hodnota celkových aktiv je rovna 56 097 mil. Kč a úroková míra je ve výši 3,74 % p.a. Po dosazení do

vzorce dostaneme $X_1 = \frac{8\,295}{56\,097} \times 3,74$ a hodnota X_1 je 0,55. Hodnota X_1 je větší než hodnota ukazatele $\frac{EBIT}{Aktiva}$, proto musíme pro stanovení přírážky za produkční sílu použít tuto funkci

$$\frac{\left(X_1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X_1^2} \times 0,1. \quad (12)$$

Po dosazení do vzorce je výpočet následující:

$$\frac{(0,55 - (-0,10405))^2}{0,55^2} \times 0,1 = 0,14142.$$

Přirážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) – je charakteristický jako vztah životnosti aktiv a zdrojů jejich krytí v návaznosti na běžnou likviditu L3. Proto je nutné nejdříve vypočítat hodnotu ukazatele $L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$. Oběžná aktiva podniku jsou ve výši 52 485 tis. Kč a krátkodobé dluhy ve výši 47 456 tis. Kč, hodnota ukazatele je 1,11. V tomto případě je hodnota L3 mezi XL1 a XL2, proto přírážku za finanční stabilitu stanovíme pomocí vzorce $\frac{(XL2 - L3)^2}{XL2^2}$.

Po dosazení do vzorce:

$$\frac{(2,5 - 1,1)^2}{2,5^2} = 0,3136.$$

Přirážka za finanční strukturu (r_{finstr}) – tuto přírážku jsem nejprve odhadl na základě finanční struktury, podnik dosahuje vysokých hodnot zadluženosti, a proto se dá finanční struktura považovat za rizikovou. Zvolil jsem 10 % přírážku, což je nejvyšší hranice této přírážky. Po výpočtu nákladů na vlastní kapitál a průměrných nákladů lze vypočítat $r_{finstr} = 15,88502 - (-0,37573) = 16,26075$ (maximální hranice je 10 %).

Nyní znám všechny hodnoty potřebné pro stanovení ceny vlastního kapitálu.

Tabulka 6: Stanovení ceny vlastního kapitálu

r_f	r_{LA}	$r_{podnikatelské}$	$r_{finstab}$	r_{finstr}	N_v
0,43	5	0,14142	0,3136	10	15,88502

Zdroj: Vlastní výpočty autora z účetních dat za rok 2016

Průměrné náklady jsem počítal pomocí vzorce:

$$\bar{N} = N_d \times (1 - t) \times \frac{D}{K} + N_v \times \frac{V}{K}. \quad (13)$$

Pokud dosadíme do vzorce $\bar{N} = 3,74 \times (1 - 0,19) \times 1,2649 + 15,88502 \times (-0,26488) = -0,37573$. Zjistili jsme tedy, že průměrné náklady kapitálu za rok 2016 jsou ve výši -0,38 %.

Nyní přistoupím k počítání zbývajících variant. Jako první stanovím náklady na cizí kapitál, kterým je úrok z úvěru.

Tabulka 7: Náklady na cizí kapitál

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Úrok z úvěru (v %)	3,74	3,74	3,74
Cizí kapitál (v Kč)	70 956	70 956	70 956
Vlastní kapitál (v Kč)	-14 859	7 391	29 641
Poměr cizích kapitálu (v %)	100	90,57	70,54
Průměrné náklady na cizí kapitál (v %)	3,83	2,74	2,14

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Průměrné náklady na cizí kapitál jsem počítal dle toho vzorce:

$$\bar{N} = N_d \times (1 - t) \times \frac{D}{K}. \quad (14)$$

Bezriziková výnosová míra (r_f) – bude ve všech variantách stejná, protože je počítána z výnosů státních desetiletých dluhopisů.

Tabulka 8: Bezriziková výnosová míra (r_f) v %

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Bezriziková výnosová míra (v %)	0,43	0,43	0,43

Zdroj: ČNB, ARAD, systém časových řad [databáze online]

Přirážka za velikost podniku (r_{LA}) – u všech variant je celková hodnota úplatných zdrojů menší než 100 mil. Kč. Proto u každé varianty volím přirážku ve výši 5 %.

