

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku a oborové standardy[#]

*Milan Hrdý**

1 Úvod

Cílem tohoto příspěvku je posoudit možnost optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku s využitím oborových standardů a možnost jejich stanovení s využitím analýzy statistických údajů z českých a zahraničních databází. K naplnění tohoto cíle bude využita metoda analýzy příslušných údajů z databází a analyzované údaje budou následně metodou syntézy promítnuty do příslušných závěrů včetně doporučení maximálních hodnot zadlužení v příslušných oborech v České republice (ČR).

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je velmi náročnou a komplikovanou záležitostí, neboť jednak existuje celá škála různých doporučovaných teoretických přístupů k optimalizaci kapitálové struktury a jednak je praktická aplikace jednotlivých teorií spojena s určitými aplikačními problémy se kterými je nutné se vypořádat. Základní teoretický přístup představuje klasické teorie, která pracuje s maximalizací tržní hodnoty firmy, kterou lze při stabilních očekávaných výnosech ztotožnit s minimálními průměrnými náklady kapitálu (Valach, 2011). Minimalizace průměrných nákladů kapitálu je bezesporu základním přístupem k optimalizaci kapitálové struktury konkrétního podniku. V praxi českých podniků bylo zjištěno, že se tímto způsobem optimalizace zabývá asi 20 % firem (Hrdý – Horová, 2007). Výhodou této teorie je, podobně jako v případě teorie manželů Neumaierových (1996), skutečnost, že tyto přístupy umožňují identifikovat konkrétní výši zadlužení. Ke konkrétní výši zadlužení spěje i teorie hierarchického pořádku, která na základě empirického výzkumu chování firem doporučuje firmám se nejprve financovat s využitím interních zdrojů, poté dluhem a nakonec emisí akcií či vnějším vlastním kapitálem. Alternativami ke klasické teorii jsou především obě tvrzení teorie Modiglianiho-Millera, kdy tvrzení č. 1 v podstatě říká, že proces optimalizace nemá smysl a že hodnota firmy závisí pouze na složení podnikových aktiv a tvrzení č. 2 pak připouští existenci daní a doporučuje firmám se maximálně zadlužovat a využít úrokový daňový štít. Další alternativou je kompromisní teorie kapitálové struktury, která vychází z maximálního rozdílu mezi hodnotou úrokového daňového štítu a náklady finanční tísně. Zásadním problémem této teorie je značná obtížnost její praktické realizace, která spočívá v náročnosti praktického výpočtu nákladů finanční tísně. Poslední alternativa ke klasické teorii, teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury, se liší od ostatních teorií především tím, že nesměřuje ke stanovení konkrétní hodnoty zadlužení, ale pouze doporučuje, jak by se měla chovat firma, která očekává zisk, má převahu hmotných či naopak nehmotných aktiv, má vysoké nebo naopak nízké riziko podnikání a očekává volné investiční příležitosti. Proto praktická aplikace této teorie je možná pouze na úrovni doplňkového kritéria v případě, že podle jiných teorií identifikujeme určité rozpětí optimálního zadlužení a dle teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury se přikloníme k vyšší či nižší hodnotě zadlužení. V případě

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu SVŠE Znojmo VGS 2013K02 Finanční a účetní studie a jejich praktické aplikace.

^{*} Doc. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. – vedoucí katedry; Katedra financí a účetnictví, Soukromá vysoká škola ekonomická Znojmo, Loucká 656/21, 669 02 Znojmo; <hrdy@svse.cz>; docent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <hrdy@vse.cz>.

optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je nutné vybrat příslušnou teorii a také se vypořádat s aplikačními problémy, které příslušnou teorii provázejí. Hrdý (2010) respektive Hrdý (2011) a Hrdý a Marek (2012) doporučují zamyslet se především nad tím, zda podnik chce provádět aktivní optimalizaci kapitálové struktury nebo zvolí pasivní přístup, přičemž bude respektovat tvrzení Modigliani-Millera č. 1 nebo bude respektovat teorii hierarchického pořádku s pevně daným pořadím zdrojů financování či bude upravovat svoji kapitálovou strukturu dle oborových standardů. V případě aktivního přístupu si musí podnik zvolit přístup dle tradiční teorie nebo dle teorie manželů Neumaierových či volbou obou teorií a následné úpravy konečné hodnoty zadlužení dle teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury či dle oborových standardů (Hrdý, 2011). V případě realizace klasické teorie je třeba se vypořádat s problémem identifikace nákladů vlastního a cizího kapitálu v závislosti na výši zadlužení. Dle Hrdého (2010, 2011) je možné zvolit lineární závislost nárůstu nákladů vlastního a cizího kapitálu mezi současným zadlužením a maximálně možným zadlužením, tj. zadlužením, při kterém se nemění základní parametry finanční analýzy vykazující znaky finančně zdravé firmy. U nákladů vlastního kapitálu též možno využít zadlužené β (Hrdý-Marek, 2012). Aktivní provádění optimalizace kapitálové struktury se doporučuje spíše u větších podniků, u malých podniků je možné vystačit s pasivním přístupem (Hrdý, 2011).

2 Oborové standardy při procesu optimalizace podniku

Optimalizace kapitálové struktury je založena mimo jiné na determinantech kapitálové struktury, mezi které patří zejména (Křivská, 2009):

- *ziskovost a stabilita podniku,*
- *majetková struktura podniku,*
- *odvětví podnikání,*
- *management podniku a jeho přístup k riziku,*
- *struktura vlastnictví a udržení kontroly nad činností podniku,*
- *finanční volnost,*
- *výše investic,*
- *velikost podniku,*
- *dobré jméno a historie podniku,*
- *požadavky ratingových agentur,*
- *fungování kapitálového trhu,*
- *legislativa,*
- *hospodářská politika a hospodářský cyklus,*
- *společensko-ekonomické poměry.*

Tyto jednotlivé determinanty najdeme v různých podobách také v jednotlivých teoriích kapitálové struktury. Odvětví podnikání je jedním z nejvýznamnějších determinantů optimalizace kapitálové struktury, neboť určuje oborové standardy zadlužení, kdy „*firmy usilují zpravidla o přiblížení k průměrné úrovni zadluženosti ve svém oboru podnikání a vycházení přitom z toho, že riziko podnikání je oborově determinováno*“ (Valach, 2011, s. 322), přičemž „*rozdíly kapitálových struktur konkrétních podniků vyplývají z odlišností daných firem od odvětvového průměru*“ (Křivská, 2009). Důvod, proč se podniky drží velmi často právě oborových standardů, spočívá především v tom, že případné odlišnosti musí podniky na kapitálových trzích příslušně zdůvodňovat, neboť se tím stávají jaksi „podezřelými“.

Otázkou zůstává, jakým způsobem tyto oborové standardy identifikovat a určit. Mělo by to být v závislosti na výši oborového rizika a s přihlédnutím k praktickému chování firem

v ekonomické praxi, neboť právě toto chování by mělo odrážet konkrétní aspekty příslušného oboru. Pak by za oborový standard mohlo být bráno průměrné zadlužení firem v konkrétním oboru. Problémem je ovšem praktická aplikace tohoto přístupu, zejména, jaké podniky a v jakém časovém rozsahu do těchto standardů zařadit. V této souvislosti provedl autor srovnání ve vybraných oborech pro oblast svět, Evropa, USA a Česká republika. Pro zahraniční oblasti využil autor údaje z internetových stránek prof. Damodarana (2013) opírající se o známé databáze IQ, Bloomberg a Value Line Data. Tržní hodnoty dluhu jsou zjednodušeně brány na úrovni hodnot účetních. Účetní data z USA byla využita i archivovaná data z minulých období, naopak pro data tržní byl využit stav databází k 1. lednu 2013. Pro údaje českých firem byla využita data z databáze „Albertina a Report“ za delší období, které bylo v jednotlivých případech k dispozici s vyloučením extrémních situací, např. v případě záporného základního kapitálu, kdy vychází velikost zadlužení větší než 100 %. I když hodnoty vycházejí jen z omezeného vzorku dostupných firem ve všech databázích, určitá vypovídací schopnost je nezpochybnitelná a může poskytnout jistě zajímavé údaje pro porovnání situace v jednotlivých oborech v jednotlivých oblastech. Základní výchozí údaje jsou obsaženy v následujících tabulkách:

