

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

FAKULTA EKONOMICKÁ

Diplomová práce

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku

The Optimization of Capital Structure of the Concrete Company

Bc. Pavla Šedivá

Plzeň 2013

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI
Fakulta ekonomická
Akademický rok: 2012/2013

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

Jméno a příjmení: **Bc. Pavla ŠEDIVÁ**
Osobní číslo: **K11N0041K**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika a management**
Název tématu: **Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku**
Zadávající katedra: **Katedra financí a účetnictví**

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

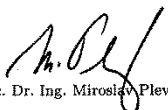
1. Zpracujte teoretický úvod kapitálové struktury podniku a její optimalizace.
2. Charakterizujte vybraný podnik.
3. Analyzujte kapitálovou strukturu daného podniku.
4. Navrhněte doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury podniku.

Rozsah grafických prací: **neuveden**
Rozsah pracovní zprávy: **60 - 80 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**
Seznam odborné literatury:

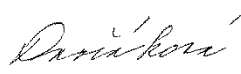
- **BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.** *Teorie a praxe firemních financí.* Praha: Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4
- **HRDÝ, Milan; STROUHAL, Jiří.** *Finanční řízení.* Praha: Wolters Kluwer, 2010. ISBN 978-80-7357-580-9
- **KISLINGEROVÁ, Eva a kol.** *Manažerské finance. 3. vydání.* Praha: C.H.Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9
- **NEUMAIEROVÁ, Inka.** *Řízení hodnoty podniku: nedělejme z podniku záhadu. 1. české vydání.* Praha: Profess Consulting, 2005. ISBN 978-80-7259-022-3
- **VALACH, Josef.** *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přepracované a rozšířené vydání.* Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Michaela Krechovská, Ph.D.**
Katedra financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **31. srpna 2012**
Termín odevzdání diplomové práce: **7. prosince 2012**


Doc. Dr. Ing. Miroslav Plevný
děkan




Prof. Ing. Lilia Dvořáková, CSc.
vedoucí katedry

V Plzni dne 31. srpna 2012

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma

„Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku“

vypracovala samostatně pod odborným dohledem vedoucí diplomové práce za použití pramenů uvedených v příložené bibliografii.

V Plzni, dne 4. 12. 2012

.....

podpis autora

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala ing. Michaele Krechovské, Ph.D. za velmi ochotný přístup, cenné připomínky a rady, kterými přispěla k vypracování této práce. Dále bych chtěla poděkovat managementu společnosti AGROPA a.s. za poskytnutí potřebných informací.

Obsah

ÚVOD	7
1 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU A JEJÍ OPTIMALIZACE	9
1.1 Kapitálová struktura	9
1.1.1 <i>Vlastní kapitál</i>	10
1.1.2 <i>Cizí kapitál</i>	12
1.1.3 <i>Základní struktura majetku a zdrojů jeho financování</i>	14
1.1.4 <i>Přístup českých a zahraničních podniků k volbě kapitálové struktury</i>	17
1.2 Náklady kapitálu	19
1.2.1 <i>Vlastní kapitál</i>	19
1.2.2 <i>Cizí kapitál (náklady dluhu).....</i>	24
1.2.3 <i>Průměrné náklady kapitálu (WACC).....</i>	25
1.2.4 <i>Faktory působící na míru zadlužení.....</i>	26
1.3 Determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu	29
1.3.1 <i>Vliv daní (daňový štít).....</i>	30
1.3.2 <i>Náklady finanční tísně.....</i>	31
1.4 Teorie optimalizace kapitálové struktury	32
1.4.1 <i>Přístupy ke kapitálové struktuře</i>	33
1.4.2 <i>Teorie M&M</i>	34
1.4.3 <i>Klasická (tradiční) teorie</i>	35
1.4.4 <i>Kompromisní teorie</i>	36
1.4.5 <i>Teorie hierarchického pořádku.....</i>	37
1.4.6 <i>Teorie 4 dimenzí Brealeyho a Myerse.....</i>	37
1.4.7 <i>Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových.....</i>	38
1.4.8 <i>Aspekty optimalizace.....</i>	39
2 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉHO PODNIKU	40
2.1 Údaje o společnosti.....	40
2.1.1 <i>Stručná analýza současných i minulých výsledků.....</i>	44
2.2 Analýza poměrových ukazatelů	45
2.2.1 <i>Oblast ziskovosti a nákladovosti</i>	45
2.2.2 <i>Oblast rentability a likvidity kapitálu</i>	47
2.2.3 <i>Oblast zadluženosti a finanční stability</i>	50

3	ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY DANÉHO PODNIKU	52
3.1	Kapitálová struktura	52
3.2	Struktura cizího kapitálu	53
3.2.1	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>53</i>
3.3	Struktura vlastního kapitálu.....	54
3.3.1	<i>Nerozdělený zisk a ostatní fondy.....</i>	<i>54</i>
3.3.2	<i>Rezervní fond</i>	<i>54</i>
3.3.3	<i>Dividendová politika</i>	<i>55</i>
3.4	Poměr vlastního a cizího kapitálu za období 2006 - 2011.....	56
3.4.1	<i>Bilanční pravidla</i>	<i>57</i>
3.5	Náklady kapitálu	60
3.5.1	<i>Náklady na cizí kapitál.....</i>	<i>60</i>
3.5.2	<i>Náklady na vlastní kapitál</i>	<i>61</i>
3.5.3	<i>Bod indiference a finanční páka</i>	<i>64</i>
3.6	Vážené průměrné náklady za období 2006 - 2011.....	67
3.7	Shrnutí	68
4	NÁVRHY A DOPORUČENÍ PRO OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	71
4.1	Optimalizace dle jednotlivých teorií.....	71
4.1.1	<i>Teorie M&M</i>	<i>72</i>
4.1.2	<i>Klasická (tradiční) teorie</i>	<i>72</i>
4.1.3	<i>Kompromisní teorie</i>	<i>73</i>
4.1.4	<i>Teorie hierarchického pořádku.....</i>	<i>75</i>
4.1.5	<i>Teorie 4 dimenzí Brealeyho a Myerse.....</i>	<i>75</i>
4.1.6	<i>Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových.....</i>	<i>76</i>
4.2	Shrnutí a závěr teorií.....	77
	ZÁVĚR.....	81
	PŘEHLED TABULEK A OBRÁZKŮ	83
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK	85
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	87
	SEZNAM PŘÍLOH	91

ÚVOD

Optimalizace kapitálové struktury podniku představuje stále aktuální téma způsobů financování podnikových aktivit, které mohou velmi významným způsobem ovlivnit jeho prosperitu a hlavní cíl podnikání. Toto téma hraje v podniku významnou roli, neboť bez kapitálu nelze v podniku nic uskutečnit. Dnešní společnosti jsou při naplňování podnikatelských cílů nuceny hledat ideální poměr mezi cizím a vlastním kapitálem, a to při dosažení nejlevnějšího financování potřeb společnosti. Jedná se především o vzájemnost vyrovnaní faktorů rizika a výnosnosti, které spadají mezi klíčové dlouhodobé strategické finanční rozhodovací procesy v podniku. Cílem podniků je nalézt optimální velikost zadlužení.

„Jedno ze základních souhrnných kritérií, které spojuje podniky bez ohledu na skutečnosti, zda jsou obchodovány na veřejných trzích nebo zda jde o podniky uzavřené, je maximalizace hodnoty podniku“ (Kislingerová, 2010, s. 247).

Hlavním cílem diplomové práce je optimalizovat kapitálovou strukturu ve společnosti AGROPA a.s. Optimalizace bude navržena v souladu se strategií společnosti, kterou je dlouhodobá stabilita podniku s předpokládanou výplatou dividend v období, kdy to vytvořené zdroje umožní. Tohoto hlavního cíle bude dosaženo při splnění dílčích cílů:

- definování kapitálové struktury podniku a shrnutí dosavadních poznatků,
- zhodnocení různých teoretických modelů pro optimalizaci kapitálové struktury v praxi,
- zajištění podkladů pro výpočet nákladů kapitálu vybraného podniku,
- analýza stávající kapitálové struktury daného podniku,
- předvedení možností optimalizace kapitálové struktury dle jednotlivých teoretických modelů,
- komparace teoretických poznatků a praktické aplikace,
- návrh řešení optimalizace kapitálové struktury daného podniku.

Postup zpracování diplomové práce bude vycházet z *analýzy kapitálové struktury* odvětví v ČR dle informací Ministerstva průmyslu a obchodu za období 2011 a z podkladů společnosti AGROPA a.s. za období 2006 - 2011. K vytvoření *návrhu modelu optimalizace kapitálové struktury* v konkrétním podniku bude použit výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC), a to pomocí stavebnicové metody

INFA používané Ministerstvem průmyslu a obchodu do roku 2009. V roce 2010 a 2011 pomocí nového upraveného modelu. Ukazatel WACC je definován jako vážený aritmetický průměr jednotlivých druhů kapitálu podniku, kde vahou je podíl jednotlivých druhů nákladů kapitálu na celkovém kapitálu podniku. Valach (2010) uvádí WACC jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální kapitálové struktury podniku. Obě komponenty WACC (náklady na cizí a vlastní kapitál) je však téměř nemožné přesně stanovit, neboť v praxi očekávaná návratnost cizího kapitálu není totéž, co aktuální úročení obligací nebo běžná úroková sazba bank (nezahrnuje ocenění kreditního rizika, což je riziko potenciálního neplnění závazku). Očekávaná míra výnosnosti vlastního kapitálu je ještě obtížnější vzhledem k rozdílným očekáváním konkrétních vlastníků (Šulák, 2008). Proto bude otázka optimální zadluženosti v diplomové práci zaměřena také na *komparaci teorie s praxí*, a to především z pohledu vlastníka, neboť tento pohled považuje autorka za prioritní. Závěrem budou výsledky vyhodnoceny, porovnány a použity vedením společnosti pro budoucí finanční rozhodování. Jelikož se jedná o dlouhodobé strategické rozhodovací procesy v podniku, které nelze posoudit z krátkodobého hlediska, bude *navržená kapitálová struktura společnosti ověřena až v následujícím období*.

Určení ideálního poměru cizího a vlastního kapitálu tak, aby tato podmínka byla splněna, je nesnadný úkol, a teorie i praxe to potvrzují. Obtížnost řešení potvrzují například Brealey a Myers „*Nutno konstatovat, že stále nemáme obecně přijatou koherentní teorii kapitálové struktury*“ (Brealey a kol., 1992, s. 969). Dalším faktem je, že teorie, respektive její větší část, je zaměřená spíše na společnosti kótované na burze než na malé a střední podniky v České republice.

1 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU A JEJÍ OPTIMALIZACE

1.1 Kapitálová struktura

Kapitálová struktura podniku je dle Hrdého, Horové (2011) definována jako struktura dlouhodobých finančních zdrojů podniku neboli dlouhodobého kapitálu. Naproti tomu finanční struktura podniku představuje strukturu celkového podnikového kapitálu, ze kterého je financován majetek a je tedy zachycen v pasivech rozvahy. I když má kapitálová nebo finanční struktura různou podobu, její hlavní členění je z hlediska vlastnického (kdo je vlastníkem majetku firmy, tedy z jakých zdrojů majetek vznikl). „*Vložil-li kapitál do podniku sám podnikatel (zakladatel) nebo skupina podnikatelů, hovoříme o vlastním kapitálu. Vložil-li kapitál do podniku věřitel (např. banka), hovoříme o cizím (úvěrovém, dluhovém) kapitálu*“ (Synek, 2011, s. 52).

Velikost kapitálové struktury podniku závisí především na (Synek, 2011):

1. Velikosti podniku – měla by být optimální a obecně platí, čím větší podnik, tím větší kapitál se vyžaduje.
2. Stupni mechanizace, automatizace, robotizace – čím vyšší použití techniky, tím je nutný vyšší kapitál.
3. Organizaci odbytu – podnik vlastníci prodejní síť bude vyžadovat vyšší kapitál než podnik prodávající přes obchodní podniky.

Při výběru kapitálové struktury by se měly dle Biermana (2002) klást čtyři otázky:

1. Jak se změní celkové náklady v souvislosti se změnou kapitálové struktury?
2. Jak vysoký dluh by měl podnik mít a jak tento podíl v kapitálové struktuře bude ovlivňovat hodnotu firmy?
3. Jak vysoké má firma náklady kapitálu?
4. Jak významné jsou tyto náklady pro investiční rozhodování?

První dvě otázky ovlivňují rozhodování o vydávání cenných papírů společnosti investorům k profinancování své expanze. Odpovědi na třetí a čtvrtou otázku ovlivňují investiční rozhodování společnosti a s tím spojené náklady na kapitál (neboli diskontní sazbu). Najít přesné odpovědi na všechny tyto otázky není jednoduché a vybrat nejlepší kapitálovou strukturu přirovnává Bierman (2002) spíše k umění než k přesnému výpočtu.

Podnik by měl mít tolik kapitálu, kolik ke své činnosti potřebuje. Pokud má kapitálu více a využívá ho neefektivně, je podnik **překapitalizován**. Například u akciových společností to znamená, že bylo emitováno více akciového kapitálu, než mohlo být efektivně použito (znehodnocení výnosnosti VK). Ukazatel překapitalizování podniku je poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku (stálých aktiv). Jeli tento poměr větší než 1, jedná se o překapitalizování.

V opačném případě, kdy má podnik málo kapitálu a je zde možný důsledek způsobující poruchy chodu podniku, se jedná o **podkapitalizování** podniku. Jedná se zejména o období investičního rozvoje a nese s sebou hrozbu ztráty likvidity. Podnik se často zadluhuje u svých dodavatelů a těmito prostředky, z důvodu nedostatku potřebných finančních zdrojů, kryje dlouhodobý majetek, čímž se dostává do platební neschopnosti. Ukazatel podkapitalizování je poměr dlouhodobého majetku (stálých aktiv) k dlouhodobým zdrojům (dlouhodobým pasivům). Je-li jeho hodnota větší než 1, jsou stálá aktiva kryta i krátkodobými závazky a podnik je podkapitalizován.

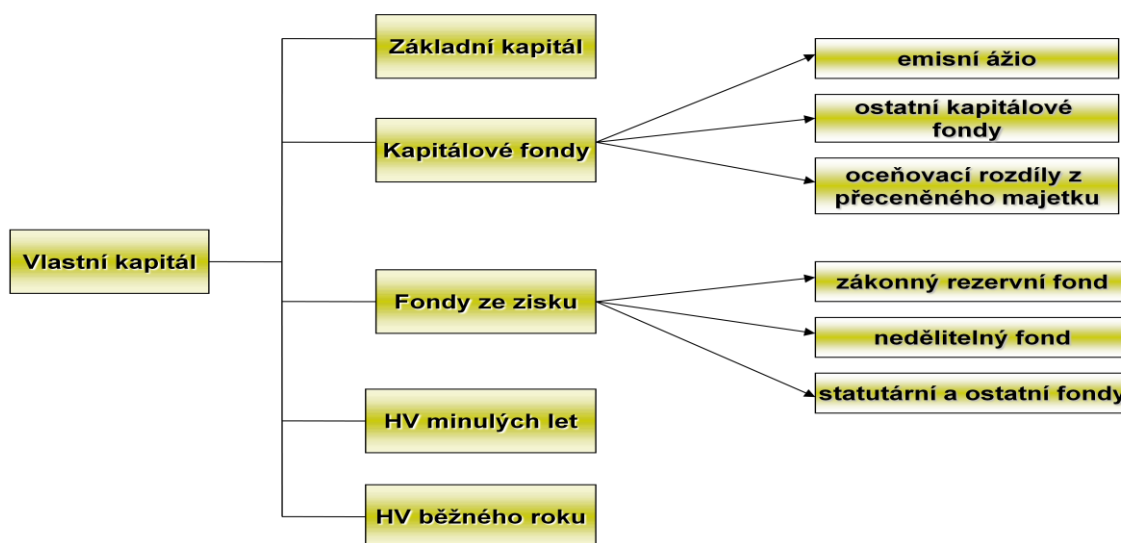
Problém kapitálové struktury se objevuje již při rozdělování podnikového zisku, kdy se řeší otázka, zda má firma větší část zisku vyplatit formou dividend nebo použít zisk především na rozšíření svého majetku. Pokud zisk po zdanění a výplata dividend nestačí na předpokládané rozšíření podnikového majetku, nastupují další otázky (Valach, 2010, s. 294):

- Upisovat akcie nebo získat cizí kapitál?
- V případě akcií: upisovat kmenové či prioritní akcie?
- V případě cizího kapitálu: upisovat obligace či žádat o bankovní nebo dodavatelský úvěr, nebo volit leasingové financování?

1.1.1 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál, jak už bylo řečeno výše, je kapitál, který patří majiteli (majitelům). U obchodních společností je výhradním nositelem podnikatelského rizika. Jeho podíl na celkovém kapitálu společnosti je ukazatelem finanční jistoty podniku. Není stálou veličinou a mění se dle výsledků hospodaření v příslušném období (Synek, 2011).

Obrázek 1: Rozdělení vlastního kapitálu obchodní společnosti:



Zdroj: (Synek, 2011, s. 58)

Základní kapitál

Ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti se základní kapitál vytváří povinně a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku. V akciové společnosti vzniká vydáním (emisí) akcií o určité jmenovité (nominální) hodnotě a v ostatních společnostech se jedná například o vklad společníků. Jeho skutečná výše není pouhý součet položek rozvahy, ale rozdíl mezi skutečnou hodnotou aktiv podniku a skutečnou hodnotou jeho dluhů (Synek, 2011).

Právní úpravou základního kapitálu se zabývá obchodní zákoník a stanovy společnosti.

Kapitálové fondy

V případě akciových společností tvoří hlavní část tzv. emisní ážio (příplatek), tj. kladný rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich nominální cenou při upisování nebo navyšování základního kapitálu (Synek, 2011).

Akcie je cenný papír spojený s právem akcionáře podílet se na řízení akciové společnosti a na jejím zisku. Nejobvyklejší akciový kapitál je základní (kmenové a společné akcie), který zároveň nese i největší riziko podnikání, a proto, je-li zisk vysoký, mají mnohem větší výnos než ostatní druhy akcií. V případě obchodovatelnosti akcií na kapitálovém trhu lze získat prodejem akcií i kapitálový výnos (capital gain), ale pouze s vyšší burzovní cenou, než za kterou jsme akcie pořídili, jinak můžeme utřít kapitálovou ztrátu.

Fondy ze zisku

Fondy ze zisku jsou vytvářeny přímo ze zákona (s r.o. a a.s. - zákonný rezervní fond, v družstvech nedělitelný fond), nebo dle stanov společnosti (statutární a ostatní fondy). Je to pojistka proti nepředvídatelným rizikům v podnikání (krytí ztrát, překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti). Proto jsou označovány také jako rezervní fondy.

Nerozdělený zisk

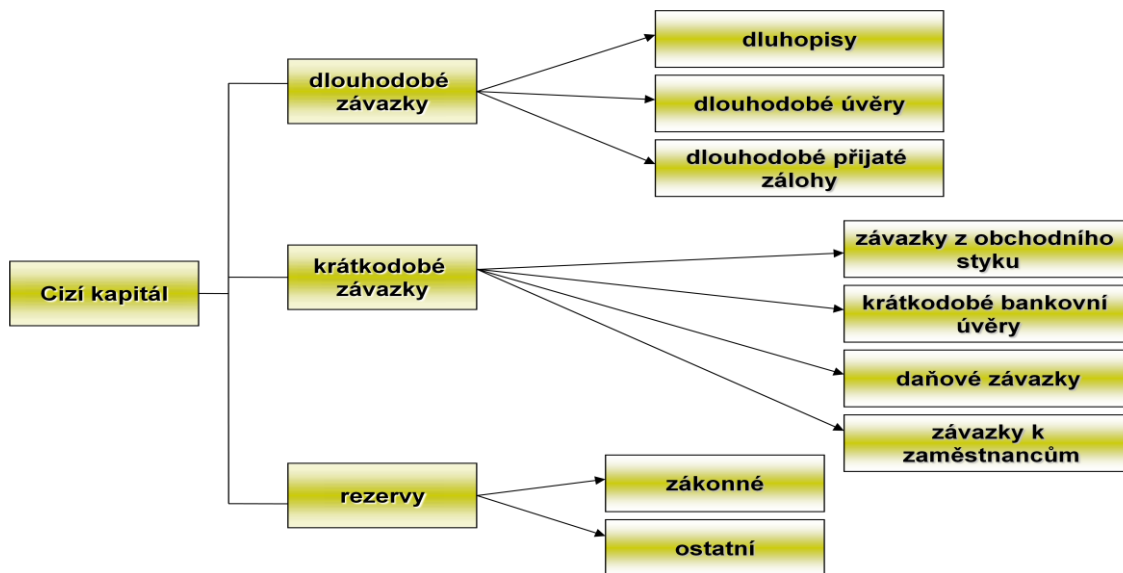
Jedná se o část zisku po zdanění, který se nerozděluje mezi majitele, ale slouží k dalšímu podnikání.¹ Na druhé straně také snižuje ztrátu běžného účetního období a neuhrazené ztráty minulých let.

1.1.2 Cizí kapitál

Jedná se o kapitál, který musí podnik v určité době splatit, je to dluh podniku. Podle doby splatnosti jej rozdělujeme na krátkodobý cizí kapitál (poskytován na dobu do jednoho roku) a dlouhodobý cizí kapitál (poskytován na dobu delší než jeden rok).

V dnešní době málokterý podnikatel při svém podnikání pracuje bez cizího kapitálu.

Obrázek 2: Rozdělení cizího kapitálu společnosti



Zdroj: (Synek, 2011, s. 58)

¹ Jedná se o kumulovaný nerozdělený zisk od dob založení společnosti a je veden v pasivech rozvahy. Nutno upozornit, že se nemusí slučovat s hotovostními penězi, ani s penězi na účtu v bance (jedná se o tzv. účetní zisk).

Krátkodobý cizí kapitál zahrnuje:

- Krátkodobé bankovní úvěry.
- Obchodní úvěry.
- Zálohy od odběratelů.
- Půjčky.
- Dosud nevyplacené mzdy a platy.

Dlouhodobý cizí kapitál obsahuje:

- Dlouhodobé bankovní úvěry.
- Termínované půjčky.
- Emitované podnikové obligace a dlužní úpisy.
- Leasingové dluhy.

Použití cizího kapitálu má několik příčin (Synek, 2011, s. 56):

1. Podnikatel nedisponuje dostatečně velkým vlastním kapitálem nezbytným k založení podniku.
2. Podnikatel přechodně nedisponuje potřebným kapitálem v době, kdy jej potřebuje (nákup strojů, surovin, předzásobením).
3. Použitím cizího kapitálu nevznikají jeho poskytovateli žádná práva v přímém řízení podniku, zatímco přibírání nových společníků rozředuje vlastní kapitál a tím i řídicí pravomoci.
4. Cizí kapitál je většinou levnější než kapitál vlastní a jeho použití tudíž zvyšuje rentabilitu podniku.² V České republice, stejně jako ve většině zemí, úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně.³

² Složení nákladů kapitálu se doporučuje přibližně 50% CK/VK. Aby byl z hlediska nákladů co nejlevnější, musí být splněna podmínka dostatečně generovaného zisku podniku.

³ Způsobuje tzv. daňový efekt, který působí jen tehdy, dosahuje-li podnik zisku.

Proti použití cizího kapitálu však stojí tyto skutečnosti (Synek, 2011, s. 57 - 58):

1. Cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku, a tím snižuje jeho finanční stabilitu.⁴
2. Každý další dluh je dražší a je obtížnější jej získat, neboť potenciální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace vysoce zadluženého podniku.
3. Vysoký podíl cizího kapitálu omezuje jednání managementu, které musí být přizpůsobeno věřitelům.⁵

1.1.3 Základní struktura majetku a zdrojů jeho financování

Členění kapitálu na krátkodobý a dlouhodobý slouží především při rozhodování, jakým kapitálem financovat majetek podniku. Financováním investic podniku se obvykle rozumí financování dlouhodobého majetku, dle Valacha (2010) se někdy nesprávně spojuje toto financování pouze s prvotním pořízením investice, ale obnova investic tvoří až 2/3 podnikových investic.

Vazba mezi položkami majetku a kapitálem podniku v rozvaze se musí rovnat.⁶

Obrázek 3: Základní struktura majetku a zdrojů jeho financování

Majetek (aktiva)			Kapitál (pasiva)		
Dlouhodobý	hmotný	=	Vlastní	vklad majitelů	Dlouhodobý
	nehmotný			nerozdělený zisk	
	finanční		Cizí	dlouhodobé závazky	
Krátkodobý	zásoby	krátkodobé závazky			
	pohledávky				
	prostředky na účtech				
hotovost					

Zdroj: (Šiman, 2005, s. 34)

⁴ Při velkém rozsahu dluhů roste nebezpečí bankrotu.

⁵ Proto podnikatelé používají i nových forem financování jako je leasing, faktoring apod.

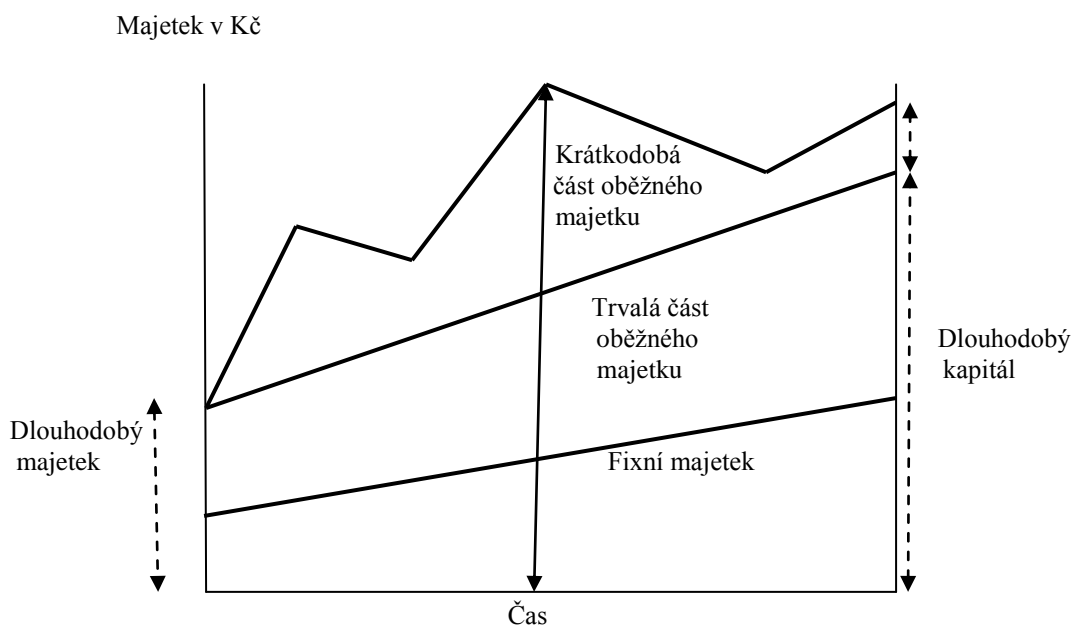
⁶ Jedná se o dva různé pohledy na jednu věc (jaký majetek podnik vlastní a z jakých zdrojů ho pořídil).

Bilanční pravidla

Základními bilančními pravidly se zabývá například Kislingerová (2010, s. 402 - 403):

1. **Zlaté bilanční pravidlo financování** – pravidlo vychází z potřeby sladit časový horizont používání aktiv v podniku s časovým horizontem zdrojů (pasiv), kterými je financován. V praxi jde o to, aby podnik zajistil financování svého dlouhodobého majetku prostřednictvím vlastního kapitálu nebo z dlouhodobých cizích zdrojů. V úvahu přitom bere úroky různých zdrojů a riziko jednotlivých zdrojů. Naopak oběžná aktiva by měl podnik financovat ze svých krátkodobých zdrojů.⁷ U středních podniků platí tato sledovanost nejvíce.

Obrázek 4: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla



Zdroj: Valach, 2011, s. 288

Platí tedy:

Dlouhodobý majetek = Vlastní kapitál (VK) + Dlouhodobé cizí zdroje (CK)

Dle Kislingerové (2010, s. 402) se na základě empirie dá konstatovat, že pravidlo splňuje většina českých podniků.

⁷ Tady je nutné si uvědomit povahu zásob. Pokud by podnik operoval s trvale vázanými nebo dlouhodobými zásobami, je nutné financování pomocí dlouhodobých, časově sladěných zdrojů.

2. **Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika**⁸ – pravidlo se zabývá poměrem vlastního a cizího kapitálu (zdroji), se kterým podnik hospodaří. Doporučuje se poměr 1:1 s konstatováním, že záleží na oboru, ve kterém se podniká. Je to filozofické vyjádření, že vklad majitelů firmy do jejich podniku by měl být alespoň stejně veliký jako vklad věřitelů (cizí zdroje).
3. **Zlaté bilanční pari pravidlo** – pravidlo předpokládá převahu vlastních zdrojů v rámci celkových dlouhodobých zdrojů potřebných ke krytí dlouhodobého majetku. Dle pravidla by vlastního kapitálu nemělo být příliš málo, ale ani příliš mnoho v porovnání s dlouhodobým majetkem. Stálá aktiva a vlastní zdroje by se měly rovnat jen v krajním případě.
4. **Zlaté bilanční poměrové pravidlo** – pravidlo je zaměřeno na poměr vývoje investic a tržeb podniku. Tempo růstu investic by nemělo předbíhat tempo růstu tržeb.⁹ Pokud bude mít společnost trvale udržitelné tempo růstu tržeb, nepotřebuje pro své financování žádné dodatečné zdroje.

