

Odhad kapitálové struktury pro účely tržního oceňování podniku v podmínkách ČR – 1. část[#]

Pavla Maříková – Andrej Tóth***

1. Úvod

Jedním z často diskutovaných problémů je volba kapitálové struktury, tj. podílu vlastního a úročeného cizího kapitálu v nákladech kapitálu. Náklady kapitálu pak zároveň plní funkci diskontní míry při výnosovém ocenění podniku¹. Má-li být výsledkem ocenění tržní hodnota podniku, je potřeba i pro odhad diskontní míry použít strukturu kapitálu počítanou z tržních hodnot kapitálu. Tuto strukturu je pak nezbytné promítnout jak do průměrných vážených nákladů kapitálu, tak to nákladů vlastního kapitálu.

V současné české, ale i zahraniční praxi patří mezi stále ještě poměrně často používané postupy pro tržní ocenění stanovení tzv. cílové struktury kapitálu. Při hledání tržní hodnoty bývá cílová struktura odvozena ze společností, které jsou podobné oceňovanému podniku, ale jde přitom o akciové společnosti obchodované na zahraničních kapitálových trzích. To umožňuje použít jejich tržní kapitalizaci jako odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu a získat tak jejich tržní kapitálovou strukturu. Cílová struktura je pak nejčastěji stanovena buď jako průměr takto počítaných struktur za stejné odvětví, ve kterém je činný oceňovaný podnik, nebo v lepším případě medián z kapitálových struktur v rámci skupiny podobných podniků individuálně vybraných znalcem.

Takto stanovenou strukturu kapitálu použitou pouze pro diskontní míru, bez vazby na finanční plán, který je podkladem pro výnosové ocenění podniku, a další předpoklady budoucího vývoje oceňovaného podniku, nepovažujeme za správnou. Hned první nedostatek spočívá v tom, že jde o stabilní strukturu kapitálu pro celé budoucí období, což neodpovídá reálnému životu. Např. již v publikaci kolektivu T. Copelanda (2002, str. 252 a další) se můžeme dočíst o dobře popsáném postupu, jak lze stanovit kapitálovou strukturu v tržních hodnotách. Je zde uvedeno, že teoreticky korektním přístupem je použití nákladů kapitálu diferencovaných po letech, tedy použití kapitálové struktury, která zohledňuje situaci podniku v konkrétních letech. Druhý zásadní problém spočívá v tom, že ocenění obsahuje vnitřní rozpor. Např. v publikaci Mařík a kol., 2018 jsme vysvětlovali, že tento rozpor pak způsobuje chybu ve výsledném ocenění a také že vede k tomu, že jednotlivé varianty výnosového ocenění, např. varianty metody diskontovaných peněžních toků, přinášejí odlišné výsledky, ačkoli k tomu z teoretického a logického hlediska není žádný důvod.

Např. v publikaci Mařík a kol., 2018 jsme tak ukázali, že jediným metodicky správným postupem je sladění kapitálové struktury v diskontní míře se strukturou plynoucí z hodnoty

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040. Podkladem k článku je diplomová práce Ing. Andreje Tótha, vedená doc. Pavlou Maříkovou, obhájená na Katedře financí a oceňování podniku VŠE Praha v červnu 2021

* Doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha

** Ing. Andrej Tóth, absolvent Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, obor Finance a oceňování podniku

¹ Pojem podnik zde používáme v návaznosti mimo jiné na zahraniční literaturu jako obecný pojem. Chápeme jej ale jako synonymum pojmu obchodní závod, který od 1. 1. 2014 zavedl Občanský zákoník

kapitálu přeceněné výnosovým oceněním. K tomu je nejpraktičtější použít iterační postup, i když lze postupovat i analyticky (viz Mařík-Maříková, 2016a a 2016b).

Nicméně zcela legitimní a zatím otevřenou otázkou zůstává, zda, a případně do jaké míry, je k tomu, aby byla naplněna definice tržní hodnoty a s ní spojený předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití, vhodné, nebo dokonce nezbytné, předpokládat u oceňovaného podniku stejné tržní zadlužení, jaké mají jiné podniky v dané branži. Tato otázka může mít nezanedbatelný význam zejména v případě, kdy struktura odvozená z jiných podniků je výrazně odlišná od kapitálové struktury, kterou měl oceňovaný podnik k datu ocenění a v předcházejících obdobích.

Jinými slovy, oceňovatel by měl vždy sestavit komplexní finanční plán (tj. výsledovku, výkaz peněžních toků i rozvahu) a kapitálovou strukturu v diskontní míře vyladit obvykle pomocí iterací, ale otázkou je, zda je vhodné tento plán upravit tak, aby se výsledná vyladěná struktura kapitálu oceňovaného podniku přiblížila cílové struktuře převzaté z jiných firem. Zastáváme přitom názor, že definice tržní hodnoty se nenaplní mechanickým převzetím zadluženosti firem ze zahraničních trhů, ale tím, že se do plánu zapracuje takové zadlužení, které by pravděpodobně použil průměrný hypotetický kupující, který by koupil právě daný konkrétní oceňovaný podnik.

Hlavním cílem tohoto článku proto bude s využitím databáze finančních dat zjistit, do jaké míry je vhodné přebírat průměrné zadlužení podniků na zahraničních kapitálových trzích pro oceňování podniků působících v České republice, které jsou navíc ve většině případů neobchodované.

Budeme přitom hledat odpovědi na tyto otázky, které se stanovým cílem souvisejí:

- Do jaké míry používají v zemích s rozvinutějším kapitálovým trhem obdobné zadlužení obchodované a neobchodované společnosti měřeno účetními hodnotami?
- Do jaké míry vykazuje ve sledovaných odvětvích tržní struktura kapitálu obvyklé hodnoty? Předpokládat, že hypotetický kupující změnil zadlužení oceňovaného podniku, dává totiž smysl, jen pokud se ukáže, že v dané branži bývá obvyklé určité pásmo zadlužení, od kterého se oceňovaný podnik zatím výrazněji odlišoval.
- Do jaké míry se shoduje ve sledovaných odvětvích zadlužení českých a zahraničních podniků měřeno účetními hodnotami?

2. Použitá data a metodický postup analýzy

Analýza byla zpracována v rámci diplomové práce A. Tótha (2021). **Zdrojem dat** pro analýzu byla databáze Amadeus (Bureau van Dijk), přičemž vybírány byly všechny společnosti bez omezení velikosti podniku. Pro účely výpočtu kapitálové struktury byly použity tyto položky z finančních výkazů:

- úročený cizí kapitál: součet položky Long term debt a položky Loans,
- účetní hodnota vlastního kapitálu: položka Shareholders funds,
- tržní hodnota vlastního kapitálu: položka Market capitalisation,
- celkový účetní kapitál: Total assets.

Analýza byla provedena za **šest odvětví**, která jsou dostatečně významná, ale zároveň i svojí povahou odlišná, aby bylo možné posoudit, zda zjištěné výsledky budou obecnější, nebo zda budou výraznější rozdíly mezi různými odvětvími. Zároveň jsme se snažili volit taková

odvětví, ve kterých, alespoň ve většině případů, působí větší počet obchodovaných společností, i když i přesto v některých jednotlivých zemích byl počet obchodovaných společností malý. Jednalo se o tato odvětví:

1. výroba papíru a výrobků z papíru,
2. výroba chemikálií a chemických produktů,
3. výroba elektrické energie,
4. výroba strojů a zařízení,
5. výroba farmaceutických produktů,
6. stavebnictví.

Vzhledem k rozsahu analýzy bude obsahem této **první části článku první trojice odvětví**, zatímco analýzu druhé trojice uvedeme ve druhé části článku.

Do analýzy byly kromě České republiky zahrnuty následující **země**, které mají významnější kapitálové trhy a zároveň jako evropské země nejsou našemu prostředí regionálně příliš vzdálené (případně mají zároveň i podobný nedávný vývoj, což je případ Polska):

1. Polsko,
2. Německo,
3. Francie,
4. Velká Británie.

Z hlediska **časového období** byl zkoumán pětiletý časový interval let 2014 až 2018. Jde o období, které z hlediska hospodářského cyklu nevykazuje extrém. Výpočty za pět let přitom umožní ověřit, zda zjištěné výsledky nejsou jen náhodným výkyvem jednotlivého roku.

Pokud jde o **metodologii postupu**, vycházíme z toho, že základní otázka zní, zda je vhodné zjistit tržní strukturu kapitálu z obchodovaných akciových společností na zahraničních kapitálových trzích a aplikovat ji na oceňovaný český podnik. Bylo potřeba se vyrovnat s tím, že zde není možné udělat srovnání přímo mezi českými a zahraničními obchodovanými společnostmi. Důvodem je jednak skutečnost, že v České republice je velice málo obchodovaných společností, jednak že u neobchodovaných společností, a to jak českých, tak zahraničních, pochopitelně nejsou k dispozici žádné odhady tržní hodnoty jejich vlastního kapitálu. Proto jsme logiku našeho výzkumu odvinuli v následujících krocích, které jsme provedli pro jednotlivá odvětví a země:

1. Analýza rozložení hodnot účetní zpoplatněné struktury kapitálu v souboru všech podniků v daném odvětví a zemi, a to včetně ČR.
2. Porovnání účetní zpoplatněné struktury kapitálu u obchodovaných a neobchodovaných podniků u zemí s většími kapitálovými trhy s cílem zjistit, zda existují významnější rozdíly mezi účetní zadlužeností u obchodovaných a neobchodovaných společností, či nikoli.
3. Porovnání tržních a účetních kapitálových struktur obchodovaných společností v zemích s většími kapitálovými trhy, které ukáže, zda lze alespoň orientačně přenášet zjištění z analýzy účetních struktur na proporce v tržních strukturách.

Tímto způsobem alespoň nepřímě porovnáme, zda jsou či nejsou zásadnější rozdíly v zadlužování v ČR vs. v zahraničí a u obchodovaných vs. neobchodovaných společností.

Zároveň budeme sledovat, zda zadlužení, účetní a zejména tržní, bude v jednotlivých odvětvích vykazovat určité typické hodnoty, či nikoli.

K výpočtu kapitálové struktury použijeme tvar ukazatele, který bude měřit podíl financování vlastním kapitálem, a to jednak v účetní hodnotě (1), jednak v tržní hodnotě (2):

$$\text{Účetní struktura zpoplatněného kapitálu} = \frac{VK}{VK + \text{úročený CK}} \quad (1)$$

kde: VK – vlastní kapitál, tj. položka Shareholders funds,

úročený CK – explicitně úročený cizí kapitál, a to součet položek Long term debt a Loans.

$$\text{Tržní struktura zpoplatněného kapitálu} = \frac{\text{Tržní kapitalizace}}{\text{Tržní kapit.} + \text{úročený CK}} \quad (2)$$

U prvního odvětví bude jen na úvod pro srovnání uvedena ještě účetní struktura celkového kapitálu, jak ji běžně chápe finanční analýza:

$$\text{Struktura celkového kapitálu} = \frac{VK}{\text{celkový kapitál}} \quad (3)$$

kde: VK – účetní vlastní kapitál, tj. položka Shareholders funds,

celkový kap. – celkový kapitál ve smyslu bilanční sumy, tj. položka Total assets.

Dále uvedeme výsledky analýzy postupně pro jednotlivá zkoumaná odvětví. U prvního odvětví podrobněji vysvětlíme logiku grafů s hlavními výsledky. U dalších odvětví pak už budeme uvádět jen grafy s hlavními komentáři k výsledkům.

3. Výroba papíru a výrobků z papíru (NACE 17)

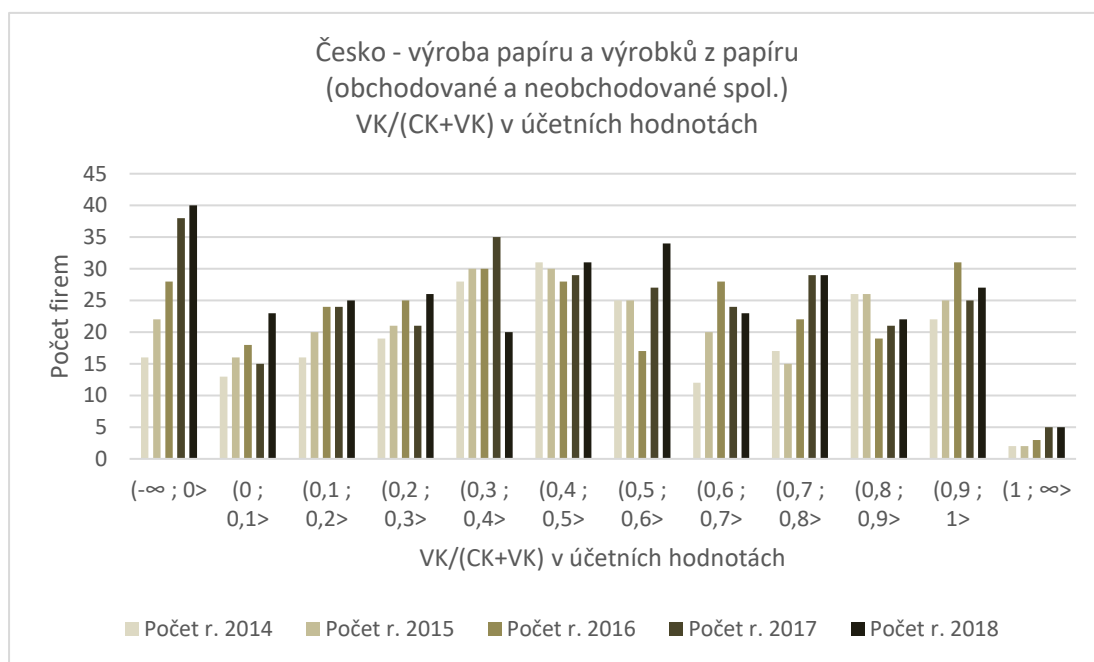
3.1 Česko (výroba papíru a výrobků z papíru)

Toto první odvětví využijeme k tomu, že ukážeme nejprve rozdíly mezi účetní strukturou kapitálu počítanou z celé bilanční sumy tak, jak je obvykle chápána v běžné finanční analýze (podle vzorce č. 3), a strukturou počítanou jen ze zpoplatněného kapitálu (podle vzorce č. 1). U dalších odvětví se pak už soustředíme jen na zpoplatněný kapitál, protože právě jeho struktura je potřebná pro odhad nákladů kapitálu a ocenění podniku.

Oba sloupcové grafy jsou sestaveny tak, že zkoumaný podíl vlastního kapitálu je rozdělen na intervaly zobrazené na ose X grafu. Tyto intervaly jsou uspořádány od nejmenších hodnot zkoumaného podílu po největší. Nalevo jsou tedy firmy s minimálním podílem vlastního kapitálu, zcela napravo jsou firmy financované zcela nebo téměř jen vlastním kapitálem. Intervaly jsou odstupňovány po 10 % podílu vlastního kapitálu a v každém intervalu je na ose Y vyneseno počet firem, které do daného intervalu spadají. Krajní intervaly podílu VK $(-\infty;0>$ a $(1;\infty)$ obsahují firmy, u kterých je vlastní kapitál záporný nebo nulový.

