

Struktura kapitálu českých akciových společností

*Lucie Poulová**

Abstrakt:

Cílem tohoto příspěvku je provedení analýzy kapitálové struktury akciových společností působících v České republice v zemědělství, průmyslu a stavebnictví. S využitím základních principů a ukazatelů finanční analýzy je pozornost věnována nejen úrovni věřitelského rizika, které je sledováno jak ve vztahu k odvětví, tak podle institucionálního vlastnictví, ale je rozebrán i vztah k majetkové struktuře. V souvislosti s moderními teoriemi byl zkoumán i vztah zadlužení k rentabilitě celkových aktiv jako jedné z hlavních determinant kapitálové struktury a ve vztahu ke krátkodobému finančnímu managementu byly sledovány hodnoty likvidity. Výsledky ukazují, že míra zadlužení se ve sledovaném období výrazně nemění a že z hlediska zdrojů financování dominuje základní kapitál doplněný nerozdělenými zisky, z cizích zdrojů je kromě krátkodobých závazků významné bankovní financování. Z hlediska příklonu k jednotlivým teoriím kapitálové struktury lze nalézt argumenty jak pro trade-off, tak pro pecking order teorii.

Klíčová slova: Kapitálová struktura; Akciové společnosti; Věřitelské riziko; Zlaté bilanční pravidlo; Rentabilita celkových aktiv; Likvidita.

JEL klasifikace: G32.

1 Úvod

Z pohledu finančního postavení podniku je jednoznačně rozhodující provozní a obchodní stránka činnosti – vyráběné produkty, poskytované služby apod. Neméně důležitý je však i způsob financování těchto aktivit. Za průkopníky v oblasti teorie kapitálové struktury jsou považováni Modigliani a Miller, kteří ve svém článku z roku 1958 ukázali, že na perfektně fungujících kapitálových trzích na kapitálové struktuře nezáleží (Modigliani a Miller, 1958). Tento příspěvek je i přes praktickou nedosažitelnost některých předpokladů zásadním přínosem pro moderní teorie. V současné době existují dvě základní teorie kapitálové struktury. Trade-off teorie chápe optimální kapitálovou strukturu jako kompromis mezi daňovou výhodou dluhu v podobě úrokového daňového štítu a náklady finanční tísně vyplývajícími z vyšší míry zadlužení. Vedle toho existuje tzv. pecking order teorie, která zohledňuje i informační asymetrii mezi manažery, akcionáři a věřiteli, v jejímž důsledku dávají firmy přednost internímu financování, před dluhovým a akciovým. Fama a French (2002) uvádějí, že mezi teoriemi v mnoha ohledech

* Lucie Poulová; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra financí a oceňování podniku, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xpoul07@vse.cz>.

Článek je zpracován v rámci projektu Interní grantové agentury VŠE č. 48/2016 „Teoretické přístupy k optimalizaci kapitálové struktury“ a v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

neexistuje konflikt a je dobré brát v úvahu obě dvě, s tím, že každá vysvětluje určité aspekty finančního rozhodování. Nacházejí např. pozitivní vztah velikosti a zadlužení, negativní vztah mezi volatilitou zisků a nedluhovými daňovými štíty na úroveň dluhu. Trade-off model podle nich selhává v případě rentability, u které identifikují negativní vztah k zadluženosti. Taktéž Brealey, Myer a Allen (2014, str. 566) zdůrazňují, že neexistuje jedna teorie pro optimální dluhový poměr, ale že finanční rozhodování závisí na relativní důležitosti faktorů. Zkoumáním kapitálové struktury se zabývalo i několik českých autorů. Horová a Hrdý (2007) na základě dotazníkového šetření zjistili, že asi 50 % firem optimalizuje svoji kapitálovou strukturu v případě jednotlivých projektů, dlouhodobě se však optimalizaci věnuje pouze asi 20 % společností a dále uvádí, že ze zdrojů jsou upřednostňovány interní zdroje následované úvěrovým financováním. Valach (2008) ve svém diskusním příspěvku shrnuje poznatky empirických studií a jako nejvýraznější determinanty zadlužení vymezuje velikost podniku, rentabilitu, výši hmotného majetku a dynamiku růstu podniku. Naopak méně podle něj na zadluženost působí podnikové daně a příslušnost k odvětví. Bauer (2004) studoval chování 74 českých veřejně obchodovaných společností v letech 2000–2001 a našel statisticky významný pozitivní vztah zadlužení k velikosti a negativní vztah k ziskovosti, struktuře aktiv (hmotným aktivům) a růstovým příležitostem a dodává, že tyto výsledky jsou srovnatelné se studiemi z ostatních zemí. Cílem tohoto příspěvku je zjistit, jestli lze mezi českými akciovými společnostmi najít určité společné znaky financování. Přestože je tento článek zaměřen zejména na popisný rozbor bilance společností, vybrané aspekty byly posuzovány i ve vztahu k výše uvedeným teoriím.