Tabulka 9: Přirážka za velikost podniku (r_{LA})

Úplatný zdroj	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Vlastní kapitál	-15205	7045	29295
Bankovní úvěry	23500	23500	43500
Podnikové dluhopisy	-	-	-
CELKEM	8295	30545	72795
Přirážka za velikost podniku (v %)	5	5	5

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Přirážka za produkční sílu ($r_{podnikatelské}$) – pro zjištění přirážky za produkční sílu, jsem opět musel vypočítat hodnotu $\frac{EBIT}{Aktiva}$ a hodnotu X_1 . Hodnota X_1 je u všech variant vyšší než hodnota $\frac{EBIT}{Aktiva}$, a proto jsem přirážku za produkční sílu vypočítal pomocí vzorce $\frac{(X_1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X_1^2} \times 0,1$.

Tabulka 10: Přirážka za produkční sílu ($r_{podnikatelské}$)

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
EBIT	-5837	-3587	-1337
Aktiva	56097	78347	100 597
EBIT/Aktiva	-0,10405	-0,04578	-0,01329
Úplatné zdroje	8295	30545	72795
Úroková míra (v %)	3,74	3,74	3,74
X_1	0,55	1,46	2,71
Přirážka za produkční sílu (v %)	0,14142	0,10637	0,10098

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Přirážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) – zde se hodnoty nemění. Tuto variantu jsem stanovil u všech variant ve výši 0,3136 %.

Tabulka 11: Přirážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$)

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Oběžná aktiva	52 485	52 485	52 485
Krátkodobé dluhy	47 456	47 456	47 456
Celková likvidita L3	1,1	1,1	1,1
Přirážka za finanční stabilitu (v %)	0,3136	0,3136	0,3136

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Přirážka za finanční strukturu (r_{finstr}) – u varianty č. 1 a 2 vychází přirážka za finanční strukturu větší než horní hranice, což je 10 %, proto byla zvolena tato horní hranice. U varianty č. 3 byla přirážka ohodnocena dle výpočtu.

Tabulka 12: Přirážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
N_v bez r_{finstr}	5,88502	5,84997	5,84458
Odhad r_{finstr}	10	10	10
N_v	15,88502	15,84997	15,84458
Průměrné náklady	-0,37573	4,23885	6,8054
Rozdíl N_v - průměrné náklady	16,26075	11,61112	9,03918
Přirážka za finanční strukturu	10	10	9,04

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Do tabulky č. 14 jsem zaznamenal všechny potřebné údaje pro výpočet nákladů na vlastní kapitál u všech zkoumaných variant kapitálové struktury.

Tabulka 13: Cena vlastního kapitálu (N_v) v %

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Bezriziková výnosová míra (r_f)	0,43	0,43	0,43
Přirážka za velikost podniku (r_{LA})	5	5	5
Přirážka za produkční sílu ($r_{podnikatelské}$)	0,14142	0,10637	0,10098
Přirážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$)	0,3136	0,3136	0,3136
Přirážka za finanční strukturu (r_{finstr})	10	10	9,04
Náklady na vlastní kapitál (N_v)	15,88502	15,84997	14,88458

Zdroj: Vlastní výpočty autora

V následující tabulce jsou uvedeny průměrné náklady kapitálu u všech zkoumaných variant kapitálové struktury. V této tabulce jsou u variant č. 2 a 4 upraveny průměrné náklady kapitálu, kvůli nepřesnému odhadu přirážky za finanční strukturu.