Tab. 1: Průměrná zadluženost firem

Sektor	Oblast / ukazatel	Počet firem ve vzorku	Zadluženost z účetních hodnot (BV Debt Ratio)	Zadluženost z tržních hodnot (MV Debt Ratio)
Železnice a železniční doprava	Svět	56	–	39,53 %
	Evropa	9	–	50,32 %
	USA	12	41,26 %	19,00 %
	ČR	25	41,19 %	–
Úprava vody	Svět	97	–	38,72 %
	Evropa	16	–	53,10 %
	USA	11	42,26 %	59,35 %
	ČR	136	44,16 %	–
Výstavba budov	Svět	51	–	15,82 %
	Evropa	45	–	66,35 %
	USA	10	33,64 %	10,49 %
	ČR	4	75,46 %	–
Výroba strojů a zařízení	Svět	1249	–	20,15 %
	Evropa	217	–	14,99 %
	USA	94	32,44 %	14,81 %
	ČR	12	50,69 %	–
Výroba železa a oceli	Svět	725	–	44,76 %
	Evropa	56	–	46,37 %
	USA	33	33,21 %	35,98 %
	ČR	55	53,63 %	–
Výroba obuvi	Svět	95	–	6,90 %
	Evropa	11	–	3,21 %
	USA	17	6,63 %	1,90 %
	ČR	71	57,96 %	–

Sektor	Oblast / ukazatel	Počet firem ve vzorku	Zadluženost z účetních hodnot (BV Debt Ratio)	Zadluženost z tržních hodnot (MV Debt Ratio)
Výroba papíru a výrobků z papíru	Svět	318	–	47,90 %
	Evropa	48	–	50,97 %
	USA	32	45,25 %	30,07 %
	ČR	294	55,63 %	–
Výroba nápojů	Svět	99	–	17,55 %
	Evropa	48	–	50,97 %
	USA	35	50,30 %	18,22 %
	ČR	358	51,92 %	–
Výroba tabáku	Svět	48	–	13,40 %
	Evropa	5	–	19,53 %
	USA	11	68,38 %	15,87 %
	ČR	3	70,33 %	–
Letecká doprava	Svět	160	–	50,23 %
	Evropa	40	–	46,74 %
	USA	36	68,51 %	37,14 %
	ČR	4	78,22 %	–
Těžba černého a hnědého uhlí	Svět	322	–	20,60 %
	Evropa	20	–	30,54 %
	USA	20	47,72 %	40,61 %
	ČR	20	44, 16 %	–
Výroba počítačů a periferních zařízení	Svět	371	–	13,83 %
	Evropa	41	–	13,55 %
	USA	81	25,75 %	8,84 %
	ČR	86	47,71 %	–
Výroba elektrických zařízení	Svět	847	–	23,01 %
	Evropa	96	–	25,55 %
	USA	64	22,35 %	10,94 %
	ČR	3	21,65 %	–
Životní pojištění	Svět	117	–	38,02 %
	Evropa	20	–	43,10
	USA	32	28,56 %	35,84 %
	ČR	5	69,01 %	–
Neživotní pojištění	Svět	220	–	28,15 %
	Evropa	20	–	17,89 %
	USA	62	19,29 %	17,68 %
	ČR	9	40,88 %	–
Výroba farmaceutických výrobků	Svět	155	–	16,25 %
	Evropa	47	–	35,20 %
	USA	18	32,79 %	15,88 %
	ČR	19	36,28 %	–