2 Data a metodologie

Předmětem zkoumání byly akciové a evropské společnosti v České republice působící v zemědělství, průmyslu a stavebnictví, v souladu s metodikou NACE Rev. 2 tedy v odvětvích A–F. Zdrojem pro získání dat se stala primárně databáze Albertina, která po očištění poskytla vzorek 1 531 společností za roky 2010–2014. Z databáze Amadeus byly získány pro dílčí vzorek 624 společností ještě data týkající se typu vlastnictví.

Sledovány byly základní ukazatele vycházející z rozvahy a výkazu zisku a ztráty, přičemž většina společností vykazuje v souladu s národní účetní legislativou. České účetní předpisy však trpí mnohými nedostatky, které znemožňují přesné posouzení finanční pozice podniku. Jedním z nich je nevykazování aktiv a závazků souvisejících s leasingem, jež vede ke zkreslení nejen výše majetku, ale i závazků a sumy odpisů za jednotlivá období. Zkreslená může být také hodnota dlouhodobého nehmotného majetku, neboť společnosti mohou vykazovat nehmotné výsledky výzkumu a vývoje vytvořené vlastní činností pouze za předpokladu, že jsou určeny k obchodování nebo nabyty od jiných osob.

Tab. 1 Počet společností podle odvětví

Odvětví	Název odvětví	Počet firem	
		Albertina	Amadeus
A	Zemědělství, lesnictví, rybářství	367	56
B	Těžba a dobývání	21	10
C	Zpracovatelský průmysl	794	393
D	Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	62	44
E	Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	79	31
F	Stavebnictví	208	90
Celkový součet		1 531	624

Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016) a Amadeus (Bureau van Dijk, 2009), vlastní zpracování.

Oproti IFRS je také mnohem méně využíváno oceňování ve fair value. Majetek je tak z velké části oceňován v historických cenách a tedy často podhodnocen vzhledem k odpovídajícím reálným hodnotám, což zkresluje nejen hodnotu majetku ale i vlastního kapitálu.

Velkou roli při rozhodování o kapitálové struktuře hraje i rozvinutost, v případě České republiky spíše nerozvinutost, kapitálového trhu, který představuje alternativu ke zprostředkovatelskému, zejména bankovnímu, financování. Z celkového počtu 1 531 společností je pouze 5 z nich veřejně obchodovaných, což vylučuje zaměření se pouze na vzorek veřejně obchodovaných společností, neboť tento by byl nereprezentativní a získané výsledky velmi specifické.

Základní posouzení kapitálové struktury vychází z rozdělení zdrojů na vlastní a cizí. Jednou ze složek pasív jsou i rezervy, podle definice IAS 37 se jedná o závazky s nejistým časovým rozvrhem i výši budoucích výdajů nezbytných k jejich vypořádání. Přesto že dle účetní metodiky jsou považovány za součást cizích zdrojů, pro potřeby této analýzy jsou chápány jako součást vlastního kapitálu právě pro svoji odlišnost od ostatních závazků. Zadluženost firmy je vyjádřena ukazatelem věřitelského rizika *DR* (debt ratio) porovnávajícím výši celkových cizích zdrojů k celkovým aktivům.

$$DR = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}} \quad (1)$$

Vzhledem k provázanosti majetkové a finanční struktury je předmětem hodnocení i dodržení tzv. zlatého bilančního pravidla. Tento vztah je vyjádřen jako krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji *FACOV* (fixed assets coverage).

$$FACOV = \frac{\text{dlouhodobé zdroje}}{\text{dlouhodobý majetek}} \quad (2)$$

Výše zmíněné teorie uvádějí jako jeden z příčinných ukazatelů zadluženosti i ziskovost podniku. Ziskovost je pro potřeby této práce sledována pomocí rentability celkových aktiv *ROA* (return on assets).

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (3)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a zdaněním (Earnings before interest and taxes).

Rentabilita celkových aktiv je brána jako základní ukazatel, neboť udává výnosnost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů pochází, a odráží jak provozní, tak finanční a investiční aktivity podniku.

Vzhledem k tomu, že příspěvek sleduje celkovou kapitálovou strukturu, je věnován prostor i krátkodobému finančnímu managementu. V souvislosti s krátkodobým financováním je hodnocena zejména likvidita jako schopnost podniku hradit krátkodobé dluhy vyjádřená ukazatelem pohotové likvidity *LR* (liquidity ratio).

$$LR = \frac{\text{krátkodobé pohledávky} + \text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}} \quad (4)$$

Tento ukazatel na rozdíl od běžné likvidity neuvažuje zásoby, v čitateli tak vystupují aktiva, která lze chápat jako velmi likvidní, neboť při bezproblémových úhradách lze považovat přeměnu pohledávek na peníze za téměř jistou. Pokud by hodnota tohoto ukazatele byla jedna, likvidní aktiva by přesně pokryla úhradu krátkodobých dluhů.

3 Vztah majetkové a finanční struktury

Výchozím bodem dalších analýz je posouzení majetkové a finanční stránky bilance podniků v jednotlivých odvětvích. Tabulka 2 uvádí vertikální analýzu souhrnné rozvahy za jednotlivá odvětví, podíly dílčích položek byly nejdříve vypočteny pro jednotlivé společnosti a následně zprůměrovány v rámci odvětví.