Tabulka 14: Průměrné náklady kapitálu (v %)

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Průměrné náklady na cizí kapitál	3,83	2,74	2,14
Průměrné náklady na vlastní kapitál	-4,208	1,495	4,386
Průměrné náklady kapitálu	X	4,235	6,526

Zdroj: Vlastní výpočty autora

5.3 Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie chápe volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Za optimální je považováno takové složení kapitálu, při němž daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně. Při výpočtech jsem postupoval následujícím způsobem:

1. Určení celkové výše kapitálu
2. Výpočet nákladových úroků jednotlivých variant
3. Určení daňového koeficientu a určení nákladů úpadku
4. Výpočet a určení rozdílu

Při určení nákladů úpadku jsem vycházel ze studie světové banky z roku 2003, která vyčíslila náklady úpadku v ČR ve výši 35 % – 37 % (Valach, 2010, s. 275-276).

Tabulka 15: Rozdíl daňového štítu a nákladů finanční tísně v Kč

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Úroky	455	455	455
daňový koeficient	0,19	0,19	0,19
úrokový daňový štít	86	86	86
celkový úročený kapitál	56 097	78 347	100 597
výše nákladů úpadku (v %)	37	37	37
náklady finanční tísně	20 756	28 988	37 220
Rozdíl	-20 670	-28 902	-37 134

Zdroj: Vlastní výpočty autora

Z tabulky č. 16 je patrné, že úrokový daňový štít nepřevyšuje náklady finanční tísně ani u jedné varianty. Tato teorie by podnikům, dle výpočtu, doporučovala vyšší zadlužení. Podle této teorie by byla optimální kapitálová struktura podniku spojena s variantou č. 1, jelikož rozdíl mezi daňovým štítem a náklady finanční tísně je nejnižší (následuje varianta č. 2). Proto bych jako optimální variantu vybral variantu č. 2, kde zisk nabývá vyšších hodnot a také celková zadluženost je nižší než u varianty 1.

5.4 Teorie hierarchického pořádku

Jak bylo zmíněno v teoretické práci, tento přístup nezkoumá složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu, ale snaží se zobecnit chování a rozhodování v oblasti kapitálové struktury. Podle této teorie by podnik měl nejprve využívat zisk, poté dlouhodobé úvěry a v poslední řadě, získat prostředky z emise akcií.

Můžu konstatovat, že podnik se touto teorií v podstatě řídí. Podnik byl v předchozích letech z části financován z vlastních zdrojů, ovšem nyní podnik nedosahuje žádných zisků, takže aby byly pokryty investiční záměry, musí podnik využívat především cizí zdroje (ve formě dlouhodobých úvěrů). Podnik se rozhodl, že nebude emitovat obligace ani další akcie.

5.5 Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse

Teorie Brealeyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury zkoumá vývoj zisku, strukturu aktiv a finanční příležitosti. Při určení kapitálové struktury dle této teorie se musí respektovat tyto čtyři dimenze:

- Daně – tato teorie říká, že daně vedou k úrokovému daňovému štítu za předpokladu, že podnik bude tvořit zisk. Pokud však podnik nemohl využít daňový štít (nevytvoření zisku), neměl by se zadlužovat. Podnik nedosahuje zisku ani v jedné z variant kapitálové struktury. Využití úrokového daňového štítu je u všech variant stejné.
- Riziko – v tomto případě, je nejrizikovější varianta 1, kdy celková zadluženost dosahuje hodnoty 126,49 %, naopak nejbezpečnější je varianta číslo 3, kde se celková zadluženost pohybuje okolo 70%.
- Typ aktiv – tato teorie říká, že firmy, kde převládají nehmotná aktiva, by se neměli příliš zadlužovat. V podniku se podílí nehmotná aktiva 5 %, jelikož ve všech variantách je celková zadluženost vysoká, tak se mi jeví nejlépe varianta číslo 3.
- Finanční volnost – zde je důležité, aby podnik disponoval prostředky k investicím. Z tohoto pohledu se nejlépe jeví varianta č. 3, protože zde podnik disponuje vlastním kapitálem a také je zde nejnižší zadlužení podniku.