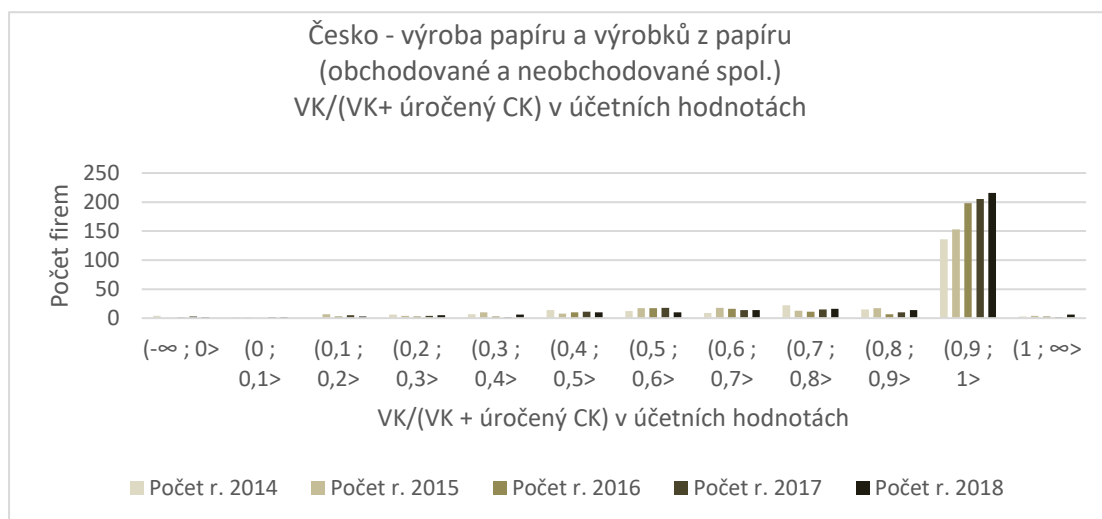
Na grafu je možné vidět i časový vývoj za posledních 5 let. Sloupce jsou pro lepší čitelnost zobrazeny v postupně tmavnoucí šedé barvě s tím, že čím nedávnější rok, tím je barva tmavší, rok 2018 je v barvě černé.

Obr. 1: Účetní struktura celkového kapitálu, ČR, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 2: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, ČR, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 1. a 2 je zachycena účetní struktura podniků v odvětví výroby papíru a výrobků z papíru, kterých v roce 2018 bylo 300. Z obou grafů je na první pohled vidět zásadní rozdíl:

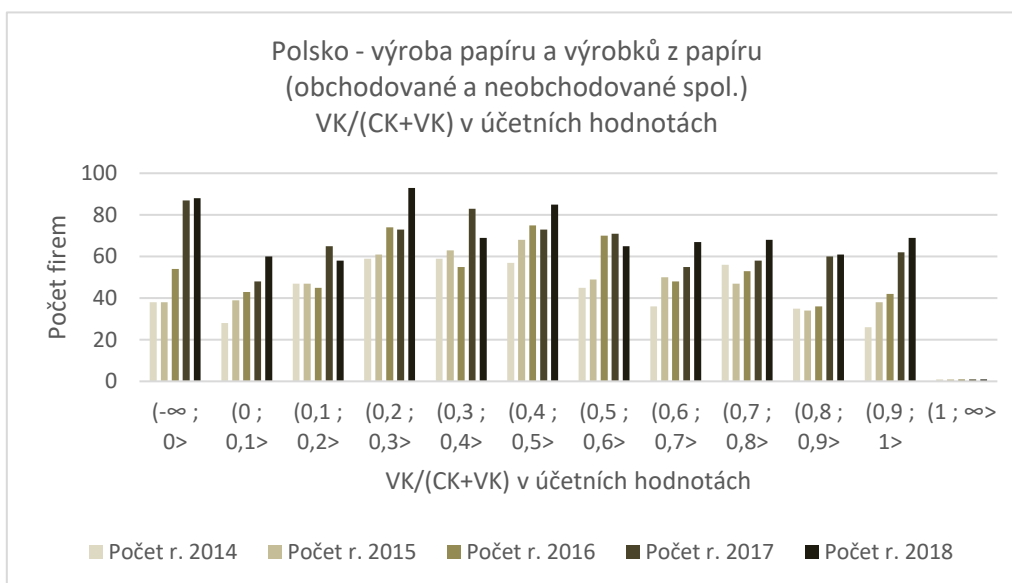
- Na obr. 1 s běžně chápanou strukturou celého kapitálu je rozložení počtu firem do jednotlivých intervalů v celém sledovaném období relativně rovnoměrné a nepozorujeme u firem působících v tomto odvětví na území ČR chování, které by preferovalo určitou úroveň zadlužení včetně néuročeného cizího kapitálu.
- Oproti tomu po vynechání néuročeného cizího kapitálu na obr. 2 je zcela zřejmé, že naprostá většina firem využívá více než 50 % vlastního kapitálu na celkovém zpoplatněném kapitálu a z toho zcela jednoznačně dominuje interval mezi 90 %

a 100 % vlastního kapitálu. Celkem 70 % českých neobchodovaných firem působících v tomto odvětví využívá jenom vlastní kapitál.

3.2 Polsko (výroba papíru a výrobků z papíru)

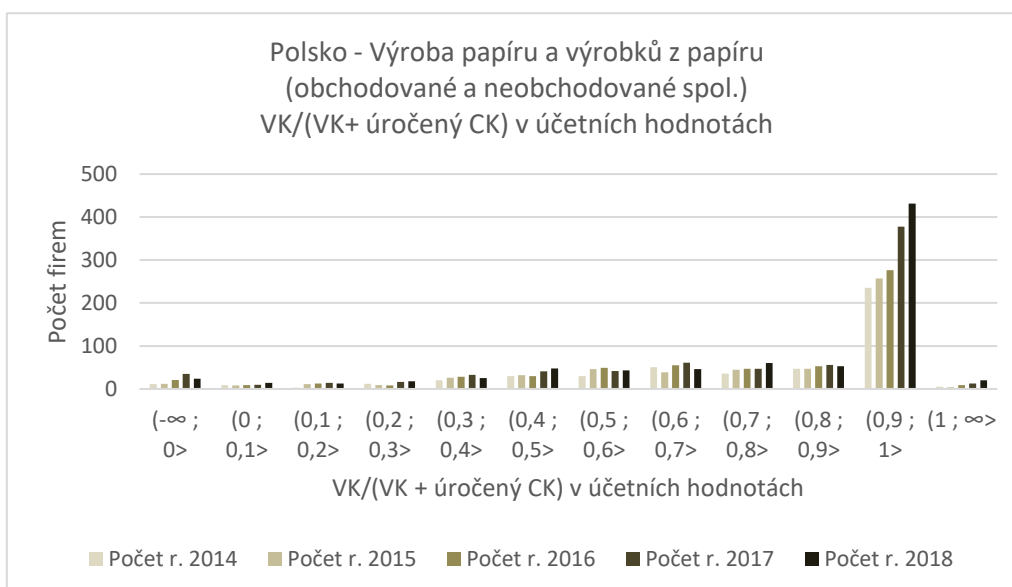
V Polsku mají firmy v odvětví výroby papíru podobné účetní kapitálové struktury, jako firmy v České republice (obr. 3). Rozložení firem do jednotlivých intervalů je rovnoměrné. Podíl vlastního kapitálu v účetních hodnotách na celkovém kapitálu je zkoumán v roce 2018 u skupiny 783 podniků. Velmi podobně jako v ČR vypadá i rozložení struktury zpoplatněného kapitálu, tj. u největšího počtu firem tvoří vlastní kapitál více než 90 % (obr. 4).

Obr. 3: Účetní struktura celkového kapitálu, Polsko, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 4: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 17



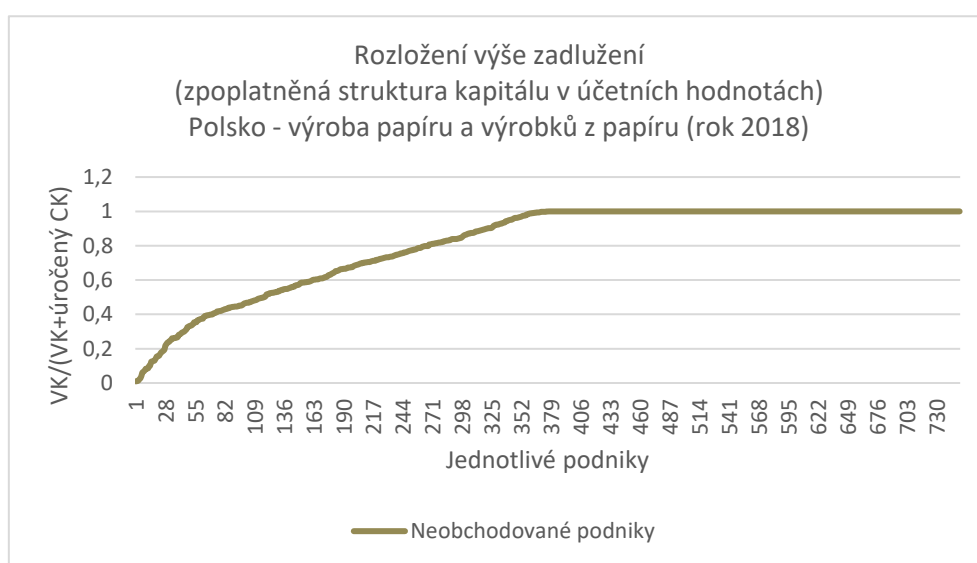
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na dalším grafu znázorníme konkrétní rozložení podílů vlastního kapitálu v rámci sledovaného odvětví v posledním roce, tj. 2018. V tomto grafu budeme vynášet zvlášť strukturu pro neobchodované společnosti a zvlášť pro obchodované. Do tohoto grafu už nebudeme vynášet podniky se záporným vlastním kapitálem. Tento typ grafu bude tedy vždy obsahovat o něco méně firem než grafy sloupcové s intervaly podílů VK.

V odvětví výroby papíru v Polsku byla v databázi pouze jedna obchodovaná společnost, která ale právě měla záporný vlastní kapitál, proto na obr. 5 jsou uvedeny jen neobchodované firmy. V dalších zemích už ale z tohoto typu grafu bude patrné srovnání obou skupin firem.

I z tohoto obrázku je dobře patrné, že polovina firem měla nulovou výši cizího úročeného kapitálu. Jen 9 % zkoumaných firem mělo vlastní kapitál pod 40 %. Rozložení podílů VK mezi 40 % a 100 % je přitom rovnoměrné.

Obr. 5: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Polsko, NACE 17

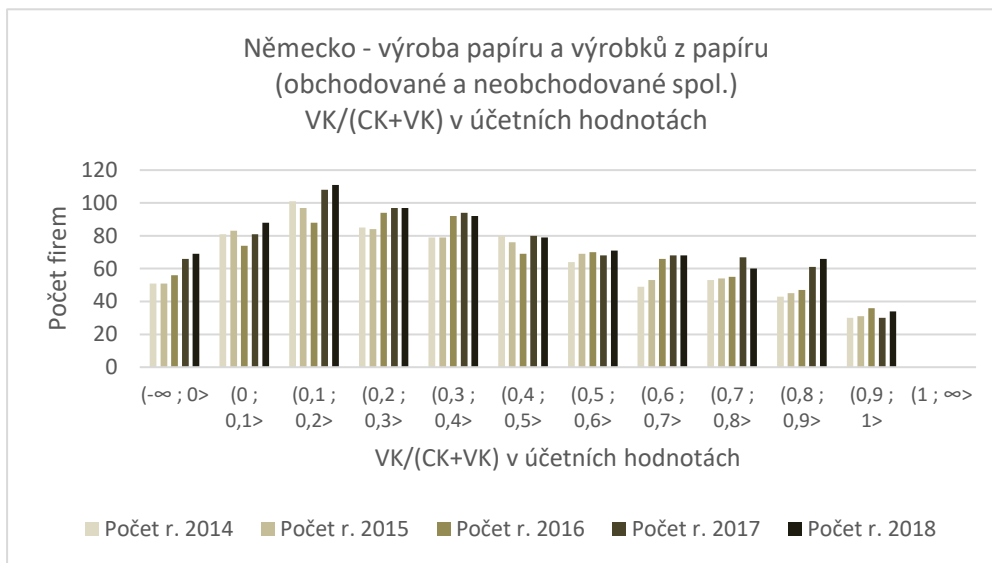


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

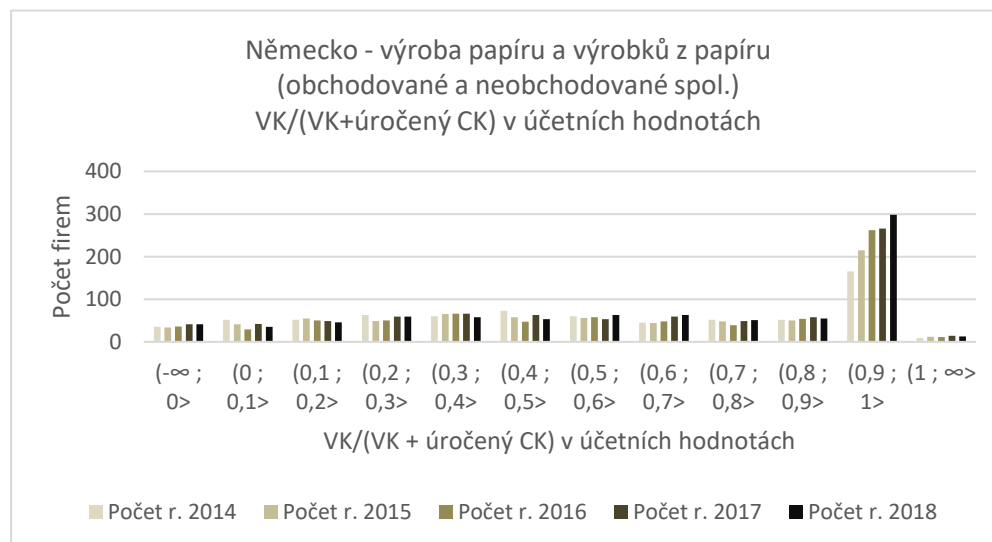
3.3 Německo (výroba papíru a výrobků z papíru)

V Německu je situace o trochu jiná, co se týče kapitálové struktury v klasickém pojetí, protože, jak můžeme vidět na grafu, tady již určitou preferenci nalézt lze. Firmy využívají cizí kapitál viditelně více než v ČR a Polsku (obr. 6). Z obrázku je patrné, že proporce počtu firem je posunuta více směrem k intervalům s menším zapojením vlastního kapitálu.