Sektor	Oblast / ukazatel	Počet firem ve vzorku	Zadluženost z účetních hodnot (BV Debt Ratio)	Zadluženost z tržních hodnot (MV Debt Ratio)
Výroba motorových vozidel včetně autodílů	Svět	624	–	27,00 %
	Evropa	56	–	30,45 %
	USA	54	35,60 %	19,59 %
	ČR	51	51,13 %	–

Zdroj: vlastní zpracování s využitím Aswath Damodaran (2013) pro údaje Svět, Evropa, USA a s využitím databáze českých firem „Albertina a Report“ ve verzi dostupné na VŠE k 30. 9. 2012 včetně publikace Hrdý-Krechovská (2013, s. 72 - 83) pro údaje ČR

3 Vyhodnocení jednotlivých oblastí oborových standardů a stanovení doporučených hodnot

Obecně je možné konstatovat, že napříč všech výše uvedených oborů jsou ve většině případů hodnoty zadlužení vypočítané z účetních údajů vyšší, než je tomu v případě hodnot zadlužení vypočítaných z údajů tržních. Je možné z této situace za předpokladu tržní hodnotě dluhu rovné účetní dovodit, že tržní hodnota vlastního kapitálu je ve většině oborů vyšší než hodnota účetní. Další zajímavou skutečností je fakt, že zadlužení českých firem je výrazně vyšší, než je tomu ve světě, v Evropě či v USA. Příčinu je možné hledat především v určitém benevolentním přístupu k poskytování úvěrových zdrojů v minulých obdobích a relativně vysokém využívání bankovních úvěrových zdrojů v rámci českých firem. Velkou zajímavostí je rovněž fakt, že zadlužení z účetních hodnot v České republice a v USA je podobné v mnoha odvětvích, např. v odvětví „Těžba černého a hnědého uhlí“, „Výroba elektrických zařízení“, „Železnice a železniční doprava“, „Úprava vody“, „Výroba nápojů“, a „Výroba tabáku“, což jsou povětšinou tradiční průmyslová odvětví. Poněkud rozdílné budou patrně různé druhy cizích zdrojů, zatímco v ČR to budou především bankovní úvěry a leasing, v USA budou hrát významnou roli též podnikové obligace. Naopak velký rozdíl mezi účetním zadlužením českých a amerických firem byl identifikován v odvětví výroba obuvi, kde jsou nejen v USA, ale i v Evropě poměrně velmi nízké hodnoty zadlužení.

Vzhledem k tomu, že v údajích ze světa jsou obsaženy i např. čínské a indické a japonské firmy, bude rovněž zajímavé porovnat tržní hodnoty zadlužení světových firem s firmami v Evropě a v USA. Je zde vidět velmi silná variabilita. Nižší zadlužení ve světě nacházíme především v oboru „Těžba černého a hnědého uhlí“, „Úprava vody“, „Výroba tabáku“, naopak vyšší zadlužení v oborech „Výroba strojů a zařízení“, „Neživotní pojištění“ a „Výroba obuvi“ a „Letecká doprava“. V ostatních oborech je vždy světové zadlužení buď nižší než v USA a vyšší než v Evropě či naopak. Celkově je ale možné konstatovat, že světové zadlužení vykazuje spíše nižší hodnoty než je tomu v Evropě či v USA. Důvodem může být skutečnost, že přece jen přístup k úvěrovým zdrojům ve vyspělejších částech světa, jako je Evropa či USA, bude přece jen o něco větší, než je tomu v ostatních částech světa.