6 DOPORUČENÍ K OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU

Než doporučím optimální variantu kapitálové struktury daného podniku, provedu krátké shrnutí jednotlivých teorií. Vybrané varianty jsem analyzoval pomocí pěti teorií, které jsou uvedeny v této práci. Z mého pohledu jsou dvě teorie pro stanovení optimální kapitálové struktury určeného podniku nevhodné, jedná se o Teorie MM a Teorie hierarchického pořádku.

Klasická teorie optimální kapitálové struktury považuje za optimální takové složení dlouhodobého kapitálu v podniku, kde jsou průměrné náklady nejnižší. V tomto případě se nejlépe jeví varianta č. 2, kde průměrné náklady dosahují 4,235 %. Při této variantě by byl podnik stále vysoce zadlužen (konkrétně 90,57 %). Zvolil bych tedy variantu č. 3, kdy průměrné náklady dosahují velikosti 6,526 %, ale celková zadluženost se snížila na 70,53%. Podnik v tomto případě také disponuje větším vlastním kapitálem. Variantu č. 1 jsem z hodnocení vyřadil, neboť firma má vlastní kapitál v záporných hodnotách a průměrné náklady na vlastní kapitál tak vyšly v minusových hodnotách.

Podle Kompromisní teorie kapitálové struktury vychází nejlépe varianta č. 1, kde je rozdíl mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně nejmenší. Jako hlavní nevýhodu této varianty vidím ve vysokém zadlužení společnosti (126,49 %). Z tohoto důvodu bych zvolil jako optimální variantu č. 2.

Jako poslední zbývá Teorie R. A. Brealeyho a S. C. Myerse, kde by se měly respektovat čtyři dimenze. Z pohledu daní je nejlepší taková varianta, kde je využití úrokového štítu nejvyšší. Úrokový daňový štít je ve všech variantách stejně vysoký. Z pohledu rizika by byla nejideálnější varianta č. 3, zde podnik dosahuje nejmenší zadluženosti. Z pohledu aktiv bych volil opět variantu č. 3. Co se týče finanční volnosti, zde bych znovu volil variantu č. 3, neboť zde podnik disponuje vlastním kapitálem a také má zde nejnižší zadlužení.

Na základě shrnutí jednotlivých teorií, bych podniku doporučil variantu č. 3 (navýšení základního kapitálu o 40 mil. Kč). Nejen z důvodů, že se vyskytovala ve výše zmíněných teoriích nejčastěji jako optimální. Tento podnik je vysoce zadlužený a již tři roky po sobě nedosáhl zisku. Podnik by měl zvýšit vlastní kapitál, alespoň do takové výše, aby nebyl záporný. To lze zajistit například emisí akcií. Dále by se měl podnik snažit začít dosahovat zisku.

ZÁVĚR

Ve své bakalářské práci „Optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku“ jsem se zabýval kapitálovou strukturou vybraného podniku dle různých teorií.

V teoretické části jsem nejprve popsal jednotlivé složky pasiv, které jsem rozdělil podle původu zdroje na vlastní a cizí. Dále jsem se zaměřil na ukazatele finanční analýzy, které dělíme na absolutní a poměrové. S poměrovými ukazateli jsem pak ve velké míře pracoval v praktické části. Poté jsem se zaměřil na hlavní část teoretické práce a tou byly jednotlivé teorie optimalizace kapitálové struktury. Vybral jsem si k tomu pět hlavních teorií, které se nejčastěji objevovaly v literatuře.

Praktická část byla zaměřena primárně na jednotlivé teorie a výpočty, které byly uváděny v teoretické části. Nejvíce prostoru jsem věnoval Klasické teorii optimální kapitálové struktury, protože tato teorie se zaměřuje na náklady kapitálu, které vyjadřují, za „kolik“ podnik získává kapitál. Všechny tyto teorie jsem aplikoval na mnou vybraný podnik. Abych mohl porovnávat jednotlivé kapitálové struktury, navrhl jsem tedy 3 různé varianty složení kapitálu a tyto varianty jsem postupně porovnával.