Praktické poznámky ke zlatým bilančním pravidlům uvádí v literatuře Šiman a kol. (2010, s. 63 - 64):

- Vlastní kapitál by měl financovat pouze dlouhodobý majetek, který zajišťuje realizaci podnikání. Ostatní dlouhodobý majetek může financovat cizí dlouhodobý kapitál, případně alternativní kapitál¹⁰.
- Zlaté poměrové pravidlo nemusí být dodrženo například při ukončení recese nebo zahájení podnikání.
- Pokud je dlouhodobý majetek podniku financován krátkodobým kapitálem,¹¹ znamená to, že je podnik finančně méně stabilní, snižuje náklady na kapitál i průměrné náklady na celkový kapitál a zvyšuje finanční riziko.
- Pokud je oběžný majetek podniku financován dlouhodobým kapitálem,¹² je podnik finančně stabilnější, avšak méně efektivní (dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý).

„Celkově lze konstatovat, že v praktickém rozhodování se o zmíněných pravidlech v Německu hovoří s menší četností, i když se tato pravidla zrodila na základě

⁸ Dle Valacha (2011, str. 288) je toto pravidlo používáno zejména v německé literatuře.

⁹ Příliš vysoké investice by mohly firmu do budoucna zatěžovat (problémy likvidity, ztráta konkurenceschopnosti apod.).

¹⁰ Leasing či dodavatelský úvěr (splátkový prodej).

¹¹ Podkapitalizace podniku.

¹² Překapitalizace podniku.

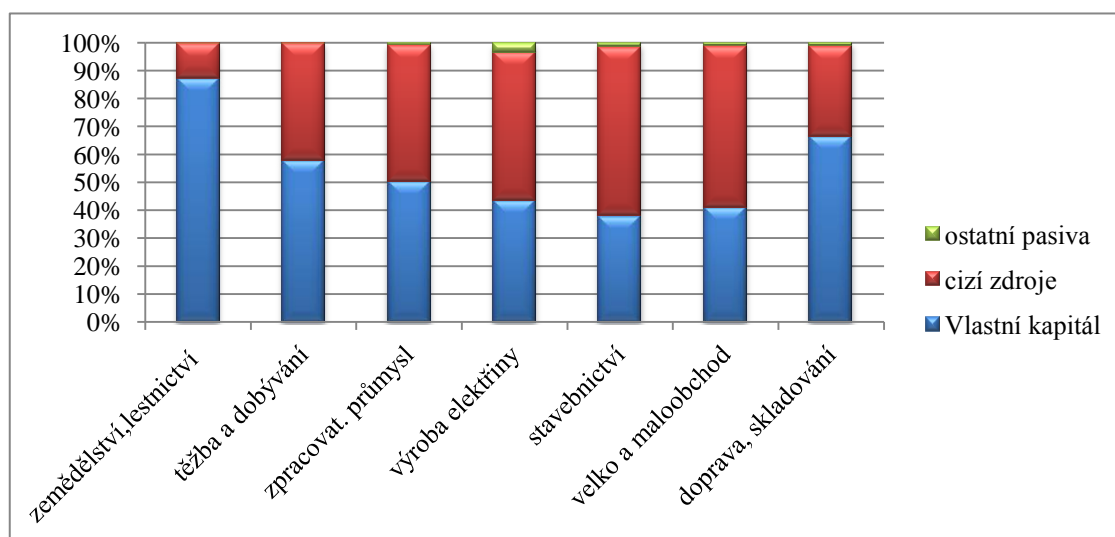
empirického pozorování právě v této oblasti (v anglosaské oblasti se s danými pravidly nesetkáme)“ (Kislingerová, 2010, s. 415).

Jako nejdůležitější je dle Kislingerové pravidlo vyrovnání rizika a zlaté bilanční pravidlo, které upozorňuje na přiměřenost finančního rizika podniku. Ostatní pravidla jsou sledovány spíše „laxně“ vzhledem k upřednostňování financování interními zdroji.

1.1.4 Přístup českých a zahraničních podniků k volbě kapitálové struktury

„Kapitálová struktura podniků je velice diferenciována. Diference jsou patrné v jednotlivých zemích, odvětvích i oborech podnikání“ (Valach, 2010).

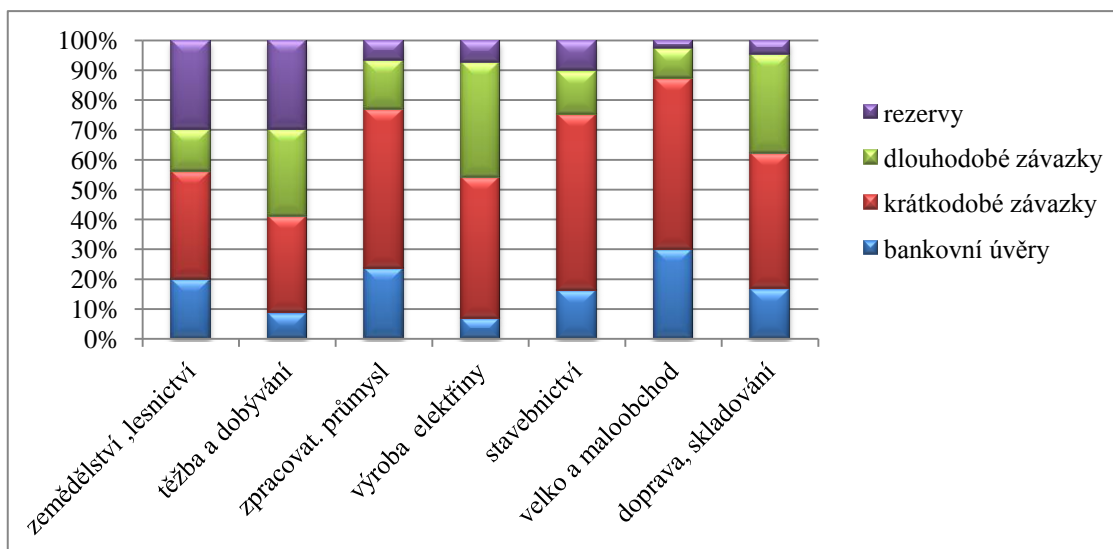
Obrázek 5: Kapitálová struktura v ČR dle vybraného odvětví za rok 2011



Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO (2011)

Obrázek č. 5 znázorňuje kapitálovou strukturu vybraných odvětví. Nejvyšší podíl vlastního kapitálu vykazují odvětví zemědělství, dopravy a skladování. Naopak nejvíce cizích zdrojů využívá odvětví stavebnictví, velkoobchod a maloobchod.

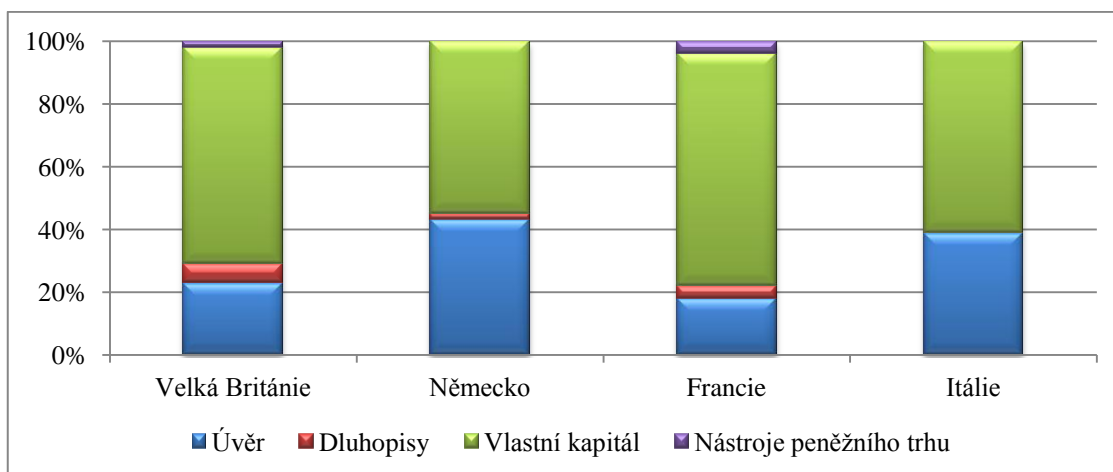
Obrázek 6: Struktura cizích zdrojů dle vybraného odvětví v ČR za rok 2011 (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO (2011)

Struktura cizích zdrojů vyplývající z obrázku č. 6 je v převážné míře zastoupena krátkodobými závazky, a to nezávisle na odvětví. U bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků se diference v odvětví projevuje výrazněji. Rozdíly jsou způsobené především odlišnou majetkovou strukturou, možností sezónních vlivů a jinými faktory.

Obrázek 7: Kapitálová struktura vybraných zemí EU (v %)



Zdroj: Kislingerová (2010, s. 258): Byrne and Davis, 2002

K výslednému porovnání je třeba brát v potaz, že v ČR jsou poměry odrazem účetních, nikoliv tržních hodnot. V případě, že by odhad měl být použit pro investora, musely by se váhy odpovídajícím způsobem upravit. Kislingerová (2010) u německých podniků uvádí na prvním místě financování interními zdroji. Externí použití je voleno až tehdy, není-li možné potřeby z vlastních zdrojů pokrýt. „Tím se v teorii často zmiňovaná

otázka finanční páky dostává poněkud „na vedlejší kolej“ (Kislingerová, 2010, s. 415). Využití finanční páky je totiž spojeno s růstem finančního rizika a německé podniky mají raději jistotu a možnost pružného rozhodování.

1.2 Náklady kapitálu

„Náklady kapitálu představují pro podnik výdaj, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu (tj. za získání např. různých forem dluhů, akciového kapitálu, nerozděleného zisku apod.) použitého na financování nových investic“ (Valach, 2010, s. 294). Nahlížet na náklady kapitálu můžeme také z pohledu výnosu požadovaného investory. Platí přímá úměra, že čím vyšší riziko investor podstupuje, tím požaduje vyšší výnosnost a tím se také zvyšují náklady na jeho pořízení. Další hledisko je minimální výnosnost, kterou podnik musí dosáhnout u nových investic.¹³ To znamená, že náklady kapitálu představují průměrné náklady celkového kapitálu používaného podnikem a pokud investor nedosáhne tuto minimální výnosnost, jedná se pro podnik o neefektivní investici.

Náklady kapitálu se pro účely finančního řízení vyjadřují v procentech z hodnoty vloženého kapitálu. Jelikož podnik používá k financování kombinaci více druhů zdrojů, zajímá se o průměrnou sazbu těchto zdrojů. Ta se vyjadřuje váženým aritmetickým průměrem WACC (Weighted Average Costs of Capital), kde vahou je podíl příslušného druhu kapitálu na celkových zdrojích (Nývtová a kol., 2010).

1.2.1 Vlastní kapitál

Určení nákladů vlastního kapitálu je jeden z nejobtížnějších úkolů. Základní idea stanovení nákladovosti vychází z tzv. oportunitních nákladů.¹⁴ Jedná se o ty výnosy, o které investor přichází, když investuje kapitál do dané společnosti. Sleduje se požadovaná výnosnost vlastního kapitálu vloženého do projektu stejného rizika jako vyhodnocované použití.

Pro výpočet jednotlivých nákladů kapitálu pro rok 2011 je použit nový výpočet metody INFA (MPO, 2011) a upravená metodika výpočtu dle (MPO, 2012, s. 111-18) manželů Inky a Ivana Neumaierových. Ostatní metody budou v práci pouze zmíněny, ale zabývat se jimi podrobně nebude.

¹³ Za předpokladu stejného rizika jako u dosavadního podnikání.

¹⁴ Náklady ztracené příležitosti.

Míra rizika je odvozována z historických údajů o volatilitě podnikových akcií (model CAPM) či z údajů o velikosti podniku, úrovni řízení a podobně (stavebnicový model).

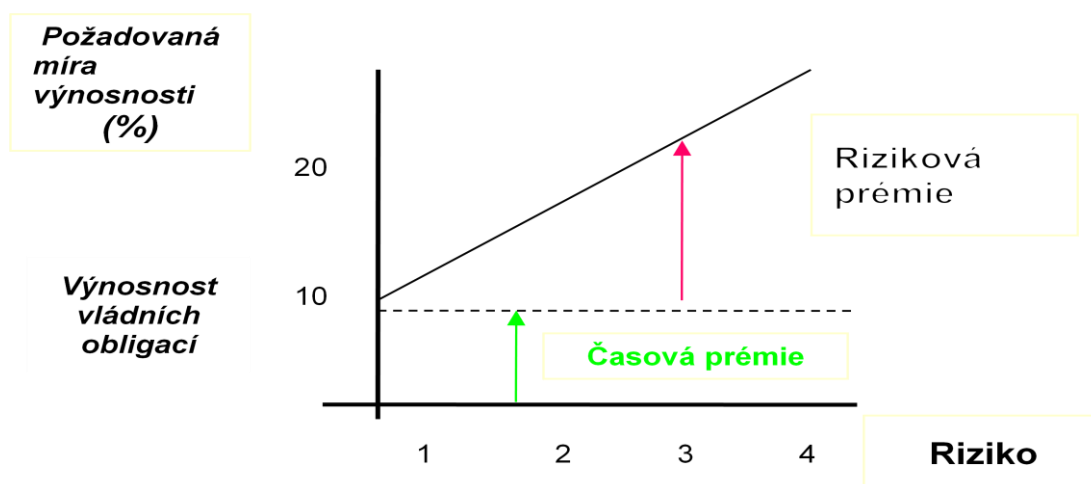
- **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí informací z kapitálového trhu. Hlavní problém tohoto modelu je odhad tržních nákladů kapitálu s odhadem rizikové prémie kapitálového trhu a s odhadem koeficientu beta (Mařík, 2011, s. 321).

- **Komplexní stavebnicová metoda (Garnett&Hill)**

Náklady na vlastní kapitál se zde určují na základě určitého počtu faktorů, které ve svém souhrnu charakterizují míru rizika podnikatelské činnosti společnosti. Pro ČR je metoda upravena na diskontní míru dle doporučeného způsobu oceňování autorů Mařík a Maříková. Každý z těchto faktorů se ohodnocuje stupněm rizika (jedná o čtyřstupňovou stupnici). Aritmetický průměr ohodnocení se převádí na rizikovou prémii. Při předpokladu nejvyššího stupně rizika se určí násobek bezrizikové prémie (většinou 3 nebo 4). Model pracuje se souborem 36 rizikových faktorů, rozdělených na podnikatelská a finanční rizika. Na obdobném základu pracuje i model autorů Maříková a Mařík (2011).

Obrázek 8: Vztah rizika a výnosnosti u vlastního kapitálu



Zdroj: (Šulák a kol., 2008, s. 41).

Závislost požadované míry výnosnosti investice vlastního kapitálu na stupni podstupeného rizika je znázorněn na obrázku č. 8 (Šulák a kol., 2008, s. 41, 42).

○ **Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí modelu INFA**

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí tohoto modelu je součástí přístupu uplatňovaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry. Náklady VK se podle této metody stanovují součtem bezrizikové sazby a rizikové prémie. Rizikovou prémie tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se stanovují na základě určitých poměrových ukazatelů.

Pro výpočet nákladů VK společnosti AGROPA a.s. v období 2006 - 2011 bude využito modelu INFA, který používalo Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR do roku 2009.

Nový výpočet metody INFA manželů Neumaierových bude použit pro období 2010 - 2011.

Zjednodušující předpoklady ratingového modelu (MPO, 2012):

1. Za cenu cizího kapitálu je dosazena skutečná nebo odhadovaná úroková míra.
2. Je ztotožněna tržní hodnota cizího kapitálu s účetní hodnotou cizího úročeného kapitálu.
3. Je předpokládána nezávislost hodnoty váženého průměru nákladů na kapitál (WACC) na kapitálové struktuře. Změna kapitálové struktury pouze přerozděluje celkový náklad kapitálu mezi majitele a věřitele.
4. Ve vzorci WACC je za tvar $(1 - \text{sazba daně z příjmů})$ charakterizující zdanění, použit podíl čistého zisku na zisku (CZ/Z) . Je zohledněn skutečný vliv zdanění.
5. Hodnota EBIT je provedena odhadem a odpovídá provoznímu výsledku hospodaření.

Metoda MPO ČR:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU} + r_{FINSTAB}$$

Kde:

r_f výnosnost bezrizikové investice

r_{LA} prémie za likviditu akcií

r_{POD} prémie za podnikatelské riziko

$r_{FINSTRU}$ prémie za riziko finanční struktury (dle ukazatele úrokového krytí)

$r_{FINSTAB}$ prémie za riziko z finanční nestability (dle ukazatele běžné likvidity)

Bezriziková sazba r_f je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů. Sazby jsou zjištěny z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu v metodice výpočtu INFA pro rok 2011 (MPO, 2012). Bezriziková sazba je brána za rok 2011 a činí 3,51%.

Tabulka 1: Bezriziková sazba (v %)

	1.pololetí	Celý rok
Rok 2006		3,77%
Rok 2007		4,28%
Rok 2008		4,55%
Rok 2009	4,90%	4,67%
Rok 2010	3,92%	3,71%
Rok 2011	3,79%	3,51%

Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB

r_{LA} riziková přírážka za velikost a kapitálovou vybavenost podniku

Tato prémie se stanovuje v závislosti na velikosti společnosti skrze velikost jejího VK.

$$(3 - VK)^2 / 168,2 \quad VK > 3 \text{ mld. Kč} \quad \dots r_{LA} = 0\% \quad VK \text{ v mil. Kč}$$

$$VK < 100 \text{ mil. Kč} \quad \dots r_{LA} = 5\%$$

r_{POD} prémie za podnikatelské riziko

Tato prémie se určuje ve vazbě na ukazatel rentability aktiv (produkční síly podniku)

$$r_{POD} = (ROA_{po} - ROA)^2 \cdot 10 / ROA_{po}^2$$

kde ROA_{po} ...rentabilita aktiv průmyslového odvětví

$$ROA > ROA_{po} \quad \dots r_p = 0\%$$

$$ROA < ROA_{po} \quad \dots r_p = 10\%$$

$r_{FINSTRU}$ finanční riziko z finanční struktury

Základem pro určení této prémie je ukazatel úrokového krytí

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \text{EBIT} / \text{úroky}$$

$r_{FINSTAB}$...zohledňuje likviditu

Tato prémie se stanovuje ve vazbě na ukazatel běžné likvidity

$$r_{FINSTAB} = (150 - \text{běžná likvidita})^2 / 250$$

Jelikož v roce 2010 došlo k úpravě metodiky výpočtu, bude pro tento rok použit nový výpočet stanovený:

$$r_e = r_f + RP \text{ neboli}$$

$$RP = r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU} + r_{FINSTAB}$$

$$\text{neboli } r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU} + r_{FINSTAB}$$

Bezriziková sazba (r_f) je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů.

Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$), charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv, je navázána na běžnou likviditu L3.

Když $L3 \leq XL1$ pak $r_{FINSTAB} = 10,00\%$

Když $L3 \geq XL2$ pak $r_{FINSTAB} = 0,00\%$

Když $XL1 \leq L3 \leq XL2$, pak je hodnota

$$r_{FINSTAB} = \frac{(XL2-L3)^2}{(XL2-XL1)^2} \cdot 0,1, \text{ kde } XL1 \text{ a } XL2 \text{ jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví.}$$

Doporučení pro aplikaci metodiky je hodnota $XL1 \geq 1,0$ a hodnota $XL2 \leq 2,5$ a u podniků s aktivy do 10 mld. Kč nedělat žádnou korekci rizikové přírážky za likviditu.

Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku (UZ), tj. součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů.

Když $UZ \leq 100$ mil. Kč, pak $r_{LA} = 5,00\%$

Když $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak $r_{LA} = 0,00\%$

Když $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$ pak $r_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2}$, přičemž UZ jsou dosazeny v mld. Kč.

Doporučení pro individuální aplikaci metodiky uvádí nepočítat s dolní hranicí pod 50 mil. Kč a s horní hranicí nad 10 mld. Kč.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku (r_{POD}) navazuje na ukazatel produkční síly (EBIT/Aktiva), její dostatečnou velikost (tzn. splnění podmínky pro práci s cizím kapitálem) a předmět činnosti podniku.

Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{UZ}{A} \cdot UM$$

položíme $X1 = (UZ/A) \cdot UM$, kde UM je skutečná úroková míra.

Když $EBIT/A > X1$ pak $r_{POD} = \text{minimální hodnota } r_{POD} \text{ v odvětví}$

Když $EBIT/A < 0$ pak $r_{POD} = 10,00\%$

Když $0 < EBIT/A < X1$ pak $r_{POD} = ((X1 - EBIT/A)^2 / X1^2) \cdot 0,1$

Doporučená hodnota pro období 2011 pro NACE 49 je 2,02%.

Riziková přírážka za finanční strukturu ($r_{FINSTRU}$) je rozdílem r_e a WACC.

$$r_{FINSTRU} = r_e - WACC$$

Omezení hodnoty r_{FINSTR} :

- $r_e = WACC$, pak $r_{FINSTRU} = 0\%$
- $r_{FINSTRU} > 10\%$, pak je nutno hodnotu $r_{FINSTRU}$ omezit na 10%.

Doporučení pro individuální aplikaci metodiky je omezit úrokovou míru $0 \leq UM \leq 25\%$.

Obdobně se mohou objevit extrémní hodnoty daňového zatížení, kde doporučená hodnota je $0 \leq CZ/Z \leq 100\%$.

Pokud bude vypočtená hodnota r_e menší než WACC, je nutné vzít $r_e = WACC$.

1.2.2 Cizí kapitál (náklady dluhu)

Dluhové náklady představují úrok, který podnik musí platit svým věřitelům za kapitál získaný formou bankovního úvěru. Jelikož úroky snižují daňový základ, nákladem je úrok snížený o úsporu na dani z příjmu, která se tímto způsobem dosáhne (Nývtlová a kol., 2010, s. 117).

Úrokový daňový štít: $i \cdot D \cdot s_{dp}$

Kde:

D výše dluhu v Kč

i úroková sazba z úvěru poskytnutého věřiteli v %

s_{dp} koeficient sazby daně z příjmů

Náklady dluhu tedy nedoléhají na podnik v plné výši, ale jsou snižené o hodnotu úrokového daňového štítu.

Náklady dluhu z úrokové sazby: $r_d = i \cdot (1 - s_{dp})$

Vzhledem k tomu, že daňový základ a zisk společnosti se nerovnají, nepředstavuje sazba daně z příjmů právnických osob násobená ziskem skutečnou daňovou zátěž.

Skutečné procento lze odhadnout jako poměr placené daně z příjmů a zisku před zdaněním.

Za náklady na cizí kapitál r_d dle Kislingerové (2010, s. 391) lze dosadit průměrnou úrokovou míru zjištěnou na základě velikosti a ceny jednotlivých úvěrů. Pro orientační pohled je možný odhad prostřednictvím poměru:

$$\frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}}$$

Cenu CK nejčastěji tvoří průměrná úroková míra úvěrů, které podnik používá. Tato průměrná úroková míra se stanoví váženým aritmetickým průměrem nákladů jednotlivých složek CK. Tato cena se upravuje o úrokový daňový štít. Objem nákladových úroků tvoří suma všech úrokových nákladů za sledované období.

1.2.3 Průměrné náklady kapitálu (WACC)

Průměrné náklady kapitálu slouží ve finančním řízení ke stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku a k výběru optimální kapitálové struktury. Stanoví se jako vážený aritmetický průměr nákladů jednotlivých druhů kapitálu. „Teoreticky lze stanovit optimální kapitálovou (finanční) strukturu (optimální zadluženost) jako minimum celkových nákladů na podnikový kapitál (angl. *Weighted Average Cost of Capital – WACC*)“ (Synek, 2011, s. 59).

Vážené náklady kapitálu se určí jako vážený průměr nákladů vlastního a cizího úplatného kapitálu ve tvaru (Šulák a kol., 2008):

$$WACC = r_e \cdot VK / K + r_d \cdot (1 - s_{dp}) \cdot CK / K$$

Kde:

r_e náklady vlastního kapitálu,

r_d úroková míra cizího kapitálu,

s_{dp} sazba daně z příjmů,

VK vlastní kapitál,

CK cizí úročný kapitál,

K investovaný kapitál

Vahami jsou zde poměry jednotlivých složek kapitálu k celkovému použitému kapitálu. Faktor $(1-s_{dp})$ zde zastupuje vliv daňového štítu, který se uplatní v případě kladného výsledku hospodaření, a který pak snižuje úrokovou míru dluhu a zlevňuje tak cizí kapitál.

Průměrná hodnota úroků z úvěrů je stanovena dle průměrných úrokových měr komerčních bank. Požadovaná hodnota rentability vlastního kapitálu je stanovena dle výpočtu r_e .

Dle nové metodiky MPO (2012) pro výpočet roku 2010 a 2011:

$$WACC = \frac{\frac{UZ}{A} \cdot r_e + \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}$$

Kde:

UZ úplatný zdroj

A aktiva

r_e alternativní (vlastní)

CZ čistý zisk

Z zisk

UM úroková míra

VK vlastní kapitál.

Ukazatel WACC obsahuje průměry různých způsobů financování v čase. Každá nová investice tak ovlivňuje náklady kapitálu. Obě komponenty WACC je téměř nemožné přesně stanovit, neboť očekávaná nákladovost cizího kapitálu není stejná jako aktuální úroková sazba banky¹⁵ a očekávaná míra vlastního kapitálu obsahuje rozdílné očekávání konkrétních vlastníků. V praxi očekávaná návratnost je sama určena ochotou společnosti akceptovat riziko (Risk Appetite) jako celku (Šulák a kol., 2008).

1.2.4 Faktory působící na míru zadlužení

Prvním krokem ke zvážení výhod a nevýhod zadluženosti je zhodnocení vzájemných vztahů mezi podnikatelským a finančním rizikem společnosti.

¹⁵ Neobsahuje potencionální riziko nezaplacení závazku (kreditní riziko).

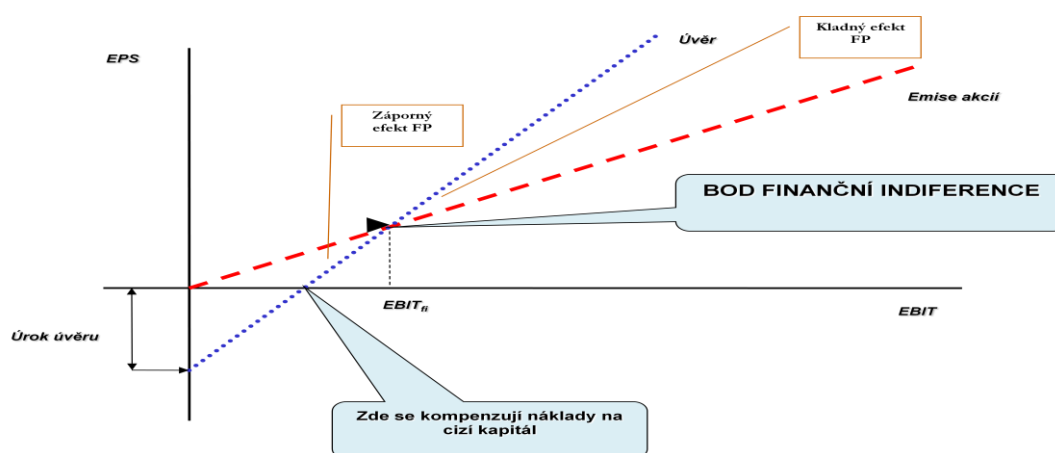
Každé zvýšení očekávaného výnosu je přesně kompenzováno zvýšením rizika a tudíž i zvýšením výnosové míry, kterou akcionáři požadují (Brealey a kol., 2000).

S růstem zadluženosti rostou náklady vlastního kapitálu a dochází k růstu úrokových sazeb. Při dostatečné tvorbě EBIT (provozního zisku) se náklady na celkový kapitál zlevňují, a to do bodu finanční indiference, neboli rovnosti nákladů na cizí i vlastní kapitál (Šulák a kol., 2008).

Finanční páka

Ke splácení cizích zdrojů, jak bylo řečeno výše, potřebuje společnost tvořit cash-flow. Většina společností je prvotně financována z vlastního kapitálu, jak také potvrdily studie kapitálové struktury v odvětví. Časem, jak se společnost rozvíjí, roste i její schopnost řádně vytvářet cash-flow, což zvyšuje zapojení cizího kapitálu (společnost je schopna splácení). Zvyšování zapojení cizího kapitálu umožňuje využívat tzv. pákový efekt (financial leverage), důležitý z hlediska analyzování optimalizace kapitálové struktury ve společnosti. Čím vyšší stupeň zadlužení, tím vyšší je rentabilita vlastního kapitálu, neboť stupeň zadlužení ovlivňuje návratnost vlastního kapitálu (ROE), určujícího odměnu vlastníkům za držení akcií. Příčinou ohrožení stability může být nárazový pokles výsledku hospodaření. Proto věřitelé požadují, aby poměrový ukazatel úrokového krytí¹⁶ převyšoval úrokové platby a byl vyšší než 3. Vysoká míra zadlužení tak vyžaduje i vysokou tvorbu zisku potřebného ke splácení úvěrů (Vacík, 2004, s. 60,61).

Obrázek 9: Vliv působení finanční páky



Zdroj: (Šulák a kol., 2008)

¹⁶ Informuje, kolikrát zisk před odečtením úroků a daní převyšuje úrokové platby.

Jak je patrné z obrázku č. 9, finanční páka je dvojsečná zbraň. Pokud je pozitivní, zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Pokud je negativní, rentabilita klesá.