Nicméně pokud ve výpočtu a posuzování kapitálové struktury budeme vycházet z úročeného cizího kapitálu, tak dospějeme k obdobnému výsledku jako tomu bylo v Česku, a to, že nejjobsazenější skupina jsou firmy s 90 % až 100 % vlastního kapitálu. V roce 2018 mělo 36 % firem větší než 90-ti procentní podíl vlastního kapitálu v kapitálové struktuře. Zbytek společností byl do ostatních intervalů rozprostřen rovnoměrně. I v tomto grafu je ale patrné, že počty firem v těchto intervalech s nižším podílem vlastního kapitálu jsou o něco výraznější než v jiných zemích (obr. 7).

Obr. 6: Účetní struktura celkového kapitálu, Německo, NACE 17

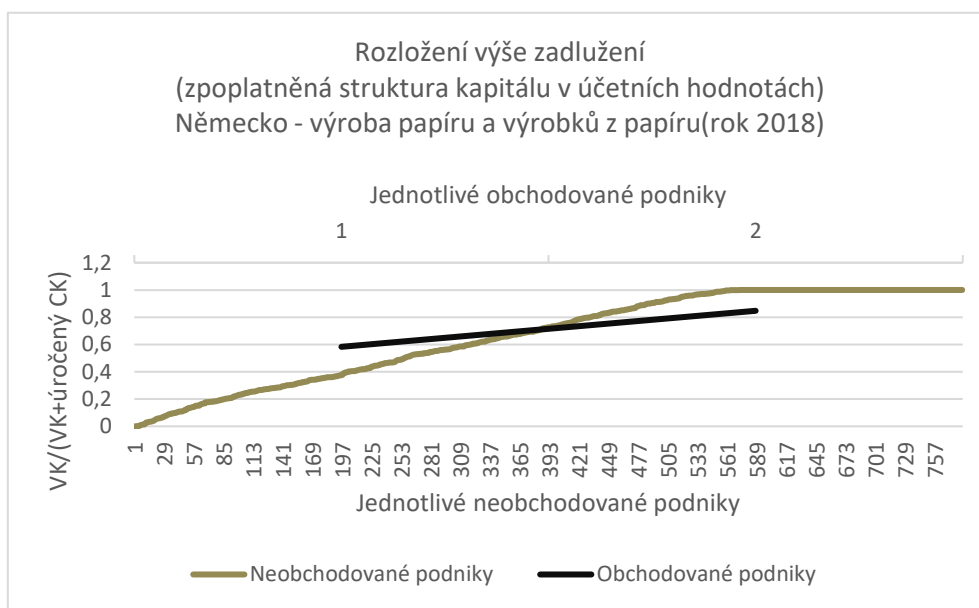
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 7: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 17

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V odvětví výroby papíru byly v Německu dvě obchodované akciové společnosti. Je to sice stále málo, nicméně na obr. 8 již můžeme vynést podrobnější rozložení účetní struktury v posledním roce pro obě skupiny firem, tj. obchodované i neobchodované. Společnosti v každé skupině jsou seřazené podle velikosti podílu VK a do grafu jsou zaneseny hodnoty pro každou jednotlivou firmou. Nad grafem jsou nadepsaná pořadová čísla pro obchodované firmy (černá křivka), pod grafem jsou pořadová čísla neobchodovaných firem (šedá křivka). Z popisů těchto dvou os je také orientačně vidět, kolik firem v každé skupině v daném případě bylo. Připomínáme, že v tomto grafu již nejsou firmy s nulovým nebo záporným VK.

Na obrázku můžeme pozorovat, že obchodované firmy mají v roce 2018 vlastní kapitál ve výši 58 % až 85 %, obě tedy do financování zapojují úročený cizí kapitál. Na druhé straně 27 % z neobchodovaných firem využívá pro financování podnikání výhradně vlastní kapitál. Zbývajících 73 % neobchodovaných firem, které mají vlastní kapitál v kladných hodnotách, je poměrně rovnoměrně rozloženo mezi 0 % a 100 % vlastního kapitálu.

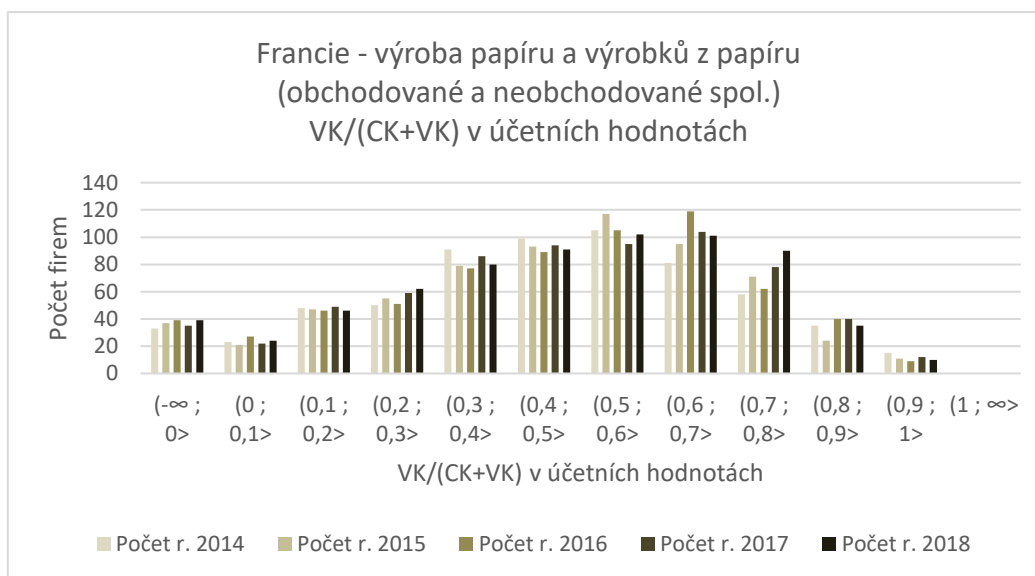
Obr. 8: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Německo, NACE 17

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Ve zkoumaném pětiletém období se **podíl tržní hodnoty** vlastního kapitálu na celkovém úročeném kapitálu pohyboval u společnosti označené na grafu číslem 1 v rozmezí **od 36 % do 66 %** a u společnosti číslo 2 **od 70 % do 92 %**.

3.4 Francie (výroba papíru a výrobků z papíru)

U této země ještě jednou naposledy uvedeme i graf se strukturou celkového kapitálu, aby si čtenář mohl udělat obrázek, jak přibližně spolu koresponduje určitý typ rozložení struktury celkového a pouze zpoplatněného kapitálu. U dalších zemí a odvětví už budeme uvádět pouze kapitál zpoplatněný, o který nám v našem zkoumání jde na prvním místě.

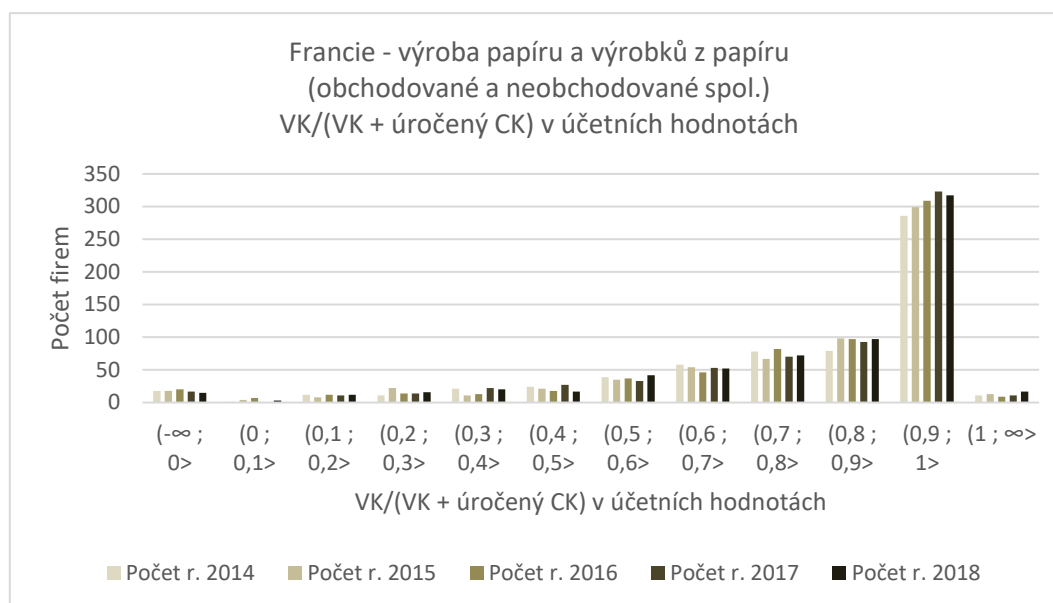
Obr. 9: Účetní struktura celkového kapitálu, Francie, NACE 17

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 9 je vidět, že ve Francii je také patrné určité charakteristické rozložení zadluženosti včetně neúročeného kapitálu jako v Německu, ale těžiště grafu je oproti Německu posunuto více doprava směrem k menšímu zadlužení. Většina firem (v roce 2018 konkrétně 68 %) financuje podnikání vlastními zdroji z třiceti až osmdesáti procent v klasickém pojetí kapitálové struktury.

Pokud se na dalším obrázku podíváme, jak se tato skutečnost projeví v grafu se strukturou zpoplatněného kapitálu, tak je vidět postupný nárůst počtu firem v jednotlivých intervalech s vyšším a vyšším podílem vlastního kapitálu. Ale i zde je na první pohled nejnápadnější poslední interval s vlastním kapitálem 90 % až 100 %, ve kterém je nejvíce firem, jako tomu bylo u předchozích zemí.

Obr. 10: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

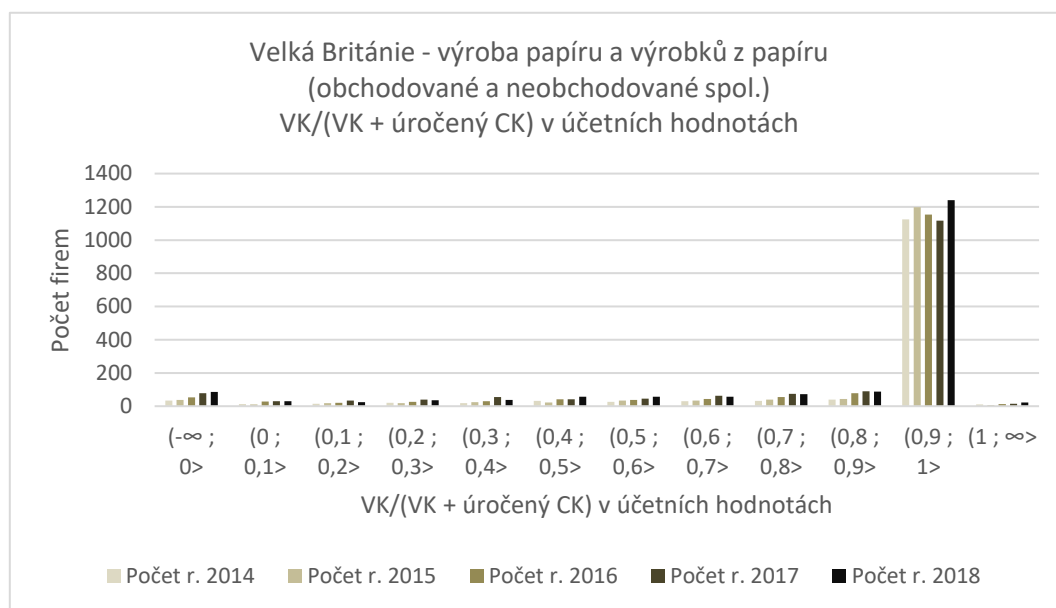
V odvětví výroby papíru a výrobků z papíru dokonce ani ve Francii není žádná obchodovaná společnost.

3.5 Velká Británie (výroba papíru a výrobků z papíru)

Ve Velké Británii je rozložení klasické struktury celkového kapitálu rovnoměrné. Uvedeme zde tedy již rovnou na obr. 11 graf pro kapitál zpoplatněný. Z něho je patrné, že v této zemi je skutečně mimořádně výrazný segment firem s 90 % až 100 % vlastního kapitálu.

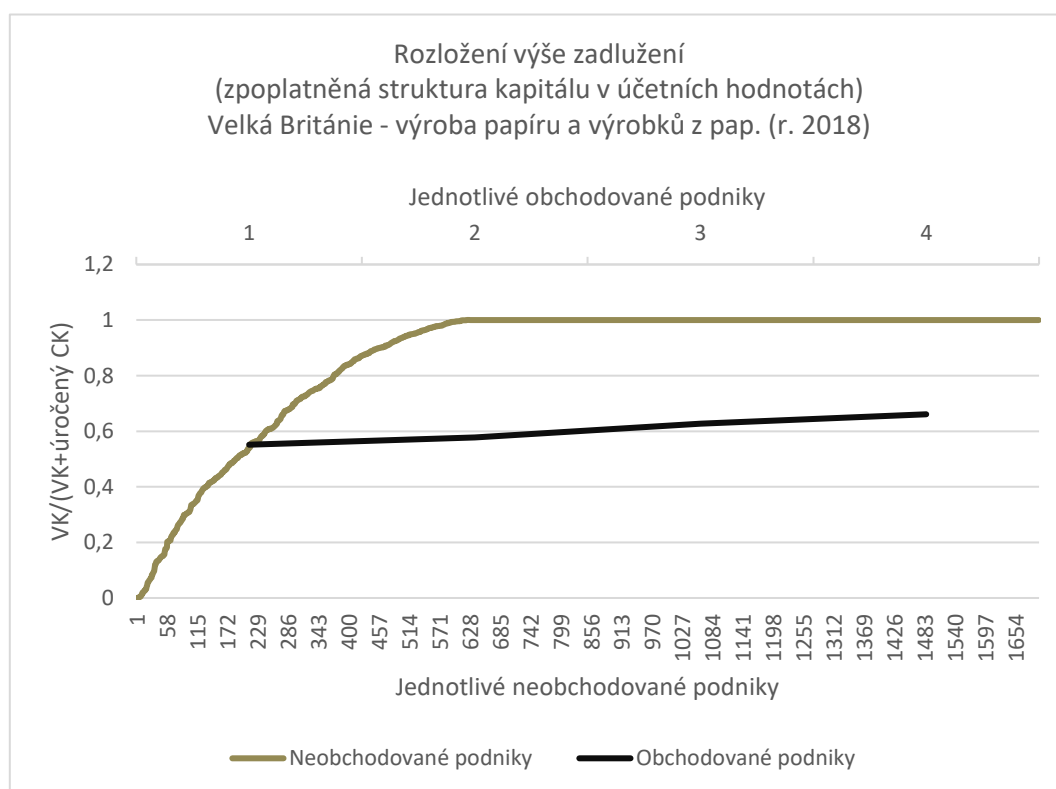
V této zemi byly 4 obchodované společnosti (obr. 12). Jejich zadluženost v účetních hodnotách se v roce 2018 pohybovala okolo 40 % (v dřívějších letech to bylo méně, cca 30 %). Ovšem výrazná většina (63 %) neobchodovaných společností pracuje pouze s vlastním kapitálem. Zbývajících 37 % je pak rovnoměrně rozloženo mezi 0 % až 100 % vlastního kapitálu.