V souladu s cílem mé bakalářské práce jsem, dle výsledků různých teorií a jednotlivých variant, navrhl optimální kapitálovou strukturu podniku. Jde o navýšení základního kapitálu o 40 mil. Kč. Podnik je potřeba stabilizovat, jelikož se pohybuje v záporných číslech a převažuje zde ve vysoké míře cizí majetek. Základní kapitál lze zvýšit například emisí akcií. Podnik musí začít dosahovat zisku, což se mu v posledních letech nedaří a každoročně podnik končí v minusových číslech. Podnik by se měl také snažit zvyšovat své tržby a snižovat náklady. Obojí se podniku v posledním roce povedlo, avšak ne v takové míře aby firma neprodělávala.

POUŽITÁ LITERATURA

monografie:

1 autor

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

HRDÝ, Milan. Strategické finanční řízení a investiční rozhodování: učebnice pro kombinované a distanční studium, Fakulta ekonomická, Západočeská univerzita Plzeň. 1. vyd. Praha: Bilance, 2008, 199 s. ISBN 978-80-86371-50-4.

KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071795291.

KOŽENÁ, Marcela. Manažerská ekonomika: teorie pro praxi. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. 216 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 9788071796732.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 9788024719924.

SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.

VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

2 autoři

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. Podniková ekonomika. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 445 s. ISBN 978-80-7400-336-3.

3 autoři

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Teorie a praxe firemních financí. 2., aktualiz. vyd. Přeložil Vladimír GOLIK, přeložil Zdeněk MUŽÍK, přeložila Liběna STIEBITZOVÁ. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.

Internetové zdroje:

ČNB. ARAD, systém časových řad [databáze online]. Praha: ČNB, [cit. 2017-04-22].

Dostupné z:

https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=1&p_des=50&p_sestuid=22049&p_uka=3&p_strid=AEBA&p_od=201601&p_do=201612&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha A - <i>zkrácená rozvaha podniku za rok 2016</i>	47
Příloha B - <i>zkrácený výkaz zisků a ztrát podniku za rok 2016</i>	48

Příloha A – zkrácená rozvaha podniku za rok 2016

		2016
	<i>AKTIVA CELKEM</i>	56 097
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	
B.	Dlouhodobý majetek	3 439
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	2 901
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	400
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	138
C.	Oběžná aktiva	52 485
C. I.	Zásoby	6 527
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	392
C. III.	Krátkodobé pohledávky	45 053
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	513
D. I.	Časové rozlišení	173

	<i>PASIVA CELKEM</i>	56 097
A.	Vlastní kapitál	-14 859
A. I.	Základní kapitál	2 000
A. II.	Kapitálové fondy	3
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	346
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-10 916
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-6 292
B.	Cizí zdroje	70 956
B. I.	Rezervy	
B. II.	Dlouhodobé závazky	23 500
B. III.	Krátkodobé závazky	47 456
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	
C. I.	Časové rozlišení	

Příloha B – zkrácený výkaz zisků a ztrát podniku za rok 2016

		2016
I.	Tržby za prodej zboží	149 905
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	141 985
+	Obchodní marže	7 920
II.	Výkony	25 925
B.	Výkonová spotřeba	19 250
+	Přidaná hodnota	14 595
C.	Osobní náklady	14 042
D.	Daně a poplatky	30
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 063
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	51
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-1 322
IV.	Ostatní provozní výnosy	801
H.	Ostatní provozní náklady	1 936
V.	Převod provozních výnosů	
I.	Převod provozních nákladů	
*	Provozní výsledek hospodaření	-3 302
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	
K.	Náklady z finančního majetku	
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	
X.	Výnosové úroky	
N.	Nákladové úroky	455
XI.	Ostatní finanční výnosy	1 080
O.	Ostatní finanční náklady	1 178
XII.	Převod finančních výnosů	
P.	Převod finančních nákladů	
*	Finanční výsledek hospodaření	-553
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2 437
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-6 292
XIII.	Mimořádné výnosy	
R.	Mimořádné náklady	
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	
*	Mimořádný výsledek hospodaření	
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-6 292
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-3 855