Už hodnoty z průměrné rozvahy naznačují rozdíly mezi odvětvími. Při pohledu na aktivní stranu bilance vykazují nejvyšší podíl dlouhodobého, především hmotného, majetku odvětví zemědělství (A) a výroba a rozvod energií (D), následovány jsou těžařskými (B) a vodárenskými společnostmi (E). Lze předpokládat, že důvodem je zejména potřeba velkého zázemí v podobě staveb nebo distribuční sítě. Ve všech případech je tento relativně vysoký podíl dlouhodobých aktiv financován vlastním kapitálem. Nejvyšší podíl vlastních zdrojů vykazuje odvětví těžba a dobývání (B), přičemž tato hodnota je do jisté míry nadhodnocena zahrnutím rezerv, jejichž většina je v tomto případě tvořena v souladu s §10 Zákona o rezervách a jedná se zejména o rezervu na sanaci pozemků dotčených těžbou a rezervu na vypořádání

důlních škod. Vlastní zdroje ve velké míře financují činnost i zemědělských (A) a vodárenských společností (E). Jistou výjimku představují podniky energetické (D), kde je podíl vlastního kapitálu na celkové bilanční sumě nižší než podíl dlouhodobých aktiv, tento nesoulad je však kompenzován využitím dlouhodobých bankovních úvěrů. Tyto úvahy směřují k otázce, zda společnosti dodržují tzv. zlaté bilanční pravidlo, tedy jakýsi soulad mezi mírou dlouhodobého majetku a úrovní dlouhodobých zdrojů.

Tab. 2 Vertikální analýza průměrné rozvahy podle odvětví (v %)

	A	B	C	D	E	F	Ø
Dlouhodobý majetek	61	61	45	64	60	38	50
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	1	1	0	0	1
Dlouhodobý hmotný majetek	57	53	39	57	54	28	44
Dlouhodobý finanční majetek	4	6	4	3	3	6	4
Oběžná aktiva	39	39	55	36	40	62	50
Zásoby	19	8	19	2	3	9	16
Krátkodobé pohledávky	13	19	25	21	21	35	23
Aktiva celkem	100	100	100	100	100	100	100
Vlastní kapitál (vč. rezerv)	69	70	57	55	69	54	60
Základní kapitál	48	25	33	33	43	20	35
Kapitálové fondy	3	3	3	3	3	3	3
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní FZ	9	5	4	4	4	3	5
Výsledek hospodaření minulých let	5	24	11	9	11	23	11
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3	3	5	5	3	4	4
Rezervy	1	10	1	1	4	2	1
Cizí zdroje	31	30	43	45	31	46	40
Dlouhodobé závazky	16	8	10	19	9	8	11
Bankovní úvěry dlouhodobé	10	2	4	12	3	3	6
Krátkodobé závazky	15	21	33	25	21	37	28
Závazky z obchodních vztahů	8	9	17	16	11	25	15
Bankovní úvěry krátkodobé + finanční výpomoci	3	4	8	2	2	5	6
Pasiva celkem	100	100	100	100	100	100	100

Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní zpracování.

Tab. 3 Krytí dlouhodobého majetku dle odvětví za roky 2010–2014

	A	B	C	D	E	F
<i>FACOV</i>	1,40	1,34	1,48	1,14	1,26	2,01

Zdroj: databáze Albertina, vlastní výpočty.

Hodnoty krytí dlouhodobého majetku byly z důvodu nadhodnocení průměrných hodnot určeny jako medián pro jednotlivé roky a odvětví a následně zprůměrovány. Výsledky naznačují, že všechny společnosti financují svůj dlouhodobý majetek dlouhodobými zdroji, neboť hodnoty jsou ve všech případech vyšší než 1. Pro odvětví výroba energií se zde potvrzuje, že vlastní kapitál je při financování dlouhodobých aktiv doplňován dlouhodobými bankovními úvěry. Nejvyšší hodnoty ve všech obdobích vykazuje stavebnictví (F), což je dáno zejména nízkým objemem dlouhodobého majetku v rozvahách stavebních společností. Možným vysvětlením je, že stavební stroje jsou nájímány formou leasingu a nejsou tedy v bilancích těchto podniků podle českých účetních standardů vykázány. Vývoj krytí dlouhodobého majetku v čase nenaznačuje žádné výrazné změny ani v jednom z odvětví, proto zde není samostatně uváděn. K mírnému nárůstu dochází pouze v případě těžebních společností (B), kdy se mezi roky 2011 a 2012 hodnota ukazatele zvýšila z 1,27 na 1,39. Mírný nárůst lze sledovat také u společností ze zpracovatelského průmyslu (C).

Zajímavější tak bylo podívat se na otázku, jestli existuje vztah mezi hodnotou krytí dlouhodobého majetku a velikostí společnosti vyjádřenou pomocí bilanční sumy. Za hranice rozdělující společnosti na malé, střední a velké byly zvoleny 25. a 75. percentil. Hodnoty jsou opět určeny jako medián.