Obr. 11: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 12: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, VB, NACE 17



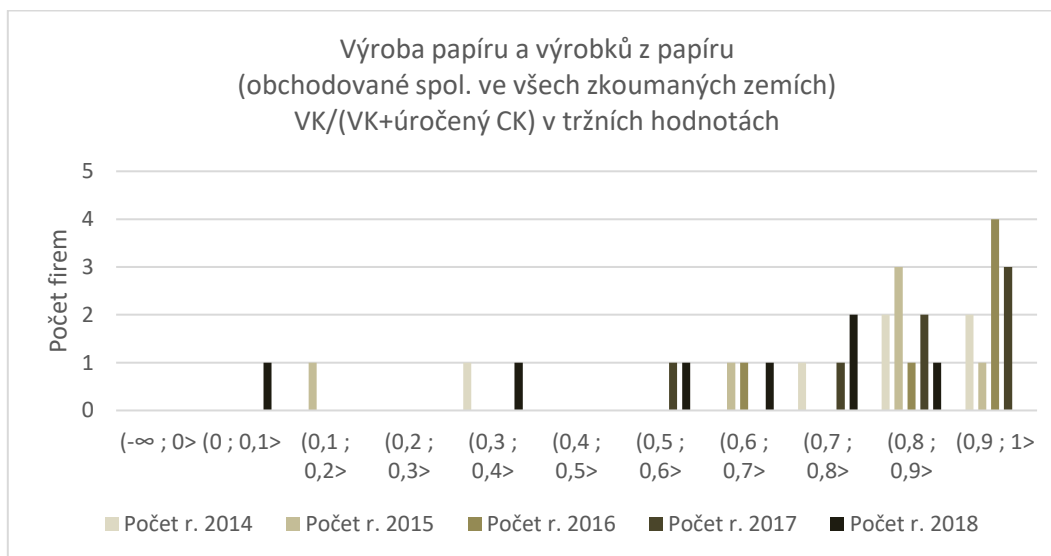
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Podíl vlastního kapitálu u těchto firem v **tržních hodnotách** se nejčastěji pohyboval mezi 75 % až 95 %.

3.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

V odvětví výroby papíru a výrobků z papíru se vyskytovalo i ve velkých a rozvinutých zemích velmi málo obchodovaných firem, celkem pouze 6, takže nemělo smysl sestavovat grafy s tržní strukturou pro jednotlivé země. Nicméně v této části u každého odvětví sestavíme dva grafy obsahující data za všechny zkoumané země. První z nich bude sloupcový graf strukturovaný do intervalů podílu vlastního kapitálu po 10 % stejným způsobem, jako tomu bylo v předchozím textu u jednotlivých zemí. Vlastní kapitál ale bude nahrazen tržní kapitalizací a struktura kapitálu tedy bude počítána podle vzorce č. 2.

Obr. 13: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 17



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

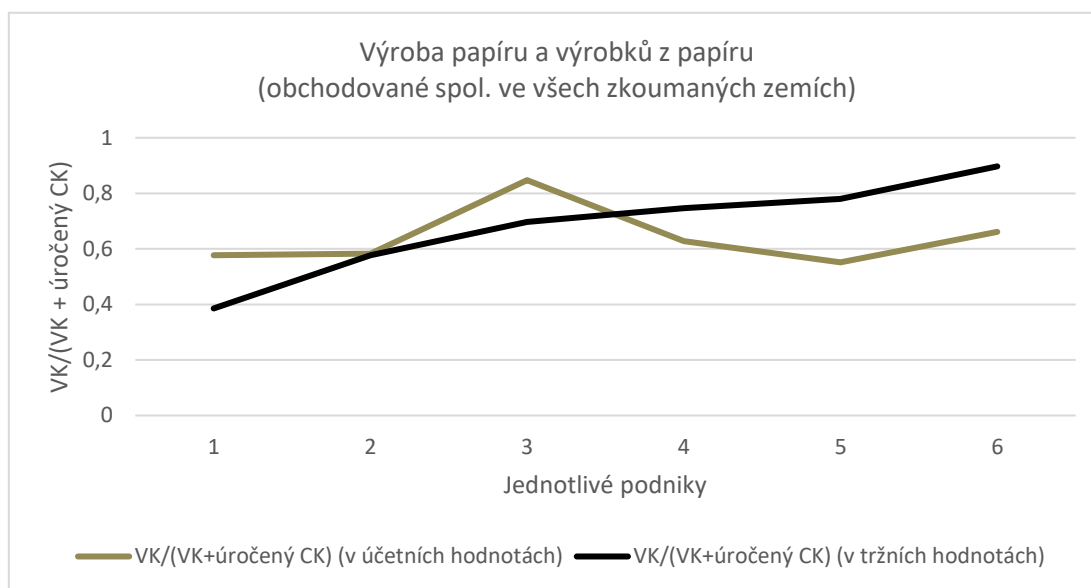
U tohoto odvětví většina obchodovaných firem využívá vlastní kapitál mezi 50 % až 100 % měreno tržními hodnotami.

Poslední typ grafu bude zachycovat podrobnější rozložení struktury kapitálu v roce 2018 u obchodovaných společností, a to pro srovnání u každé jednotlivé společnosti jak její tržní strukturu, tak účetní. Společnosti jsou přitom seřazeny podle velikosti tržní struktury (černá křivka). Šedá křivka s účetní zpoplatněnou strukturou proto nebude mít u tohoto grafu „hladký“ průběh. Do tohoto grafu budeme vynášet jen společnosti s kladným vlastním kapitálem. U dalších odvětví a zemí, kde bude větší počet obchodovaných společností, sestavíme stejný graf i pro jednotlivé země.

Z obr. 14 je patrné, že v roce 2018 všechny obchodované společnosti, na rozdíl od společností neobchodovaných, využívaly určitou míru zadlužení, nicméně podíl vlastního kapitálu v tržních hodnotách se pohyboval ve velkém rozpětí mezi cca 40 % až 90 %, a to poměrně rovnoměrně.

Zároveň je patrné, že tržní hodnoty se samozřejmě u většiny firem liší od jejich účetních hodnot, jednotlivé firmy mají tržní podíl VK často nezanedbatelně vyšší nebo naopak nižší než účetní podíl VK, ale za soubor podniků uvedený v grafu jako celek nejsou proporce mezi účetní a tržní strukturou natolik řádově odlišné, abychom nemohli vyvozovat obecné závěry z účetních struktur, jak jsme to dělali v předchozím textu. Znovu ale zdůrazňujeme, že tím v žádném případě nelze říci, že u jednotlivé firmy je tržní a účetní hodnota totéž.

Obr. 14: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, NACE 17



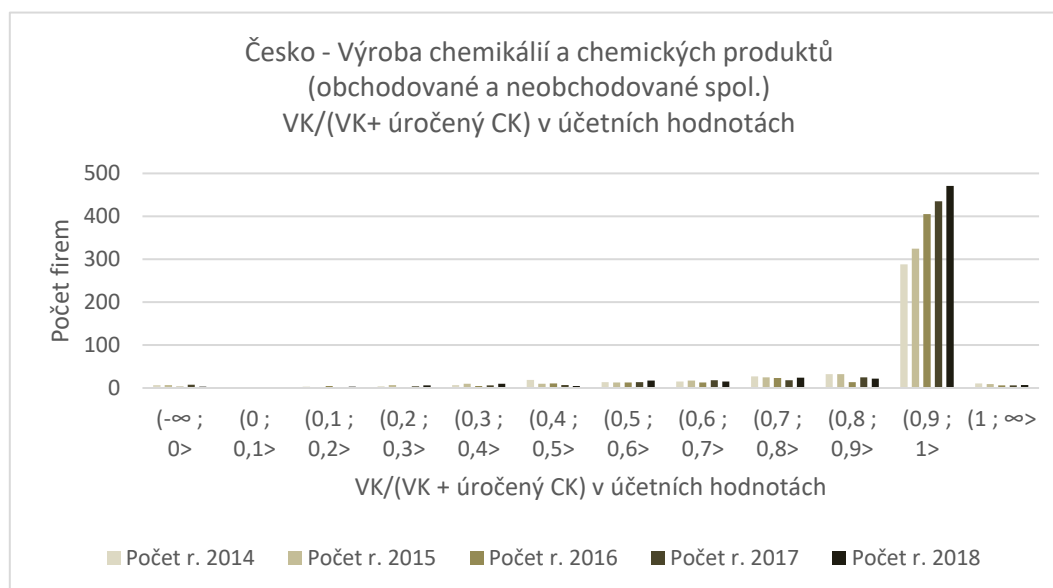
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4. Výroba chemikálií a chemických produktů (NACE 20)

4.1 Česko (výroba chemikálií a chemických produktů)

Na obr. 15 můžeme vidět, že stejně jako tomu bylo u výroby papíru a výrobků z papíru, i v tomto odvětví drží podniky jen malé množství cizího úročeného kapitálu, většinou do 10 %. Celkem 76 % českých neobchodovaných firem působících v tomto odvětví využívá pouze vlastní kapitál.

Obr. 15: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Česko, NACE 20

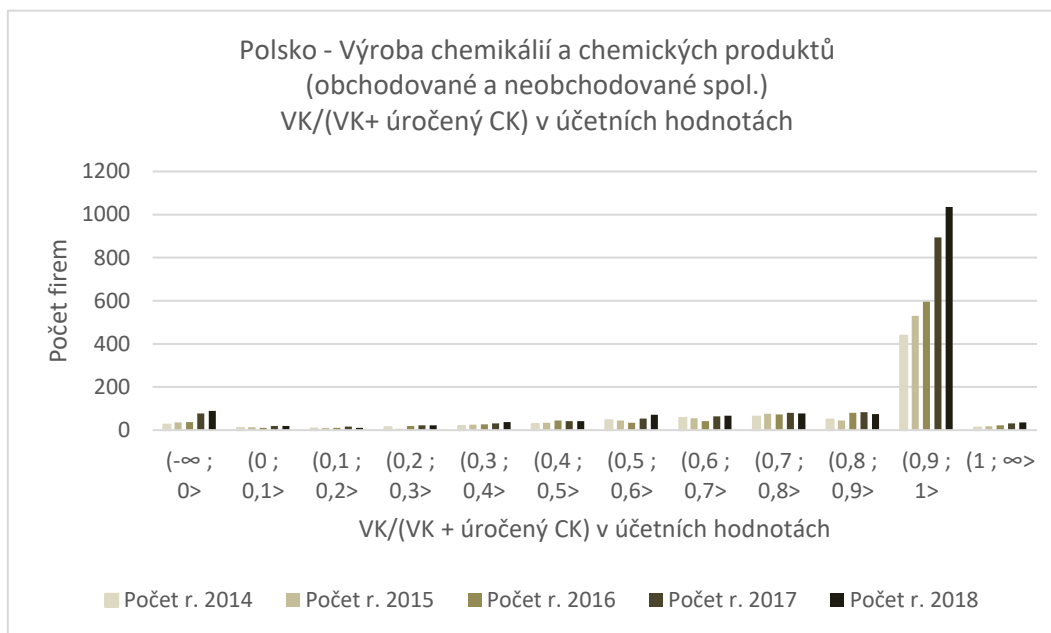


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.2 Polsko (výroba chemikálií a chemických produktů)

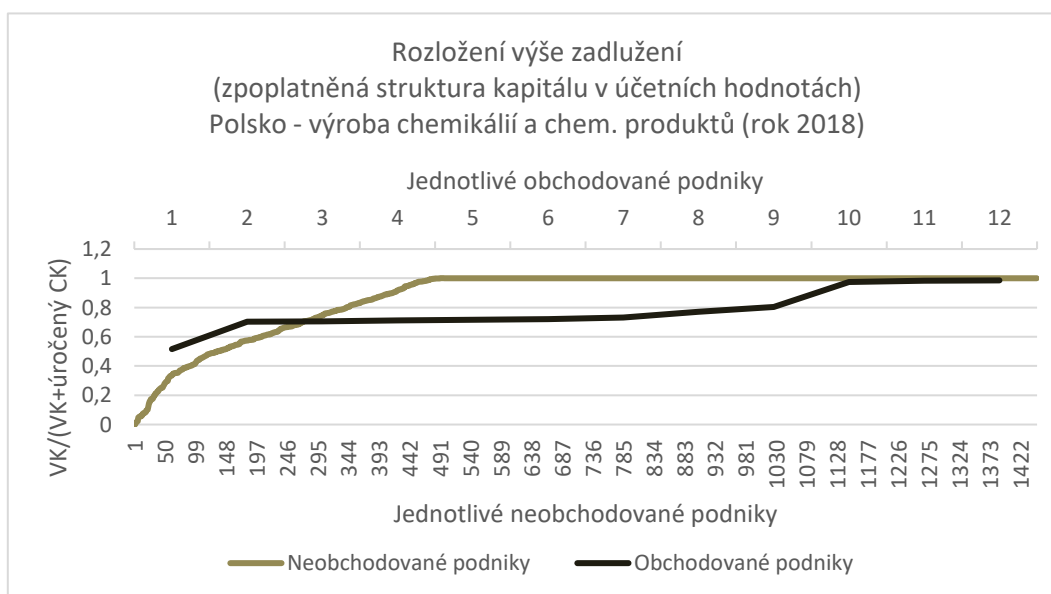
V roce 2018 působilo v Polsku 12 obchodovaných a 1570 neobchodovaných společností, které se zabývaly výrobou chemikálií a chemických produktů. Rozložení struktury do intervalů (obr. 16) je velmi podobné jako v ČR, tj. opět výrazně největší počet firem s vlastním kapitálem nad 90 %. Poznamenejme jen, že postupný roční nárůst počtu firem v intervalu (0,9 ; 1> není způsoben změnou chování jednotlivých firem, ale tím, že v letech před rokem 2018 byly přístupné údaje v databáze Amadeus u menšího počtu polských firem.

Obr. 16: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 17: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Polsko, NACE 20

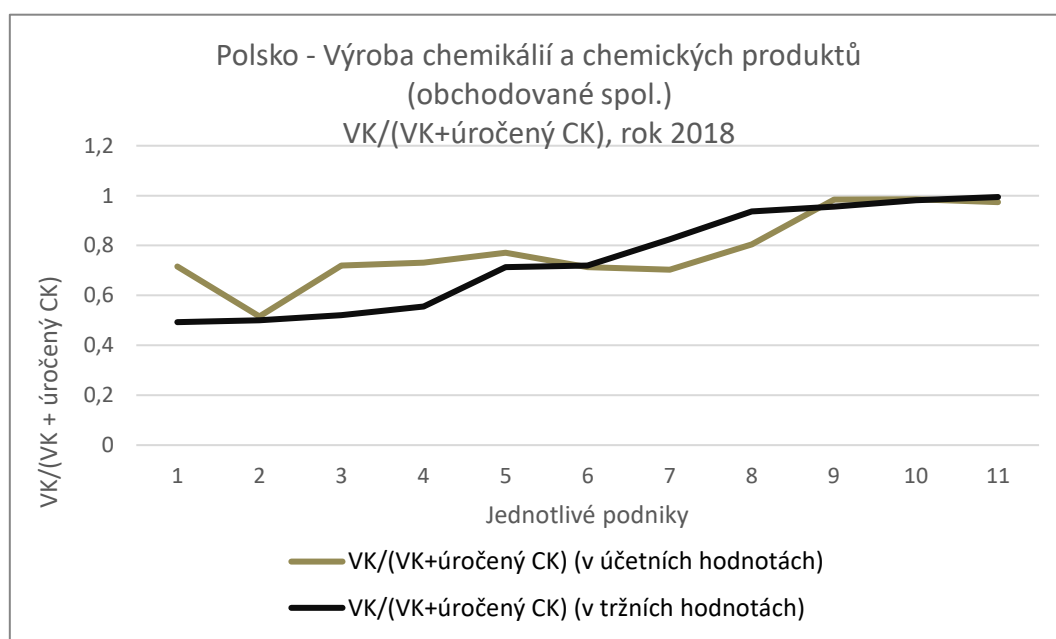


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Z obr. 17 je pak jasně vidět rozdíl mezi obchodovanými a neobchodovanými společnostmi. Naprostá většina (62 %) neobchodovaných firem nedrží žádný cizí úročený kapitál, naopak většina obchodovaných společností určitý podíl cizího kapitálu má, podíl vlastního kapitálu v účetních hodnotách mají nejčastěji mezi 70 % až 80 %.