Zajímavé srovnání z tržních hodnot nabízí rovněž oblast Evropy a USA. S výjimkou oblasti „Výstavba budov“ je zadlužení vždy vyšší v Evropě než v USA. Je to jen jeden z dalších důkazů toho, že v USA je přístup firem k úvěrovým zdrojům poněkud obtížnější, což jen potvrzuje teorii optimalizace kapitálové struktury na bázi hierarchického pořádku, které byla odvozena na základě praktického chování firem především v USA, kdy jsou preferovány interní zdroje, neboť získávání externích zdrojů je obtížné.

Pokud bychom měli srovnat zadlužení z tržních a účetních hodnot v USA, jak již bylo dříve uvedeno, jsou až na výjimku sektoru „Výroba železa a oceli“, „Úprava vody“, a „Životní pojištění“ nižší hodnoty zadlužení z tržních hodnot než z hodnot účetních. Znamená to, že ve vyjmenovaných oborech je tržní hodnota vlastního kapitálu naopak nižší, než hodnota účetní. Stejně tak porovnání účetních hodnot zadlužení českých a amerických firem ukazuje na vyšší zadlužení firem českých, i když existují oborové výjimky, např. v oboru „Těžba černého a hnědého uhlí“ nebo „Výroba elektrických zařízení“. Vzhledem k vyšším hodnotám zadlužení z účetních hodnot v ČR oproti USA i oproti tržním hodnotám ve světě, v Evropě i USA není možné v obecné podobě považovat výše uvedené hodnoty zadlužení jako oborové standardy pro ČR, neboť je zřejmé, že velikost zadlužení, ke které by se firmy měly blížit, by měla být v některých sektorech na úrovni o něco nižší, než jsou výše uvedené publikované hodnoty pro ČR.

O relativní atraktivitě sektorů „Výroby tabáku“, „Letecké dopravy“ a „Výroby počítačů a periferních zařízení“, částečně i v sektoru „Výroba motorových vozidel včetně autodílů“ svědčí výraznější rozdíly mezi zadlužeností měřenou z účetních a tržních hodnot. Odpovídá to realitě, protože uvedené obory jsou skutečně prosperující a pro investory atraktivní, takže tržní cena těchto akcií je výrazněji vyšší než hodnota účetní.

Pokud bychom měli identifikovat oborové standardy zadlužení pro jednotlivá odvětví v ČR, je nezbytně nutné posoudit specifika údajů každého sektoru zvláště s přihlédnutím k hodnotám účetním v USA a jejich vztahu k hodnotám tržním a srovnání těchto tržních hodnot v USA s hodnotami ve světě a v Evropě. Z tohoto pohledu je možné identifikovat tři základní skupiny jednotlivých sektorů:

První skupina je představována sektory, které obsahuje poměrně velký rozdíl v zadlužení z tržních hodnot v Evropě oproti USA, které je výrazně nižší, než všechny ostatní hodnoty. Vzhledem k tomu, že v Evropě je v těchto sektorech zadlužení z tržních hodnot většinou o něco větší než z účetních hodnot v ČR, případně stejné, a výrazně větší než z tržních hodnot v USA, bude patrně účetní hodnota vlastního kapitálu v Evropě vyšší než hodnota tržní a může se blížit hodnotě v ČR. I z tohoto důvodu je možné považovat zadlužení v ČR na stávající úrovni za vyhovující i evropským standardům. Jedná se o zadlužení na úrovni zhruba 40 % v sektoru „Železnice a železniční doprava“, na úrovni 75 % v sektoru „Výstavba budov“ a na úrovni 50 % v sektoru „Výroba nápojů“, na úrovni o něco vyšší, tj. 25 % v sektoru „Výroba elektrických zařízení“, na úrovni 40 % v sektoru „Výroba farmaceutických výrobků“ a na úrovni 55 % v sektoru „Výroba papíru a výrobků z papíru“.