Tab. 4 Krytí dlouhodobého majetku v závislosti na velikosti společnosti

	A	B	C	D	E	F
malá	1,51	1,44	1,73	1,42	1,41	2,17
střední	1,40	1,31	1,47	1,15	1,67	2,14
velká	1,34	1,15	1,46	1,07	1,06	2,19

Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní výpočty.

Mediánové hodnoty ukazují, že téměř ve všech odvětvích hodnota krytí dlouhodobých aktiv klesá s velikostí bilanční sumy. Jednoznačně nejnižších hodnot, a to i ve srovnání s hodnotami výše, dosahují velké společnosti v odvětví Výroba energií (D) a Zásobování vodou (E). Výsledné hodnoty pouze minimálně překračují doporučenou hodnotu 1. Odvětví Zásobování vodou (E) představuje výjimku z hlediska závislosti hodnoty ukazatele na velikosti, neboť nejvyšší hodnoty krytí, zde dosahují středně velké společnosti. Druhou výjimkou v tomto srovnání jsou stavební společnosti, jejichž krytí dlouhodobých aktiv je ze všech společností

nejvyšší a zároveň se téměř neliší pro jednotlivé skupiny, takže v tomto případě o závislosti hovořit nelze.

Vraťme se však zpět k tabulce 2 a věnujme pohled struktuře zdrojů. Vývoj míry zadlužení, která vychází ze základního rozdělení zdrojů na vlastní a cizí, je rozebrán v následující kapitole, následující odstavce jsou tak věnovány nejdůležitějším položkám na straně pasiv. Z vlastních zdrojů jednoznačně převažuje základní kapitál, který je doplňován nerozdělenými zisky minulých let. Základní kapitál tvoří celých 70 % vlastních zdrojů v případě zemědělských společností (A), podobně vysoký podíl zaujímá i v případě zpracovatelského průmyslu (C) a vodárenských podniků (E). Naopak v případě těžářských (B) a stavebních (F) firem je podíl základního kapitálu a interně vytvořených nerozdělených zisků relativně vyrovnaný a tvoří 36 % resp. 37 % vlastních zdrojů. U cizích zdrojů se nabízí rozdělení na dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje. V případě dlouhodobých zdrojů dominují dlouhodobé bankovní úvěry, které jsou nejvíce čerpány v odvětví výroba a rozvod energií (D) a v zemědělství (A). U zemědělských společností dlouhodobé zdroje tvoří celých 50 % cizích zdrojů. Kromě zmíněného zemědělství ve všech ostatních odvětvích převažují krátkodobé cizí zdroje, a to především závazky z obchodních vztahů. Některé definice kapitálové struktury je však za zdroj financování nepovažují a přikládají jim pouze transakční funkci. Nejvíce jich využívá stavebnictví (F), kde tvoří celých 54 % cizích zdrojů, a zpracovatelský průmysl (C). U průmyslových společností je krátkodobé financování doplněno čerpáním bankovních úvěrů. Bankovní úvěry jsou vedle krátkodobých závazků hlavním cizím zdrojem financování, což je dáno zejména jejich snazší dostupností v případě české ekonomiky ve srovnání s jinými zdroji. Dluhopisy jako alternativa k bankovním úvěrům jsou u českých společností spíše ojedinělé, vydané dlouhodobé dluhopisy mělo v roce 2014 pouze 32 společností.

4 Míra zadlužení

Průměrná zadluženost za celý vzorek společností se pohybuje okolo 40 % a za celé sledované období se snížila z hodnoty 40,1 % v roce 2010 na 39,2 % v roce 2014. Mediánové hodnoty jsou mírně nižší, oscilují okolo 37,5 %, v roce 2014 se mediánová zadluženost dostává na 37,7 % a přibližuje se tak průměrné hodnotě. Sledovaná odvětví jsou z hlediska vývoje míry zadlužení rozdělena do dvou skupin. Zpracovatelský průmysl (C), výroba energií (D) a stavebnictví (F) udržují svoji průměrnou zadluženost okolo 44 % a tedy nad průměrem celého vzorku. Na druhé straně jsou zemědělské (A), těžářské (B) společnosti a společnosti zabývající se zásobováním vodou (E), jejichž průměrná míra zadlužení se pohybuje na úrovni 30 %. Rozdíl mezi mediánem a průměrem naznačuje, že v daném vzorku existují společnosti s extrémními hodnotami zadlužení, které vychylují průměrné hodnoty. Toto platí zejména pro odvětví zásobování vodou (E), těžba a dobývání (B) a výroba energií (D). U zbylých tří odvětví se průměrné a mediánové hodnoty výrazně neliší.