Obchodované společnosti mají podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** téměř výhradně v poměrně širokém pásmu **mezi 50 % až 100 %** s tím, že rozložení v tomto pásmu je do značné míry rovnoměrné. U tohoto odvětví je k dispozici již alespoň 11 firem, takže má smysl znázornit rozložení tržní struktury i na grafu. Opět jde o graf, kde jsou firmy seřazeny podle velikosti tržního podílu vlastního kapitálu a u každé firmy jsou zároveň na světlejší křivce vyneseny jako doplňková informace účetní podíly vlastního kapitálu.

Obr. 18: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Polsko, NACE 20



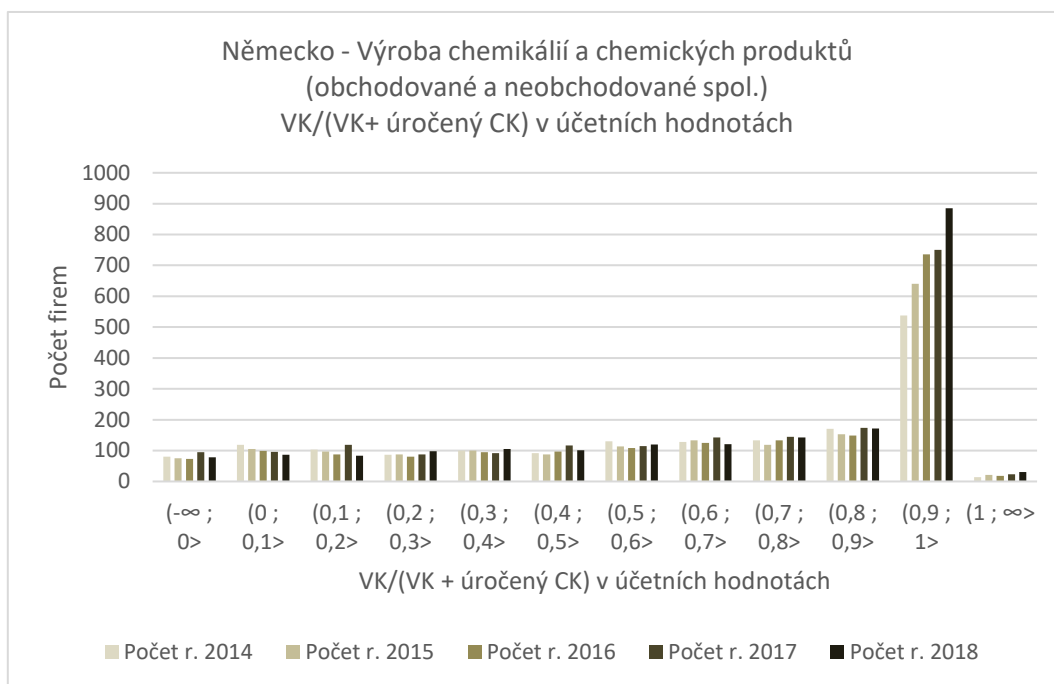
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.3 Německo (výroba chemikálií a chemických produktů)

Podobně jako u předchozího odvětví, i zde německé firmy vykazují o něco vyšší zadlužení než firmy z ostatních zemí. V Německu je firem, které drží do 10 % cizího úročeného kapitálu, méně, než je tomu v Česku, ale i tady takové firmy převládají. V tomto intervalu se v roce 2018 nachází 44 % všech analyzovaných společností. Ostatní firmy jsou do dalších intervalů rozděleny téměř rovnoměrně (viz obr. 19).

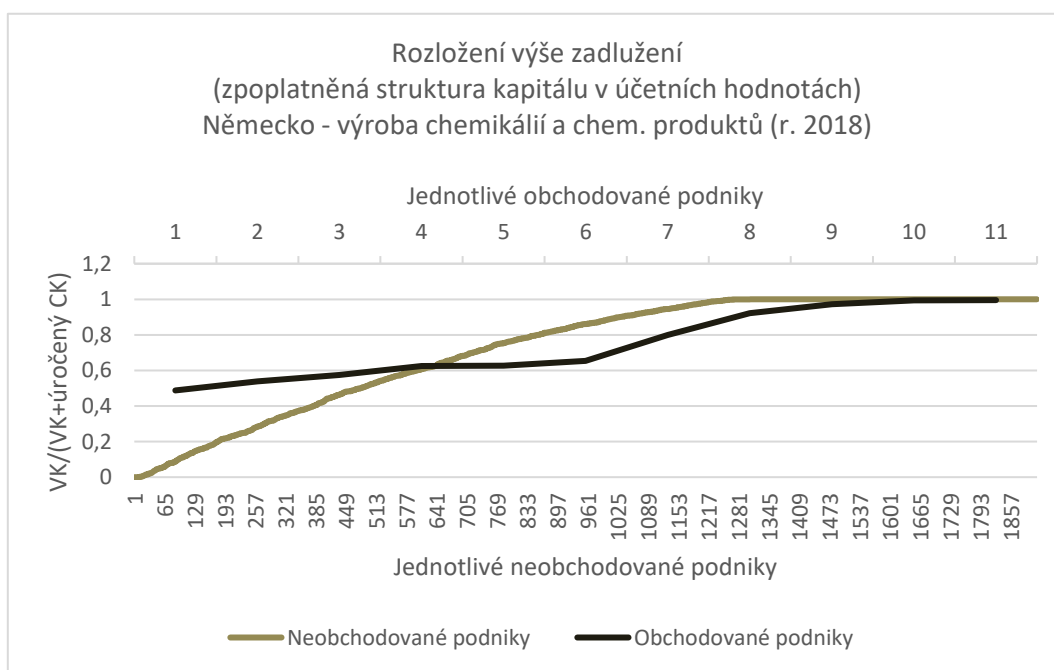
V tomto odvětví působilo v roce 2018 v Německu 11 obchodovaných společností (viz obr. 20). Účetní kapitálové struktury těchto firem mají relativně velký rozptyl, protože podíl vlastního kapitálu na zpoplatněném kapitálu začíná na hodnotě 0,49 a končí na hodnotě 0,995. Rozptyl neobchodovaných firem je větší, protože těchto firem je výrazně více. 32 % z neobchodovaných firem využívá v tomto případě jenom vlastní kapitál a zbylých 68 % firem je na grafu rozloženo rovnoměrně. Rozdíly v zadluženosti obchodovaných a neobchodovaných společností jsou zde tak o něco menší než u ostatních zemí.

Obr. 19: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

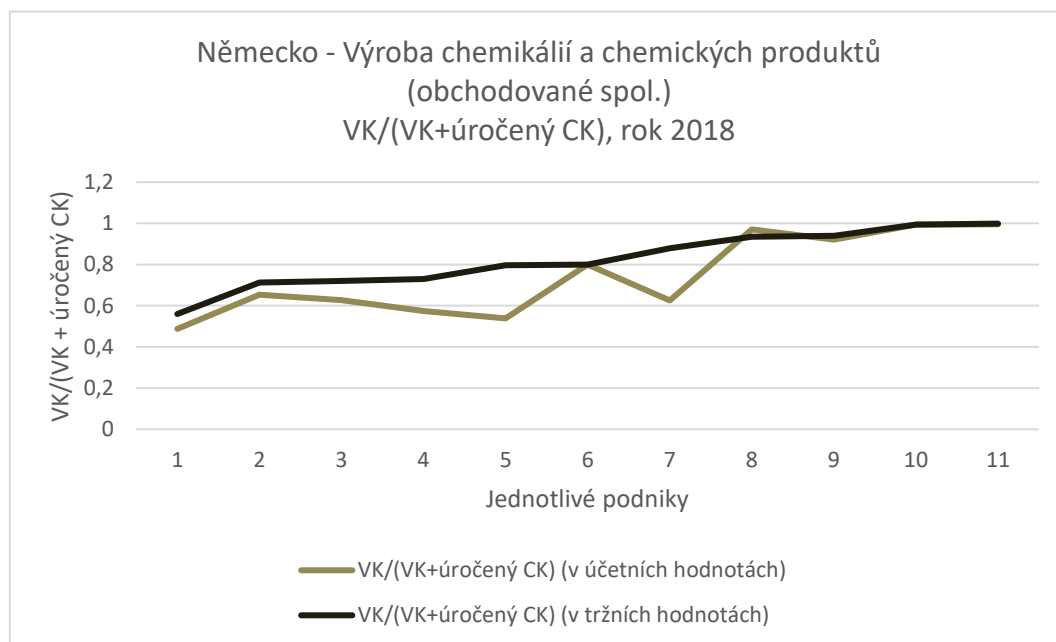
Obr. 20: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Německo, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** u obchodovaných společností se pohybuje rovnoměrně mezi **60 % až 100 %** vlastního kapitálu. Pásmo je tedy užší než u Polska, ale stále poměrně široké. Z grafu 21 je patrné, že účetní struktura do značné míry kopíruje tržní strukturu.

Obr. 21: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Německo, NACE 20

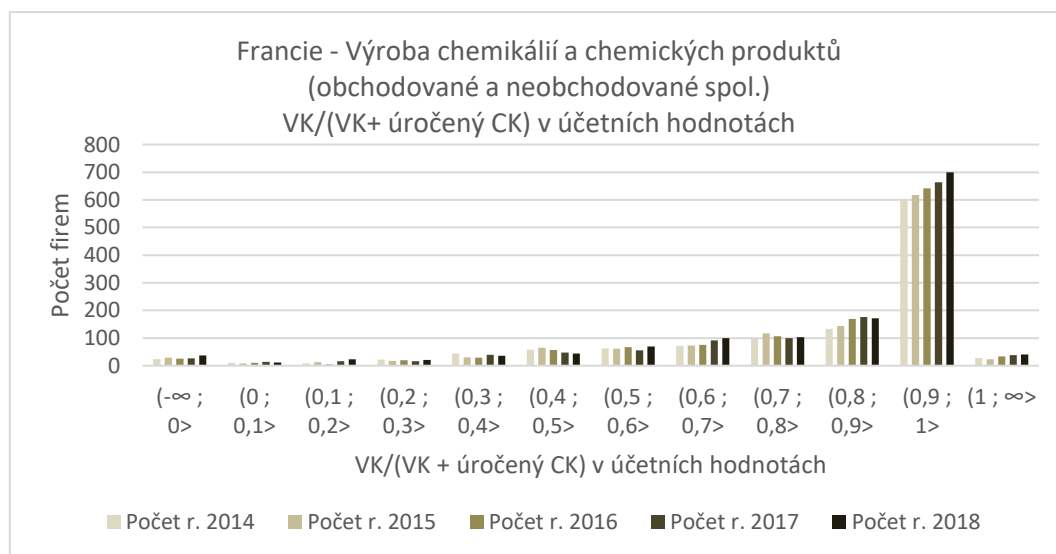


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.4 Francie (výroba chemikálií a chemických produktů)

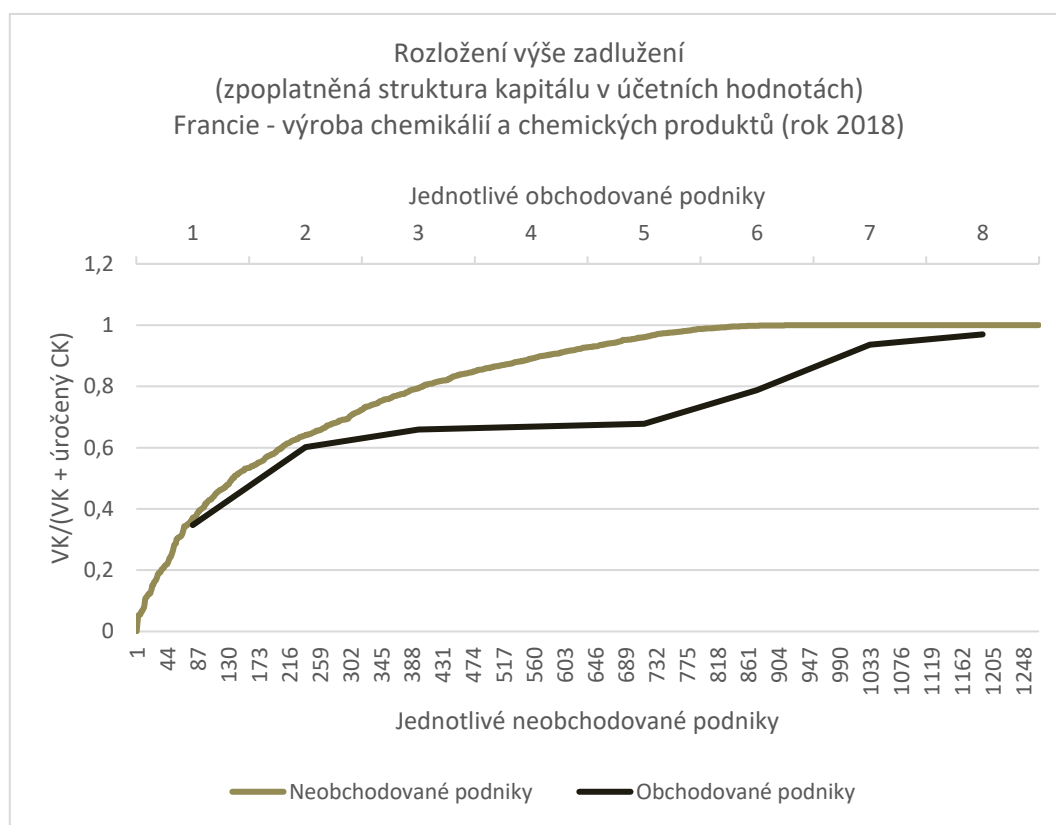
U Francie je graf (obr. 22) zobrazující účetní kapitálové struktury firem zabývajících se výrobou chemikálií a chemických produktů podobný grafu pro předchozí odvětví výroby papíru. Nicméně v tomto odvětví již působí 8 obchodovaných společností. Polovina z nich využívá cizí kapitál ve výši 30 až 40 % (obr. 23). I zde je patrné menší zadlužování neobchodovaných podniků než obchodovaných. 81,6 % všech zkoumaných firem má v kapitálové struktuře vyšší podíl vlastního kapitálu než 60 % v účetních hodnotách.