Musí být splněna nerovnost (bez vlivu zdanění):

$$U/CK < EBIT/A < EBT/VK$$

- U/CK Náklady na cizí kapitál
- EBIT/A Výnosnost aktiv
- EBT/VK Výnosnost vlastního kapitálu

Ziskový účinek finanční páky musí být větší než 1

$$A/VK \cdot EBT/EBIT > 1$$

Používá-li podnik k financování kromě vlastního také cizí kapitál, je počátek přímky na svislé ose dán vztahem:

$$\frac{-r_d \cdot CK \cdot (1 - s_{dp})}{VK}$$

Faktory, které tento vztah ovlivňují:

- Průměrná úroková sazba z dluhu r_d
- Podíl cizího a vlastního kapitálu CK/VK (v rámci celkového podnikového kapitálu CK + VK)
- Výše daně ze zisku podniku s_{dp}

Z obrázku lze vyčíst, že s růstem EBIT roste i ROE. Od určité výše $EBIT_n$ (bod indiference) roste ROE rychleji v případě, že společnost používá pro financování cizí kapitál (pozitivní účinek finanční páky).

Bod indiference

Bod indiference je bod, kdy při dané velikosti EBIT, stabilní úrokové sazbě a stabilní sazbě daně ze zisku, dosahuje podnik stabilní rentability vlastního kapitálu ROE, přičemž kapitálová struktura je za daných podmínek nepodstatná. Pak bude platit (Mrkvička a kol., 2009):

- Předpoklad: $EBIT_n = r_d \cdot (VK_1 + CK_1)$
ROE odpovídající velikosti $EBIT_n$ má hodnotu $r_d \cdot (1 - s_{dp})$
- Při $EBIT > r_d \cdot (VK_1 + CK_1)$

Účinek finanční páky je pozitivní a podnik může uvažovat o přiměřeném zvýšení své zadluženosti.

- Při $EBIT < r_d \cdot (VK_1 + CK_1)$

Podnik by se neměl dále zadlužovat, protože by tím došlo ke snížení rentability vlastního kapitálu.¹⁷

Pro rozhodování o kapitálové struktuře dle Kislíngerové (2010) záleží na objemu produkce a výši a struktuře nákladů spjatých s danou produkcí. Při realizaci relativně nízkého objemu tržeb a nízkého zisku by se podnik z hlediska dlouhodobé rentability neměl příliš zadlužovat, neboť růst cizího kapitálu na celkových zdrojích snižuje rentabilitu vlastního kapitálu a roste finanční riziko.

Stabilita, resp. volatilita tržeb

Stabilita tržeb zpětně ovlivňuje stabilitu provozních zisků. Čím jsou stabilnější zisky, tím větší má společnost šanci vyrovnání svých fixních poplatků a závazků z provozního zisku. Proto se také očekává, že společnosti s relativně stabilním ziskem mohou financovat větší část svých investic pomocí dluhu.

Pokud by tržby kolísaly, byly by výkyvy EBIT a na tom závislé ROE mnohem větší při použití cizího kapitálu než při volbě méně zadlužené varianty. Proto se doporučuje při kolísání těchto veličin volit spíše nezadluženou variantu.

1.3 Determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu

Důležitost volby kapitálové struktury potvrzuje teoretická diskuse o optimální kapitálové struktuře, kterou zahájili koncem 50. let dva američtí finanční teoretici M. Modigliani a M. H. Miller. Diskuse není dosud uzavřena a vedle podstatných úvah o nákladech kapitálu a jejich vlivu na kapitálovou strukturu mají v posledních letech stoupající vliv i další faktory – tzv. determinanty kapitálové struktury.

„Determinanty představují příčinu, která vyvolává následek ve formě teorií optimalizace kapitálové struktury, přičemž jednotlivé teorie se vždy opírají o různé determinanty (Hrdý, 2000).“

¹⁷ Do budoucna by představoval nepříznivý dopad na růst finančního rizika a zhoršení přístupu k externímu financování.

Dle empirického zkoumání uvádí Bauer (2004) jako hlavní determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu velikost firmy, její ziskovost, podíl hmotných aktiv, příležitosti k růstu, daně, nedluhový daňový štít, volatilitu a odvětvovou klasifikaci.

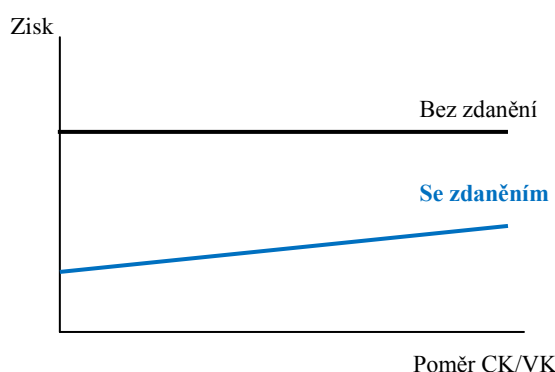
Křivská (2009) zmiňuje mimo jiné následující faktory: odvětví podnikání, majetková struktura podniku, velikost podniku, dobré jméno a historie podniku, legislativa, fungování kapitálového trhu, společensko-ekonomické poměry.

Výše uvedené determinanty se prolínají jednotlivými teoriemi o optimalizaci kapitálové struktury a dozajista do ní byly zahrnuty.

1.3.1 Vliv daní (daňový štít)

Z obrázku č. 10 je zřejmé, že celkový zisk firmy závisí na podílu dluhu v kapitálové struktuře. Tedy, použití dluhu může potenciálně zvyšovat zisk firmy do té doby, dokud bude možné odečítat úroky z daňového základu. Obrázek č. 10 ukazuje, že čím vyšší je při dané sazbě daně z příjmů podíl dluhu k vlastnímu kapitálu, tím vyšší je hodnota firmy. Firma tak může odečítat úrokové platby od svého daňového základu a zvyšovat tak svoji hodnotu využitím dluhu ve své kapitálové struktuře. Úrok z cizích zdrojů je tedy nákladovou položkou snižující základ daně pro výpočet daně z příjmů, naproti tomu odměny vlastníkům ve formě dividend platí podnik z čistého zisku po zdanění a odvádí za ně srážkovou 15% daň. Podmínkou pro využití daňového štítu je tvorba dostatečného zisku, jak již bylo zmíněno (Levy a kol., 1999, s. 499,500).

Obrázek 10: Vztah mezi ziskem firmy po zdanění a její kapitálovou strukturou



Zdroj: Vlastní zpracování, Levy a kol. (1999)

Přístup dvojice Modigliani-Miller tuto teorii potvrzuje v tvrzení II. „Očekávaná míra zisku (představovaného kategorií EBIT) na jednu akcii každého podniku dané třídy je lineární funkcí jeho zadluženosti a se zvyšující se zadlužeností roste (Mrkvička a kol.,

2009, s. 295). Toto tvrzení říká, že firma by se měla co nejvíce zadlužovat, aby mohla využít úrokový daňový štít. Na druhou stranu však nebere v potaz existenci nákladů finanční tísně.

1.3.2 Náklady finanční tísně

Při optimalizaci kapitálové struktury se vychází z předpokladu, že s růstem zadluženosti se průměrné náklady kapitálu od určité míry zadlužení zvyšují.¹⁸ Zatímco výplatu dividend může společnost odložit do ekonomicky vhodnějšího období, úroky z cizího kapitálu odložit nelze. K finanční tísně společnost dochází v případě, že její aktiva nestačí ke krytí právně vymahatelných nároků svých věřitelů. Proto i malý výkyv výsledku hospodaření může znamenat finanční potíže a neschopnost společnosti splácet stanovené úroky věřitelům.

Nývtlová a kol. (2010) uvádí spojení nákladů finanční tísně s vícenáklady, kde hlavní kategorií jsou náklady úpadku a náklady vyplývající z konfliktu zájmů mezi majiteli akcií a věřiteli nebo manažery.

- *Náklady úpadku* - přímé či nepřímé náklady, které podnik musí hradit v případě úpadku.¹⁹
- *Agenturní náklady* – v podobě agentů, manažerů jsou akcionáři a věřitelé zastoupeni v řízení podniku. Toto zastoupení má však protichůdné, osobní zájmy zastupujících manažerů. Akcionáři mají zájem na vyšším riziku za předpokladu vyšší očekávané výnosnosti podnikatelských aktivit a rovněž se nebrání zadluženosti, zatímco manažeři zajišťující svoji stabilní pracovní pozici preferují riziko daleko nižší.

Levy a kol. (1999, s. 550,551) uvádí základní příčinu podnikatelské tísně termínem „*neschopnost managementu*“. Základní příčina dle něho se jeví jako nedostatek manažerských schopností bez ohledu na velikost firmy nebo charakter jejího podnikání.²⁰ Rovněž odmítá extrémní rohové řešení, uváděné v analýze M&M, neboť toto tvrzení nedokáže vyjádřit riziko a náklady spojené s možností finanční tísně. Při volbě optimální kapitálové struktury by měla být věnována pozornost rovnováze mezi náklady bankrotu a daňovou úsporou z půjčky. Tato finanční teorie rovněž doporučuje

¹⁸ Roste napětí v oblasti finančních nákladů.

¹⁹ Jedná se o poplatky právníkům a jiným odborníkům, pokles tržní hodnoty ceny majetku a nárůst požadované výnosnosti věřitelů a investorů.

²⁰ Proto nebude manažer přistupovat k extrémní, i když možná optimální politice finanční páky.

vypočítat náklady finanční tísně jako fiktivní platbu pojištění proti bankrotu. Takovéto výpočty však Hrdý (2000) označil za velmi náročné a v praxi českých podnikových manažerů neuplatnitelné.

Brealey a kol. (2000) uvádí příklady závislosti finanční tísně na typu aktiva. Ztráty jsou nejvyšší u nehmotných aktiv vázané například na lidský kapitál nebo technologii, neboť v mnoha případech mají nehmotná aktiva hodnotu jen, když je podnik v chodu a je obtížné proto získat hotovost výprodejem těchto aktiv v případě finančních obtíží. To je také jeden z důvodů, proč je dluhový poměr u společností závislých na stálém úspěchu v rozvíjení výzkumu a vývoje velmi nízký.²¹ Brealey a kol. (2000, s. 493) poukazuje na ponaučení: „*Nemyslete jen na to, s jakou pravděpodobností vás vypůjčování přivede do potíží. Myslete také na to, jakou hodnotu ztratíte, když potíže nastanou*“.

1.4 Teorie optimalizace kapitálové struktury

„*Pozornost věnovaná teorii i praxi optimalizace kapitálové struktury v podmínkách ČR byla prozatím minimální*“ (Valach, 2010). Teprve v poslední době se tato otázka začala v různých analýzách autorů Hrdého M., Boukala P. a manželů Neumaierových probírat a diskutovat. Také praxe ukazuje větší zájem a věnuje širší pozornost této otázce.

Při optimalizaci míry zadluženosti (Synek, 2011, s. 60) se vychází z toho, že:

- Cizí kapitál je levnější než vlastní – vlastní kapitál nese největší riziko²² a odměna za jeho vlastnictví (dividenda) se vytváří ze zisku po zdanění.
- S růstem zadluženosti roste i úroková míra – roste riziko mezi investory a to vyžaduje vyšší výnosnost.
- S růstem zadluženosti roste i požadavek akcionářů na vyšší dividendy.
- Částečná náhrada vlastního kapitálu cizím přináší snížení nákladů na celkový kapitál (jen do určité výše, pak začnou tyto náklady růst).

Všeobecně platí, že vyšší podíl vypůjčeného kapitálu zvyšuje tržní cenu akcií, ale je-li peněz vypůjčeno mnoho, zvyšuje se tím finanční riziko platební neschopnosti a celková finanční stabilita podniku je narušena. Ceny akcií vlivem vysokého podílu úroků klesají. Optimalizace spočívá právě ve vzájemném vyrovnávání obou faktorů – výnosnosti a rizika, a to za dosažení maximální tržní ceny akcií. „*Další peníze si vypůjčujeme,*

²¹ Brealey a kol. (2000, s. 493) uvedl nedávný empirický výzkum, který prokázal, že firmy které mají aktiva převážně nehmotné povahy, si vypůjčují méně. Viz Microsoft nebo Hewlett Packard užívající převážně akciové financování.

²² Např. při likvidaci podniku jsou akcionáři poslední v pořadí při vyrovnávání nároků na úhradu.

jestliže provozní výnosnost aktiv bude vyšší než úroková míra dluhu (po zdanění)“ (Synek, 2011, s. 61).

Teorie kapitálové struktury je nejdiskutovanější téma dlouhodobého finančního managementu. „*Volba hlavních cest získávání kapitálu podniku, a tím i vytvoření jakési optimální kapitálové struktury je jednou z ústředních, dominantních otázek finančního řízení podniku. Jde zde o výběr vhodného systému financování, vhodné kombinace různých variant financování*“ (Valach, 2010, s. 294).

Jednou z prvních teorií o vlivu zadlužení na náklady kapitálu a tržní hodnotu byly studie a články dle Duranda (1952). Teorie se opíraly spíše o deskripci pozorovaných jevů a byla podnětem a základnou pro vznik dalších úvah.²³ Rozhodující vliv na vývoj teorie o optimální kapitálové struktuře měli Modigliani a Miller, kteří v letech 1958 - 65 vytvořili model vycházející ze tří základních tvrzení a předpokladů. Teprve v další etapě byly do zkoumání nákladů kapitálu zahrnuty vedle úrokového daňového štítu také náklady finanční tísně, díky kterým roste finanční riziko podniku. Tento závěr je teoretickým zdůvodněním tzv. „U“ křivky a navazuje na klasickou teorii optimální kapitálové struktury. V průběhu posledních padesáti let se objevily nové alternativní názory na optimalizaci kapitálové struktury. Nejbližší k již zmíněným teoriím má dle Doláka (2007) kompromisní teorie kapitálové struktury. Další alternativu představuje teorie hierarchického pořádku²⁴ a se zcela jiným pohledem na danou problematiku je teorie R. A. Brealeyho a S. C. Myerse.

1.4.1 Přístupy ke kapitálové struktuře

Zjištěné teoretické postupy, jak uvádí Kislingerová (2010), lze rozdělit do dvou skupin:

- ***Statické teorie*** – při hledání optimální kapitálové struktury vychází z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování podniků na zvolený problém. Mezi tyto teorie patří ***model M&M, tradiční přístup a kompromisní teorie***. Názory těchto teorií se značně liší, ale cíl zůstává shodný – zamyšlení nad objektivním rovnovážným cílovým stavem²⁵ podniku z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou.

²³ Např. pro klasickou teorii kapitálové struktury.

²⁴ Zde dochází k porušení předpokladu tvrzení M&M I.

²⁵ Proto název statické teorie.

- **Dynamické teorie** – na prvním místě je empirické zkoumání skutečného chování podniků doplněné teoretickým zobecněním. Patří sem **teorie hierarchického pořádku²⁶**, **teorie Brealeyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury**.

Vedle těchto pěti mezinárodně uznávaných teorií vznikla i další, **teorie manželů Neumaierových**, vycházející ze závěrů M&M II tvrzení, že výnosová míra akcie je přímo úměrná poměru dluhu k vlastnímu kapitálu, tedy závisí na finanční páce.

1.4.2 Teorie M&M

Model vychází ze tří základních tvrzení a předpokladů, za kterých daná tvrzení platí (Modigliani – Miller, 1958,1963).

Tvrzení I

Tržní hodnota podniku je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od různého složení podnikových aktiv. Předpoklad tohoto tvrzení jsou dokonalé trhy a neexistence daní.

Tvrzení II

Tvrzení již připouští daně a tvrdí, že firma by se měla co nejvíce zadlužovat, aby využila úrokový daňový štít. Nebrala však v úvahu existenci nákladů finanční tísně.

Tvrzení III

Podnik akceptuje investici pouze tehdy, pokud její míra ziskovosti přesahuje očekávanou míru zisku na akcii v dané třídě podniků (Kislingerová, 2010).

Teorie vychází z předpokladů:

- Variabilita očekávaných hodnot zisků lze určit směrodatnou odchylkou.
- Homogenost očekávání budoucích zisků a jejich rizikovosti.
- Podnik je financován pouze akciemi a obligacemi.
- Existence dokonalých kapitálových trhů.
- Nedůležitost sledování velikosti cizího kapitálu – dluh není rizikový a úroková sazba je též bezriziková.
- Nepočítá se s náklady úpadku.
- V budoucnu konstantní peněžní toky.

²⁶ Neboli také asymetrická informační teorie založená na empirickém výzkumu Gordona Donaldsona.

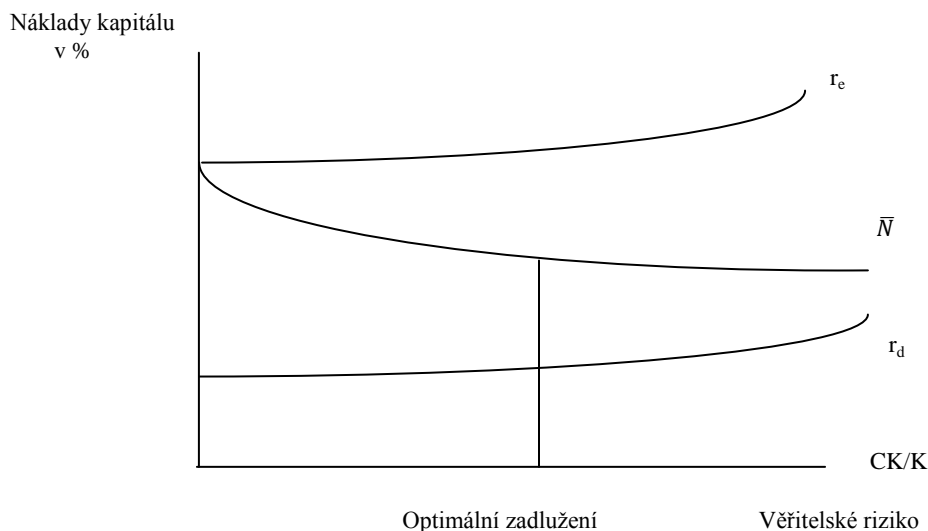
- Při optimalizaci je preferováno hledisko vlastníka.

Teorie modelu M&M, jak uvádí Dolák (2007), nelze v praxi uplatnit z důvodu neschopnosti splnění předpokladů v reálné ekonomice. Jde tedy spíše o pohled čistě modelový, sloužící pro podklad k zamyšlení nad dalšími teoretickými modely a nelze k němu přistupovat, jako k obecně platnému vodítku.

1.4.3 Klasická (tradiční) teorie

Podle klasického přístupu se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové rozložení kapitálů, které vychází z minimalizace průměrných nákladů a které je zároveň v souladu s předpokládaným vývojem podnikového zisku a předpokládanou strukturou podnikového majetku. Bod minimálních nákladů lze ztotožnit s maximalizací tržní hodnoty firmy. Je jednou z teorií, která reaguje na model M&M, logika je zde podobná, ale odmítá předpoklad dokonalosti kapitálových trhů při zachování ostatních předpokladů. Reálná ziskovost obyčejné akcie je mírně ovlivněna regulováním dluhu v rámci kapitálové struktury, což zastánci tradičního pohledu považují za podstatné (Kislingerová, 2010), ale model M&M toto neřeší.

Obrázek 11: „U“ křivka průměrných nákladů na kapitál



r_e = náklady vlastního kapitálu, r_d = náklady dluhu (bez zohlednění daně), \bar{N} = průměrné náklady kapitálu, CK = dluh (úročený cizí kapitál), K = celkový kapitál

Zdroj: Vlastní zpracování, Valach (2010).

Obrázek č. 11 znázorňuje pojetí optimální kapitálové struktury a zobrazuje dva druhy kapitálu, a to dluh a vlastní kapitál. Křivka průměrných nákladů se nazývá „U“ křivka, která má v určitém bodě své minimum. Tento bod determinuje optimální poměr dluhu

k celkovému kapitálu. Z grafu je patrné, že průměrné náklady kapitálu podniku nejprve klesají, dosáhnou minima, a poté se začínají opět zvyšovat. Je to způsobeno vlivem úrokového daňového štítu, kdy nejprve tento jev převažuje a posléze s rostoucím zadlužením začínají věřitelé pociťovat větší finanční riziko, požadují vyšší úrok a náklady stoupají. To samé se projevuje u nákladů na vlastní kapitál, neboť s rostoucím rizikem požadují majitelé i vyšší výnosnost svých akcií.

Klasická teorie kapitálové struktury je vhodná pro praktickou aplikaci zejména proto, že pracuje s konkrétními čísly a snaží se vypočítat na rozdíl od jiných teorií konkrétní hodnotu zadlužení (Hrdý a kol., 2010).

Klasická teorie je kritizována jak ve finanční teorii, tak v praxi finančního rozhodování. „Někteří teoreticky zaměřeni finanční specialisté ji kritizují zejména proto, že předpokládá existenci neuspokojených klientů (investorů) na kapitálovém trhu, kteří jsou ochotni vkládat peníze do firmy, uvažující o optimální míře zadlužení a akciovém kapitálu“ (Valach, 2010, s. 321). „Najít neuspokojenou klientelu a navrhnout exotický cenný papír je příjemná hra, ale je obtížné ji vyhrát“ (Brealey a kol., 2000, s. 465). Ve skutečnosti prováděné testy existence tzv. silné formy efektivnosti kapitálových trhů ukazují, že je možné dosahovat vysokých výsledků na akciových trzích a hledání neuspokojených klientů není bezvýsledné. Na druhé straně nedostatek dlouhodobého kapitálu vede manažery a vlastníky ke krátkodobé orientaci a pohled ceny tohoto zdroje už je tolik nezajímá. Z dlouhodobějšího hlediska je však tato situace v podmínkách fungující tržní ekonomiky neudržitelná.

1.4.4 Kompromisní teorie

K optimálnímu zadlužení dochází v bodě vyrovnání pozitivního působení úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně. Je založena na podobném principu jako klasická teorie, avšak navíc zdůrazňuje vliv výše a stability podnikového zisku a charakteru dlouhodobých aktiv. Podobně jako teorie Brealyho a Myerse zdůrazňuje, že zadlužovat by se měly především firmy se stabilním ziskem a větším podílem hmotných aktiv.

Kompromisní teorie závisí na schopnosti identifikovat současnou hodnotu úrokového daňového štítu a porovnat ji se současnou hodnotou nákladů finanční tísně. Problematika výpočtu nákladů finanční tísně je popsána v kapitole 1.3.2.

1.4.5 Teorie hierarchického pořádku

Přístup Stewarta Myerse nezkoumá složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady či tržní hodnotu firmy, ale snaží se spíše zobecnit chování a rozhodování firem v oblasti kapitálové struktury.

Na základě empirických výzkumů bylo zjištěno, že klíčový vliv na otázku optimalizace kapitálové struktury mají podnikoví manažeři, kteří preferují financování z interních zdrojů při stabilní dividendové politice, na dalším místě pak preferují financování dluhem, ať ve formě úvěru nebo emise dluhopisů, a až na posledním místě je pak využívání emise akcií. Toto pořadí je sice nejjednodušší pro podnikový management, nikoli však nejlacinější (Valach, 2010). Logicky z toho tedy vyplývá, proč firmy s vysokým ziskem mají nízký podíl dluhu ve svém kapitálu.²⁷

Významným rysem této teorie jsou iracionální faktory při určování optimální kapitálové struktury (Kislingerová, 2010). Podnik se rozhoduje nejen na základě posouzení nákladů, ale i iracionálních reakcí okolí. Neplatí zde shodnost informací pro všechny podniky. Tato asymetrie je důležitým pilířem Myersovy teorie (Myers-Majluf, 1984).

Teorie se doporučuje menším podnikům, které nejsou tak kapitálově silné a obtížně by získávaly kapitál na finančních trzích.

Teorie hierarchického pořádku neskrývá žádné aplikační problémy. Pokud podniku dojde levnější dluh, nahrazují ho dražší úvěrové zdroje a následně pak vlastní externí kapitál. Pokud tyto externí zdroje společnost nezíská, musí výrazně omezit svoji podnikatelskou činnost či se zamyslet nad možností restrukturalizace a odvrátit případný hrozící bankrot. Tato teorie jak uvádí Dolák (2007) nalézá odraz v podnikové praxi.

1.4.6 Teorie 4 dimenzí Brealeyho a Myerse

Teorie dochází k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný výpočet průměrných nákladů kapitálu, o které se opírá klasická teorie. Zdůrazňuje čtyři základní dimenze (Valach, 2010):

- *Daně* – pokud podnik tvoří dostatečný zisk, může využívat úrokový daňový štít. Podnik netvořící zisk by se neměl příliš zadlužovat.

²⁷ Mají dostatek vnitřních fondů na pokrytí svých investičních záměrů, zatímco podniky netvořící tak velký zisk volí při financování svých potřeb vydávání dluhopisů, neboť nemají dostatek svých vnitřních zdrojů.

- *Riziko* – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení firmy.
- *Typ aktiv* – firmy s převahou nehmotných aktiv by si neměly příliš vypůjčovat.
- *Finanční volnost* – podnik by měl vždy usilovat o dostatek zdrojů pro nové efektivní investiční příležitosti z dostupných interních zdrojů než řešit strukturu financování.

S teorií 4 dimenzí lze souhlasit, ale neříká nám nic o velikosti optimálního dluhového poměru, pouze jak se má firma chovat. Proto by byla užitečná tím, že k ní může být přihlédnuto v závěrečné fázi optimalizace, a upravit jím dluhový poměr na základě dimenzí této teorie.

1.4.7 Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových

Tato teorie (Neumaierová a Neumaier, 1996) říká, že optimální zadlužení nastává tehdy, pokud je rentabilita vlastního kapitálu maximální. Rovněž v tomto bodě dochází k maximalizaci tržní hodnoty. Teorie se snaží přiblížit co nejvíce realitě a bere v úvahu fakt, že úroková míra není konstantní. Čím více se podnik zadlužuje, tím vyšší je riziko a tudíž i úroková míra.

Výslednou optimalizační rovnici vyjádřili Hrdý, Horová (2011, s. 134)²⁸ následně:

$$y = a/x^2 \cdot [x^2 \cdot g'(x) - b - (x \cdot g'(x) - g(x)) \cdot (1-d)]$$

Kde:

y čistý zisk/vlastní kapitál,

x vlastní kapitál/aktiva,

a čistý zisk/EBIT,

d neúročené závazky/aktiva,

b EBIT/aktiva,

g(x) úroky/úvěry jako funkce zadlužení = k/x.

Položením derivací této funkce na hodnotu „0“, lze získat podmínku pro optimální zadluženost:

$$[x^2 \cdot g'(x) - b - (x \cdot g'(x) - g(x)) \cdot (1 - d)] = 0$$

²⁸Dle původního zdroje Neumaierová a Neumaier (1996, s. 54).

Autoři této teorie si uvědomují určitou omezenost své teorie, a to především v poměru EBIT/aktiva a dalších konstant, které se mohou v průběhu času měnit.²⁹ Dále zde není zohledněn vliv provozní páky, neboť by výpočet pak vedl ke složitějšímu modelu, kdy by optimální zadluženost byla definována jako zadluženost, při které je „čisté cash flow“ pro vlastníky maximální.

Klasická teorie společně s *teorií Neumaierových* je schopna počítat konkrétní hodnoty zadlužení, ale vzniká zde značný aplikační problém identifikace nákladů cizího a zejména i vlastního kapitálu v závislosti na zadlužení, které se snaží řešit Hrdý (2000).

1.4.8 Aspekty optimalizace

Při zhodnocení jednotlivých teorií lze usoudit, že nelze v praxi určit jasný návod na stanovení optimálního dluhového poměru a optimální kapitálové struktury podniku.

Praxe finančního řízení zdůrazňuje při pokusech o uplatňování teorie optimální kapitálové struktury zejména dva problémy, které jsou z výsledků diplomové práce patrné, a to:

- Obtížnost zjištění průměrných nákladů kapitálu.
- Nutnost zohledňovat při volbě kapitálové struktury i jiné faktory:
 - Velikost a stabilita realizovaného zisku podniku.
 - Majetková struktura podniku.
 - Odvětvové (oborové) standardy.
 - Požadavky věřitelů.
 - Postoje manažerů k riziku.
 - Snaha o udržení kontroly nad činností podniku.

Pro stanovení optimální kapitálové struktury Hrdý (2010, s. 57) doporučuje využít především průměrné náklady kapitálu podniku s přihlédnutím k teorii Brealyho a Myerse, že finální dluhový poměr se může upravit na základě jednotlivých dimenzí. Také je nutné porovnání výše zadlužení s oborovými standardy, neboť pokud se firma výrazným způsobem odchýlí od standardů, mohla by se zdát „podezřelou“ a své chování by tak musela obhajovat před potenciálními investory.

²⁹ Optimalizace zadluženosti se neprovádí za konstantních nákladů, výnosů a aktiv.

2 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉHO PODNIKU

2.1 Údaje o společnosti

Základní údaje

Obchodní firma : AGROPA a.s.

Sídlo společnosti: Olšany 75, 341 01 Horažďovice

Právní forma: akciová společnost

Základní kapitál: 16 182 400 Kč

Datum vzniku: 20.1.1992

Identifikační číslo: 45354278

Obor působnosti: Služby zemědělství, obchodní činnost, nákladní kamionová doprava, provoz čerpacích stanic, výroba elektrické energie FVE.