Tab. 5 Vývoj věřitelského rizika podle odvětví (2010–2014, v %)

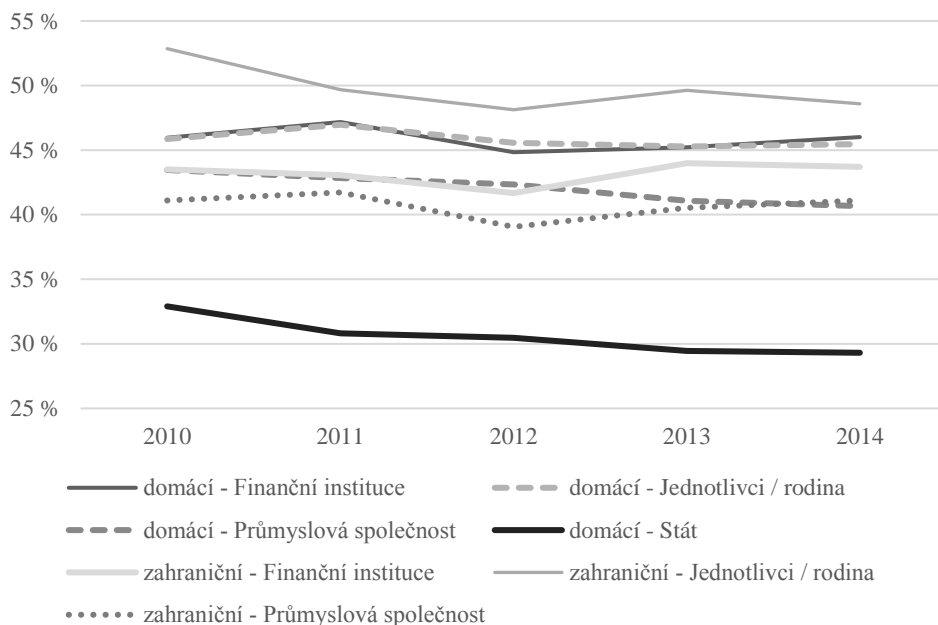
		2010	2011	2012	2013	2014
A	průměr	30,2	30,6	31,0	30,7	30,4
	medián	27,2	27,9	28,1	28,3	27,3
B	průměr	26,1	28,6	30,0	32,5	32,2
	medián	18,1	22,0	19,9	23,4	36,5
C	průměr	43,8	43,7	42,6	42,3	42,0
	medián	43,0	43,5	41,0	41,0	41,1
D	průměr	46,5	45,0	44,2	44,3	45,0
	medián	43,1	38,9	36,9	39,6	39,7
E	průměr	30,9	32,3	31,7	31,0	31,1
	medián	22,9	24,8	22,6	20,8	18,2
F	průměr	46,0	45,8	45,2	45,6	46,2
	medián	46,8	44,7	45,5	46,0	48,4
Celkem	průměr	40,1	40,1	39,5	39,3	39,2
	medián	37,0	37,5	37,3	36,6	37,7

Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní výpočty.

Největší změnu v čase lze zaznamenat u odvětví těžba a dobývání (B), kde průměrná zadluženost vzrostla z 26 % v roce 2010 na 32 % v roce 2014. Vývoj mediánových hodnot zaznamenává nárůst dokonce ještě větší. U energetických společností (D) došlo oproti výchozí mediánové hodnotě k poklesu zadlužení ze 43 % na 37 % v roce 2012, následně se však zadlužení tohoto odvětví vrací na úroveň 40 %. K poklesu věřitelského rizika má od roku 2011 tendenci odvětví Zásobování vodou (E), kde významně klesají zejména mediánové hodnoty. Velice mírný pokles zaznamenává také odvětví Zpracovatelského průmyslu (C).

U míry zadlužení se vzhledem k získaným datům nabízí pohled na úroveň zadlužení ve vztahu k typu vlastnictví. Pro potřeby této analýzy se vzorek omezuje na 624 společností. Celková zadluženost tohoto vzorku je mírně vyšší ve srovnání s výchozí skupinou, výrazně se však neliší a nijak zásadní rozdíl v zadlužení není ani mezi společnostmi vlastněnými domácími a zahraničními subjekty.

Graf 1 Věřitelské riziko podle institucionálního typu vlastnictví (2010–2014)



Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016) a Amadeus (Bureau van Dijk, 2009), vlastní výpočty.

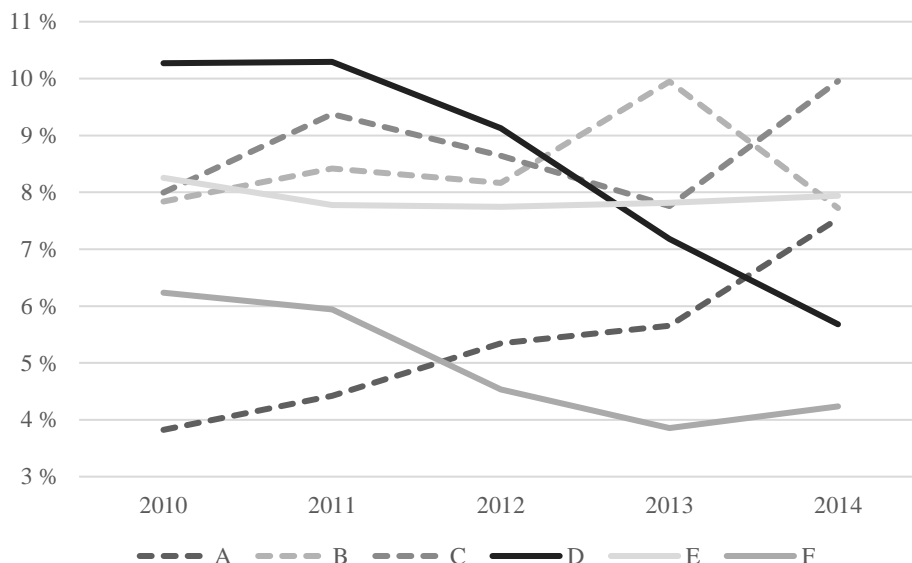
Mnohem zajímavější je pohled na míru zadlužení podle institucionálních vlastníků. Sklon k vyššímu zadlužení mají podle grafu rodinné společnosti nebo společnosti vlastněné jednotlivci. Otázkou je, do jaké míry v tomto případě hrají roli psychologické faktory např. v podobě důvěry či tradice společnosti. Mírně nižší hodnoty zadlužení mají podniky ve vlastnictví finančních institucí. Podle grafu však v případě tuzemských společností téměř neexistuje rozdíl v zadlužení mezi tzv. rodinnými společnostmi a společnostmi pod kontrolou finančních institucí. Zadlužení na úrovni průměrných hodnot (viz Tabulka 5) vykazují podniky vlastněné jinými průmyslovými firmami, což může být dáno tím, že v samotném vzorku jsou firmy, které jsou zároveň dcerou i matkou nebo tyto společnosti jednoduše uplatňují podobné strategie financování. Osamocené pak stojí podniky ve státním vlastnictví, které v posledních letech pracují se zadlužeností pod 30 %.