Obr. 22: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

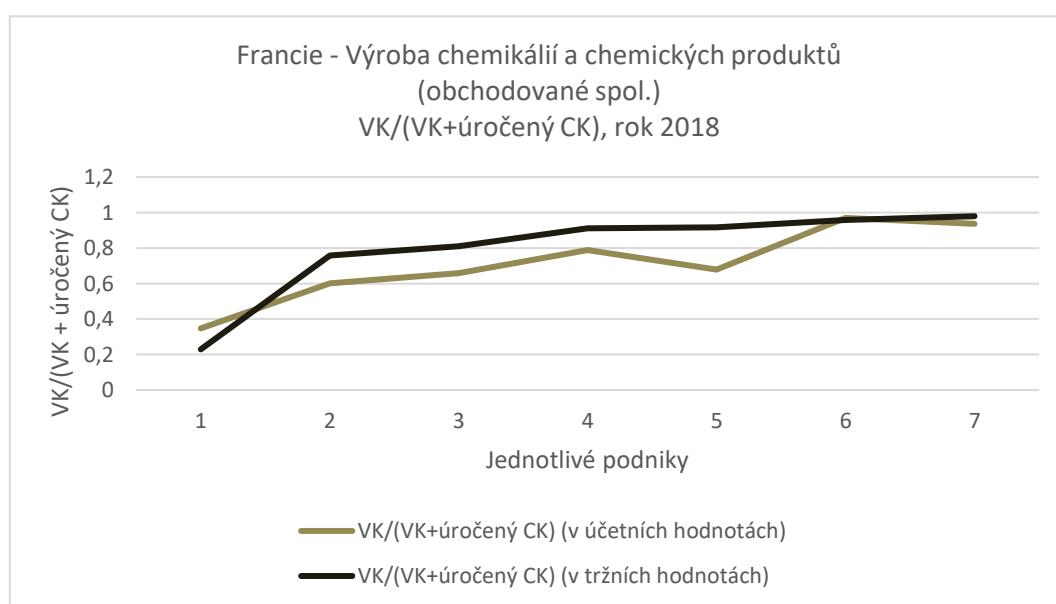
Obr. 23: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Francie, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** je v tomto případě trochu užší, a to v roce 2018 většinou **od 76 % do 98 %**. V předchozích letech byla ale zadluženost o něco vyšší.

Obr. 24: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Francie, NACE 20

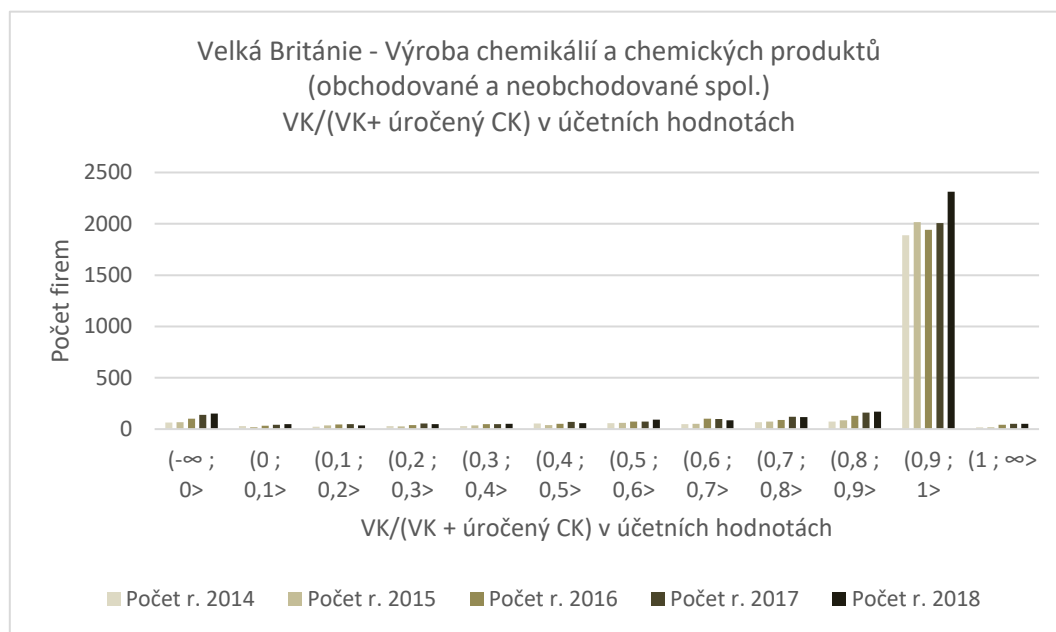


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.5 Velká Británie (výroba chemikálií a chemických produktů)

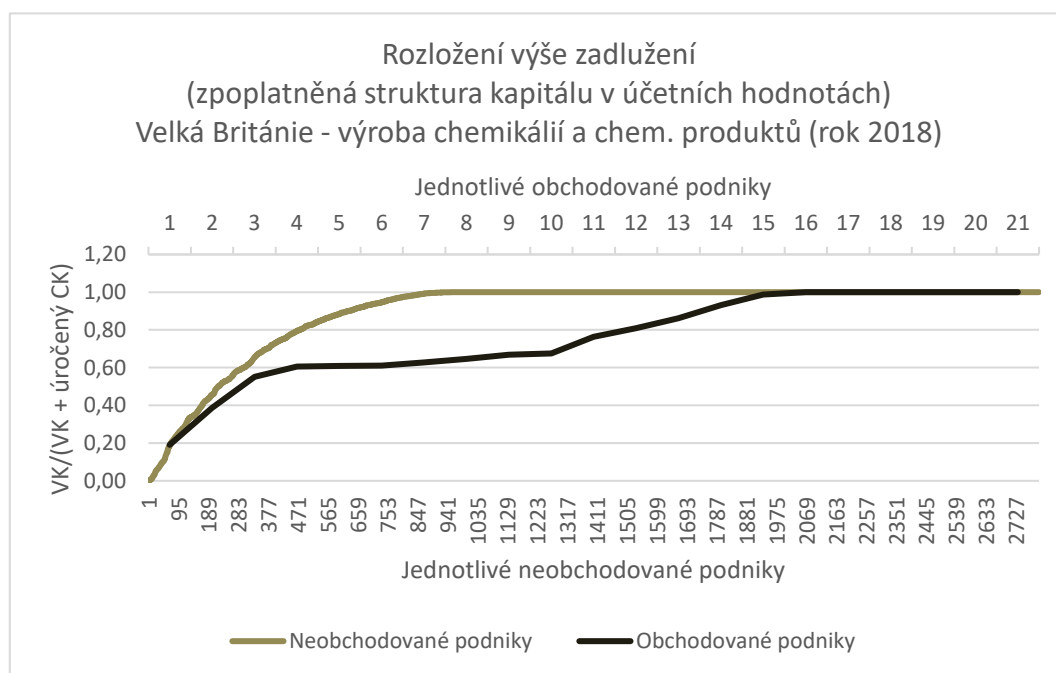
Ve Velké Británii je velmi výrazná tendence k většímu využívání vlastního kapitálu, stejně jako u předchozího odvětví. Firem, které mají výlučně vlastní kapitál, je 61 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v účetní kapitálové struktuře je 72 %. Velmi vysoký podíl zcela nezadlužených firem je zejména mezi neobchodovanými společnostmi, ale nulové zadlužení má i 6 z 21 obchodovaných společností.

Obr. 25: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

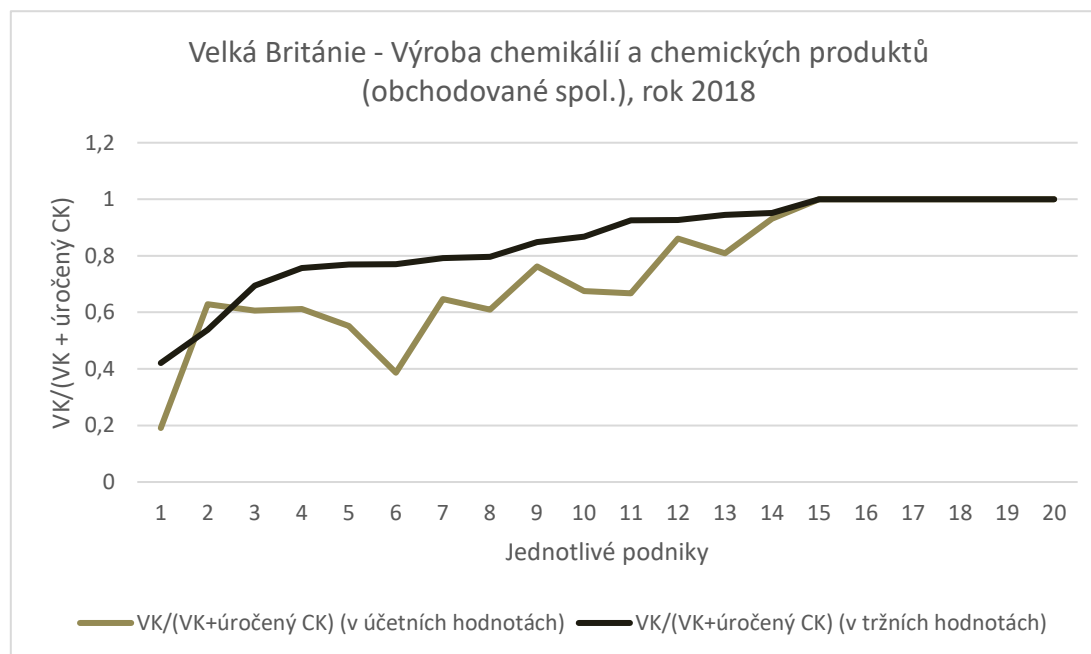
Obr. 26: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, VB, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pokud jde o podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** u obchodovaných společností, kromě již zmíněných **6 společností s nulovým zadlužením** se u ostatních firem pohyboval poměrně rovnoměrně v širokém pásmu **cca 50 % až 100 %** vlastního kapitálu.

Obr. 27: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Velká Británie, NACE 20



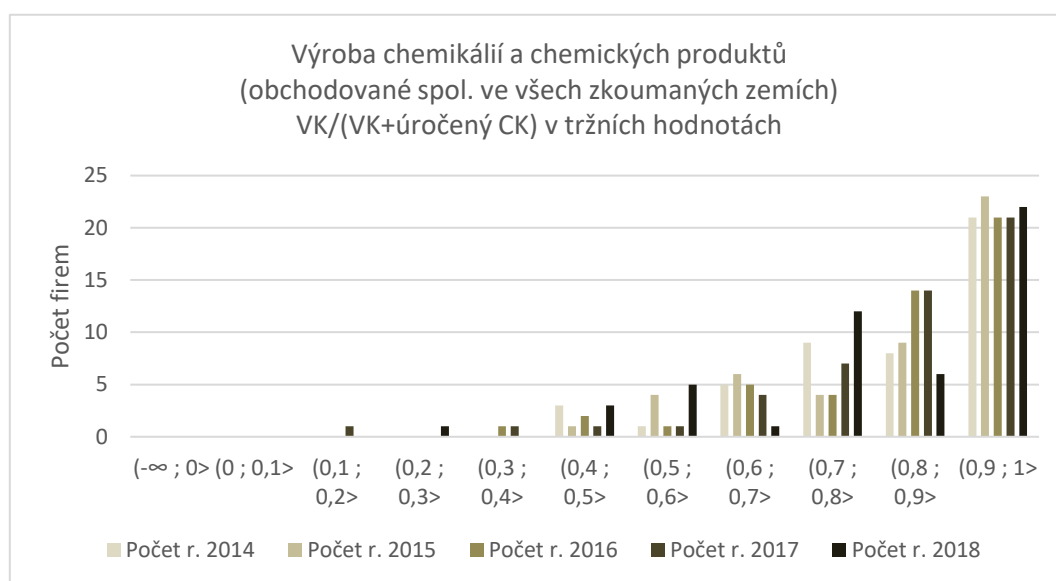
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

V odvětví výroby chemikálií a chemických produktů působí ve vybrané čtveřici zahraničních zemí 53 obchodovaných společností. Na obr. 28 vidíme, že naprostá většina i obchodovaných společností využívá cizí úročený kapitál v nízké míře a největší počet firem se nachází v intervalu $(0,9 ; 1>$ a dále pak v intervalech $(0,8 ; 0,9>$ a $(0,7 ; 0,8>$. Na základě zmíněného grafu bychom mohli tvrdit, že pásmo zadlužení obchodovaných firem působících v tomto odvětví ve zkoumaných evropských zemích je 0 až 50 %.

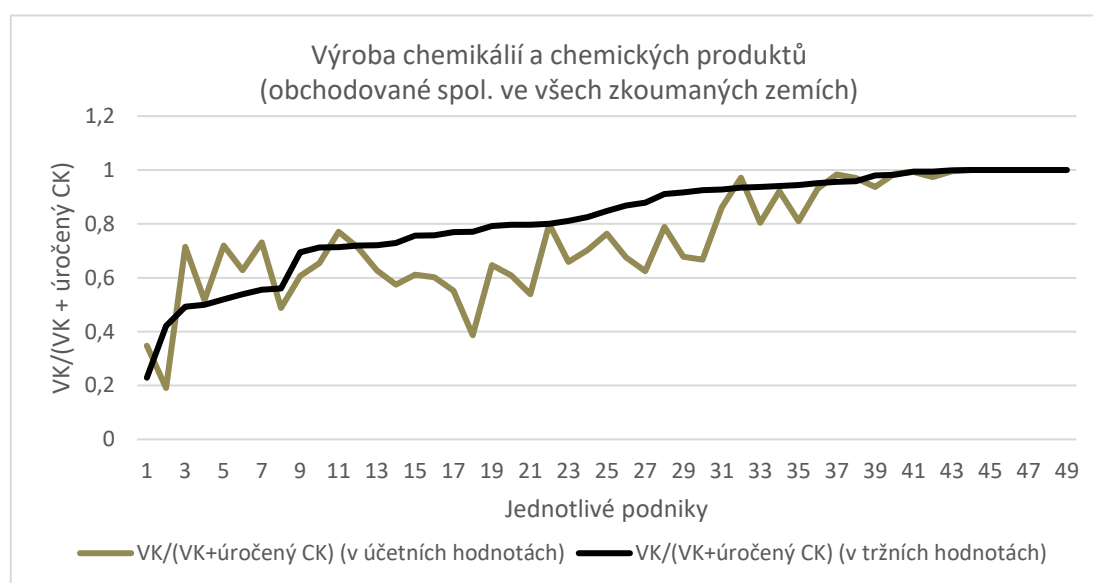
Celkové rozložení hodnot zadlužení na grafu je docela široké a průměrná hodnota tedy není dostatečně směrodatná a jen těžko ji můžeme považovat za optimum. Z obr. 29 pak lze vyčíst určité upřesnění, že největší část firem má zadlužení od 0 % do 30 % s tím, že část firem je financována pouze vlastním kapitálem.