Druhou skupiny tvoří sektory, kde rozdíl mezi hodnotami zadlužení z tržních hodnot v USA a Evropě není příliš velký a je možné identifikovat srovnatelné zadlužení pro Evropu z účetních hodnot vynásobením evropského zadlužení z tržních hodnot poměrem zadlužení v USA z účetních a tržních hodnot a této hodnotě pak přiblížit situaci v ČR. Jedná se konkrétně o sektor „Úprava vody“, kde by evropské zadlužení z účetních hodnot mohlo být na úrovni 37,81 a tedy by bylo možné doporučit mírné snížení zadlužení firem v ČR na úroveň zhruba 40 %. Dále se jedná o sektor „Výroba strojů a zařízení“, kde by evropské zadlužení z účetních hodnot mohlo být na přibližně stejné úrovni jako v USA a bylo by vhodné doporučit snížení zadlužení v ČR na úroveň alespoň 35 %. Dalším odvětvím, které sem patří je „Výroba tabáku“, kde by zadlužení evropských firem z účetních hodnot mohlo být na úrovni 84,15 %, což by naopak připouštělo možnost zvýšení zadlužení v ČR až na 80 %. V sektoru „Těžby černého a hnědého uhlí“ by očekávané zadlužení firem v Evropě z účetních hodnot mohlo být na úrovni 35,89 %, takže pro ČR by mohlo znamenat snížení na úroveň 40 %. V sektoru „Neživotní pojištění“ je situace v tržních hodnotách v USA obdobná, jako je tomu v Evropě, proto můžeme předpokládat i obdobné zadlužení v Evropě pro oblast

účetních hodnot. Vyšší zadlužení v ČR proto bude nutné korigovat přibližně na tuto úroveň, tj. okolo 20 %. V sektoru letecké dopravy by pak na základě výše uvedeného poměru zadlužení z účetních a tržních hodnot v USA a Evropě vycházelo zadlužení firem v Evropě z účetních hodnot na úrovni 86,22 %, takže doporučenou hodnotu pro ČR by bylo možné zvýšit na 80 %. Sektor „Životní pojištění“ by mohl být upraven na úroveň 35 %, aby se přiblížil vypočtenému zadlužení z účetních hodnot v Evropě, které by mohlo činit 34,34 %. Do této skupiny patří i sektor „Výroba železa a oceli“, kde podle obdobného propočtu vychází možné zadlužení z účetních hodnot v Evropě na úrovni 42,8 % a zadlužení v ČR by tedy bylo vhodné snížit na alespoň 45 %. V sektoru „Výroba motorových vozidel včetně autodílů“ by možné zadlužení z účetních hodnot v Evropě mohlo činit až 55,33 %, tj. bylo možné ponechat stávající zadlužení v ČR na úrovni 50 % a obdobně v sektoru „Výroba počítačů včetně periferních zařízení“ by toto možné zadlužení v Evropě z účetních hodnot mohlo činit 39,47 %, takže možná úprava zadlužení pro ČR by mohla být na úrovni 40 %.

Třetí část tvoří určité anomálie, jako např. sektor „Výroba obuvi“, kde se ČR výrazně odlišuje a bylo by nutné výrazně oborové zadlužení snížit, minimálně na úroveň 10 %.

Výše uvedené analyzované informace je možné shrnout do následující tabulky:

Tab. 2: Stávající zadlužení a doporučený standard pro firmy v ČR

Sektor	Stávající průměrné zadlužení	Doporučený standard
Železnice a železniční doprava	41,19 %	40 %
Úprava vody	44,16 %	40 %
Výstavba budov	75,46 %	75 %
Výroba strojů a zařízení	50,69 %	35 %
Výroba železa a oceli	53,63 %	45 %
Výroba obuvi	57,96 %	10 %
Výroba papíru a výrobků z papíru	55,63 %	55 %
Výroba tabáku	70,33 %	80 %
Výroba nápojů	51,92 %	50 %
Letecká doprava	78,22 %	80 %
Těžba černého a hnědého uhlí	44,16 %	40 %
Výroba počítačů a periferních zařízení	47,71 %	40 %
Výroba elektrických zařízení	21,65 %	25 %
Neživotní pojištění	40,88 %	20 %
Životní pojištění	69,01 %	55 %
Výroba farmaceutických výrobků	36,28 %	40 %
Výroba motorových vozidel včetně autodílů	51,13 %	50 %

Zdroj: vlastní zpracování s využitím tab. 1.