5 Rentabilita jako jedna z determinant kapitálové struktury

Moderní teorie kapitálové struktury jako jednu z rozhodujících determinant způsobu financování uvádějí rentabilitu společnosti, každá z nich však predikuje jiný vztah. Základem pecking order teorie je, že firma preferuje interní financování a s vyšší ziskovostí tak klesá její potřeba se zadlužovat. Naopak pozitivní vztah očekává

trade-off teorie, podle níž ziskovost zvyšuje míru zajištění a společnost si tak může dovolit více dluhového financování. Ziskovost byla v tomto případě vyjádřena pomocí rentability celkových aktiv. Rentabilita za jednotlivá odvětví a roky byla v tomto případě počítána s pomocí váženého aritmetického průměru, kde za váhy byly zvoleny podíly tržeb jednotlivých firem na tržbách odvětví.

Graf 2 Vývoj ROA v odvětvích A–F (2010–2014)



Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní výpočty.

Jak ukazuje graf 2, rentabilita každého odvětví se ve sledovaných letech vyvíjela rozdílně. V průměru nejvyšších hodnot rentability dosáhly společnosti zpracovatelského průmyslu (C), jejichž průměrná rentabilita za celé období je téměř 9 %. Co se týče vývoje ziskovosti průmyslových společností, jsou ve velké míře ovlivňovány hospodářským vývojem. Po období hospodářské krize došlo mezi roky 2010 a 2011 ke zlepšení rentability z 8 % na 9,4 %, přičemž zpomalení ekonomiky v letech 2012 a 2013 se projevilo i na rentabilitě průmyslových podniků jejím poklesem, zlepšení znamenal opět až rok 2014, kdy rentabilita dosáhla téměř 10 %. Druhou nejvyšší průměrnou hodnotu rentability mělo odvětví výroba energií (D), jehož ziskovost byla v prvních třech sledovaných obdobích ze srovnávaných odvětví nejvyšší. Poslední tři roky však znamenaly pro energetické společnosti negativní vývoj, který způsobil propad rentability z 10,3 % v roce 2011 na 5,7 % v roce 2014.

Téměř totožně se vyvíjela rentabilita ve stavebnictví (F) s hlavním rozdílem, že průměrná hodnota rentability byla o 3,5% bodu nižší. Stavební společnosti byly

negativně ovlivněny zejména roky 2012 a 2013, kdy rentabilita klesla ze 6 % v roce 2011 na vůbec jednu z nejnižších hodnot ve výši 3,9 % v roce 2013. Na rozdíl od energetických společností lze u stavebních firem pozorovat mírné zlepšení v posledním roce. Otázkou zůstává, zda bude tento trend pokračovat.

Naopak k nejlepšímu vývoji rentability došlo u zemědělských společností (A). Toto odvětví bylo pravděpodobně výrazně ovlivněno negativním ekonomickým vývojem z let 2008 a 2009, který způsobil, že i rentabilita v roce 2010 byla nejnižší ze sledovaných odvětví – pouhých 3,8 %. Do roku 2014 se však téměř zdvojnásobila na hodnotu 7,5 %.

Zajímavý vývoj rentability je v těžebním odvětví (B), a to zejména v roce 2013. Pro ostatní odvětví představoval rok 2013 buď pokles, nebo pouze mírný nárůst rentability oproti předchozímu období, těžební společnosti naopak dosáhly výrazného meziročního zlepšení o téměř 1,5% bodu na 7,7 %. Toto zlepšení však nebylo trvalé a v roce 2014 klesla jejich rentabilita na pouhých 5,9 %.