Obr. 28: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 20



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 29: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, NACE 20

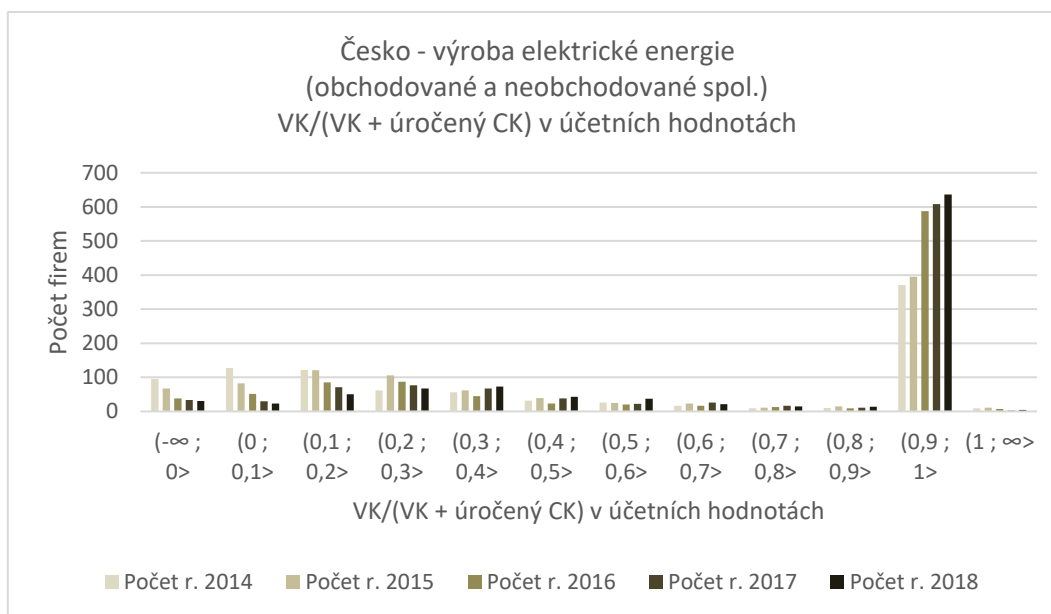


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

5. Výroba elektrické energie (NACE 3511)

5.1 Česko (výroba elektrické energie)

V Česku v odvětví výroby elektrické energie využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 61 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 63 %.

Obr. 30: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Česko, NACE 3511

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V Česku se nachází jen jedna obchodovaná společnost, která se zabývá výrobou elektrické energie (ČEZ, a.s.). V roce 2018 měla zkoumaný podíl ve výši 0,61. Od roku 2014 využívala tato společnost od 60 do 65 % vlastního kapitálu v účetním vyjádření pro financování podnikatelské činnosti. Její tržní struktura se od účetní příliš nelišila. Za sledovaném období se pohybovala v obdobném rozmezí a v roce 2018 byla cca 0,65.

U neobchodovaných společností v tomto odvětví je ale vidět jasná preference. Po vynechání společností se záporným kapitálem z neobchodovaných společností až 64 % nevyužívá žádný cizí úročený kapitál.

5.2 Polsko (výroba elektrické energie)

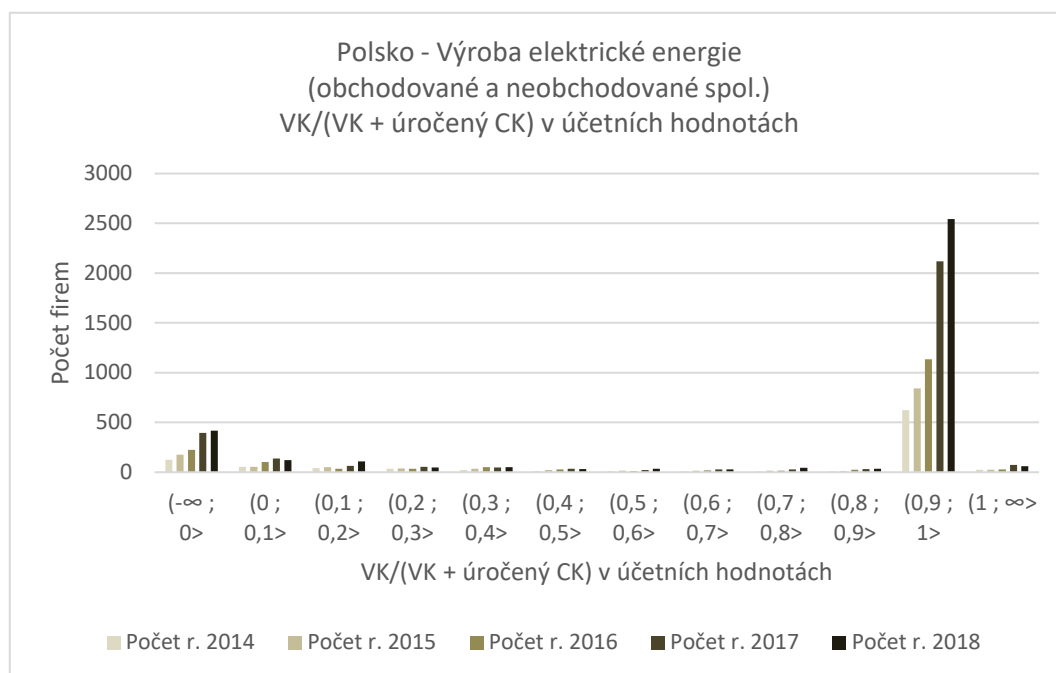
Také zde společnosti využívají úročený cizí kapitál velmi málo. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál, je 70 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 72 %.

Růst počtu firem v intervalu (0,9 ; 1> na obr. 31 není způsoben změnou zadlužení u jednotlivých firem, ale chybějícími daty v databázi Amadeus u některých firem v letech před rokem 2018.

V Polsku působí v odvětví výroby elektrické energie 3 obchodované společnosti, které mají v kapitálové struktuře vlastní kapitál nad 80 %. V předchozích zkoumaných obdobích bylo rozložení výše zadlužení u obchodovaných firem podobné roku 2018.

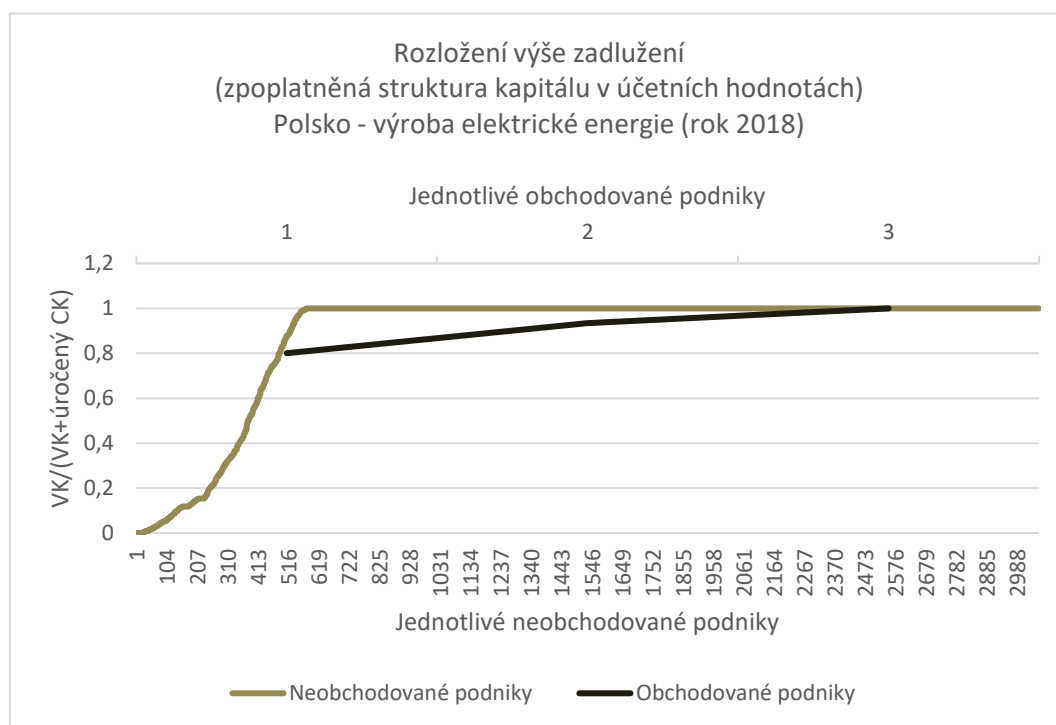
U neobchodovaných firem až 80 % těchto firem využívalo v roce 2018 jenom vlastní kapitál (viz obr. 32).

Obr. 31: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 32: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Polsko, NACE 3511



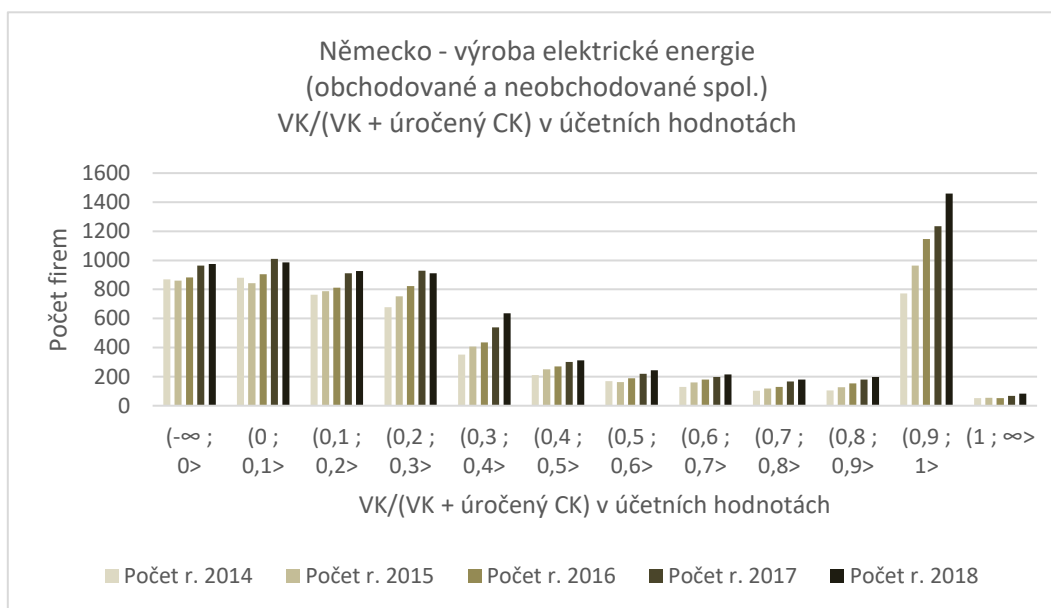
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pokud jde o **tržní strukturu**, dvě ze tří obchodovaných společností má nulové nebo minimální zadlužení, tržní struktura je tak **nad 95 %** vlastního kapitálu. Třetí společnost má tržní podíl VK nižší než účetní, kolísá ve sledovaných letech mezi 26 % až 54 %, a není tedy pro obecnější závěry příliš relevantní.

5.3 Německo (výroba elektrické energie)

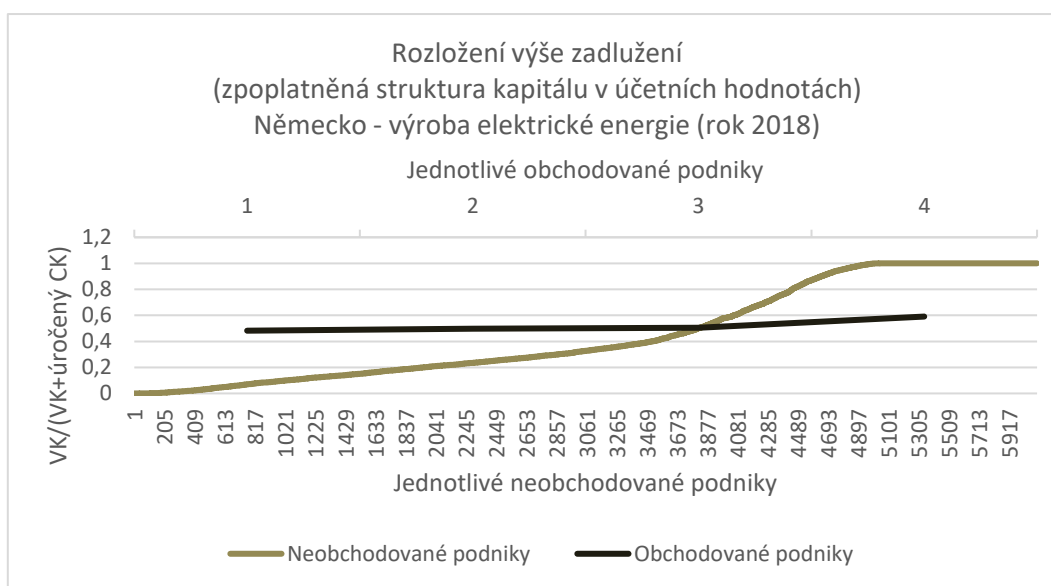
V Německu v odvětví výroby elektrické energie převládají dva typy firem. Jedna početná skupina firem využívá úročený cizí kapitál v minimální míře. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 15 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 20 %. Druhá početná skupina firem využívá cizí úročené zdroje financování naopak ve velké míře. Takových firem, které patří do intervalů obsahujících vysoký počet firem a které mají v kapitálové struktuře 60 až 100 % cizího úročeného kapitálu, je 48,5 %. Opět se tedy potvrzuje, že Německo vykazuje v tomto ohledu jiné charakteristiky než většina ostatních zkoumaných zemí (obr. 33).