Profil a historie společnosti

AGROPA a.s. je akciová společnost se sídlem Olšany 75, Horažďovice 341 01, která byla založena jednorázově dohodou zakladatelů 20. 1. 1992 (zakladatelskou smlouvou), splacením celého základního kapitálu ve stanoveném poměru bez upisování akcií, konáním ustavující valné hromady a schválením stanov. Je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni od 27. 1. 1992. Identifikační číslo společnosti je 45 35 42 78. Společnost je založena na dobu neurčitou, její základní kapitál činí 16 182 400 Kč a je rozdělen mezi akcie na majitele (doručitele).

Areál podniku je vybudován na katastrálním území obce Olšany a zabírá plochu přibližně šesti hektarů. Ve vybavení areálu je vlastní železniční vlečka, skladovací prostory na tuhá průmyslová hnojiva o celkové kapacitě 10 000 tun, dále skladovací prostory pro kapalná hnojiva o celkové kapacitě 3 600 tun a sklady chemických látek o kapacitě 100 tun. Další sklady vznikly z původních garáží o kapacitě 1 500 tun. Veškeré komunikace a odstavné plochy jsou v areálu asfaltové. Areál má vlastní transformátorovou stanici, vodní hospodářství a vyřešené odpadové hospodářství. Společnost vlastní také čerpací stanici Všeruby na adrese Hájek u Kdyně před hraničním přechodem do SRN Všeruby-Eschlkam (Šedivá, 2010).

Společnost AGROPA a.s. se zabývá jak tuzemskou tak mezinárodní dopravou. Zaměřuje se především na přepravu a skladování sypkých materiálů, jako jsou zemědělské komodity, posypové a technické soli, uhlí, brikety, koksy, rašelina, hnojiva, pohonné hmoty.

Své služby poskytuje i v rámci prodeje zemědělských služeb (hnojení polí, postřiky rostlin, prodej chemických přípravků), prodej PHM (vlastní čerpací stanice) a drobné opravárenské činnosti (automechanické služby). Dále je to výroba elektrické energie ze sluneční energie FVE 200 kW.

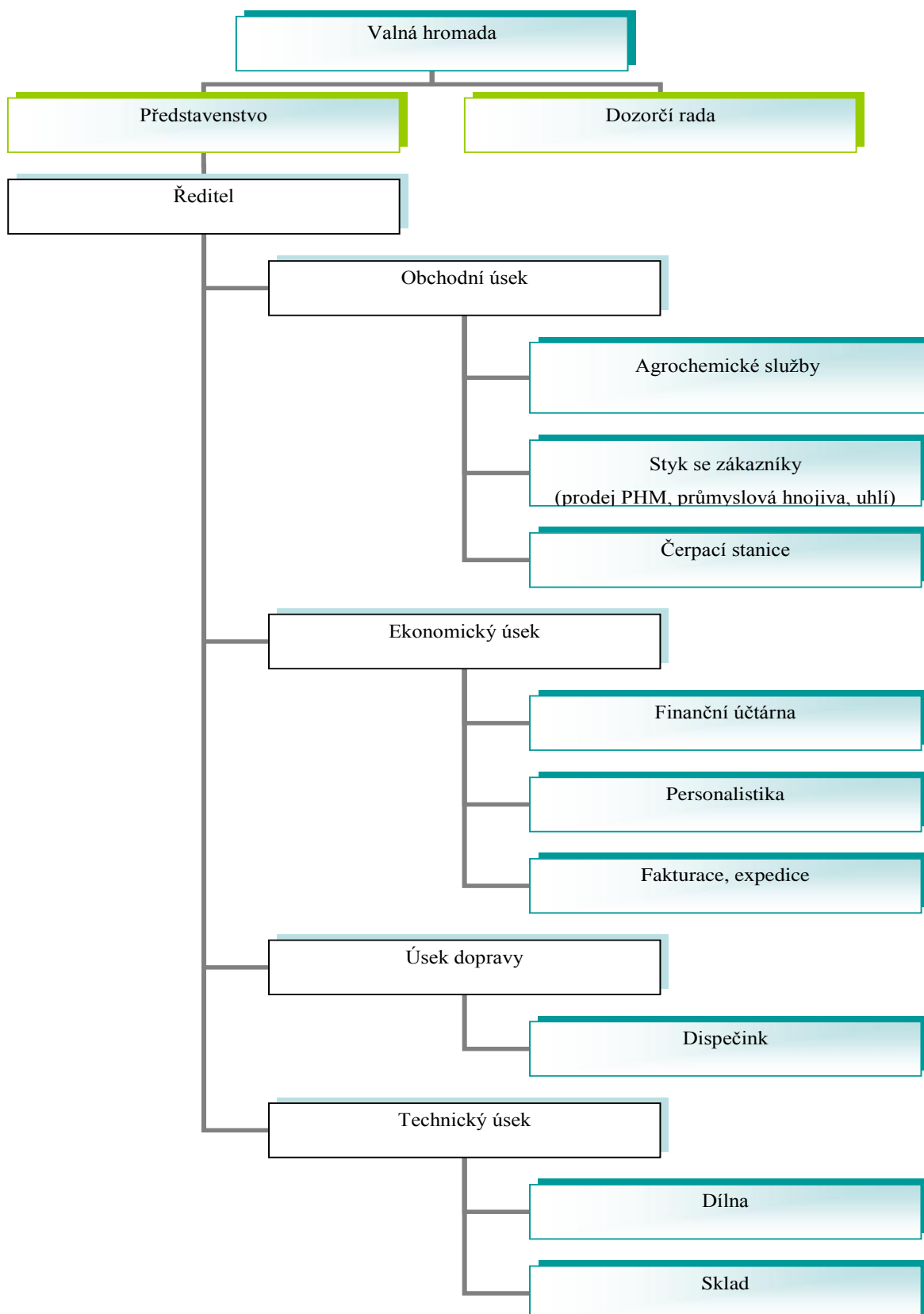
V současnosti společnost zaměstnává 30 zaměstnanců, z toho 5 řídících. Zaměstnanecké pracovní smlouvy jsou sjednány na dobu neurčitou a týkají se hlavního poměru.

Vlastnická struktura a management

Dle stanov akciové společnosti AGROPA a.s., je základní kapitál společnosti rozdělen na 1.272 kusů neregistrovaných akcií na majitele s nominální hodnotou 5.200 Kč (v listinné podobě) a 1.272 kusů neregistrovaných akcií na majitele s nominální hodnotou 10.400 Kč (též v listinné podobě). Právy spojenými s listinnou akcií na majitele disponuje ten, kdo ji předloží, nebo ten, kdo se prokáže písemným prohlášením osoby, která vykonává úschovu nebo uložení podle zvláštního právního předpisu, že akcie je pro něho uložena podle zvláštního právního předpisu.

Valná hromada je nejvyšším orgánem společnosti a k platnosti usnesení je potřeba 51% a více přítomných akcionářů. Rozhoduje o všech záležitostech společnosti, pokud stanovy nebo zákon nevyhrazují toto právo jiným orgánům. Představenstvo řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem. Dozorčí rada je kontrolním orgánem společnosti, který dohlíží na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti.

Obrázek 12: Organizační struktura společnosti AGROPA a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování dle přílohy účetní závěrky společnosti AGROPA a.s. za rok 2011.

Zákazníci

- Obyvatelstvo - jednotlivé domácnosti či jednotlivci požadující dodávky uhlí, PHM, opravu motorových vozidel. Zahrádkáři, kteří potřebují hnojiva, substráty a jiné chemické látky na ošetření rostlin.
- Podniky - doprava, práce s těžkou technikou (například práce s jeřábem), taktéž dovoz PHM, hnojení a ochrana chemickými látkami. Skladování posypové soli pro Silnice s.r.o.
- ČEZ - odběr energie vyráběné ze slunce FVE.

Strategie společnosti

Společnost se chce zaměřit na požadavky svých stávajících i potencionálních zákazníků. V budoucnu se chce zaměřit více na soukromé osoby, a to zejména v místním regionu, poskytováním servisních služeb pro osobní automobily a užitkové vozy, distribucí objednaných chemických přípravků v co nejkratším časovém horizontu a v požadované kvalitě s potřebnými zárukami funkčnosti a v požadovaném množství. Tyto činnosti jsou zaměřené dle potřeb a rozdělení zákazníků, kteří byli zmíněni již výše. Společnost tak může sledovat včasnou připravenost na konkurenční prostředí na liberalizovaném českém trhu.

Upevnění své pozice na trhu se společnost snaží dosáhnout zlepšením konkurenční pozice prostřednictvím zvyšování kvality, propagace a také flexibility dodávek svým zákazníkům. Z predikce vývoje ekonomiky a cen energií, se dá vyvodit stále velký zájem o uhlí. Proto společnost může do budoucna počítat minimálně se stálým objemem prodeje tohoto produktu.

S ohledem na vývoj trhu je v současné době největším cílem získání dostatečných prostředků ke splacení úvěru, zajištění hodnoty pro akcionáře (hlavní předpoklad růst zisku, rentability) a další:

- Upevnění pozice společnosti v místním regionu.
- Zachování objemů prodeje u stávajících klientů (zákazníků).
- Nabídka služeb - kvalitně, rychle s dodržením dodacích a platebních termínů, zachování objemů prodeje u klíčových odběratelů.
- Snížení nákladovosti za použití alternativních přírodních zdrojů (FVE).
- Stabilita vyšších tržeb.
- Zvyšování spokojenosti zaměstnanců.

2.1.1 Stručná analýza současných i minulých výsledků

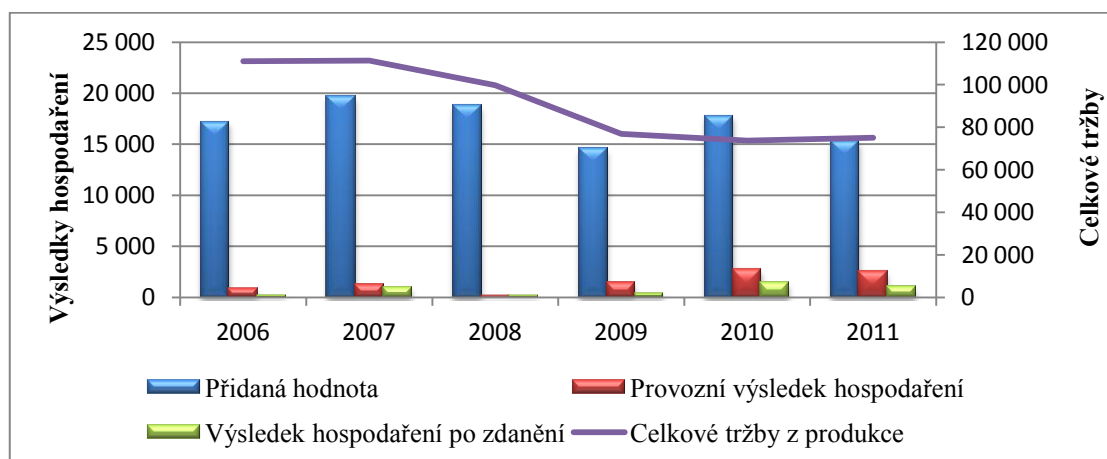
Společnost AGROPA a.s. působí na vysoce konkurenčním trhu. Špatným odhadem cen a také příchodem globální ekonomické krize se v roce 2008 společnost dostala do složitější situace, která se začala zlepšovat až od roku 2010.

Tabulka 2: Vývojové trendy společnosti AGROPA a.s. za období 2006 – 2011
(v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Celkové tržby z produkce	110 984	111 392	99 777	76 859	73 769	75 051
Přidaná hodnota	17 232	19 700	18 764	14 610	17 778	15 323
Provozní výsledek hospodaření	908	1 278	169	1 463	2 751	2 582
Výsledek hospodaření po zdanění	259	1 047	220	441	1 461	1 093
Vlastní kapitál	42 857	43 904	39 122	36 762	37 788	38 446
Rentabilita vlastního kapitálu	0,6%	2,4%	0,6%	1,2%	3,9%	2,8%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Obrázek 13: Analýza dlouhodobých vývojových trendů společnosti AGROPA a.s.
(v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Hodnocení základních faktorů hospodaření:

V minulosti zachycuje vývoj tržeb pokles v důsledku již zmiňovaných okolností, od roku 2011 dochází k nárůstu, a to především v prodejnosti uhlí a také v prodejnosti chemických přípravků. V současnosti (rok 2012) bude překročen počet odběrů z minulého roku z důvodů zdražování veškerých zemědělských komodit. Lze tak usoudit z predikce vývoje ekonomiky, kde zejména zdražování energií povede k nárůstu v odběru uhlí a zvýšení cen potravin podpoří soukromé pěstování spojené se zvýšeným odběrem průmyslových hnojiv. Predikce se opírá o předpokládaný budoucí vývoj poptávky zákazníků a strategii společnosti – zvyšování počtu prodaného zboží.

Společnost v roce 2012 plánuje zrušení dopravy a prodej vozového parku, který začala částečně snižovat již v roce 2011. Společnost se tak chce zaměřit především na prodej uhlí, chemických přípravků a hnojiv. Zde bude hrát velkou roli vhodně zvolená cenová strategie. Například při podepsání smlouvy a uskutečnění předplacení zboží, bude zachována nižší dohodnutá cena a odběr bude možno provést až v době potřeby odběratele.

Charakteristika období 2010 - 2012:

- V roce 2010 je vidět pokles tržeb, který trval od roku 2008. Postupný pokles nákladovosti vlivem splácení úvěru a nárůst rentability vlastního kapitálu, což můžeme hodnotit jako pozitivní vývoj společnosti.
- V roce 2011 je vidět růst tržeb a zároveň také dochází ve společnosti k poklesu materiálové a energetické náročnosti. Pokles rentability je způsoben větším odvodem na daních a zvýšením vlastního kapitálu oproti roku 2010.
- Predikce roku 2012 ukazuje stále na růst tržeb. Ukončením kamionové dopravy, a prodejem majetku v podobě aut, se společnosti vylepší výsledek hospodaření a postupně se sníží náklady na provoz. Realizací nové fotovoltaické elektrárny, která bude spuštěna koncem roku 2012, poklesnou společnosti předpokládané režijní náklady.

2.2 Analýza poměrových ukazatelů

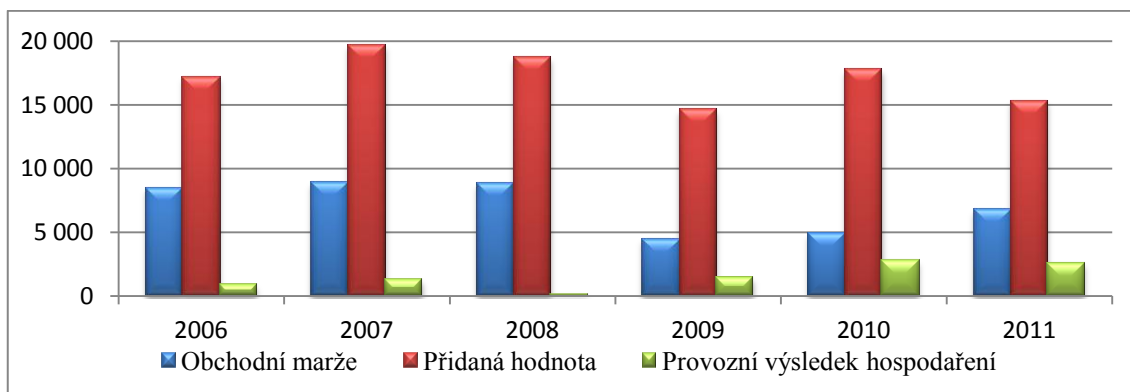
Klíčové finanční ukazatele jsou počítány za období 2006 - 2011 a jsou soustředěny do tabulek rentability, likvidity, kapitálové struktury a zadluženosti, dle postupů, které uvádí Landa (2008). Ukazatele ziskovosti a nákladovosti jsou uvedeny taktéž pro sledované období 2006 - 2011. Hodnoty ROE, ROA jsou porovnány se sazbami úročení bankovních vkladů a s oborovými průměry pro rok 2011.

2.2.1 Oblast ziskovosti a nákladovosti

Obchodní marže v roce 2009 znázorněná v obrázku č. 14 poukazuje buď na příliš vysoké náklady, nebo nízkou prodejní cenu. Provozní výsledek hospodaření se od 2010 a 2011 zvyšuje v porovnání s minulým obdobím, což je z velké části způsobeno

rozpuštěním rezerv a změnou stavu opravných položek v roce 2006³⁰ (Šedivá, 2010). Rok 2010 a 2011 vykazuje celkové zlepšení v provozním výsledku hospodaření.

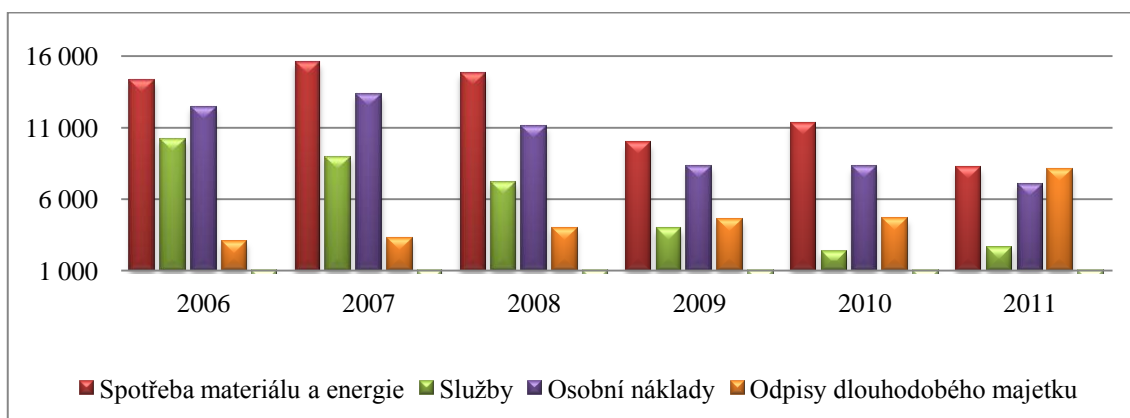
Obrázek 14: Grafické zobrazení ziskovosti společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování dle podkladů uvedených v příloze D.

Materiálová a energetická náročnost produkce znázorněná na obrázku č. 15 pod položkou spotřeba materiálu a energie má do roku 2008 rostoucí tendenci, která může být způsobena růstem cen vstupů, např. energie, pohonných hmot. V roce 2009 důsledkem snížení výkonů a spotřeby materiálu dochází ke snížení materiálové a energetické náročnosti, která snižuje externí služby, zejména v zásobovacích, odbytových a správních činnostech podniku. Je zde snaha společnosti o úsporu osobních nákladů vlivem efektivnější technologie a snižováním počtu pracovníků - zejména v režijních oblastech činnosti je jednou z možných příčin snižování osobních nákladů (Šedivá, 2010).

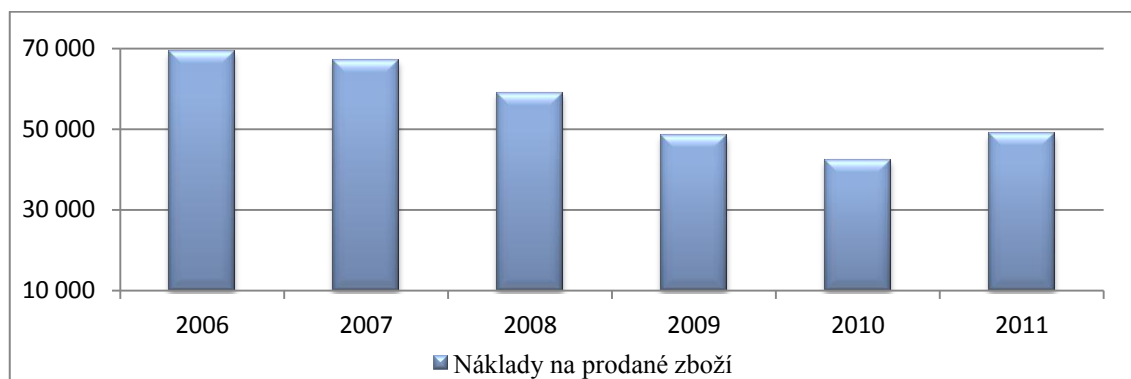
Obrázek 15: Vývoj struktury nákladových druhů společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování dle podkladů uvedených v příloze E.

³⁰ Dle informací z přílohy účetní závěrky společnosti Agropa a.s.

Obrázek 16: Vývoj nákladů na prodané zboží společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování dle podkladů uvedených v příloze E.

V roce 2011 se v položce nákladů projevuje odložená platba daně z příjmů a odpisů FVE z roku 2008, která byla původně odložena na 5 let, ale dle nového zákona č. 346/2010 Sb. s platností od 1. 1. 2011 platí pouze 3 roky.

2.2.2 Oblast rentability a likvidity kapitálu

ROA je základním parametrem k posuzování efektivity, se kterou společnost rozděluje a řídí využití dostupných zdrojů. Měří zisk vzhledem k celkovému kapitálu. To znamená, že společnost AGROPA a.s. v roce 2010 na každých 100 Kč vydělala 3,50 Kč. ROA v období 2008 poklesla, a to zejména díky poklesu tržeb a obratu aktiv, které mohou být způsobeny navýšením zásob, jak je patrné z výpočtu ČPK v příloze F.

Tabulka 3: Výpočet ukazatelů rentability společnosti AGROPA a.s.

Ukazatel rentability kapitálu	Zdroj dat	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	EBIT / celková aktiva	1,4%	2,4%	0,9%	2,0%	3,5%	4,0%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	zisk po zdanění / VK	0,6%	2,4%	0,6%	1,2%	3,9%	2,8%
Rentabilita tržeb (ROS)	EBT / tržby	0,7%	1,4%	0,2%	0,27%	1,78%	2,0%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

ROE ukazuje míru efektivity využívání vlastního kapitálu ke generování čistého zisku. U společnosti AGROPA a.s. byl ukazatel v roce 2008 velmi nízký, ale v následujících dvou letech se situace obrátila a ukazatel má rostoucí tendenci. Důvody poklesu v roce 2011 byly vyšší odpisy a vyšší vlastní kapitál. Jak bylo zmíněno již výše, společnost v roce 2011 prvně uplatnila odpisy z pořízené investice FVE z roku 2008³¹.

³¹ Dle platnosti nového zákona č. 346/2010 Sb.

Porovnání hodnoty ROE se sazbami úročení bankovních vkladů

Pro porovnání byly použity průměrné fixované roční sazby na mezibankovním trhu a úroková sazba dle stránek ČNB (CNB, 2011).

Tabulka 4: Úroková sazba dle ČNB za období 2006 - 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Úrok sazba	2,65%	3,42%	4,20%	2,63%	1,86%	1,77%

Zdroj: Vlastní zpracování, dle ČNB

Z výsledků vyplývá jednoznačná výhodnost investovat v roce 2010 a 2011 do podniku, neboť obě hodnoty ROE jsou vyšší než průměrné úrokové sazby.

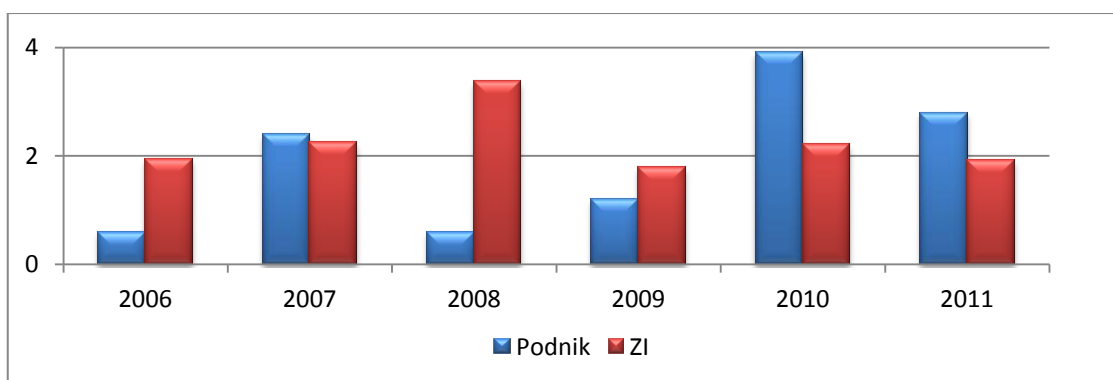
Porovnání ROA a ROE dle oborových standardů bylo provedeno pomocí benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA na stránkách MPO (2006 - 2012), sloužícího k ověření finančního zdraví společnosti a porovnání výsledků s nejlepšími firmami v odvětví. Společnost AGROPA a.s. spadá pod klasifikaci NACE 49. Ke srovnání byly použity v této klasifikaci také podniky ziskové (ZI), splňující podmínku $0 < ROE < r_f$.

Tabulka 5: Porovnání ROE s oborovými průměry za rok 2011

Podnik AGROPA a. s.	2,8%
ZI podniky $0 < ROE < r_f$	1,93%
Podniky tvořící hodnotu (nejlepší podnik)	16,53%

Zdroj: Vlastní zpracování dle stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2012)

Obrázek 17: Grafické srovnání ROE podniku a odvětví 2006 – 2011 (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování dle stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2012, 2008, 2007)

Porovnání ROA s oborovými průměry

Jak bylo zmíněno výše, přidělená klasifikace českým statistickým úřadem je pro společnost AGROPA a.s. NACE 49 – mezinárodní doprava a skladování. Jelikož se zkoumaný podnik skládá z více činností, nelze s přesností určit procento srovnání

v odvětví, dle oborového standardu. Přesto bylo srovnání provedeno pomocí benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA na stránkách MPO (2012):

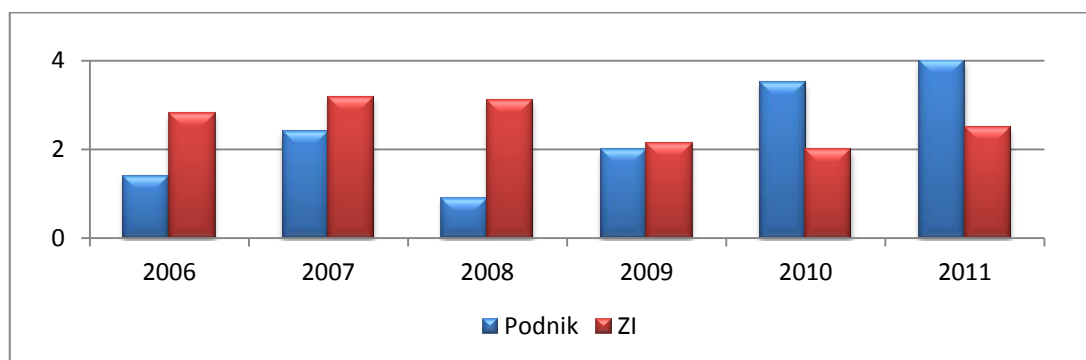
- S podniky tvořícími zisk a splňující podmínku: $0 < ROE < r_f$.
- S podniky uváděnými jako nejlepšími v odvětví.

Tabulka 6: Porovnání ROA s oborovými průměry v roce 2011

Podnik AGROPA a. s.	4,0%
ZI podniky $0 < ROE < r_f$	1,91%
Podniky tvořící hodnotu (nejlepší podnik)	9,75%

Zdroj: Vlastní zpracování dle stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2012)

Obrázek 18: Srovnání ROA podniku a odvětví 2006 – 2011 (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování dle stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2012, 2008, 2007)

Porovnání likvidity s ostatními podniky v oboru

Běžná likvidita podniku je vyšší než hodnota u nejlepších podniků odvětví. Jako optimální se uvádí 2 (Landa, 2008). Lze tedy konstatovat, že společnost AGROPA a.s. má velmi dobrý poměr krátkodobého oběžného majetku ke krátkodobým závazkům (tabulka č. 7). Pohotová likvidita podniku je vyšší než hodnota u nejlepších podniků odvětví i u odvětví celkem. Ukazatel signalizuje dobrou situaci společnosti v případě vyrovnání všech svých závazků, a to bez nutnosti prodeje svých zásob. Peněžní likvidita podniku je vyšší než hodnota u nejlepších podniků odvětví. Optimální výše ukazatele je 0,2 až 0,8 (Landa, 2008). Společnost AGROPA a.s. tuto hodnotu převyšuje, což může naznačovat nepřilíš dobrou strategii ohledně držby finanční hotovosti nebo neúročeného vkladu na účtech bank.

Tabulka 7: Výpočet likvidity

Likvidita	Zdroj dat	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Likvidita 1. stupně (peněžní likvidita, cash ratio)	finanční krátkodobý majetek / krátkodobé závazky	1,09	0,79	0,24	0,77	1,60	1,25
Likvidita 2. stupně (pohotová likvidita, quick ratio)	Finanční krátkodobý majetek + krátkodobé pohledávky / krátkodobé závazky	2,12	1,09	0,80	1,73	2,37	1,80
Likvidita 3. stupně (běžná likvidita, current ratio)	oběžný majetek bez dlouhodobých pohledávek / krátkodobé závazky	3,62	1,94	2,55	3,02	3,38	2,57
Čistý pracovní kapitál	oběžná aktiva (bez dlouhodobých pohledávek) - krátkodobé závazky	17 138	16 720	16 898	15 675	17 652	15 717

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Tabulka 8: Porovnání likvidity s podniky v oboru v roce 2011

	AGROPA a.s.	Odvětví	Nejlepší podnik
Běžná likvidita	2,57	1,37	1,52
Pohotová likvidita	1,80	1,26	1,06
Peněžní likvidita	1,25	0,20	0,21

Zdroj: Vlastní zpracování, dle stránek MPO (2012)

2.2.3 Oblast zadluženosti a finanční stability

Celková zadluženost ukazuje pozitivní směr (tabulka č. 9). Od roku 2008, kdy si společnost vzala úvěr na novou investici, pravidelně splácí, poměr zadlužení se tedy zmenšuje a zadluženost společnosti je nyní nižší než 40%. Kromě ukazatele úrokového krytí, jehož doporučená hodnota v Česku je nejméně 2,5 (Landa, 2008), vykazuje rok 2011 pro společnost AGROPA a.s. zlepšení ve všech bodech.