Pro posouzení vztahu mezi rentabilitou a zadlužeností bylo využito korelační analýzy. V souladu se zmíněnými teoriemi byly stanoveny následující hypotézy:

H_0 : non H_1

H_1 : existence lineární závislosti mezi ROA a DR

Tabulka 6 ukazuje korelační koeficienty mezi rentabilitou celkových aktiv (ROA) a věřitelským rizikem (DR). Hodnoty byly stanoveny na základě panelových dat pomocí korelační matice. P-hodnoty větší než přípustná hladina významnosti, za kterou je považováno 5 %, svědčí ve prospěch nulové hypotézy, v tomto případě nulové korelace.

Tab. 6 Korelační koeficienty mezi DR a ROA podle odvětví (A–F)

	A	B	C	D	E	F
KK	-0,0048	0,0334	-0,1730	-0,1249	-0,0380	-0,1344
p-hodnota	0,8380	0,7354	0,0000	0,0279	0,4509	0,0000

Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní výpočty.

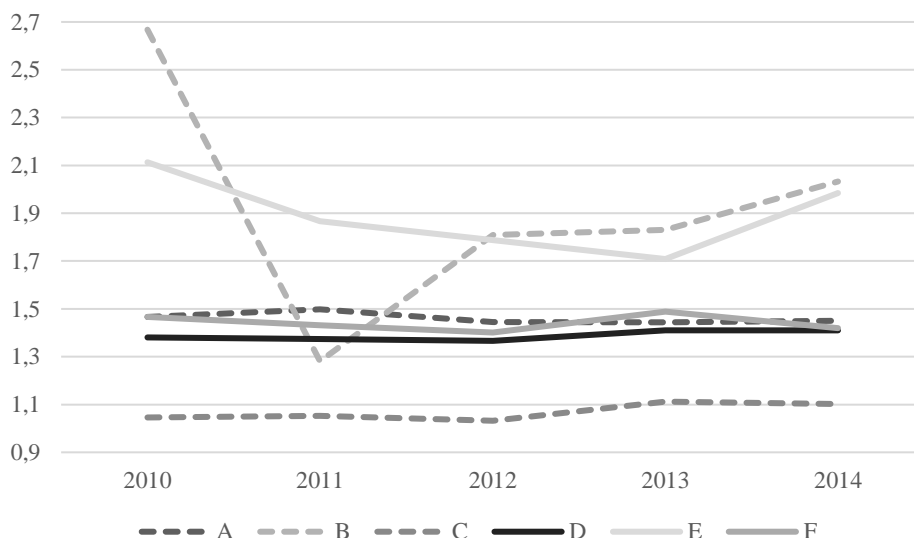
Výsledky ukazují, že o možné závislosti mezi rentabilitou a zadlužeností lze uvažovat ve třech odvětvích – ve zpracovatelském průmyslu (C), u energetických (D) a stavebních společností (F). V těchto případech je korelační koeficient statisticky významný. Vypočtené hodnoty naznačují nepřímou závislost, která hovoří ve prospěch pecking order teorie. Lze tak usuzovat na to, že společnosti dávají přednost financování prostřednictvím interních zdrojů.

6 Likvidita – krátkodobá platební schopnost

Míra zadlužení hodnocená výše poukazuje spíše na dlouhodobou charakteristiku finanční pozice. Rozbor struktury celkových zdrojů však ukázal poměrně značné využívání krátkodobých závazků. Nabízí se tak pohled na krátkodobou platební schopnost podniku – likviditu.

Graf 3 ukazuje hodnoty likvidity v jednotlivých odvětvích. Tyto hodnoty byly určeny jako medián pro daný rok a odvětví. Hodnoty vypočtené jako průměr byly v tomto případě na výrazně vyšší úrovni oproti mediánu.

Graf 3 Vývoj likvidity v odvětvích A–F (2010–2014)



Zdroj: databáze Albertina (Bisnode, 2016), vlastní výpočty.

V případě hodnocení likvidity konkrétního podniku je vhodné naměřené hodnoty porovnávat s průměrem odvětví, v této situaci je však potřeba vymezit prahové hodnoty pro posouzení strategie. Marek (2009, str. 283) udává jako konzervativní likviditu vyšší než 1,5, naopak hodnoty nižší než 1 hovoří ve prospěch agresivní strategie.

Odvětví jsou z hlediska likvidity rozděleny do tří skupin. První skupina zahrnuje těžební (B) a vodárenské (E) společnosti, které vykazují nejvyšší hodnoty likvidity, jež lze vzhledem k vymezeným hodnotám označit jako konzervativní. Pokud odhlédneme od propadu hodnoty likvidity u těžebních společností v roce 2011, obě odvětví vykazují klesající trend následovaný nárůstem zejména mezi roky 2013 a 2014. Na konci období se tak obě odvětví přibližují k hodnotě likvidity 2. Tyto společnosti kromě vysoké likvidity vykazují i relativně nízkou průměrnou míru

zadlužení, tedy poměrně konzervativní finanční management. Zajímavé však je, že jejich rentabilita dosahuje jedné z nejvyšších hodnot ze srovnávaných odvětví.