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že k zásadním změnám by došlo pouze v sektorech „Výroba strojů a zařízení“, „Výroba železa a oceli“, „Výroba obuvi“ „Životní pojištění“ a „Neživotní pojištění“.

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo posoudit možnost optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku s využitím oborových standardů a možnost jejich stanovení s využitím analýzy statistických údajů z českých a zahraničních databází. K naplnění tohoto cíle byla využita metoda analýzy příslušných údajů z databází a analyzované údaje byly následně metodou syntézy promítnuty do příslušných závěrů včetně doporučení maximálních hodnot zadlužení v příslušných oborech v ČR. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je velmi náročnou záležitostí, při které je nutné se vypořádat jednak s volbou příslušné teorie a dále pak také s aplikačními problémy, které při praktické optimalizaci vznikají. Důležité je také rozhodnutí podniku, zda zvolí aktivní přístup k optimalizaci či zda bude respektovat teorii hierarchického pořádku nebo respektovat tzv. oborové standardy zadlužení. Právě s oborovými standardy je však značný problém, zejména to, jakým způsobem je určit. Finanční teorie vypovídá pouze o tom, že „firmy usilují zpravidla o přiblížení k průměrné úrovni zadluženosti ve svém oboru podnikání a vycházejí přitom z toho, že riziko podnikání je oborově determinováno“ (Valach, 2011, s. 322). Problémem zůstává, jak tuto průměrnou oborovou zadluženost identifikovat. Jsou s tím spojeny problémy týkající se zejména určení vhodné databáze firem, časového rozpětí a také otázky týkající se vyloučení určitých anomálií zejména pokud se týká firem se záporným vlastním kapitálem. Dalším problémem je odlišnost velikosti zadlužení měřeného z účetních a z tržních hodnot vlastního kapitálu. Nevýznamným jevem je také finanční a ekonomická krize ovlivňující hospodaření firem v reálném ekonomickém prostředí. I přes tyto zmíněné faktory je třeba se alespoň pokusit o sestavení určitých doporučených standardů vyplývajících ze situace v ČR, ale také s přihlédnutím k situaci v evropském prostoru, kde se české firmy nacházejí, a ke specifikům jednotlivých odvětví v porovnání se situací ve světě. Na základě toho byly rozděleny jednotlivé sektory do třech oblastí, a na základě jejich specifik byly upraveny stávající průměrné hodnoty zadlužení do doporučených hodnot oborových standardů. Pověštinou došlo k určitému snížení výše zadluženosti v jednotlivých sektorech, neboť analýzou situace v ČR, v USA, v Evropě a ve světě bylo jednoznačně zjištěno, že zadlužení firem v ČR ve většině sektorů je výrazněji vyšší, než je tomu v uvedených oblastech, i když na druhé straně ve vybraných sektorech se zadlužení měřené z účetních hodnot shoduje se stavem měřeným z účetních hodnot z USA. Hlavním východiskem pro identifikaci upravených oborových standardů však bylo porovnání s Evropou, což je prostor pro české firmy rozhodující. Závěrem je třeba zdůraznit, že dané hodnoty jsou chápány jako maximální zadlužení, přičemž nižší zadlužení nemůže být zásadním způsobem na závadu.