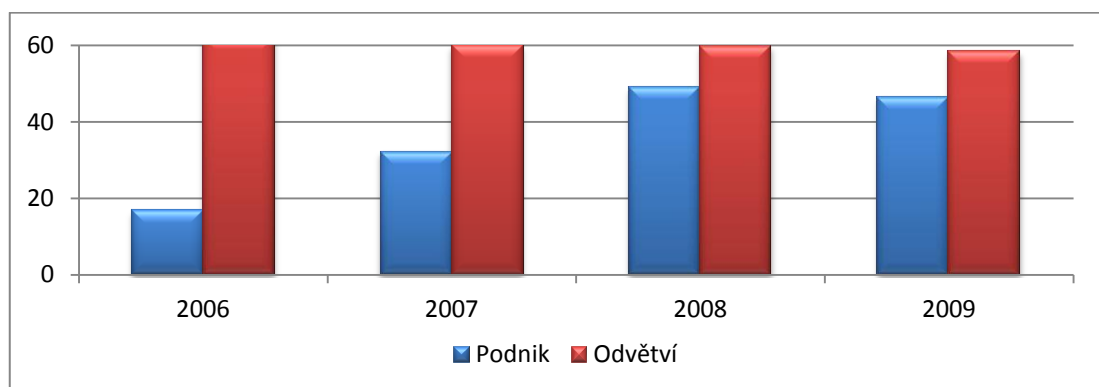
Tabulka 9: Ukazatel zadluženosti společnosti AGROPA a.s.

Zadluženost (stabilita)	Zdroj dat	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadluženost	celkové cizí zdroje/ celková pasiva	16,7 %	32,2 %	48,9%	46,3%	43,3%	39,5%
Poměr VK k celkovým pasivům (koef.samofinancování)	vlastní kapitál / celková pasiva	83,3 %	67,8%	51,1%	53,7%	56,6%	60,5%
Míra zadluženosti	celkové cizí zdroje / vlastní kapitál	20%	47%	95,6%	86,2%	76,5%	65,3%
Krytí SA vlastními zdroji (krytí majetku)	VK / stálá aktiva	1,6	1,5	0,8	0,8	0,9	1,0
Podíl ČPK z majetku	CPK / celk. aktiva	33,3 %	25,8 %	22,1%	22,9%	26,5%	24,70%
Úvěr. zatížení SA a OA	úvěr. celk / SA+OA	0 %	0 %	31,0%	35,0%	33,4%	23,9%
Úrokové krytí	EBT + nákladové úroky/úroky z cizího kapitálu	0%	0%	1,45%	1,17%	2,25%	2,42%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Analýza (obrázek č. 19) srovnává zadluženost v odvětví NACE – 49. Jak je z vývoje patrné, v oblasti dopravy je zadluženost poměrně vysoká. Společnost AGROPA a.s. má v porovnání s odvětvím zadluženost po celé sledované období nižší. V analýze Podšubka a Koňák (2011) predikují v tomto odvětví zadluženost kolem 60% oproti jiným odvětvím, které spíše s příchodem krize cizí zdroje snížily.

Obrázek 19: Porovnání celkové zadluženosti společnosti AGROPA a.s. s odvětvím 2006 - 2009 (cizí zdroje/celkové pasiva v %)



Zdroj: Vlastní zpracování na základě analýzy vývoje zadluženosti českých podniků za období 2006 – 2009 (Podšubka a Koňák 2011)

3 ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY DANÉHO PODNIKU

3.1 Kapitálová struktura

Hodnoty v roce 2006, 2007 vykazují dle výpočtů překapitalizaci společnosti. Znamená to, že společnost se může připravovat na nějakou zásadní investici tím, že zvyšuje své fondy a nerozděluje zisk (nevyplacené dividendy, tabulka č. 11). Dle teorie tento ukazatel značí, že oběžný majetek podniku je financován dlouhodobým kapitálem. Podnik je sice finančně stabilnější, ale hospodaří neefektivně, neboť dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý. V roce 2008 se společnost pohybuje na hranici překapitalizace. Výsledek je zde ve značné míře ovlivněn snížením stálých aktiv vyššími odpisy³².

Tabulka 10: Výpočet překapitalizace a podkapitalizace společnosti AGROPA a.s.
(v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vlastní kapitál	42857	43904	39122	36762	37788	38446
Stálá aktiva	25995	29202	48077	44756	41410	37463
Dlouhodobé zdroje	44228	43904	64417	61990	60969	54327
Překapitalizace	1,65	1,50	0,81	0,82	0,91	1,0
Podkapitalizace	0,59	0,67	0,75	0,72	0,68	0,69

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Ukazatel překapitalizace: $\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Stálá aktiva}}$

Ukazatel podkapitalizace: $\frac{\text{Stálá aktiva}}{\text{Dlouhodobé zdroje}}$

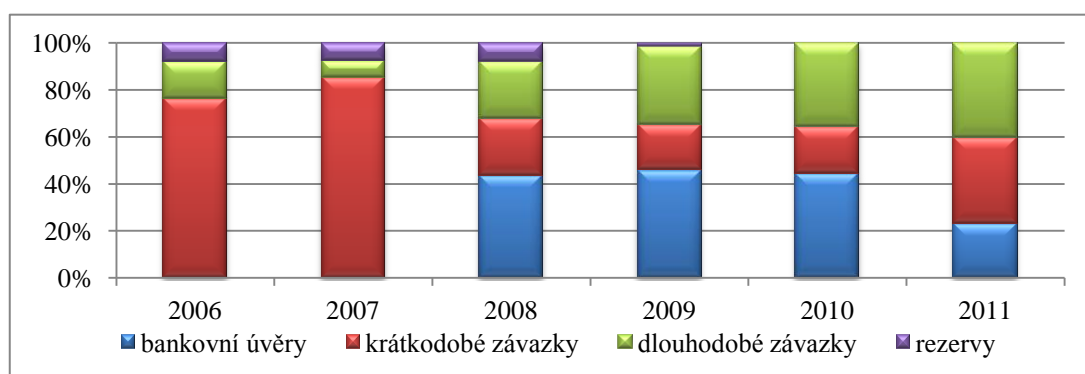
V příloze B (rozvaha společnosti) je patrné, že společnost v letech 2006 a 2007 nerozdělovala zisk. Důvodem dle přílohy účetní závěrky byla příprava na větší investici připravovanou na konec roku 2008, výstavbu fotovoltaické elektrárny. Následující roky společnost rozdělila větší část zisku a vyplatila dividendy. Ukazatel překapitalizace tedy vychází menší než 1.

³² Dle platnosti nového zákona č. 346/2010 Sb. o uplatnění odpisů z FVE.

3.2 Struktura cizího kapitálu

Struktura cizích zdrojů společnosti AGROPA a.s. se skládá z vytvořených rezerv pro rok 2006 a 2007, krátkodobých a dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů. V roce 2006 a 2007 převládají krátkodobé závazky. V roce 2008 si společnost vzala dlouhodobý úvěr, který postupně splácí. V roce 2011 je struktura cizích zdrojů vyrovnaná mezi dlouhodobými a krátkodobými závazky. Výše splátek se snížila (předčasné splacení části úvěru v roce 2011). Obrázek č. 20 znázorňuje strukturu závazků a jejich podíl, který mají jednotlivé závazky na celkovém cizím kapitálu společnosti.

Obrázek 20: Struktura cizích zdrojů společnosti AGROPA a.s.

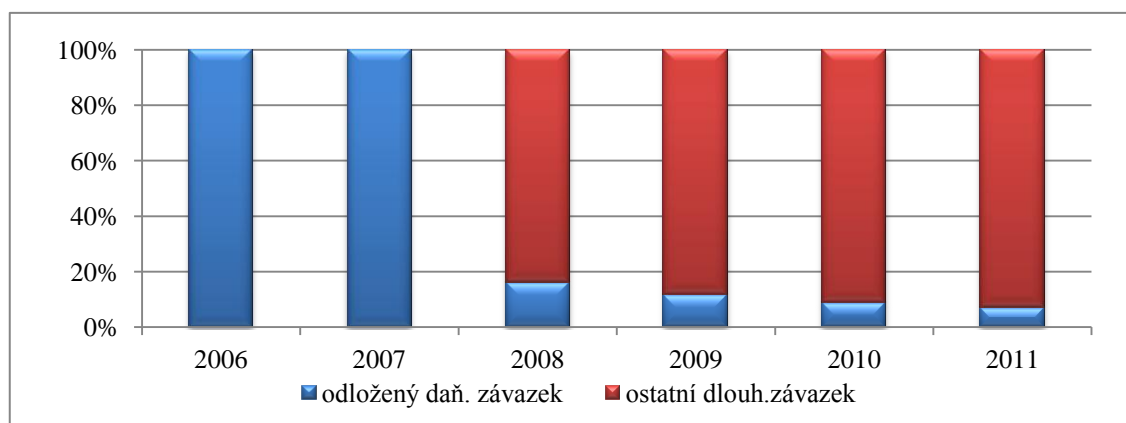


Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

3.2.1 Dlouhodobé závazky

Obrázek č. 21 znázorňuje strukturu dlouhodobých závazků společnosti AGROPA a.s. Jak je vidět, největší podíl od roku 2008 má ostatní dlouhodobý závazek. Jedná se o půjčku fyzické osoby, ze které jsou účtovány úrokové náklady.

Obrázek 21: Struktura dlouhodobých závazků společnosti AGROPA a.s.

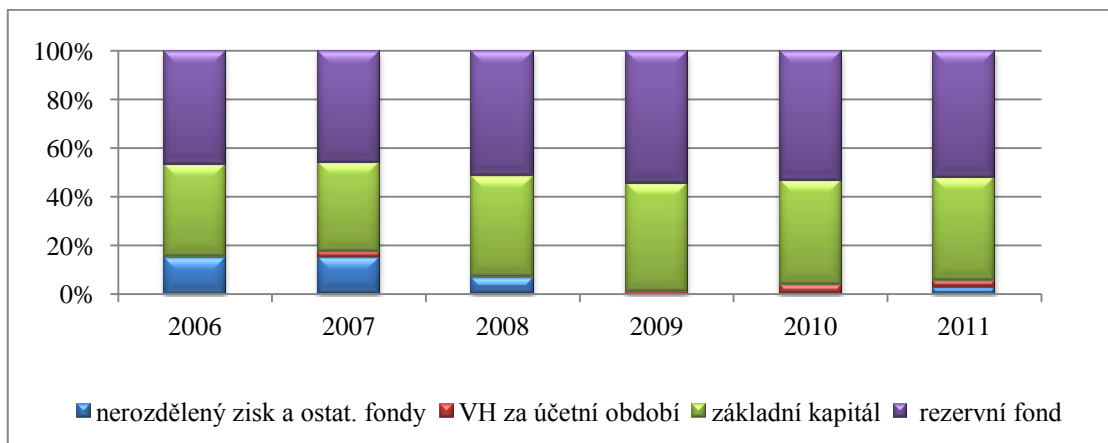


Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

3.3 Struktura vlastního kapitálu

Vlastní zdroje společnosti AGROPA a.s. se skládají z rezervního fondu, základního kapitálu, výsledku hospodaření za účetní období, nerozděleného zisku a ostatních fondů. Na obrázku č. 22 je znázorněn podíl jednotlivých vlastních zdrojů na celkovém vlastním kapitálu společnosti.

Obrázek 22: Struktura vlastních zdrojů společnosti AGROPA a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

3.3.1 Nerozdělený zisk a ostatní fondy

Nerozdělený zisk představuje výši použitelného výsledku hospodaření k financování podnikové činnosti. Představuje část výsledku hospodaření po zdanění, který není použit k rozdělení. O rozdělení zisku rozhoduje valná hromada společníků (akcionářů). Jak je patrné z obrázku č. 22, k rozdělení zisku došlo v roce 2009 a 2010. V roce 2006 až 2008 společnost zisk nerozdělovala, jak potvrzují i výsledky z tabulky č. 10. Do položky ostatní fondy patří sociální fond tvořený rovněž dle stanov společnosti.

3.3.2 Rezervní fond

Rezervní fond je ve společnosti AGROPA a.s. vytvářen na bázi povinné, vyplývající z ustanovení obchodního zákoníku, nebo na bázi statutární, ze stanov. Minimální výše zákonného rezervního fondu je 20% ze zisku po zdanění (§ 217 obchodní zákoník). Pro sledované období 2006 - 2011 dosáhl fond požadovanou minimální hodnotu 20% základního kapitálu a zbytek tedy tvoří rezervní fond dle stanov společnosti.

3.3.3 Dividendová politika

Dividendová politika představuje ve společnostech většinou dlouhodobý rozhodovací proces, který řeší otázku, jak velká část zisku má být zadržena v podniku a jaká má být vyplacena na dividendách. Toto rozhodnutí je klíčové především ve dvou základních oblastech (Hrdý a kol., 2011):

- v oblasti vlivu tohoto rozhodnutí na tržní hodnotu firmy,
- v oblasti financování podniku z interních zdrojů.

Společnost AGROPA a.s. má základní kapitál rozdělen na neregistrované akcie na majitele. Majitel akcie, pokud ji předloží na valné hromadě, má právo podávat návrhy, podílet se na hlasování, ovlivňovat strategii společnosti ohledně rozdělení zisku a vyplácení dividend.

Pokud společnost vytváří zisk, může valná hromada dojít k následujícímu finančnímu rozhodnutí:

- výplata dividend,
- podíl pro fondy,
- nerozdělený zisk.

Vedení podniku AGROPA a.s. předkládá valné hromadě návrhy dlouhodobého strategického plánu, rozdělení zisku a tedy i vyplácení dividend. Jak bylo zmíněno výše, rozhodnutí o výplatě dividend ve společnosti AGROPA a.s. je v působnosti valné hromady. Společnost v roce 2006 – 2007 dividendy nevyplácela, což mohl být také jeden z důvodů překapitalizace společnosti, jak je patrné v tabulce č. 10. Naopak v roce 2008 byly dividendy nejvyšší.

Tabulka 11: Vyplacené dividendy (v tis. Kč)

2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	0	5000	0	435	435

Zdroj: Výkazy společnosti AGROPA a.s. za období 2006 - 2011

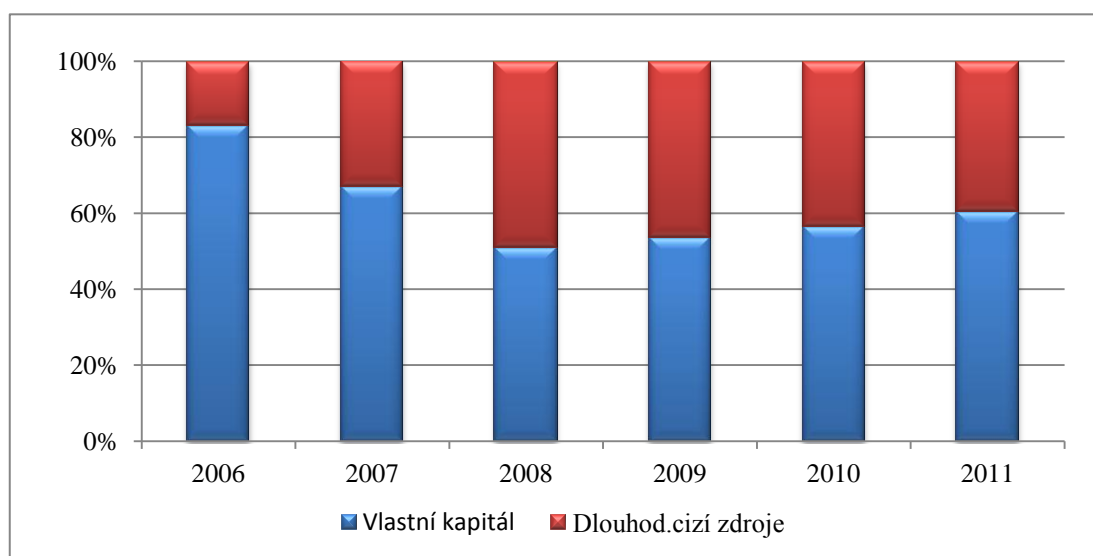
Finanční teorie nemá na problematiku vlivu dividendové politiky na tržní hodnotu firmy jednotný názor. Nývltová a kol (2010) uvádí, že jedni se přiklání k vyplácení dividend, které by mělo mít pozitivní vliv na tržní cenu akcie a vysílat signál budoucích ještě lepších výsledků a druzí k orientaci na zadržovaný zisk směřovaný pro investice do nových programů (zvýšení tržní hodnoty podniku a tím i akcií).

Dividendová politika je tedy závislá na výsledku hospodaření. Společnost AGROPA a.s. část výsledku hospodaření vyplácí na dividendách a část nechává na účtu nerozděleného zisku, vše v závislosti na velikosti zisku společnosti a finančním strategickém plánování předkládaném valné hromadě ke schválení. Jak ukazuje tabulka č. 11, lze usuzovat, že společnost AGROPA a.s. do roku 2010 žádnou dividendovou politiku neřešila. Od roku 2010 je snaha společnosti o stabilní výplatu dividend.

3.4 Poměr vlastního a cizího kapitálu za období 2006 - 2011

Dle obrázku č. 23, převažuje ve společnosti AGROPA a.s. financování vlastním kapitálem. Jinak je to v období 2008, kdy si společnost vzala bankovní úvěr na výstavbu fotovoltaické elektrárny, který v roce 2011 z části splatila. Pokud by se vzala průměrná řada v čase, vycházelo by pro společnost 60% krytí zdrojů vlastním kapitálem a 40% cizím kapitálem.

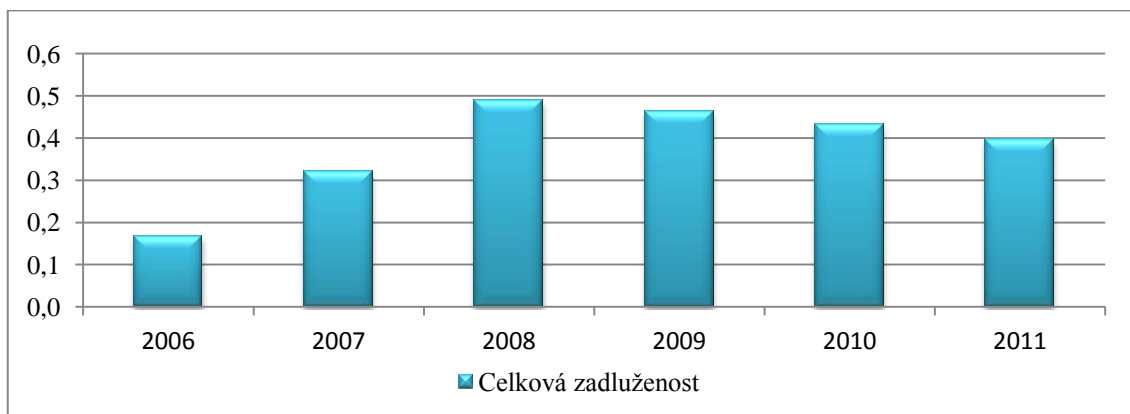
Obrázek 23: Poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti AGROPA a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

V roce 2011 kleslo celkové zadlužení společnosti AGROPA a.s. pod 40% z původních 50% v roce 2008 (obrázek č. 24). Výsledkem je fakt, že společnost generuje dostatek vlastních zdrojů ke splácení zdrojů cizích. V časové řadě lze vidět nárůst cizích zdrojů oproti roku 2006. To potvrzuje již zmíněné konstatování na začátku diplomové práce str. 12, že málokterý podnik se v dnešní době obejde bez cizích zdrojů.

Obrázek 24: Celková zadluženost společnosti AGROPA a.s. (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

3.4.1 Bilanční pravidla

Data pro porovnání splnění bilančních pravidel jsou uvedena v příloze G.

Struktura zdrojů financování by měla být flexibilní, neboť oběžný majetek podléhá v čase změnám v kapitálové struktuře. Tady je třeba přizpůsobit strukturu zdrojů jak z hlediska likvidity a rizika, tak i nákladů.³³ Financování krátkodobého majetku je zabezpečeno krátkodobými, cizími zdroji a financování dlouhodobého majetku³⁴ dlouhodobými, vlastními a částečně cizími zdroji.

Celkově lze konstatovat, že společnost AGROPA a.s. se snaží o finanční samostatnost a nezávislost, což vede k důrazu na vnitřní financování. Externí zdroje jsou voleny až tehdy, není-li možné pokrýt všechny potřeby z vnitřních zdrojů. Zájem o cizí zdroje jako součást externích zdrojů je tedy brán ve společnosti spíše jako doplněk zdrojů vnitřních.

Zlaté bilanční pravidlo financování

Společnost AGROPA a.s. toto pravidlo splňuje, dlouhodobý majetek je ve sledovaném období financován dlouhodobými zdroji. V období 2006, 2007 a 2011 je zajištěno financování dlouhodobého majetku vlastním kapitálem a financování oběžných aktiv kapitálem krátkodobým. V období 2008, 2009 a 2010 je financování dlouhodobého majetku doplněno částečným krytím pomocí cizího kapitálu, který byl použit společností na novou investici (fotovoltaická elektrárna).

³³ Krátkodobé zdroje jsou levnější než dlouhodobé.

³⁴ Majetek se promění zpět na peníze za delší časové období.

Tabulka 12: Zlaté bilanční pravidlo financování (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý majetek	26225	29432	48307	44986	41640	37693
Dlouhodobé zdroje	44228	43904	64417	61990	60969	54327
Rozdíl	18003	14472	16110	17004	19329	16634

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Významným kritériem pro finanční rozhodování společnosti je jistota, nezávislost a preference vnitřního financování. To logicky vede k převaze vlastního kapitálu při podnikovém financování. Výjimkou jsou roky 2008, 2009, 2010, kdy společnost čerpala větší část bankovního úvěru, a je zde tedy patrné doplnění vlastních zdrojů cizími k financování dlouhodobého majetku společnosti.

Tabulka 13: Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý majetek	25995	29202	48067	44746	41400	37453
Vlastní kapitál	42857	43904	39122	36762	37788	38446
Cizí kapitál	8583	20797	37387	31707	28911	25120
Poměr CK/VK	0,20	0,47	0,96	0,86	0,77	0,65

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Zlaté bilanční pari pravidlo

Dle pravidla vyrovnanosti vlastního kapitálu v porovnání s dlouhodobým majetkem je pravidlo u společnosti AGROPA a.s. splněno. Jak bylo zmíněno výše, v důsledku čerpání úvěru, vycházejí roky 2008, 2009 a 2010 v porovnání s cizími zdroji menší. Jelikož úvěr byl v roce 2011 částečně splacen, poměr se zlepšil.

Tabulka 14: Zlaté bilanční pari pravidlo (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vlastní kapitál	42857	43904	39122	36762	37788	38446
Dlouh. cizí kap.	1371	1500	23615	23548	21501	15017
Rozdíl	41486	42404	15507	13214	16287	23429

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

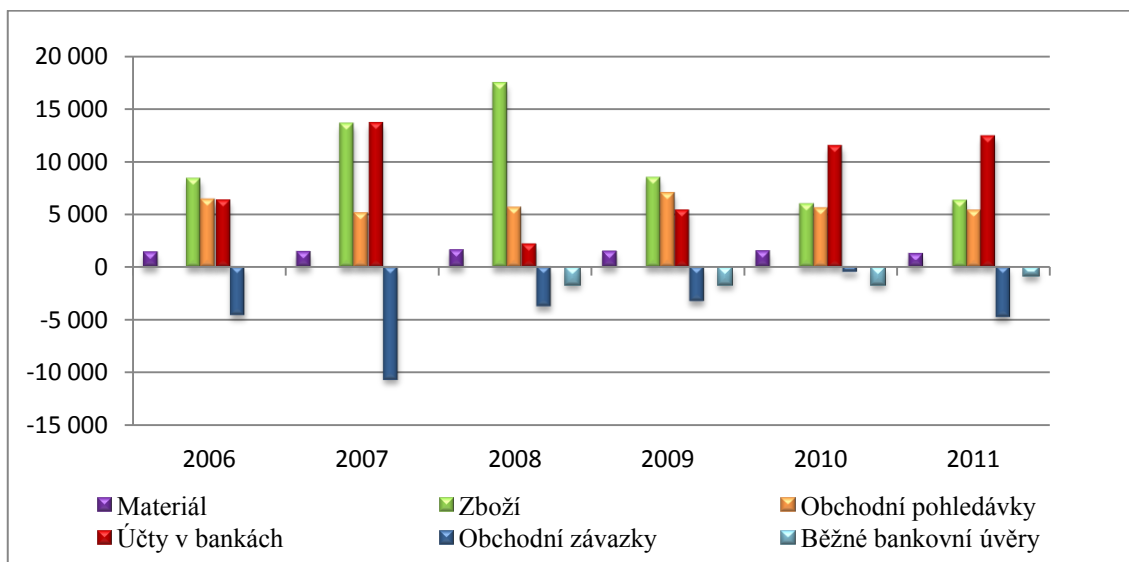
Zlaté bilanční poměrové pravidlo

Toto pravidlo respektuje společnost AGROPA a.s. střídavě, neboť situace se různí. Dle pravidla by poměr vývoje investic neměl překročit vývoj tržeb podniku. Přestože v roce 2008 společnosti klesaly tržby (z již zmíněných důvodů), pořídila novou investici.

I když pravidlo v tomto roce společnost nespĺňuje, není touto investicí budoucnost podniku nikterak ohrožena, ba naopak. V tomto případě není namístě dodržování tohoto poměrového pravidla, neboť investicí do fotovoltaické elektrárny se společnost snaží zajistit právě zvýšení tržeb, a to prodejem vyrobené elektrické energie, jejíž cena je garantována ze zákona státem.³⁵

Rozdíl dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv ukazuje čistý pracovní kapitál (net working capital). Pokud se vychází z optimální výše majetku dlouhodobého charakteru, určí se čistý pracovní kapitál jako rozdíl oběžného majetku a krátkodobých závazků. Společnost AGROPA a.s. má konzervativní způsob financování. Používá dlouhodobé zdroje (kapitál) k financování stálých a částečně oběžných aktiv. Nývltová a kol. (2010) prosazuje spíše vyvážený způsob financování majetku, tj. dlouhodobé zdroje jsou ve výši dlouhodobého majetku. Jak ukazuje praxe současných podniků, nelze dle teorie přesně stanovit pravidlo financování, neboť ve fázi růstu může být pro podnik dobré použít naopak i agresivní strategii.³⁶ Ve většině středních podniků se ale přiklání spíše ke konzervativnímu způsobu.

Obrázek 25: Struktura ČPK společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, 2012. Podklad pro grafické vyjádření je v příloze F

³⁵ Zákon č. 180/2005 Sb. a vyhláška č. 140/2009 Sb.

³⁶ Krátkodobé zdroje financování se používají k financování dlouhodobých potřeb.

3.5 Náklady kapitálu

3.5.1 Náklady na cizí kapitál

Společnost AGROPA a.s. čerpala od roku 2008 dlouhodobý bankovní úvěr, který si sjednala u Komerční banky. První úvěr čerpala od 4. 12. 2008 (8 mil. Kč s fixním úrokem 5% ročně). Ten společnost splatila koncem roku 2011 a zaplatila tak i vyšší úrok za předčasné splacení, jak také ukazuje tabulka č. 15. Druhý bankovní úvěr čerpala společnost od 31. 12. 2008 a to na 8,5 mil Kč za 1,2% fixní sazby + měsíční sazbu PRIBOR dle aktuálního uvedení na stránkách ČNB (CNB, 2011). Další půjčku čerpala společnost taktéž v roce 2008 od fyzické osoby a to za 6% fixní úrok ročně. Tato půjčka je vedena v rozvaze jako dlouhodobý závazek společnosti.

Úroky byly vypočteny dle výkazu zisku a ztrát, a to z položky placené úroky, z nichž byla vypočtena průměrná úroková sazba za rok. Od takto vypočtených nákladů byl odečten úrokový daňový štít.

V roce 2008 a 2011 byla pro lepší srovnání provedena úprava úrokové sazby. V roce 2008 bylo počítáno i s úrokovou sazbou 4,95%, jelikož výkaz rozvahy vykazuje úvěrové zatížení, týkající se pouze jednoho měsíce (úvěr začal být čerpán až v prosinci roku 2008) a v roce 2011 se sazbou 4,5% (z důvodu nezahrnutí sankce za předčasné splacení části úvěru). Velikost úvěru a ostatní data, kromě výpočtů úroků, byla ponechána.

$$i = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}}$$

$$\text{Náklady dluhu z úrokové sazby: } r_d = i \cdot (1 - s_{dp})$$

Celkový objem cizích zdrojů zahrnuje pouze ty kapitálové složky, ze kterých vzniká náklad, úrok.

Tabulka 15: Výpočet nákladů cizího kapitálu 2006 - 2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
CK celkem úroč.	0	0	23 820	23 820	23 985	22 260	15 164	15164
Celkem vypl. úrok	0	0	497	1179	1 188	1 030	1 041	682
<i>i</i>	0	0	2,09%	4,95%	4,95%	4,63%	6,86%	4,5%
(1-aktuál. szb daně)	0,76	0,76	0,79	0,79	0,8	0,81	0,81	0,81
Náklady rd	0	0	1,65%	3,91%	3,96%	3,75%	5,56%	3,65%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Z tabulky č. 15 je patrná změna nákladů na cizí kapitál, pokud se změní úroková sazba, jak je vidět v uvedeném případě, když bude v roce 2008 a 2011 upravena úroková sazba na předpokládané roční splácení, tj. v roce 2008 bude úrok běžet od začátku roku a v roce 2011 nebudou počítány sankce za předčasné splacení.