Druhou skupinou jsou společnosti s relativně konstantním vývojem likvidity v intervalu 1,35 až 1,5, patří sem zemědělské (A), energetické (D) a stavební (F) podniky. Ze srovnávaných odvětví se vymyká zpracovatelský průmysl (C), který dosahuje nejnižších hodnot likvidity. Ty se v prvních třech letech pohybují na hranici 1 s mírným zvýšením na 1,1 v posledních dvou letech. Vzhledem k odlišnému charakteru výrobního procesu nelze provést jednoznačné srovnání s ostatními odvětvími, přesto se zdá, že mj. i nižší likvidita umožňuje průmyslovým společnostem dosahovat relativně vysoké rentability (viz graf 2).

7 Závěr

Výsledky této analýzy napovídají tomu, že míra zadlužení firem se ve velké míře nemění, průměrná zadluženost celého vzorku se ve sledovaných letech pohybuje okolo 40 %. Zadlužení se však liší mezi odvětvími, kdy nad celkovým průměrem se nachází společnosti zpracovatelského průmyslu (C), energetické (D) a stavební (F) podniky. Naopak s nižším zadlužením pracují zbylá tři odvětví – zemědělství (A), těžba a dobývání (B) a vodárenské společnosti (E). Zkoumání věřitelského rizika ve vztahu k vlastnictví pak ukázalo, že sklon k vyššímu zadlužení mají společnosti v individuálním vlastnictví, následovány společnostmi pod vlivem finančních institucí. Na úrovni průměru se pak pohybují podniky pod průmyslovou kontrolou a osamocené postavení zaujímají státní podniky s výrazně nižší mírou zadlužení. Obecně však lze říci, že míra zadlužení v čase se výrazně nemění, což hovoří ve prospěch trade-off teorie. Tento závěr však může být ovlivněn poměrně krátkým obdobím. Sledování určité míry zadlužení může být také pouze intuitivní, neboť Horová a Hrdý zjistili, že více než 20 % firem se optimalizací kapitálové struktury vůbec nezajímá.

Výsledky rozboru průměrné bilance ukazují na vliv majetkové struktury na způsob financování zejména ve smyslu krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, které splňují všechny odvětví. U čtyř ze šesti odvětví se také zdá, že míra krytí dlouhodobého majetku klesá s velikostí bilanční sumy.

Z hlediska jednotlivých zdrojů dlouhodobého financování hraje významnou roli základní kapitál, který má na pasivech dominantní podíl. Dále je však možno říci, že společnosti dávají přednost internímu financování, neboť základní kapitál je ve velké míře doplňován kumulovanými výsledky hospodaření. Z cizích zdrojů pak po pominutí významnosti krátkodobých závazků, převažuje bankovní financování. Preferenci interního financování potvrzuje i provedená analýza vztahu mezi rentabilitou a věřitelským rizikem pomocí korelačních koeficientů. Ty se ukázaly jako statisticky významné ve třech ze šesti odvětví – zpracovatelském průmyslu (C), výrobě energií (D) a stavebnictví (F). Ve všech těchto případech vyšel negativní vztah potvrzující hypotézu pecking order teorie.

Literatura

BAUER, P., 2004. Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*. Roč. 54, č. 1–2, s. 2–21. Dostupné také z: <<http://journal.fsv.cuni.cz/mag/article/show/id/958>>.

BISNODE, 2016. *Albertina: chytrá databáze pro obchod a marketing* [online]. Bisnode Česká republika. [cit. 15. 7. 2016]. Dostupné z: <<http://www.albertina.cz>>.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F., 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. aktualiz. vyd. Brno: BizBooks.

BUREAU VAN DIJK, 2009. *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. [cit. 15. 7. 2016] Dostupné z: <<https://amadeus.bvdinfo.com/>>.

FAMA, E. F., FRENCH, K. R., 2002. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*. Roč. 15, č. 1, s. 1–33. doi: 10.1093/rfs/15.1.1.

HOROVÁ, M., HRDÝ, M., 2007. Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR. *E+M Ekonomie a Management*. Roč. 10, č. 4, s. 80–86.

MAREK, P., a kol., 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*. Roč. 48, č. 3, s. 261–297. Dostupné také z: <<http://www.jstor.org/stable/1809766>>.

VALACH, J., 2008. K diskuzi o optimalizaci a determinantech kapitálové struktury podniku. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 3, č. 1, s. 99–102. doi: 10.18267/j.cfuc.263.

Capital Structure of Czech joint stock companies

Lucie Poulová

Abstract:

This article is aimed at the analysis of capital structure of joint stock companies based in the Czech Republic operating in agriculture, industry and building, using the basic principles and ratios of financial analysis. The levels of debt ratio are judged not only according to industry classification but also according to the type of ownership. In the next step, the relationship between leverage and profitability is closely explored since it is thought to be one of the main determinants. Lastly, the liquidity is analysed as a characteristic of short term financial management. The results show that the level of leverage does not change significantly during the followed period. Considering the resources of financing, the share capital plays dominant role being supplemented by retained earnings, apart from payables bank financing is also very important liability. As far as the capital structure theories are concerned, arguments for validity of both are founded.

Keywords:

Capital structure; Joint stock companies; Debt ratio; Fixed assets coverage; Return on assets; Liquidity.

JEL Classification:

G32.