Literatura

- [1] Damodaran, A. (2013): *Damodaran on Line – The Data Page*. [on-line], New York, New York University Stern School of Business, c 2013, [cit. 17. 6. 2013], <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- [2] Horová, M. – Hrdý, M. (2007): *Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR*. E + M Ekonomie a Management, 2007, roč. 10, č. 4, s. 80-86.
- [3] Hrdý, M. – Krechovská M. (2013): *Podnikové finance v teorii a praxi*. Praha, Wolters Kluwer, 2013.
- [4] Hrdý, M. – Marek, P. (2012): *Optimizing of the Capital Structure of the Concrete Firm in the Theory and Practice of the Temporary Corporate Finance*. In: *Conference Proceedings of the 4th WSEAS World Multiconference on Applied Business and Development (AEBD'12)*. Porto, WSEAS, 2012, s. 77-82.

- [5] Hrdý, M. (2011): *Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná?* Český finanční a účetní časopis, 2011, roč. 6, č. 1, s. 19-32.
- [6] Hrdý, M. (2010): *Teoretické a aplikační problémy optimalizace kapitálové struktury podniku.* In: *Nové trendy – Nové nápady.* Znojmo, SVŠE Znojmo, 2010, s. 70-80.
- [7] Křivská, R. (2009): *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace.* Praha, Vysoká škola ekonomická, 2009. Disertační práce.
- [8] Neumaierová, I. – Neumaier, I. (1996): *Úvaha o optimální zadluženosti.* Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-61.
- [9] Valach, J. aj. (2011): *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování.* Praha, Ekopress, 2011.

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku a oborové standardy

Milan Hrdý

ABSTRAKT

Příspěvek se zabývá rolí oborových standardů v procesu optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku. Vedle procesu aktivní optimalizace mohou firmy využít dostupných oborových standardů a upravit své zadlužení na této úrovni. Problém však spočívá v identifikaci tohoto oborového standardu. V rámci příspěvku byly analyzovány odvětvové standardy v sedmnácti oblastech a to z pohledu České republiky, USA, světa a Evropy. I když v jednotlivých oblastech jsou výsledky poněkud rozdílné, je možné zobecnit, že zadlužení firem v ČR je většinou vyšší, než je tomu v USA, Evropě, i celkově ve světě. Může to být důsledek dřívějšího benevolentního přístupu v oblasti poskytování bankovních úvěrů. Další zajímavý závěr vyplývá ze zjištění, že zadlužení z tržních hodnot je většinou nižší než z účetních, což svědčí o vyšší tržní hodnotě než hodnotě účetní vlastního kapitálu. Na základě vyhodnocení výše uvedených údajů byly doporučeny maximální oborové hodnoty zadlužení pro firmy v ČR s tím, že postup řešení byl identifikován ve třech základních skupinách, podle rozdílů v jednotlivých hodnotách zadlužení v daných oblastech.

Klíčová slova: Kapitálová struktura; Podnik; Optimalizace; Oborové standardy;

Optimizing of the Capital Structure of the Concrete Enterprise and Branch Standards

ABSTRACT

The contribution deals with the role of the branch standards in the process of the optimizing of the capital structure of the concrete firm. The enterprises can use the branch standards available and adjust their indebtedness on this level besides the process of the active optimizing. The problem however lies in the identification of these branch standards. The branch standards in the seventeenth areas were analyzed from the point of view of the Czech Republic, the U.S.A., of the world and of the Europe. Even if the results in the single areas were different, it is possible to generalize that the indebtedness of the firms in the Czech Republic is in general higher than it is in the U.S.A., in Europe, and in total in the world. The reason could lie in the relatively great benevolence in the area of the offers of the bank loans in previous periods. The next interesting conclusion arises from the findings out that the indebtedness from the market values is lesser than from the accounting values, which demonstrates the higher market value than the accounting value. The maximum values were recommended for the indebtedness of the enterprises in the Czech Republic on the basis of the above mentioned data. The procedure of the solution was identified in three groups according to the differences in the single values of indebtedness in the concrete spheres.

Key words: Capital Structure; Enterprise; Optimizing; Branch Standards.

JEL classification: G390, H250.