3.5.2 Náklady na vlastní kapitál

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU} + r_{FINSTAB}$$

Bezriziková sazba r_f

Stanovení bezrizikové přírážky je v pravomoci ČNB (tabulka č. 1, str. 22 diplomové práce). Sazba je stanovena podle výnosu desetiletých státních dluhopisů.

Riziková přírážka za velikost a kapitálovou vybavenost podniku r_{LA}

Společnost AGROPA a.s. splňuje podmínku $VK < 100$ mil. Kč.

$$(3 - VK)^2 / 168,2 \quad VK < 100 \text{ mil. Kč} \quad \dots r_{LA} = 5\% \quad VK \text{ v mil. Kč}$$

Vlastní kapitál ve sledovaném období 2006 - 2011 nepřekročil částku 100 mil. Kč, proto $r_{LA} = 5\%$

Riziková prémie za podnikatelské riziko r_{POD}

$$r_{POD} = (ROA_{po} - ROA)^2 \cdot 10 / ROA_{po}^2$$

kde ROA_{po} ...rentabilita aktiv průmyslového odvětví

$$ROA > ROA_{po} \dots r_{POD} = 0\%$$

$$ROA < ROA_{po} \dots r_{POD} = 10\%$$

Dle obrázku č. 18 ze strany 50 je patrné, že ROA společnosti AGROPA a.s. je do roku 2010 nižší než ROA odvětví, proto ukazatel r_{POD} bude vypočten dle benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA ze stránek MPO (2006 – 2010).

Pro výpočet 2010 - 2011:

položíme $X1 = (UZ/A) \cdot UM$, kde UM je skutečná úroková míra.

Když $EBIT/A > X1$ pak $r_{POD} =$ minimální hodnota r_{POD} v odvětví

Když $EBIT/A < 0$ pak $r_{POD} = 10,00\%$

Když $0 < EBIT/A < X1$ pak $r_{POD} = ((X1 - EBIT/A)^2 / X1^2) \cdot 0,1$

Když $2319/66712 > 2,5$ pak $r_{\text{POD}} = \text{minimální hodnota v roce 2010 } r_{\text{POD}} = 2,5$

Když $2524/63573 > 2,02$ pak $r_{\text{POD}} = \text{minimální hodnota v roce 2011 } r_{\text{POD}} = 2,02$

Riziková přírážka za finanční riziko z finanční struktury r_{FINSTRU}

Ukazatel úrokového krytí = EBIT / úroky.

Výsledek v roce 2008 a 2011 je opět upraven o rozdíl, který je v předchozím odstavci vysvětlen. Tyto rozdílné hodnoty jsou zde uvedené k porovnání změny pohybů nákladů.

Tabulka 16: Úrokové krytí společnosti AGROPA a.s. v období 2006 – 2011

(v tis. Kč)

		2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Úroky z CK (úvěrů)	výkaz zisku,ztráty	0	0	1179	497	1 188	1 030	1041	682
Celkový výsledek před zdaněním (EBT - Earnings before Tax)	výkaz zisku,ztráty	717	1 512	221	221	203	1 289	1483	1483
EBIT (Earnings before Interest and Tax)	zisk před ú. a zda. = zisk před zdaněním + úroky z CK	717	1512	1400	718	1 391	2 319	2524	2165
Úrokové krytí	EBIT/úroky	0	0	1,2	1,4	1,2	2,3	2,42	3,2

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Riziková přírážka za finanční stabilitu r_{FINSTAB}

Když $L3 \leq XL1$ pak $r_{\text{FINSTAB}} = 10,00\%$

Když $L3 \geq XL2$ pak $r_{\text{FINSTAB}} = 0,00\%$

Kde hodnota $XL1 \geq 1,0$ a hodnota $XL2 \leq 2,57$

V případě že $XL1 \leq L3 \leq XL2$ lze ji vypočítat na základě (MPO, 2011):

$$r_{\text{FINSTAB}} = \frac{(XL2-L3)^2}{(XL2-XL1)^2} \cdot 0,1$$

Krom roku 2007 kdy platí výpočet $r_{\text{FINSTAB}} = \frac{(2,57-1,94)^2}{(2,57-1)^2} \cdot 0,1$, splňují data v tabulce č.

18 podmínku $L3 \geq XL2$, proto je stanoveno na $r_{\text{FINSTAB}} = 0\%$.

Tabulka 17: Výpočet r_{FINSTAB} v období 2006 – 2011 (v %)

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
L3	3,62	1,94	2,55	2,55	3,02	3,38	2,57	2,57
r_{FINSTAB}	0	1,0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Tabulka 18: Výpočet ukazatele r_e pro období 2006 – 2009

	2006	2007	2008	2008	2009
r_f - bezriziková sazba - 10leté státní dluhopisy	3,77	4,28	4,55	4,55	4,67
r_{LA} - prémie za likviditu akcií	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
r_{POD} - prémie za podnikatelské riziko	2,30	2,56	10	10	7,23
$r_{FINSTAB}$ - nestabilita	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
$r_{FINSTRU}$	0,00	0,00	1,4	1,2	1,2
r_e	11,07%	12,84%	20,95%	20,75%	18,1%

Zdroj: Vlastní zpracování, ČNB 2006 – 2009, MPO 2006 – 2009

Tabulka 19: Výpočet ukazatele r_e - nová metoda INFA pro rok 2010 - 2011

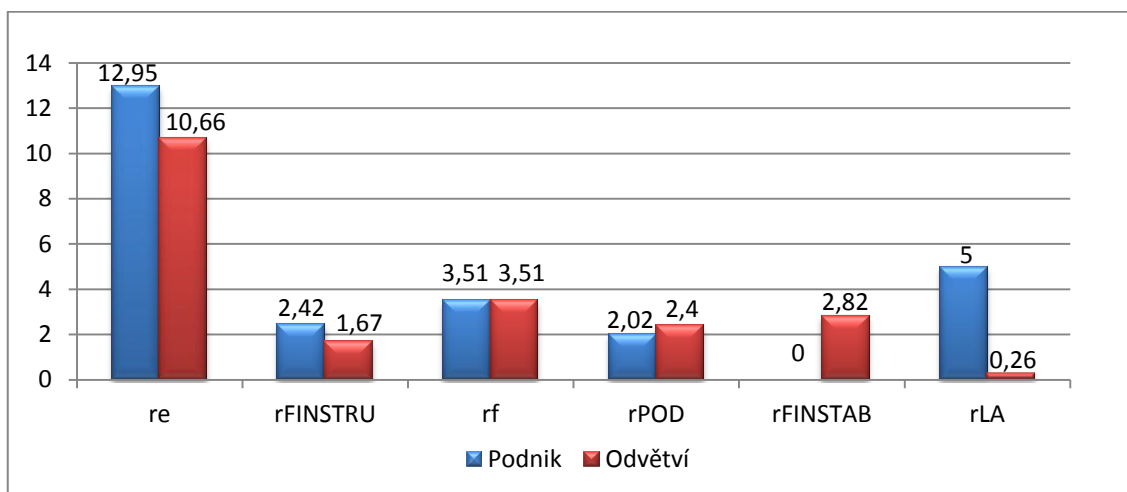
Nový výpočet –podle stavebnicové metody INFA - 2011	2010	2011	2011
r_f - bezriziková sazba - 10leté státní dluhopisy	3,71	3,51	3,51
r_{LA} - prémie za likviditu akcií	5,00	5,00	5,00
r_{POD} - prémie za podnikatelské riziko	2,5	2,02	2,02
$r_{FINSTAB}$ - nestabilita	0,00	0,00	0,00
$r_{FINSTRU}$	2,3	3,2	2,42
r_e	13,51%	13,73%	12,95%

Zdroj: Vlastní zpracování, ČNB 2010 - 2011, MPO 2010 - 2011

V analyzovaném období došlo ke změně výpočtu metody INFA, a proto byly údaje roku 2010 a 2011 přepočteny dle nové metodiky. Minimální hodnota za rizikovou přírážku za podnikatelské riziko pro rok 2010 NACE 49 činila 2,5% a pro rok 2011 2,02%. Riziková přírážka za finanční stabilitu byla vyšší než XL2, proto byla jako hodnota stanovena 0. Riziková prémie za velikost podniku je dána úplatnými zdroji, které se skládají z vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Společnost AGROPA měla úplatné zdroje nižší než 100 mil. Kč, a proto je hodnota r_{LA} stanovena na 5%. Riziková přírážka za finanční strukturu je rozdílem mezi alternativním nákladem na vlastní kapitál a průměrným nákladem na celkový kapitál, jedná se o poměr EBIT/úroky.

Z výpočtu je opět vidět rozdíl mezi hodnotami upravenými o nižší úrok oproti skutečně odečteným úrokům v roce 2011 a naopak vyšší úrok než vychází dle účetnictví v roce 2008.

Obrázek 26: Srovnání nákladů VK společnosti s odvětvím v roce 2011 (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování, MPO 2011

Obrázek č. 26 porovnává výši jednotlivých rizikových přírážek a celkových nákladů vlastního kapitálu za rok 2011 mezi společností AGROPA a.s. a odvětvím NACE – 49. Průměrná hodnota nákladů vlastního kapitálu je za rok 2011 u odvětví 10,66%, zatímco ve společnosti AGROPA a.s. je 12,95%, tedy o 2,29% více. Důvodem jsou rozdílné přírážky za finanční strukturu, finanční stabilitu a likvidnost akcií v porovnání s průměrem dopravy a skladování. Na vyšší hodnotu r_e má také vliv úroková sazba, která v roce 2011 byla pro společnost v důsledku předčasného splacení úvěru vyšší.

3.5.3 Bod indiference a finanční páka

Bod indiference určuje, od jaké úrovně zisku je financování cizím kapitálem pro společnost výhodnější než financování vlastním kapitálem. Při jeho výpočtech byly v roce 2008 a 2011 opět použity dvě úrokové sazby (viz 3.5.1). Dle výpočtů je zároveň patrné, že jakékoli zvýšení či snížení úrokové sazby vede k dost odlišným výsledkům. Aby bylo možné zjistit bod indiference i u varianty, která nemá úrokové zatížení (jedná se o roky 2006 a 2007), je dosazen předpokládaný průměrný úrok 4%. Výpočty v roce 2006 a 2007 jsou ponechány bez zatížení cizími zdroji z důvodu porovnání změny bodu indiference (rozdílný výsledek hospodaření).

Tabulka 20: Bod indiference a ROE_n ve sledovaném období 2006 – 2011

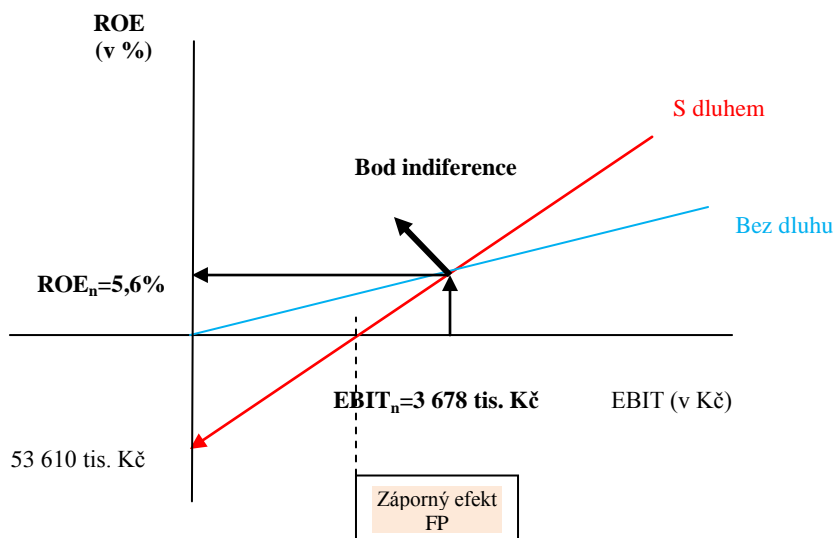
(v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Celkový kapitál	42857	43904	62942	62942	60747	60048	53610	53610
r _d	0,04	0,04	0,0209	0,0495	0,0495	0,0463	0,0686	0,045
szb	0,24	0,24	0,21	0,21	0,2	0,19	0,19	0,19
EBIT_n	1714	1756	1315	3116	3007	2780	3678	2412
1-szb	0,76	0,76	0,79	0,79	0,8	0,81	0,81	0,81
ROE_n	3%	3%	1,7%	3,9%	4%	3,8%	5,6%	3,6%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

- $EBIT_n = 0,0686 \cdot (38446 + 15\ 323) = 3\ 678$ tis. Kč
- $ROE_n = 0,0686 \cdot (1 - 0,19) = 5,6\%$

Obrázek 27: Bod indiference společnosti AGROPA a.s. v roce 2011



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Z výpočtu a obrázku č. 27 jasně vyplývá, že 2 524 (EBIT) < 3 678 (EBIT_n). Společnost AGROPA a.s. by se neměla dále zadlužovat, neboť tím dochází ke snížení rentability vlastního kapitálu. Společnost s EBIT 2 524 tis. Kč a ROE 2,8% v roce 2011 tvoří záporný efekt finanční páky. To znamená, že společnosti se vyplatí financování vlastním kapitálem, a to až do hodnoty zisku 3 678 tis. Kč. Jelikož však v tomto roce společnost platila již zmíněné vyšší úroky, je zde předpoklad, že v dalším roce 2012 bude splňovat bod indiference.

Velikost EBIT je nutné sledovat pro efektivní volbu cizího kapitálu, jako finančního zdroje a také z následujícího kontextu:

Všeobecné pravidlo pro výběr cizího kapitálu:

$$\text{EBIT}/K \cdot (1-s_{dp}) \geq \text{nákladové úroky}/\text{CK} \cdot (1-s_{dp})$$

$$2\,524/53\,610 \cdot (1-0,19) \not\geq 1\,041/15\,323 \cdot (1-0,19)$$

Tato podmínka není splněna.

Pravidlo přiměřeného úrokového krytí:

Využití úvěru by mělo být bezproblémové, pokud dosažený zisk podniku před odečtením nákladových úroků (EBIT) převyšuje alespoň 4x úroky (Nývltová, 2010). Protože v případě společnosti AGROPA a.s. EBIT přesahuje úroky v roce 2011 pouze 3,2x, měla by být společnost ve výběru úvěru obezřetnější.

Ziskový účinek finanční páky není splněn, neboť výsledek nedosahuje částku větší než 1 (0,972) a to ani v jednom sledovaném období. Rok 2011 se ale této částce dost přibližuje.

$$A/VK \cdot \text{EBT}/\text{EBIT} > 1$$

$$63\,573/38\,446 \cdot 1\,483/2524 = 0,972$$

$$0,972 \not> 1$$

Podmínka není splněna.

Tabulka 21: Srovnání EBIT_n a EBIT z výsledku hospodaření v období 2006 – 2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
EBIT	1896	2691	718	1400	2319	2165	2524	2165
EBIT_n	1714	1756	1315	3116	3007	2780	3678	2412
% cizích zdrojů	0%	0%	49%	49%	46%	43%	40%	40%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Z výpočtů EBIT_n je zřejmá pro roky 2006 a 2007 možnost financování cizím kapitálem (EBIT > EBIT_n). Společnost se proto správně rozhodla v roce 2008 pro financování cizím kapitálem. Jak je ale vidět v tabulce č. 21, dosahovala v tomto období společnost nízkého výsledku hospodaření, proto následující roky nesplňují efekt kladné finanční páky. Ve sledovaném období dosahuje společnost spíše nižšího zisku než je bod indiference, a proto by bylo pro společnost lepší, aby se pro následující roky více nezadlužovala, pokud by však nezvýšila zisk. Z upraveného výsledku v roce 2011

vyplývá, že společnost, pokud by hradila dle stanoveného úroku 4,95% a neplatila v tomto roce vyšší úrok za předčasné splacení úvěru, (zatížení se zvedlo na 6,86%), přesahoval by výsledek hospodaření bod indiference a společnost by tak mohla docílit kladného efektu finanční páky. Proto lze vyvodit doporučení zde již zmíněné, že do budoucího roku 2012 může společnost uvažovat o případné další investici hrazené z cizích zdrojů.

3.6 Vážené průměrné náklady za období 2006 - 2011

Z výpočtu je vidět rozdíl v roce 2008. V případě, že se zvýší úroková sazba, stoupnou také vážené náklady kapitálu, za jinak stejných podmínek. Z toho vyplývá, že nejenom výsledek hospodaření, ale i sazba úročení za cizí kapitál podstatně ovlivňují vážené náklady kapitálu.

Tabulka 22: Výpočet WACC za období 2006 - 2009

Výpočet WACC (vážené náklady na K)	2006	2007	2008	2008	2009
Průměrná hodnota úroků z úvěrů r_d	0,00	0,00	0,0209	0,0495	0,0495
Daňová sazba (1 – akt. sazba daně z příjmů)	0,76	0,76	0,79	0,79	0,80
Cizí kapitál úročený v tis. Kč	0	0	23 820	23820	23 985
Vlastní kapitál v tis. Kč	42 857	43 904	39 122	39122	36 762
Celkový úročený kapitál	42 857	43 904	62 942	62942	60 747
Poměr cizího kapitálu	0,00	0,00	0,38	0,38	0,39
Poměr vlastního kapitálu	1,00	1,00	0,62	0,62	0,61
Požadovaná rentab. vlastního kapitálu r_e	0,1107	0,1284	0,21	0,11	0,181
Vážené náklady na kapitál WACC	11,07%	12,84%	13,65%	14,38%	12,52%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

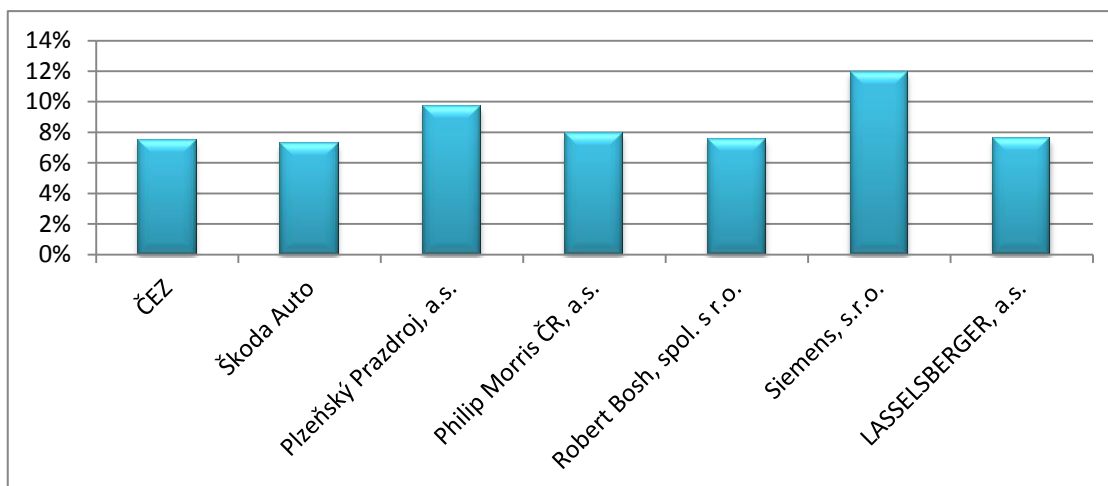
Dle nové metodiky MPO (2012) pro výpočet WACC v období 2010 - 2011:

Tabulka 23: Výpočet WACC za období 2010 - 2011

Výpočet WACC (vážené náklady na K)	2010	2011	2011
Průměrná hodnota úroků z úvěrů r_d	0,0463	0,0686	0,045
Daňová sazba (1 – akt. sazba daně z příjmů)	0,81	0,81	0,81
Cizí kapitál úročený v tis. Kč	22 260	15164	15164
Vlastní kapitál v tis. Kč	37 788	38446	38446
Celkový úročený kapitál	60 048	53610	53610
Poměr cizího kapitálu	0,37	0,28	0,28
Poměr vlastního kapitálu	0,63	0,72	0,72
Požadovaná rentab. vlastního kapitálu r_e	0,1351	0,1373	0,1295
Vážené náklady na kapitál WACC	9,89%	10,86%	10,88%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Obrázek 28: Příklady konkrétní kvantifikace WACC v českých podnicích (v %)



Zdroj: (Kislingerová, 2010, s. 393), www.ranking.cz

Obrázek č. 28 ukazuje srovnání WACC ve vybraných společnostech, které se pohybují v průměru kolem 8%. WACC zde nejsou jen výdaje, ale značí náklady ušlé příležitosti a odpovídají celkové výnosnosti, kterou by případně mohl investor očekávat při investování do portfolia akcií nesoucí srovnatelné riziko. WACC tedy udává aktuální minimální požadovanou míru výnosnosti, které firma musí dosáhnout.

3.7 Shrnutí

I když není prakticky možné přesně vymezit vztah pro vývoj průměrných nákladů kapitálu v závislosti na struktuře kapitálu, je možné se alespoň o určení optimálního složení podnikového kapitálu pokusit, což je i cílem autorky této práce. Základním předpokladem pro určení optimalizace je solidní odhad nákladů dluhu a nákladů vlastního kapitálu pro několik variant zadluženosti (složení kapitálu).

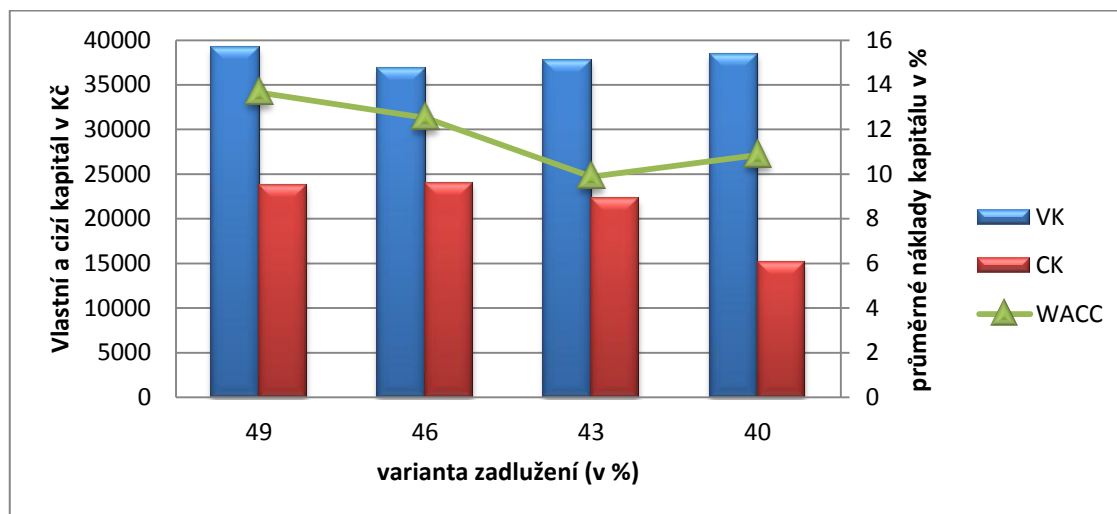
Tabulka 24: Souhrn WACC společnosti AGROPA a.s. 2006 - 2011

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Podíl CK v %	0	0	49	49	46	43	40	40
Náklady VK	11,07	12,84	20,95	20,75	18,01	13,51	13,73	12,95
Náklady CK	0	0	1,65	3,96	3,96	3,75	4,5	5,56
WACC	11,07%	12,84%	13,65%	14,35%	12,52%	9,89%	10,88%	10,86%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Při výběru optimální kapitálové struktury bude z pohledu klasické teorie spojené s porovnáním vážených průměrných nákladů rozhodující nejnižší výše průměrných nákladů kapitálu.

**Obrázek 29: Vývoj nákladů kapitálu ve vztahu k zadluženosti
za období 2008 - 2011**



Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Jak je vidět na obrázku č. 29, v důsledku růstu zadluženosti (jedná se o rok 2008, kdy společnost začala čerpat úvěr a cizí zdroje činily 49%) se zvyšují požadavky vlastníků i věřitelů, neboť začínají pociťovat finanční riziko, že podnik nebude schopen dostát svým úrokovým nákladům (WACC jsou zde nejvyšší). Cizí kapitál je však levnější než vlastní a při jeho zapojení tak průměrné náklady WACC klesají. Optimální kapitálové struktury (bod minima WACC) je dosaženo při 43% zadlužení (jedná se o 22 260 tis. Kč z cizích zdrojů při úročení 3,96% ročně), které bylo v roce 2010. Poté začnou převažovat náklady finanční tísně a průměrné náklady WACC začnou stoupat. Vývoj průměrných nákladů kapitálu má tak v teoretické rovině tvar jakési „U“ křivky, která dosahuje při určité míře zadluženosti svého minima.

Rovněž financování vlastním kapitálem nevychází pro společnost příznivě (tabulka č. 24), neboť jak bylo zmíněno v teoretické části, vlastní kapitál bývá dražší. Jak je vidět, první varianta týkající se roku 2006 má nižší náklady než rok 2007, i když jsou obě varianty bez zatížení cizím kapitálem. Důvodem je výše zisku. V roce 2007 totiž společnost generovala vyšší zisk, a proto náklady na vlastní kapitál oproti roku 2006 vzrostly. Z toho plyne závěr, že čím vyšší zisk je společnost schopna generovat, tím více by měla využívat k financování své činnosti také cizí kapitál, zhodnocovat tak vložené zdroje a přispět k tvorbě vyšší kapitálové hodnoty podniku.

V praktické rovině má na náklady vlastního a cizího kapitálu při optimalizaci kapitálové struktury vliv ještě další řada aspektů, které zde byly již zmiňovány. Možná úvaha nad

volbou cizího kapitálu je i schopnost, respektive neschopnost vlastníků zhodnotit jejich volný kapitál.³⁷ Mezi další významné determinanty, které z praktické části vyplynuly, jsou oborové standardy, které významně ovlivňují praktickou optimalizaci (Hrdý, 2011). Jak bylo zmíněno v porovnání WACC společnosti AGROPA a.s. s odvětvím, rozdíly vznikají především v jiné rizikové příirážce. U společnosti jako je AGROPA a.s., která má více podnikatelských aktivit, je však téměř nemožné určit přesný oborový standard optimálního zadlužení podniku, natož pasivně příslušný oborový standard převzít jako výši optimálního zadlužení podniku.

Z praktického výzkumu mezi podniky v ČR uvádí Hrdý, Horová a spol. (2008) pouze 20 % firem, které optimalizují svoji kapitálovou strukturu, přičemž nejčastěji usilují o minimalizaci cizích zdrojů a maximalizaci zisku s minimální zadlužeností. Společnosti i na větší investiční akce přednostně využívají interní zdroje a teprve až při jejich nedostatku použijí úvěry. Optimalizaci kapitálové struktury tak není věnována dostatečná pozornost. Závěrečné rozhodnutí z praktické části ohledně cílového dluhového poměru je jednoznačně aktivní proces optimalizace, neboť rozumné využití cizího kapitálu přináší podstatné zlevnění financování podnikových aktivit, například v podobě daňového štítu. Jde vlastně o operaci, která by měla vést ke zefektivnění finančních rozhodovacích procesů v podniku a ke zvýšení tržní hodnoty firmy a tím i bohatství majitelů, což je základním cílem podnikání.

V našich podmínkách se bohužel nevěnuje optimalizačním procesům velká pozornost a firemní finance se zaměřují spíše na problematiku optimalizace daňového základu. Jednou z příčin, proč se optimalizací mnohé podniky nezabývají, jsou různé aplikační problémy vyplývající z teoretické části.

³⁷ Pokud vlastníci disponují volným kapitálem, který reinvestují zpět do svého podniku, je pak zbytečné využívat cizí kapitál.

4 NÁVRHY A DOPORUČENÍ PRO OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Dle provedeného průzkumu se ve společnosti AGROPA a.s. nachází úzká stabilizovaná akcionářská základna, která preferuje stabilitu a dlouhodobou udržitelnost podniku, jak bylo zmiňováno již v úvodu práce. Je zde upřednostňováno nižší zadlužování a snaha co nejdříve případné úvěry splácet. Zároveň má společnost AGROPA a.s. specifickou strukturu majetku, skládající se v převážné části z nemovitostí v podobě budov. To by mohl být problém v případě potřeby prodeje majetku, neboť tento majetek není dost flexibilní, co se využití týče. V návrhu optimalizace kapitálové struktury společnosti AGROPA a.s. bude k těmto faktorům přihlédnuto.

Teorie optimalizace kapitálové struktury bude aplikována na data společnosti z období 2006 - 2011. Jelikož se v tomto období ve společnosti promítá jak financování cizími, tak i vlastními zdroji, je zde přímá možnost posouzení teoretických doporučení s možností aplikace optimalizace na výsledcích, které vycházejí v praxi. Dle předchozích výpočtů a analýz je evidentní, že se společnost optimalizací příliš nezabývá. Z větší části využívá a také preferuje financování interními zdroji a cizí kapitál používá až v případě další potřeby, kdy vlastní zdroje nestačí, jako tomu bylo v případě pořízení nové investice (fotovoltaická elektrárna) v roce 2008.

4.1 Optimalizace dle jednotlivých teorií

V teoretické rovině je uvedeno dostatek poznatků k určení optimalizace. Při snaze aplikovat jednotlivé teorie do praxe však nastává problém, jakou teorii vlastně pro optimalizaci společnosti AGROPA a.s. vybrat, aby vyhovovala jak teoretickým předpokladům, tak strategickému záměru společnosti.

Klíčovým aplikačním problémem je mimo jiné určení přesného odhadu budoucího vývoje zisku a odhadu budoucího vývoje cash flow, neboť všechny optimalizační techniky jsou založeny právě na těchto odhadech. Výjimku tvoří teorie Neumaierová – Neumaier, která vychází ze stávajících hodnot a předpokládá stejné hodnoty zisku, jaké byly uvažovány při optimalizaci.

Následující optimalizační teorie ověří, zda společnost v letech 2006 – 2011 má optimální kapitálovou strukturu, případně doporučí, jak měla dle jednotlivých teorií optimální kapitálová struktura v jednotlivých letech vypadat.

**Tabulka 25: Absolutní, relativní podíl cizího a vlastního kapitálu společnosti
v období 2006 - 2011**

Rok	CK		VK	
	Podíl v %	Absolutní vyjádření v tis. Kč	Podíl v %	Absolutní vyjádření v tis. Kč
2006	0%	0	100%	42 857
2007	0%	0	100%	43 904
2008	49%	23 820	51%	39 122
2009	46%	23 985	54%	36 762
2010	43%	22 260	57%	37 788
2011	40%	15 164	60%	38 446

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

4.1.1 Teorie M&M

Jak bylo zmíněno v teoretické části, teorie M&M je závislá na splnění určitých předpokladů, které nelze dost dobře v reálném prostředí společnosti AGROPA a.s. naplnit. Dle této teorie by společnost AGROPA a.s. měla být financována pouze akciemi a obligacemi obchodovatelnými na dokonale kapitálových trzích. Tato teorie tudíž není vhodná pro určení optimální kapitálové struktury této společnosti.

4.1.2 Klasická (tradiční) teorie

Při aplikaci klasické teorie je důležitá identifikace nákladů vlastního a cizího kapitálu. Jedná se zde pouze o hrubý odhad, nicméně i tak má tento odhad určitý smysl a lze ho provést.

- a) Náklady vlastního kapitálu pomocí stovebnicové metody INFA:

Tabulka 26: Náklady vlastního kapitálu společnosti AGROPA a.s.

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
náklady VK	11,07%	12,84%	20,75%	20,95%	18,1%	13,51%	12,95%	13,73%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

- b) Náklady dluhu vypočtené dle skutečně placených úroků společnosti
v období 2006 – 2011

Tabulka 27: Náklady dluhu společnosti AGROPA a.s.

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
náklady CK	0%	0%	1,65%	3,96%	3,96%	3,75%	5,56%	3,65

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

- c) Porovnání celkového zadlužení s průměrnými váženými náklady za období 2006 - 2011

Tabulka 28: Porovnání WACC a celkového zadlužení společnosti AGROPA a.s.

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
CK	0%	0%	49%	49%	46%	43%	40%	40%
WACC	11,07%	12,84%	13,65%	14,35%	12,52%	9,89%	10,86%	10,88%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Aktuální hodnota průměrných nákladů na kapitál v roce 2011 činí 10,86%, což je o 1,88% více než v oborovém průměru (oborový průměr se pohybuje okolo hodnoty 8,98%). Společnost v tomto roce využívá také méně cizích zdrojů z celkového kapitálu (40%), což je druhé nejnižší využití cizích zdrojů ve sledovaném období 2006 – 2011. Při nulovém zatížení cizími zdroji (rok 2006 a 2007) uvádí tabulka č. 28 vyšší průměrné náklady a rovněž v případě vyššího zadlužení (nad 46%) vážené průměrné náklady rostou. Z celkového výpočtu jasně vyplývá optimální zadlužení 43% při vážených průměrných nákladech 9,89% .

4.1.3 Kompromisní teorie

Pro výpočet je zvolen následující postup:

1. Stanovení výše celkového kapitálu (CK + VK).
2. Výpočet velikosti úroků pro jednotlivá období a určení úrokového daňového štítu.
3. Určení procenta nákladů při pravděpodobném úpadku společnosti a výpočet pravděpodobného nákladu finanční tísně.
4. Porovnání, od jakého zadlužení jsou náklady finanční tísně vyšší než velikost úrokového daňového štítu.

V praktické aplikaci tato teorie naráží na problematiku určení nákladů finanční tísně. Ve společnosti AGROPA a.s. nelze akcie tržně ohodnotit, nebo určit jejich podhodnocení či různé náklady vyplývající z konfliktů zájmu, proto byla v práci použita hodnota z konkurzní podstaty, ve formě nákladů úpadku. Dle studie Světové banky z roku 2003³⁸ se uvádí náklady úpadku v ČR ve výši 35% - 37% z hodnoty konkurzní podstaty. V současné době podle insolvenčního zákona č. 182/2006 Sb. a po odborné konzultaci s insolvenčními správci se náklady úpadku výrazně změnily (rozdílá

³⁸ Valach (2011, s. 304). Ekonom č. 16, 2004

odměna správci, limit nákladů zajištěných pohledávek atd.). Proto byla po důkladném zvážení výše nákladů finanční tísně z původních 35% - 37% upravena na 23%. Pro výpočty nákladů úpadku bude tedy v diplomové práci použita doporučená hodnota 23% z hodnoty konkurzní podstaty.

Pro výpočet úrokového daňového štítu byly použity data z účetní rozvahy společnosti AGROPA a.s., která jsou v příloze B a aktuální daňové sazby pro příslušné daňové období.

Tabulka 29: Výpočet úrokového daňového štítu v období 2006 - 2011

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Celkem vypl. úrok	0	0	497	1179	1188	1030	1041	682
Akt.sazba daně	0,24	0,24	0,21	0,21	0,2	0,19	0,19	0,19
Úrok. daňový štít	0	0	104,37	247,59	237,6	195,7	197,79	129,58

Zdroj: Vlastní zpracování, dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Tabulka 30: Výpočet nákladů finanční tísně v období 2006 – 2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CK úročený v tis. Kč	0	0	23 820	23 985	22 260	15 164
Vlastní kapitál v tis. Kč	42 857	43 904	39 122	36 762	37 788	38 446
Celkový úročený kapitál	42 857	43 904	62 942	60 747	60 048	53 610
Náklady finanční tísně	9 857	10 098	14 477	13 972	13 811	12 330

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Tabulka 31: Porovnání úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Úrok. daňový štít	0	0	104	264	238	196	198	130
Náklady finanční tísně	9 857	10 098	14 477	14 477	13 972	13 811	12 330	12 330
Rozdíl	- 9 857	- 10 098	- 14 373	-14 373	- 13 734	- 13 615	- 12 132	-12 200

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Z uvedených výpočtů je patrné převýšení nákladů finanční tísně po celé sledované období 2006 – 2011. Nejmenší náklady finanční tísně jsou v letech 2006 a 2007, což je logické, neboť společnost neměla žádné cizí zdroje. Se zapojením cizích zdrojů pak vychází pro společnost nejlépe rok 2011, kdy použila 40% cizích zdrojů. Ač tento rozdíl stále převyšuje daňový štít, je z uvedených výpočtů nejmenší. Z kompromisní teorie vyplývá doporučení společnosti ještě více se zadlužit, aby tak mohla zvýšit úrokový daňový štít.

Při rozhodování se však musí přihlídnout také ke složení aktiv a výši zisku. Společnost AGROPA a.s. vykazuje v rozvaze 2011 dlouhodobý hmotný majetek ve výši 37 463 tis. Kč a zisk ve výši 2 582 tis. Kč. Vzhledem k výši hmotného majetku není případné další zadlužení riskantní. Na druhou stranu však výše zisku za rok 2011 není příliš velká (rovněž tak v předcházejícím období), a z toho důvodu by se společnost neměla příliš zadlužovat. Jako optimální se tedy jeví zadlužení v roce 2011, kde má společnost půjčeno 40% cizích zdrojů. V případě, že by podnik v budoucnu plánoval realizaci nové investice, byla by vhodná varianta s použitím cizích zdrojů do 43% (přibližně 22 260 tis. Kč). Podnik se nezadluží příliš a současně je společnosti umožněno realizovat případný nový investiční záměr, který by mohl pro podnik generovat vyšší zisk.

4.1.4 Teorie hierarchického pořádku

Tato teorie, jak bylo zmíněno již na začátku, odráží praktické chování podniků. Určením optimální struktury jednotlivých druhů podnikového kapitálu v rámci cizích zdrojů je třeba dát zapravdu této teorii a preferovat interní zdroje před dodatečnými vlastnickými vklady. V ČR se dluhové financování týká především bankovních úvěrů, kde na rozdíl od obligací nefiguruje žádné emisní náklady.

Společnost AGROPA a.s. se v podstatě touto teorií řídí. Financování uskutečňuje primárně z interních zdrojů, jak potvrzuje průzkum ve společnosti a také složení kapitálové struktury. Cizí zdroje společnost využívá k pokrytí investičních záměrů, na které interní zdroje nestačí. U cizích zdrojů společnost preferuje spolupráci s jednou bankou, která je ochotna v rámci vzájemné a dlouhodobé spolupráce poskytnout dlouhodobé úvěry.

4.1.5 Teorie 4 dimenzí Brealeyho a Myerse

Aplikace teorie Brealeyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury zkoumá vývoj zisku, rizikovost, strukturu aktiv a volné finanční příležitosti. V určení těchto veličin nebývá problém. Jelikož společnost AGROPA a.s. nepatří mezi velké podniky, nemusí se tato teorie doplňovat o hledisko politické.

Při určení optimální kapitálové struktury dle této teorie je nutné respektovat čtyři dimenze:

- Daně – tato teorie říká, že daně vedou k úrokovému daňovému štítu, ale jen za předpokladu, že podnik bude tvořit zisk. Pokud by však podnik nemohl využít

úrokový daňový štít (netvořil by zisk), neměl by se zadlužovat. Společnost AGROPA a.s. tvoří zisk v celém sledovaném období 2006 - 2011. Nejvyšší využití úrokového daňového štítu je v roce 2009 a v roce 2008 při 4,95% úroku, jak je vidět v tabulce č. 29.

- Riziko – logicky vyplývá nejnižší riziko v období, kdy společnost nevyužívala cizí zdroje a k financování používala pouze vlastní kapitál (jedná se o období 2006 – 2007). Naopak nejrizikovější období bylo v roce 2008, kdy společnost využívala 49% cizího kapitálu.
- Typ daně – společnost AGROPA a.s. disponuje pouze hmotným majetkem a spíše méně likvidním. I přesto se jeví pro podnik žádoucí využití cizích zdrojů k financování.
- Finanční volnost – nejideálněji pro společnost vychází dluhové zatížení 46% cizích zdrojů v případě, že podniku pomohou zajistit dostatečné finanční prostředky pro nový investiční záměr.

4.1.6 *Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových*

Při aplikaci teorie Neumaierové – Neumaier je problematické určení funkce $g(x)$, tedy funkce závislosti výše úroků na výši zadlužení (poměr vlastního kapitálu na celková aktiva). Proto bude použita funkce k/x , kde konstanta k , je vypočtena z konkrétních placených úroků společností (Neumaierová a Neumaier, 1996, s. 59).

$$y' = x^2 \quad g'(x) - b - (x \cdot g'(x) - g(x)) \cdot (1-d)$$

x je hledaná neznámá = vlastní kapitál/celková aktiva

$$b = \text{EBIT}/\text{aktiva} = 2\,524/63\,573 = 0,0397$$

$$d = \text{neúročené závazky}/\text{aktiva} = 9\,956/63\,573 = 0,1566$$

$g(x) = k/x$. Zjištění k : závislost výše úroků na výši zadlužení: předpoklad pro 40% zadlužení s poměrem úroků a úročených závazků 6,86%.

$$0,0686 = k/0,4; \quad k = 0,02744$$

$$g(x) = 0,02744/x$$

$$g'(x) = -0,02744/x^2$$

$$y' = x^2 \cdot g'(x) - b - (x \cdot g'(x) - g(x)) \cdot (1 - d)$$

$$0 = (x^2 \cdot (-0,02744/x^2) - 0,0397 - (x \cdot (-0,02744/x^2) - 0,02744/x) \cdot (1 - 0,1566))$$

$$-0,041 - 0,02313192/x = 0$$

$$x = 0,5642$$

Výsledek znamená **zadlužení ve výši 43,58%**.

Tabulka 32: Výpočet míry zadlužení dle teorie Neumaierových

	2006	2007	2008	2008	2009	2010	2011	2011
Cizí zdroje v %	49%	49%	49%	49%	46%	43%	40%	40%
r_d	0,04	0,04	0,0209	0,0495	0,0495	0,0463	0,0450	0,0686
b	0,036844	0,036844	0,009383	0,018295	0,020313	0,034761	0,034055	0,039702
d	0,166790	0,321323	0,177288	0,177288	0,112768	0,099697	0,156607	0,156607
k	0,0196	0,0196	0,010241	0,024255	0,02277	0,019909	0,018	0,02744
Zadlužení v %	42,13%	56,51%	14,13%	6,20%	6,22%	34,43%	41,67%	31,06%

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních dat společnosti AGROPA a.s.

Pro porovnání výše poměru úroků a úročených závazků je r_d pro rok 2008 doplněn o hodnotu 4,95%. Je tedy počítáno s původní hodnotou 2,09% dle účetních výkazů, která ale plně neodpovídá procentu poskytnutého úvěru za celý rok, i když byla částka 2,09% vypočítána ze skutečně odečtených úroků. Proto je k výpočtu pro porovnání použita i částka 4,95% vycházející z reálné roční úrokové sazby.

Dle výpočtů vychází pro období 2007 a 2011 doporučení k vyššímu zadlužení. Naopak v roce 2008 a 2009 by měla mít společnost cizí zdroje nižší, než skutečně čerpala, neboť doporučené procento zadlužení vychází poměrně nízké v porovnání s ostatním obdobím. Jak je patrné z výkazu zisku a ztrát, důvodem je velmi nízký výsledek hospodaření.

Srovnáním roku 2006 a 2007, kde bylo dáno stejné úrokové zatížení, je zajímavé, nakolik je procento optimalizace ovlivněno výší zisku, neboť v roce 2006 byl zisk o 795 tis. Kč nižší a také tomu odpovídá výpočet nižšího optimálního zadlužení oproti roku 2007. Z hlediska optimalizace by měla být uvažovaná investice použita až v roce 2007, nikoli v roce 2006.

4.2 Shrnutí a závěr teorií

Z pohledu určení optimální kapitálové struktury vybraného podniku je teorie M&M a teorie hierarchického pořádku nevhodná. I když nám teorie hierarchického pořádku přímo nestanovuje optimální dluhový poměr, vyplývá z ní doporučení ohledně postupu způsobu financování. Teorie M&M se považuje za překonanou.

Dle zjištěných hodnot z předchozí kapitoly **výpočtu vážených průměrných nákladů kapitálu, které vycházejí z klasické teorie** lze konstatovat, která varianta vychází pro společnost na základě minimálních vážených průměrných nákladů nejvýhodněji. Zároveň je důležité neopomenout rozdílný výpočet z roku 2008 dle procenta úrokové sazby, neboť úvěr v tomto roce byl poskytnut koncem roku 2008, a to v prosinci. Údaj

zde slouží jako srovnání, pro případ, že úroková sazba by byla nebo by mohla být vyšší. Také je patrné, že hodnota zjištěná ze současného rozdělení zdrojů (rok 2011), je hodnotou druhou nejnižší. Rok 2011 byl rovněž upraven o úrokovou sazbu očištěnou od zatížení sankcí za předčasné splacení úvěru, kterou společnost v tomto roce zaplatila, a to rovněž z důvodu lepší srovnatelnosti změn v úrokových sazbách. Zde ale takový rozdíl ve vážených průměrných nákladech není. Naopak nejvyšší procento vážených průměrných nákladů vykazuje rok 2008 (49% zatížení cizími zdroji při 2,09% roční úrokové sazbě). Jak bylo shrnuto v kapitole 3.7, jedná se zde o zvyšující se požadavky vlastníků i věřitelů, neboť začínají pociťovat finanční riziko, že podnik nemusí být schopen platit úroky.

Podle zjištěných hodnot lze doporučit **variantu poměru 57% vlastních zdrojů a 43% cizích zdrojů**, za předpokladu neměnné úrokové sazby z cizího kapitálu, která v tomto poměru činí 4,63%, respektive 3,75% s přihlédnutím na úrokový daňový štít. Pokud se společnost rozhodne k vyššímu poměru cizích zdrojů, měla by produkovat také vyšší zisk, neboť teprve pak by bylo možno využít efektu levnějších dodatečných cizích zdrojů, tedy kladného efektu finanční páky.

Na výši použití cizích zdrojů má ve společnosti rovněž vliv nestabilita vývoje tržeb. Jak ukazuje **výpočet bodu indiference** se skutečně generovaným ziskem společnosti v tabulce č. 20, neměla by společnost překračovat poměr 40% cizích zdrojů, pokud zároveň nezvýší objem tržeb a nepřekročí zisk vypočtený jako bod indiference v obrázku č. 27. Důvodem je příliš nestabilní a nízký zisk (zde se počítá rovněž s EBIT). Pro společnost by proto mělo být výhodnější hospodaření s vlastními zdroji. V porovnání s možností zadlužení pak vychází jako neoptimálnější varianta s použitím **40 až 43% cizích zdrojů**.

Kompromisní teorie doporučuje větší zadluženost, a to z pohledu rozdílu mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně, tj. **49% použití cizích zdrojů**, kde společnost nejvíce čerpá úrokový daňový štít. Přihlédnout se však musí ke složení aktiv a výši zisku. Z uvedených možností zadlužení by bylo vhodnější a také optimálnější použití pouze **40% cizích zdrojů**.

Teorie Brealeyho a Myerse analyzuje kapitálovou strukturu ze čtyř pohledů. Z pohledu daní je optimální zadlužení 49%, kde společnost nejvíce využije úrokový daňový štít. Z hlediska rizika by bylo nejideálnější využití pouze vlastního kapitálu. Zde by však

společnost nemusela disponovat potřebným kapitálem. Jako přiměřeně rizikové se jeví 40% zadlužení. Z hlediska aktiv se teorie přiklání také spíše k 40% cizích zdrojů, neboť společnost má sice v převážné míře hmotný majetek, ale z velké části méně likvidní. Z pohledu finanční volnosti je nejideálnější 46% zadlužení společnosti, které zaručí dostatečný kapitál pro případné nové investice. Po shrnutí všech 4 předchozích bodů a na základě toho, že AGROPA a.s. je společnost, která platí daně, má relativně vyšší riziko podnikání (podle České kapitálové informační agentury ČEKIA, která řadí dopravu k nejrizikovějším v České republice)³⁹ a vlastní převážně dlouhodobá, ale méně likvidní aktiva, je zřejmé, že by se společnost měla relativně méně zadlužovat. Z těchto pohledů je doporučení **použití cizích zdrojů do 40%** ideální.

Podle *teorie Neumaierové - Neumaier* záleží ve výpočtech na velikosti EBIT a závislosti výše úroků na výši zadlužení. Dle předpokladů by se realizovaná investice z roku 2008, která společnost AGROPA a.s. nejvíce zatížila cizími zdroji, měla v následujících letech více podílet na zvýšení EBIT, a tím by pro společnost navrhované zadlužení nebylo tak vysoké. Z výpočtů v tabulce č. 32 vyplývá doporučení pro **poměr 40% cizích zdrojů a 60% vlastních zdrojů**, tak jak je uvedeno a počítáno v roce 2011.

Současné zadlužení firmy (rok 2012) se pohybuje kolem 37%. Společnost má značně nestabilní vývoj zisku a relativně vyšší riziko v podobě méně likvidního dlouhodobého majetku. Tyto důvody spíše vedou k nižšímu zadlužování. Financování z vlastního kapitálu je však na druhé straně pro společnost dosti drahé. **Z tohoto důvodu nejlépe vychází dluhový poměr v rozmezí 40 – 43%, tj. poměr vypočtený na základě průměrných nákladů kapitálu a modelu teorie manželů Neumaierových.** Z výpočtů teorie optimalizace by podnik mohl čerpat 40% cizích zdrojů, ale neměl by překračovat dluhový poměr 43%. Navrhovaná zadluženost ve výši 43% v porovnání se zadlužeností podniků v ČR dle obrázku č. 19 na straně 51, jak uvádí Podškubka a Koňák (2011) v analýze vývoje zadluženosti českých podniků za období 2006 – 2009, není nikterak velká. Tato varianta je však podmíněna efektivním umístěním zdrojů v podnikatelské činnosti společnosti. Investiční příležitostí by mohla být pro společnost AGROPA a.s. investice do již zmiňované fotovoltaické elektrárny. Vlivem této nové investice by společnost mohla snížit své náklady na spotřebovanou energii, a tak podpořit zvýšení

³⁹ ČEKIA: Podnikání v dopravě patří k nejrizikovějšímu v ČR [online]. Česká kapitálová informační agentura, 2011. [cit. 2012-08-24]. Dostupné z: <http://www.cekia.cz/cz/tiskove-zpravy/206-tz110126>.

výsledku hospodaření. V případě rozhodnutí společnosti o čerpání cizích zdrojů se nabízí možnost financování pomocí bankovního úvěru, nejlépe u banky, se kterou společnost dlouhodobě spolupracuje, nebo též využití vložení prostředků investorů či akcionářů.

V praktické části bylo potvrzeno, že optimalizace ve výše uvedených teoriích se hodí spíše pro relativně ziskové, prosperující podniky. Jedná se o operace do jisté míry zbytné, proto jsou také značně zanedbávány, což potvrzuje průzkum, který uvádí Hrdý, Horová a kol. (2008). Zjištění optimální struktury však na druhé straně může přispět k lepší prosperitě podniku a proto je dobré se jím zabývat.

Pro malé či střední podniky, které nejsou kapitálově silné, lze doporučit využití teorie hierarchického pořádku.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo provést optimalizaci kapitálové struktury ve společnosti AGROPA a.s. a navrhnout doporučení pro optimální kapitálovou strukturu z hlediska využití zdrojů financování. Zde bylo důležité rozhodnutí, jaký poměr vlastního a cizího kapitálu zvolit za optimální pro danou společnost, neboť jeden z problémů optimalizace je právě v rozhodování, zda se zaměřit na maximalizaci rentability vlastního kapitálu nebo udržování likvidity a dlouhodobé stability.

Teoretická část diplomové práce byla zaměřena na definování kapitálové struktury a jejích determinantů, které ji ovlivňují. Dále byly objasněny některé teoretické poznatky k optimalizaci kapitálové struktury dle různých teorií.

Praktická část diplomové práce se skládá ze tří částí. V první části byl charakterizován vybraný podnik v období 2006 – 2011 a byly zde vypočteny základní finanční ukazatele sloužící k vytvoření stručné analýzy současných a minulých výsledků společnosti. V druhé části byla podrobně provedena analýza kapitálové struktury podniku a byly vypočteny náklady jednotlivých druhů kapitálu. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny pomocí již zmiňované metody INFA a náklady na cizí kapitál vycházely z reálného úročení cizích zdrojů společnosti, která v období 2008 – 2011 čerpala dlouhodobý bankovní úvěr. Třetí část diplomové práce zkoumala různý poměr zadlužení a ten pak prověřovala ve společnosti AGROPA a.s. Jednotlivé poměrové varianty zadlužení byly porovnány dle jednotlivých teorií, které byly uvedeny v teoretické části. Práce se zabývala především teorií klasickou, která vychází z vážených průměrných nákladů a teorií manželů Neumaierových, opírající se o bod maximální rentability vlastního kapitálu.

Závěrečná část diplomové práce obsahuje návrh optimální kapitálové struktury společnosti s přihlédnutím k její současné strategii. Z výše uvedeného shrnutí jednotlivých teorií vyplývá optimální dluhový poměr v rozmezí 40 – 43%, vypočtený na základě vážených průměrných nákladů kapitálu a modelu teorie manželů Neumaierových.

Posouzení správnosti navrhovaného optimálního poměru bude možno ve společnosti AGROPA a.s. posoudit až v následném období, rovněž tak i potvrzení predikce růstu tržeb s možností využití kladné finanční páky. V současné době však společnosti není doporučeno další zadlužování, i když podle oborového standardu, kde se zadluženost

podle analýzy Podškubky a Koňáka (2011) pohybuje kolem 60%, by mohla být zadluženost vyšší. Navrhovaná optimální kapitálová struktura však zohledňuje možnost již zmíněných determinantů, ovlivňujících výši tohoto poměru.

Závěrem lze konstatovat, že společnost sice provádí aktivní optimalizaci své kapitálové struktury, kdy zvažuje náklady kapitálu v případě nové investice, ale nevěnuje pozornost dlouhodobé optimalizaci, což také potvrzují výpočty v praktické části diplomové práce. Podle způsobu využívání externích zdrojů se spíše přiklání v oblasti struktury kapitálu k teorii hierarchického pořádku. Tento fakt uvádějí v průzkumu i Horová, Hrdý (2008), kde potvrzují, že pouze 20% firem optimalizují svoji kapitálovou strukturu z dlouhodobějšího hlediska.

Pokud podniky provádějí optimalizaci své kapitálové struktury, vystačí si především s teorií hierarchického pořádku, popřípadě se budou snažit o stanovení dluhového poměru v průměrných nákladech kapitálu, což je klasická teorie. Hrdý (2011) ve svém článku potvrzuje analýzu, která prokázala, že stanovení jednoznačného správného postupu s dosažením cílové hodnoty optimálního zadlužení není možné. Zejména proto, že nelze jednoznačně doporučit aktivní či pasivní přístup k vlastní optimalizaci, nebo rozhodnutí o preferenci teorií hierarchického pořádku či klasické teorie vycházející z průměrných nákladů kapitálu. Zjedné strany je sice obtížné vypořádat se s aplikačními problémy při výpočtech nákladů kapitálu, ale na straně druhé existuje doporučený postup s příslušnými alternativami, kterými je možné zefektivnit způsob optimalizace a přiblížit se tak k optimálnímu poměru maximalizujícímu tržní hodnotu firmy.

PŘEHLED TABULEK A OBRÁZKŮ

Tabulka 1: Bezriziková sazba (v %)	22
Tabulka 2: Vývojové trendy společnosti AGROPA a.s. za období 2006 – 2011	44
Tabulka 3: Výpočet ukazatelů rentability společnosti AGROPA a.s.	47
Tabulka 4: Úroková sazba dle ČNB za období 2006 - 2011	48
Tabulka 5: Porovnání ROE s oborovými průměry za rok 2011	48
Tabulka 6: Porovnání ROA s oborovými průměry v roce 2011	49
Tabulka 7: Výpočet likvidity	50
Tabulka 8: Porovnání likvidity s podniky v oboru v roce 2011	50
Tabulka 9: Ukazatel zadluženosti společnosti AGROPA a.s.	51
Tabulka 10: Výpočet překapitalizace a podkapitalizace společnosti AGROPA a.s.	52
Tabulka 11: Vyplacené dividendy (v tis. Kč)	55
Tabulka 12: Zlaté bilanční pravidlo financování (v tis. Kč)	58
Tabulka 13: Zlaté bilanční pravidlo vyrovnaní rizika (v tis. Kč)	58
Tabulka 14: Zlaté bilanční pari pravidlo (v tis. Kč)	58
Tabulka 15: Výpočet nákladů cizího kapitálu 2006 - 2011 (v tis. Kč)	60
Tabulka 16: Úrokové krytí společnosti AGROPA a.s. v období 2006 – 2011	62
Tabulka 17: Výpočet r_{FINSTAB} v období 2006 – 2011 (v %)	62
Tabulka 18: Výpočet ukazatele r_e pro období 2006 – 2009	63
Tabulka 19: Výpočet ukazatele r_e - nová metoda INFA pro rok 2010 - 2011	63
Tabulka 20: Bod indiference a ROE_n ve sledovaném období 2006 – 2011	65
Tabulka 21: Srovnání EBIT_n a EBIT z výsledku hospodaření v období 2006 – 2011	66
Tabulka 22: Výpočet WACC za období 2006 - 2009	67
Tabulka 23: Výpočet WACC za období 2010 - 2011	67
Tabulka 24: Souhrn WACC společnosti AGROPA a.s. 2006 - 2011	68
Tabulka 25: Absolutní, relativní podíl cizího a vlastního kapitálu společnosti	72
Tabulka 26: Náklady vlastního kapitálu společnosti AGROPA a.s.	72
Tabulka 27: Náklady dluhu společnosti AGROPA a.s.	72
Tabulka 28: Porovnání WACC a celkového zadlužení společnosti AGROPA a.s.	73
Tabulka 29: Výpočet úrokového daňového štítu v období 2006 - 2011	74
Tabulka 30: Výpočet nákladů finanční tísně v období 2006 – 2011 (v tis. Kč)	74
Tabulka 31: Porovnání úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně	74
Tabulka 32: Výpočet míry zadlužení dle teorie Neumaierových	77
Obrázek 1: Rozdělení vlastního kapitálu obchodní společnosti	11
Obrázek 2: Rozdělení cizího kapitálu společnosti	12
Obrázek 3: Základní struktura majetku a zdrojů jeho financování	14
Obrázek 4: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla	15
Obrázek 5: Kapitálová struktura v ČR dle vybraného odvětví za rok 2011	17
Obrázek 6: Struktura cizích zdrojů dle vybraného odvětví v ČR za rok 2011 (v %)	18
Obrázek 7: Kapitálová struktura vybraných zemí EU (v %)	18
Obrázek 8: Vztah rizika a výnosnosti u vlastního kapitálu	20
Obrázek 9: Vliv působení finanční páky	27

Obrázek 10: Vztah mezi ziskem firmy po zdanění a její kapitálovou strukturou	30
Obrázek 11: „U“ křivka průměrných nákladů na kapitál	35
Obrázek 12: Organizační struktura společnosti AGROPA a.s.	42
Obrázek 13: Analýza dlouhodobých vývojových trendů společnosti AGROPA a.s.	44
Obrázek 14: Grafické zobrazení ziskovosti společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč).....	46
Obrázek 15: Vývoj struktury nákladových druhů společnosti AGROPA a.s.	46
Obrázek 16: Vývoj nákladů na prodané zboží společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč)	47
Obrázek 17: Grafické srovnání ROE podniku a odvětví 2006 – 2011 (v %).....	48
Obrázek 18: Srovnání ROA podniku a odvětví 2006 – 2011 (v %).....	49
Obrázek 19: Porovnání celkové zadluženosti společnosti AGROPA a.s. s odvětvím	51
Obrázek 20: Struktura cizích zdrojů společnosti AGROPA a.s.	53
Obrázek 21: Struktura dlouhodobých závazků společnosti AGROPA a.s.	53
Obrázek 22: Struktura vlastních zdrojů společnosti AGROPA a.s.	54
Obrázek 23: Poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti AGROPA a.s.	56
Obrázek 24: Celková zadluženost společnosti AGROPA a.s. (v %)	57
Obrázek 25: Struktura ČPK společnosti AGROPA a.s. (v tis. Kč).....	59
Obrázek 26: Srovnání nákladů VK společnosti s odvětvím v roce 2011 (v %).....	64
Obrázek 27: Bod indiference společnosti AGROPA a.s. v roce 2011	65
Obrázek 28: Příklady konkrétní kvantifikace WACC v českých podnicích (v %).....	68
Obrázek 29: Vývoj nákladů kapitálu ve vztahu k zadluženosti	69

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

A	Aktiva
a. s.	Akciová společnost
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ČEKIA	Česká kapitálová informační agentura
CK	Cizí kapitál v Kč
CNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
CZ	Čistý zisk
D	Dluh
FP	Finanční páka
S_{db}	Daňový koeficient (daňová sazba ze zisku v % / 100)
EAT	Earnings After Tax – zisk po zdanění
EBIT	Earnings Before Interest and Tax, Zisk před úhradou nákladových úroků a daní
EBT	Earnings Before Tax (zisk před zdaněním)
EPS	Tržní hodnota akcií
i	Úroková sazba
INFA	Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů
K	Celkový kapitál v Kč
L3	Ukazatel běžné likvidity
M&M	Modigliani a Miller
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
NACE	Klasifikace ekonomických činností
\bar{N}	Průměrné náklady

N_d	Náklady dluhu bez zohlednění daně
OA	Oběžná aktiva
PRIBOR	Fixní úrok na mezinárodním trhu depozit
r_d	Náklady dluhu v %
r_e	Náklady vlastního kapitálu
$r_{FINSTAB}$	Riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{FINSTRU}$	Riziková přírážka za finanční strukturu
r_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
ROA	Return On Assets (ukazatel rentability celkových vložených aktiv)
ROE	Return on common Equity (ukazatel rentability vlastního kapitálu)
ROS	Ukazatel rentability tržeb
RP	Riziková prémie
r_{POD}	Riziková přírážka za podnikatelské riziko
SA	Stálá aktiva
U	Úrok
UM	Úroková míra
ÚZ	Úplatné zdroje
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
Z	Zisk
ZI	Ziskové podniky
WACC	Weighted Average Costs of Capital - Průměrné náklady podnikového kapitálu

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BAUER, Petr. Determinant of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Finance a úvěr*. 2004, 54 (1-2), 2-21.

BIERMAN, Harold Jr. *Capital Structure Decision*. 1. vydání. Norwell: Kluwer Academic Publishers, 2002. ISBN 1-4020-7299-6.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Steward C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press. 1992. ISBN 80-7226-189-4.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Steward C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press. 2000. ISBN 80-7226-189-4.

ZIKMUND, Martin. *Když se řekne WACC aneb kolik musíme nejméně vydělat*. [online], Praha: Nitana s.r.o., 2000. [cit. 2012-08-24], Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/kdyz-se-rekne-wacc-aneb-kolik-musite-nejmene-vydelat>.

CNB (2011): Pribor. [online], [cit. 2012-08-24], Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne.jsp?year=2011&show=Spustit+sestavu.

DOLÁK, Pavel. *Rébus volby kapitálové struktury podniku - kde se střetává teorie s praxí?* Praha. disertační práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská. 2009. [online], [cit. 2012-08-24], Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/show_evskp-php?evskp_id=1887.

DURAND, David. *Cost of Debt and Equity Funds for Business: trends and Problems of Measurement*. In: *Conference on Research in Business Finance*. New York, National Bureau of Economic Research. 1952. s. 215-247.

HOROVÁ, Michaela; HRDÝ, Milan. Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR. *Ekonomie a Management*, 2007, č 4, s. 80-86.

HRDÝ, Milan. Optimalizace financí struktury konkrétního podniku. 3. část. *Účetnictví*. 2000, č 5, s. 49-50. ISSN 0139-5661.

HRDÝ, Milan. Optimalizace finanční struktury podniku se zaměřením na malé a střední podniky. *Profit*. 2001, č 22, speciál, s. 9-15. ISSN 1212-3498.

HRDÝ, Milan. *Teoretické a aplikační problémy optimalizace kapitálové struktury podniku*. Nové trendy - Nové nápady. 2010. Znojmo: SVŠE , s. 70-80.

HRDÝ, Milan. *Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná?* [online], 2011 [cit. 2012-09-02], Dostupné z:

http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=310&Itemid=29.

HRDÝ, Milan; HOROVÁ, Michaela. aj. *Komplexní řešení teoretických a aplikačních problémů financování malých a středních podniků v České republice*. Plzeň: Západočeská univerzita . 2008. ISBN 978-80-7043-746-9.

HRDÝ, Milan; STROUHAL, Jiří. *Finanční řízení*. Praha: Wolters Kluwer. 2010. ISBN 978-80-7357-580-9.

HRDÝ, Milan; HOROVÁ, Michaela. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. 2. rozšíř. vyd. Praha: BILANCE, spol. s r.o. 2011. ISBN 978-80-86371-55-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: Wolters Kluwer. 2010. ISBN 978-80-7357-580-9.

KŘIVSKÁ, Romana. *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace*. Praha. Disertační práce. [online], 2009. Vysoká škola ekonomická. [cit. 2012-09-02]

Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/show_evskp.php?evskp_id=27976

LANDA, Milan. *Jak číst finanční výkazy*. Brno: Computer Press, a.s. 2008. ISBN 978-80-251-1994-5.

LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, a.s. 1999. ISBN 80-7169-504-1.

MARŠÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, s.r.o. 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

MOLIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958, roč. 48, č. 3, s. 261-297

MOLIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. 1963, roč. 53, č. 3, s. 433-443.

- MPO (2012): [online], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-09-02], Dostupné z: <http://www.mpo.cz>.
- MPO (2011): *Finanční analýza podnikové sféry za první pololetí 2011*. [online], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-09-02], Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>.
- MPO (2009): *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009*. [online], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-09-02], Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>.
- MPO (2008): *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2008*. [online], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-09-02], Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument66391.html>.
- MPO (2006): *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2006*. [online], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-09-02], Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument19321.html>.
- MPO (2006 - 2011): Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. [online], Praha, ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, [cit. 2012-10-07], Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>.
- MRKVIČKA, Josef; STROUHAL, Jiří. *Manažerské finance*. Praha: Institut certifikace účetních, a.s. 2009. ISBN 978-80-86716-62-6.
- MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investor Do not Have. *Journal of Financial Economics*. 1984, roč. 13, č. 2, s. 187 - 221.
- NEUMAIEROVÁ, Inka. *Rízení hodnoty podniku: nedělejme z podniku záhadu*. Praha: Profess Consulting. 2005. ISBN 978-80-7259-022-3.
- NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan. Úvaha o optimální zadluženosti. *Finance a úvěr*. 1996, č 1, s. 51-61.
- NÝVLTOVÁ, Romana; MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku: Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing. a.s. 2010. ISBN 978-80-247-3158-2.

PODŠKUBKA, Tomáš; KOŇÁK, Petr. *Analýza vývoje zadluženosti českých podniků za období 2006 - 2009* [online]. 2011. Praha: TPA Horwath. [cit. 2012-10-07], Dostupné z: http://www.tpahorwath.cz/upload/files/PDF/Analýza_vyvoje_zadluzenosti_Financni_rizeni_5_2011.pdf.

ŠEDIVÁ, Pavla. *Finanční analýza podniku AGROPA a.s.* Plzeň. Bakalářská práce. 2010. Západočeská univerzita, katedra financí a účetnictví.

ŠIMAN, J. *Úvod do podnikových financí.* Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s. 2005. ISBN 80-86754-49-9.

ŠIMAN, Josef; PETERA, Petr. *Financování podnikatelských subjektů: Teorie pro praxi.* Praha: C.H.Beck. 2010. ISBN 978-80-7400-117-8.

Státní dluhopisy, (2011). [online], Praha, Ministerstvo financí České republiky, [cit. 2012-08-25], Dostupné z:

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_legislativa_60549.html.

ŠULÁK, Milan; VACÍK, Emil. *Měření výkonnosti firem.* Praha: Eko Press. 2008. ISBN 80-86754-33-2.

SYNEK, Miloslav a kol. *Manažerská ekonomika. 5. aktualizované a doplněné vydání.* Praha: Grada Publishing, a.s. 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.

VACÍK, Emil. Jak hledat optimální strukturu kapitálu? *Moderní řízení.* 2004, č 4, s. 62-63. ISSN 0026-8720.

VACÍK, Emil. Kapitálová struktura společnosti. *Moderní řízení.* 2004, č 4, s. 59-61. ISSN 0026-8720.

VACÍK, Emil. Výhody a nevýhody při financování cizím kapitálem. *Moderní řízení.* 2004, č 4, s. 61-62. ISSN 0026-8720.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. přepracované vydání.* Praha: Ekopress. 2005. ISBN 80-86929-01-09.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přepracované a rozšířené vydání.* 2010. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-71-2.

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha A: Výkaz zisku a ztrát společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

Příloha B: Rozvaha společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

Příloha C: Cash flow společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

Příloha D: Podklad pro grafické vyjádření ziskovosti 2006 – 2011

Příloha E: Podklad pro grafické vyjádření nákladovosti 2006 – 2011

Příloha F: Podklad pro grafické vyjádření ČPK 2006 – 2011

Příloha G: Podklad pro porovnání bilančních pravidel 2006 – 2011

Příloha A: Výkaz zisku a ztrát společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY v tis. Kč

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
I.	Tržby z prodeje zboží	77 749	76 044	67 943	52 843	47 343	55 699
A.	Náklady na prodané zboží	69 285	67 174	59 096	48 379	42 407	48 915
+	Obchodní marže	8 464	8 870	8 847	4 464	4 936	6 784
II.	Výkony	33 235	35 348	31 834	24 016	26 426	19 352
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	32 403	35 030	29 650	22 913	25 188	17 738
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0	0
3	Aktivace	832	318	2 184	1 103	1 238	1 614
B.	Výkonová spotřeba	24 467	24 518	21 917	13 870	13 584	10 813
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	14 295	15 560	14 755	9 919	11 255	8 191
2	Služby	10 172	8 958	7 162	3 951	2 329	2 622
+	Přidaná hodnota	17 232	19 700	18 764	14 610	17 778	15 323
C.	Osobní náklady	12 449	13 290	11 061	8 291	8 235	7 019
C. 1	Mzdové náklady	8 292	8 914	7 633	5 730	5 582	4 684
2	Odměny členům orgánů společnosti	876	876	396	408	408	408
3	Náklady na sociální a zdravotní pojištění	2 893	3 117	2 700	1 824	1 889	1 603
4	Sociální náklady	388	383	332	329	356	324
D.	Daně a poplatky	810	2 828	2 679	2 630	2 490	1 917
E.	Odpisy dlouhodobého majetku	3 019	3 309	3 985	4 568	4 609	4 229
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	5 099	6 912	6 712	5 726	7 728	8 606
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	358	1 917	5	77	680	890
2	Tržby z prodeje materiálu	4 741	4 995	6 707	5 649	7 048	7 716
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	4 312	4 467	5 586	5 010	6 503	7 685
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	33	1	0	0	5	542
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	4 279	4 466	5 586	5 010	6 498	7 143
G.	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti	-220	944	1 146	-2 699	89	-66
IV.	Ostatní provozní výnosy	458	2 504	1 380	797	491	658
H.	Ostatní provozní náklady	1 511	3 000	2 230	1 870	1 320	1 221
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
+	Provozní výsledek hospodaření	908	1 278	169	1 463	2 751	2 582
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů	0	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	10	23	97	1	2	18
N.	Nákladové úroky	0	11	497	1 188	1 030	1 041
XI.	Ostatní finanční výnosy	1 428	978	1 850	860	919	527
O.	Ostatní finanční náklady	1 629	756	1 398	933	1 353	603
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
+	Finanční výsledek hospodaření	-191	234	52	-1 260	-1 462	-1 099
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	458	465	1	-238	-172	390
Q. 1	Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	271	336	26	-6	150	594
2	Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	187	129	-25	-232	-322	-204
++	Výsledek hospodaření za běžnou činností	259	1 047	220	441	1 461	1 093
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
+	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření	0	0	0	0	0	0
+++	Výsledek hospodaření za účetní období	259	1 047	220	441	1 461	1 093
+++	Výsledek hospodaření před zdaněním	717	1 512	221	203	1 289	1 483

Příloha B: Rozvaha společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

ROZVAHA (BILANCE AKT A PAS) v tis. Kč

A K T I V A		2006	2007	2008	2009	2010	2011
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	25 995	29 202	48 077	44 756	41 410	37 463
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	13	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	25 985	29 179	48 067	44 746	41 400	37 453
B.II.	1. Pozemky	1 311	1 311	1 311	1 311	1 311	1 311
	2. Stavby	19 144	18 208	17 313	16 425	15 552	14 679
	3. Samostatné movité věci	5 380	9 660	29 443	27 010	24 537	21 463
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	150	0	0	0	0	0
	9. Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
B.III.	Finanční investice	10	10	10	10	10	10
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	23 900	34 683	28 000	23 664	25 292	26 050
C.I.	Zásoby	9 799	15 063	19 053	9 994	7 486	7 610
C.I.	1. Materiál	1 372	1 415	1 577	1 454	1 462	1 237
	2. Nedokončená výroba	0	0	0	0	0	0
	3. Výrobky	0	0	0	0	0	0
	4. Zboží	8 427	13 648	17 476	8 540	6 024	6 373
	5. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	230	230	230	230	230	230
C.III.	Krátkodobé pohledávky	6 729	5 340	6 159	7 453	5 723	5 544
C.III.	1. Pohledávky z obchodního styku	6 443	5 151	5 663	7 025	5 604	5 407
	2. Stát - daňové pohledávky	98	0	278	170	43	60
	3. Jiné pohledávky	188	189	218	258	76	77
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	7 142	14 050	2 558	5 987	11 853	12 666
C.IV.	1. Peníze	763	418	335	561	366	288
	2. Účty v bankách	6 379	13 632	2 223	5 426	11 487	12 378
	3. Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	1 565	838	448	57	10	60
	AKTIVA	51 460	64 723	76 525	68 477	66 712	63 573

P A S I V A		2006	2007	2008	2009	2010	2011
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	42 857	43 904	39 122	36 762	37 788	38 446
A.I.	Základní kapitál	16 182	16 182	16 182	16 182	16 182	16 182
A.II.	1. Základní kapitál	16 182	16 182	16 182	16 182	16 182	16 182
	2. Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A.II.	1. Emisní ažio	0	0	0	0	0	0
	2. Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	20 054	20 073	20 099	20 119	20 119	20 119
A.III.	1. Zákonný rezervní fond	20 054	20 073	20 099	20 119	20 119	20 119
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	6 362	6 602	2 621	20	26	1 052
A.IV.	1. Nerozdělený výsledek hospodaření	6 362	6 602	2 621	20	26	1 052
A.V.	Výsledek hospodaření běžného období	259	1 047	220	441	1 461	1 093
B.	CIZÍ ZDROJE	8 583	20 797	37 387	31 707	28 911	25 120
B.I.	Rezervy	680	1 564	2 900	400	0	0
B.I.	1. Rezervy zákonné	680	1 350	2 900	400	0	0
	2. Ostatní rezervy	0	214	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	1 371	1 500	9 075	10 688	10 321	10 117
B.II.	1. Emitované dluhopisy	0	0	0	0	0	0
	2. Jiné dlouhodobé závazky	0	0	7 600	9 445	9 400	9 400
	3. Odložený daňový závazek	1 371	1 500	1 475	1 243	921	717
B.III.	Krátkodobé závazky	6 532	17 733	9 192	6 079	5 730	9 239
B.III.	1. Závazky z obchodního styku	4 594	10 635	3 773	3 283	545	4 775
	2. Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0
	3. Závazky k zaměstnancům	34	32	38	48	448	335
	4. Závazky ze sociálního zabezpečení	437	388	286	229	217	165
	5. Stát - daňové závazky a dotace	0	1 540	727	293	475	720
	7. Jiné závazky	1 467	5 138	4 368	2 226	4 045	3 244
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	16 220	14 540	12 860	5 764
B.IV.	1. Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	14 540	12 860	11 180	4 900
	2. Běžné bankovní úvěry	0	0	1 680	1 680	1 680	864
	3. Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	20	22	16	8	13	7
	PASIVA	51 460	64 723	76 525	68 477	66 712	63 573

Příloha C: Cash flow společnosti AGROPA a.s. 2006 – 2011

PŘEHLED O PENĚŽ TOCÍCH v tis. Kč

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
P.	Stav peněžních prostředků na počátku účetního období	6637	7 142	14 050	2 558	5 987	11 853
Z.	Výsledek hospodaření za období před zdaněním (+/-)	717	1 512	221	203	1 289	1 483
A. 1	Úpravy o nepeněžní operace	2 889	2 325	5 526	3 375	5 051	4 838
A. 1 1	Odpisy stálých aktiv, pohledávek a opravné položky (+/-)	3 019	3 309	3 985	4 765	4 609	4 229,0
A. 1 2	Změna stavu rezerv (+/-)	-120	944	1 146	-2 500	89	-66,0
A. 1 3	Změna stavu časového rozlišení a dohadných účtů (+/-)	0	0	0	0	0	-348,0
A. 1 4	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv (+/-)	0	-1 916	-5	-77	-675	0,0
A. 1 5	Vyúčtované nákladové úroky (+) a výnosové úroky (-)	-10	-12	400	1 187	1 028	1 023,0
A. 2	Změna potřeby pracovního kapitálu	47	7 885	-12 968	5 076	1 453	3 206
A. 2 1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti (+/-)	-317	2 116	-151	-1 100	1 086	-252,0
A. 2 2	Změna stavu závazků z provozní činnosti (+/-)	850	11 033	-8 827	-2 883	-2 068	3 503,0
A. 2 3	Změna stavu zásob (+/-)	-486	-5 264	-3 990	9 059	2 435	-45,0
A. 3	Výdaje z plateb úroků s výjimkou kapitalizovaných úroků (-)	0	-12	-497	-1 188	-1 030	-1 041,0
A. 4	Přijaté úroky (+)	10	23	97	1	2	18,0
A. 5	Zaplacená daň z příjmů z běžné činnosti (-)	0	-336	26	0	170	-225,0
A. 6	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy (+/-)	0	0	0	0	0	0,0
A **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	3 663	11 397	-7 595	7 467	6 935	8 279
*							
B. 1	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv (-)	-3 345	-6 516	-22 722	-1 247	-1 269	-825,0
B. 2	Příjmy z prodeje stálých aktiv (+)	0	1 917	5	77	680	890,0
B. 3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám (+/-)	0	0	0	0	0	0,0
B **	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-3 345	-4 599	-22 717	-1 170	-589	65
*							
C. 1	Změna stavu dlouhodobých závazků (+/-)	187	129	23 820	-67	-480	-435,0
C. 1 1	Změna stavu dlouhodobých úvěrů (+/-)	0	0	0	0	0	0,0
C. 1 2	Změna stavu závazků z dluhopisů (+/-)	0	0	0	0	0	0,0
C. 2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	0	-19	-5 000	-2 801	0	-7 096,0
C. 2 1	Zvýšení stavu základního kapitálu (+)	0	-19	0	0	0	0,0
C. 2 2	Změna stavu kapitálových fondů (+/-)	0	0	0	0	0	0,0
C. 2 3	Vyplacené dividendy a podíly na zisku (-)	0	0	-5 000	0	-435	-435,0
C **	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	187	110	18 820	-2 868	-480	-7 531
*							
F.	Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	505	6 908	-11 492	3 429	5 866	813
R.	Stav peněžních prostředků na konci období	505	14 050	2 558	5 987	11 853	12 666

Příloha D: Podklad pro grafické vyjádření ziskovosti 2006 – 2011

Ukazatele ziskovosti	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony	33235	35348	31834	24016	26426	19352
Celkové tržby	110 152	111 074	97 593	75 756	72 531	73 437
Obchodní marže	8 464	8 870	8 847	4 464	4 936	6 784
Přidaná hodnota	17 232	19 700	18 764	14 610	17 778	15 323
Provozní výsledek hospodaření	908	1 278	169	1 463	2 751	2 582
Celkový výsledek před zdaněním (EBT - Earnings before Tax)	717	1 512	221	203	1 289	1 483
Celkový výsledek po zdanění (EAT - Earnings after Tax)	259	1 047	220	441	1 461	1 093
EBIT (Earnings before Interest and Tax)	717	1 523	718	1 391	2 319	2 524
Rentabilita tržeb ze zisku po zdanění	0,2%	0,9%	0,2%	0,6%	2,0%	1,5%
Rentabilita tržeb z provozního výsledku hospodaření	0,8%	1,2%	0,2%	1,9%	3,8%	3,5%
Údaje pro grafické zobrazení (ziskovost)						
Obchodní marže	8 464	8 870	8 847	4 464	4 936	6 784
Přidaná hodnota	17 232	19 700	18 764	14 610	17 778	15 323
Provozní výsledek hospodaření	908	1 278	169	1 463	2 751	2 582
Celkový výsledek před zdaněním (EBT)	717	1 512	221	203	1 289	1 483
Celkový výsledek po zdanění (EAT)	259	1 047	220	441	1 461	1 093

Příloha E: Podklad pro grafické vyjádření nákladovosti 2006 – 2011

Ukazatele nákladovosti	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Materiálová a energetická náročnost produkce	43,0%	44,0%	46,3%	41,3%	42,6%	42,3%
Náročnost produkce na externí služby	30,6%	25,3%	22,5%	16,5%	8,8%	13,5%
Náročnost produkce na osobní náklady	37,5%	37,6%	34,7%	34,5%	31,2%	36,3%
Náročnost produkce na odpisy	2,7%	3,0%	4,1%	6,0%	6,4%	10,9%
Vývoj struktury nákladových druhů						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady na prodané zboží	69 285	67 174	59 096	48 379	42 407	48 915
Spotřeba materiálu a energie	14 295	15 560	14 755	9 919	11 255	8 191
Služby	10 172	8 958	7 162	3 951	2 329	2 622
Osobní náklady	12 449	13 290	11 061	8 291	8 235	7 019
Daně a poplatky	810	2 828	2 679	2 630	2 490	1 917
Odpisy dlouhodobého majetku	3 019	3 309	3 985	4 568	4 609	8 037
Ostatní provozní náklady	5 603	8 411	8 962	4 181	7 912	8 840
Finanční náklady	1 629	767	1 895	2 121	2 383	1 644
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů	458	465	1	-238	-172	390
Celkem	117 720	120 762	109 596	83 802	81 448	87 575

Příloha F: Podklad pro grafické vyjádření ČPK 2006 – 2011

Údaje pro grafické zobrazení (struktura ČPK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Materiál	1 372	1 415	1 577	1 454	1 462	1 237
Zboží	8 427	13 648	17 476	8 540	6 024	6 373
Obchodní pohledávky	6 443	5 151	5 663	7 025	5 604	5 407
Účty v bankách	6 379	13 632	2 223	5 426	11 487	12 378
Obchodní závazky	-4 594	-10 635	-3 773	-3 283	-545	-4 775
Závazky k zaměstnancům	-34	-32	-38	-48	-448	-335
Závazky ze sociálního zabezpečení	-437	-388	-286	-229	-217	-165
Stát - daňové závazky a dotace	0	-1 540	-727	-293	-475	-720
Běžné bankovní úvěry	0	0	-1 680	-1 680	-1 680	-864

Příloha G: Podklad pro porovnání bilančních pravidel 2006 – 2011

Aktiva (majetek)			2006		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	25995			neroz zisk	42857
	Finanční				dl závazky	44228
krátkodobý	Zásoby	26225	cizí	krátkodobý	kr závazky	8583
	Pohledávky	16528			rezervy	
	prostř. na účtech					6532
	Hotovost	23670				
kontrola			51460	kontrola		51460
Aktiva (majetek)			2007		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	29202			neroz zisk	43904
	Finanční				dl závazky	43904
krátkodobý	Zásoby	29432	cizí	krátkodobý	kr závazky	20797
	Pohledávky	20403			rezervy	
	prostř. na účtech					1564
	Hotovost	34453				
kontrola			64723	kontrola		64723
Aktiva (majetek)			2008		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	48067			neroz zisk	39122
	Finanční				dl závazky	
krátkodobý	Zásoby	48307	cizí	krátkodobý	bank úvěry	
	Pohledávky	25212			kr závazky	64417
	prostř. na účtech				rezervy	37387
	Hotovost	27770				2900
kontrola			76525	kontrola		76525
Aktiva (majetek)			2009		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	44746			neroz zisk	36762
	Finanční				dl závazky	
krátkodobý	Zásoby	44986	cizí	krátkodobý	bank úvěry	
	Pohledávky	17447			kr závazky	61990
	prostř. na účtech				rezervy	31707
	Hotovost	23434				400
kontrola			68477	kontrola		68477

Aktiva (majetek)			2010		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	41400			neroz zisk	37788
	Finanční				dl závazky	
			cizí	krátkodobý	bank úvěry	
krátkodobý	Zásoby	41640			kr závazky	60969
	Pohledávky	13209				28911
	prostř. na účtech					
	Hotovost	25062		5730		
kontrola			66712	kontrola		66712
Aktiva (majetek)			2011		Pasiva (zdroje finan m.)	
dlouhodobý	Hmotný		vlastní	dlouhodobé	vkłady majitelů	
	Nehmotný	37453			neroz zisk	38446
	Finanční				dl závazky	
			cizí	krátkodobý	bank úvěry	
krátkodobý	Zásoby	37693			kr závazky	54327
	Pohledávky	13154				25120
	prostř. na účtech					
	Hotovost	25820		9239		
kontrola			63523	kontrola		63579

Abstrakt

ŠEDIVÁ, P. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku. Diplomová práce. Plzeň: Fakulta ekonomická ZČU v Plzni, s. 91, 2012

Klíčová slova: Kapitálová struktura, determinanty, teorie optimální kapitálové struktury, průměrné vážené náklady kapitálu, INFA, bod indiference.

Diplomová práce je zaměřena na optimalizaci kapitálové struktury a doporučení pro optimální kapitálovou strukturu z hlediska využití zdrojů financování. Teoretická část definuje kapitálovou strukturu a její determinanty, které ji ovlivňují. Dále jsou zde charakterizovány náklady kapitálu a objasněny některé teoretické poznatky a teorie související s optimalizací. Praktická část se skládá ze tří částí. V první části je charakterizován vybraný podnik AGROPA a.s. kde jsou vypočteny základní finanční ukazatele sloužící ke stručné analýze podniku za období 2006 - 2011. V druhé části je podrobně rozebrána analýza kapitálové struktury podniku, vypočten bod indiference a také náklady jednotlivých druhů kapitálu (WACC) podle metody INFA, používané Ministerstvem průmyslu a obchodu. Třetí část praktické části diplomové práce zkoumá různý poměr zadlužení, dle vybraných teorií. Práce se zaměřuje především na teorii klasickou, M&M, kompromisní, teorii čtyř dimenzí a teorii manželů Neumaierových. Závěrečná část diplomové práce obsahuje návrh optimální kapitálové struktury pro společnost AGROPA a.s. s přihlédnutím k její současné strategii.

Abstract

ŠEDIVÁ, P. The Optimization of Capital Structure of the Concrete Company. A Dissertation. Plzeň: The Faculty of Economics of the University of West Bohemia, s. 91, 2012

Key words: Capital structure, determinants, theory of optimum capital structure, Weighted Average Cost of Capital (WACC), INFA, Break – Even Point (BEP).

The dissertation is aimed at optimizing capital structure and recommendations for optimal capital structure in terms of the use of financial resources. The theoretical part defines the capital structure and its determinants that affect it. Furthermore are characterized the cost of capital and clarifies theoretical knowledge and theory related to optimization. The practical part consists of three parts. The first part is aimed at calculating basic financial indicators in order to create a brief analysis of the enterprise during period 2006 - 2011. In the second part there is detailed analysis of capital structure, Break – Even Point (BEP) and the costs of each type of capital (WACC) according to the method INFA, as applied by the Ministry of Industry and Trade. The third part of the practical dissertation examines the various debt ratio according to the chosen theories. The work focuses on Classical theory, M & M, Compromise theory, Theory Brealey and Myers, Theory Neumaier spouses. The final part of the dissertation contains a proposal for the optimal capital structure for the company AGROPA a.s. taking into account its current strategy.