Obr. 33: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 34: Rozložení účetní struktury zpoplat. kap. v r. 2018, Německo, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

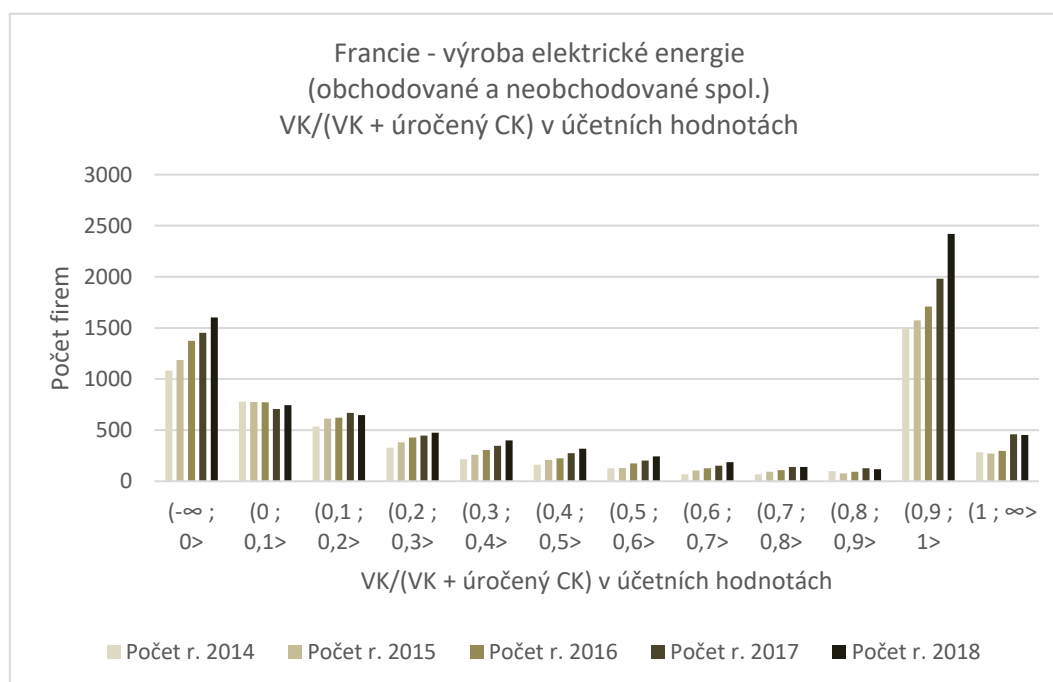
V Německu působí v tomto odvětví 4 obchodované společnosti (obr. 34), které využívají 48 až 60 % vlastního kapitálu. Obchodovaných firem je sice méně, ale jejich zadlužení je ve zkoumaném období obdobné, a tedy toto rozpětí zadlužení v účetních hodnotách můžeme považovat v tomto odvětví v rámci Německa za jakousi obvyklou účetní strukturu.

Pokud jde o **tržní hodnoty**, je takovýto závěr už problematičtější udělat. U dvou z těchto společností se tržní podíl VK sice ve většině sledovaných let držel v pásmu cca **40 % až 55 %**, ale třetí měla tržní podíl VK velice nízký a pro čtvrtou nebyly údaje o tržní kapitalizaci k dispozici vůbec.

5.4 Francie (výroba elektrické energie)

Ve Francii, podobně jako v Německu, v odvětví výroby elektrické energie převládají dva typy firem. Jedna početná skupina firem využívá úročený cizí kapitál v minimální míře. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 26 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 31 %. Druhá o trochu méně početná skupina firem využívá cizí úročené zdroje financování ve velké míře. Takových firem, které patří do intervalů obsahujících vysoký počet firem a které mají v kapitálové struktuře 80 až 100 % cizího úročeného kapitálu, je 18 %. Výrazný je i podíl firem se záporným VK.

Obr. 35: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 3511

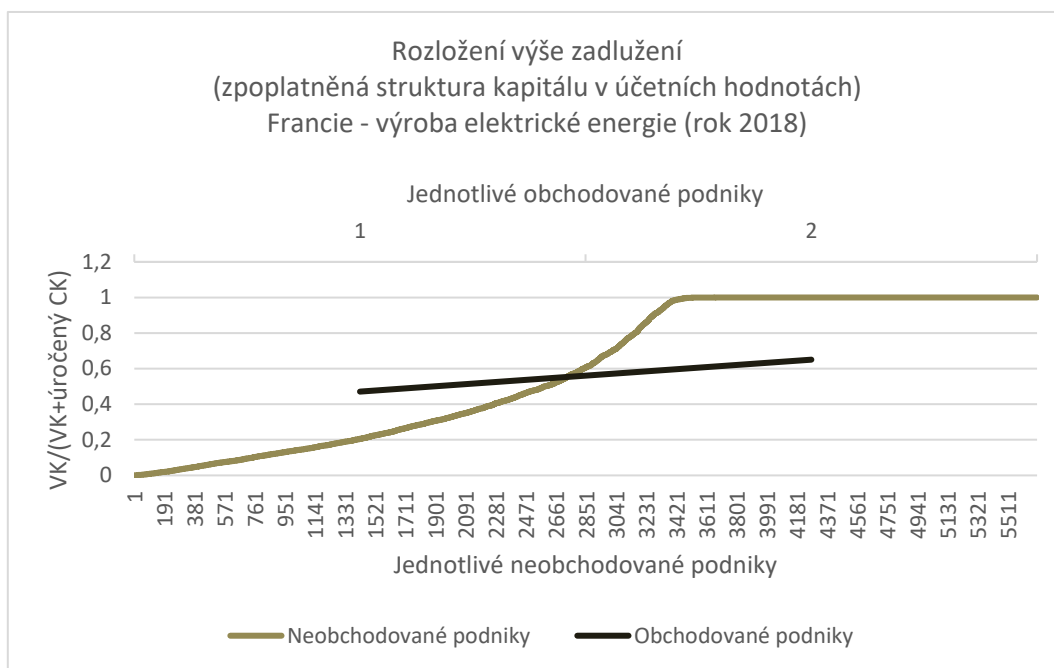


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Jak je vidět z obr. 36, u neobchodovaných firem je možné pozorovat určitou preferenci. Až 43 % těchto firem využívalo v roce 2018 více než 90 % vlastního kapitálu, přičemž 37 % neobchodovaných firem nevyužívalo žádný úročený cizí kapitál.

Obchodované společnosti s kladným VK jsou ale pouze dvě, proto jediný závěr, který lze udělat, je, že využívají více cizího kapitálu než společnosti neobchodované. Zejména jejich **tržní hodnoty** jsou velice rozdílné. U společnosti č. 1 kolísá tržní podíl VK v rozmezí **24 % až 43 %** a u společnosti č. 2 od **64 % do 77 % VK**.

Obr. 36: Rozložení účetní struktury zpoplat. kap. v r. 2018, Francie, NACE 3511

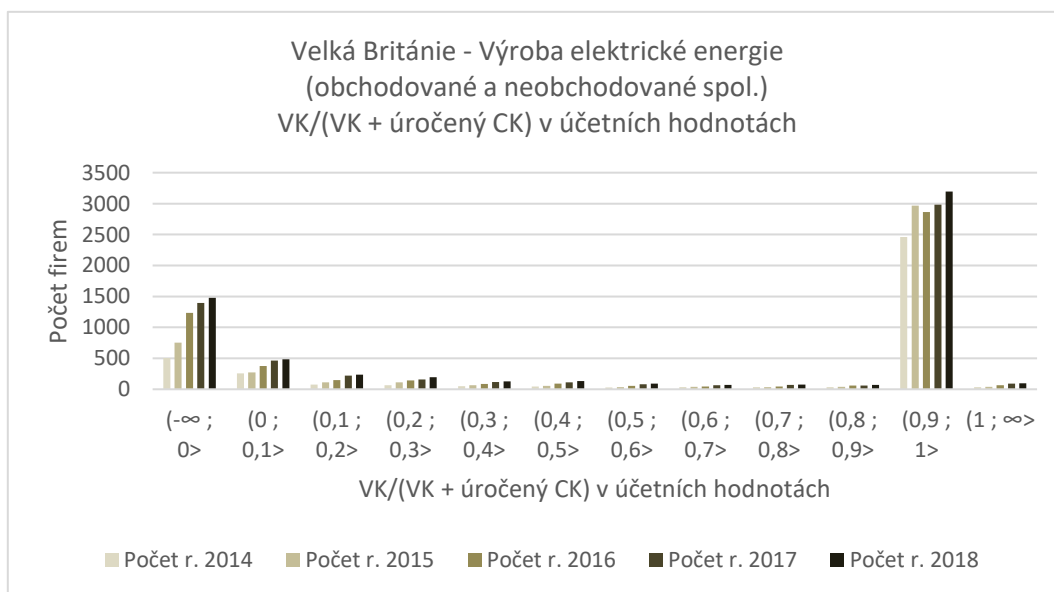


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

5.5 Velká Británie (výroba elektrické energie)

Ve Velké Británii v odvětví výroby elektrické energie využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře, jak bylo vidět už u obou předchozích odvětví. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 48 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 51 % (obr. 37).

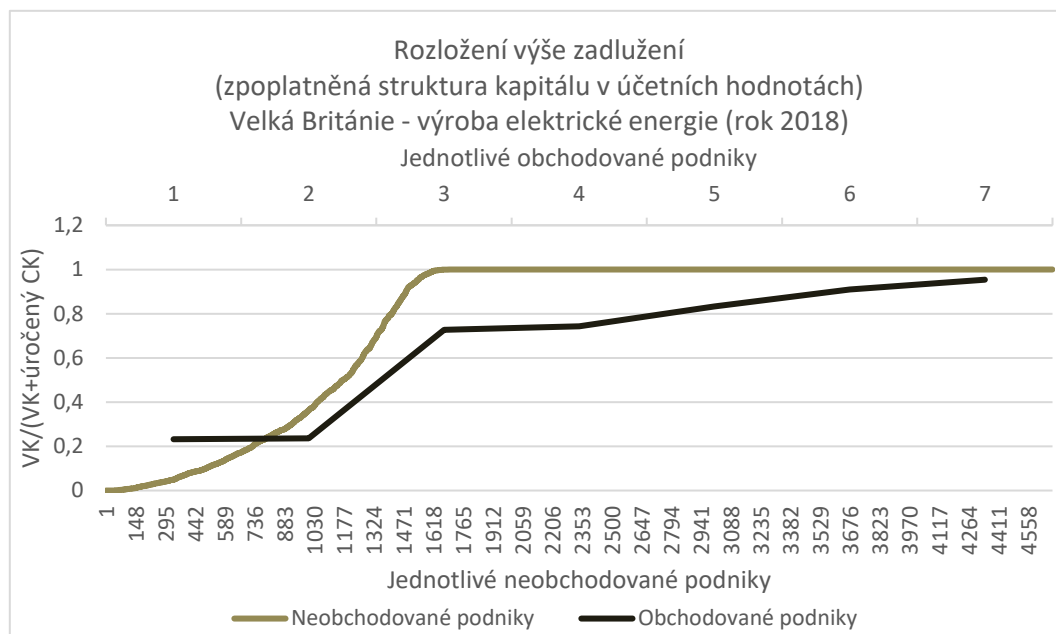
Obr. 37: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pět ze 7 obchodovaných společností v tomto odvětví využívá ke své činnosti více než 70 % vlastního kapitálu, všechny ale určité zadlužení mají (obr. 38). U neobchodovaných firem je však možné pozorovat velmi výraznou preferenci držení nulového podílu úročeného cizího kapitálu. Výhradně s vlastním kapitálem pracuje až 64 % neobchodovaných společností z těch, které mají kladný vlastní kapitál.

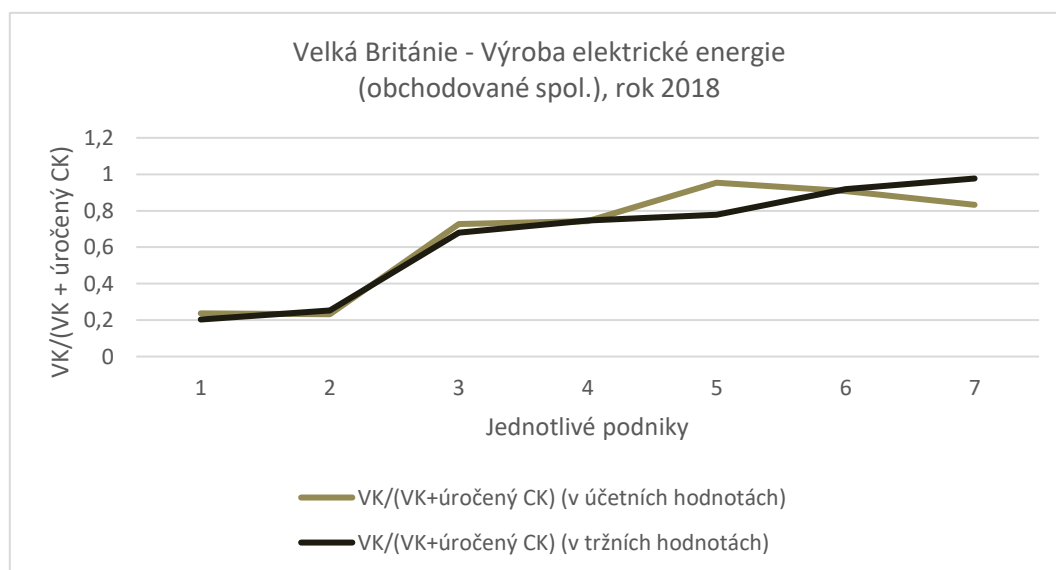
Obr. 38: Rozložení účetní struktury zpoplat. kap. v r. 2018, Velká Británie, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pokud jde o **tržní strukturu**, ve Velké Británii v odvětví výroby elektrické energie mají obchodované firmy velmi podobné účetní a tržní kapitálové struktury. Rozpětí hodnot je ale mimořádně široké, bez náznaku nějakého převažujícího pásma, jak je vidět z obr. 39.

Obr. 39: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Velká Británie, NACE 3511

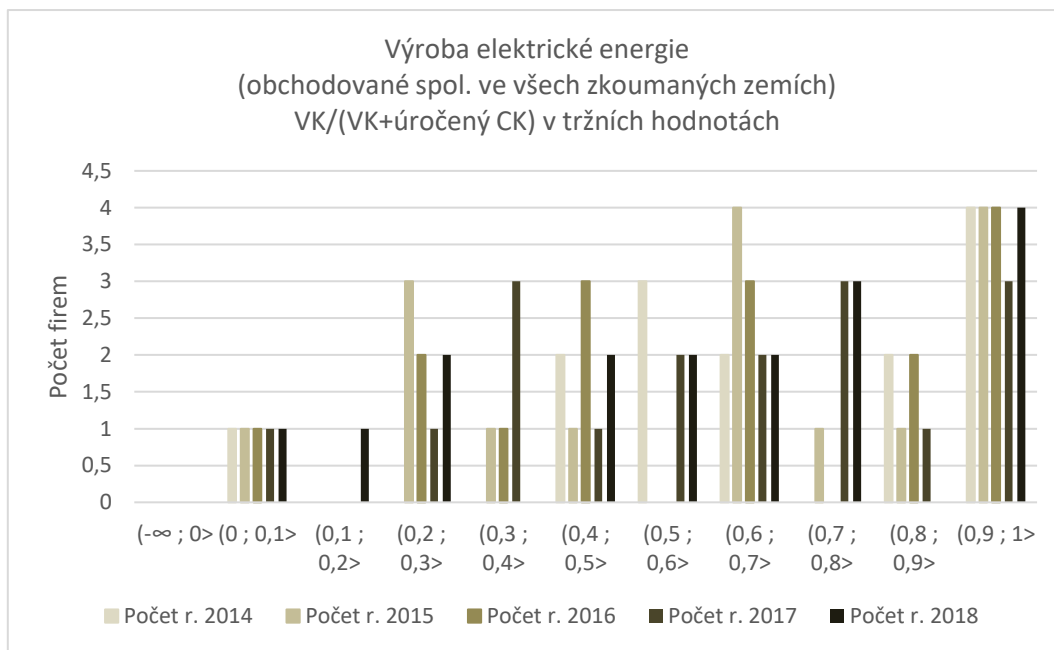


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

5.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

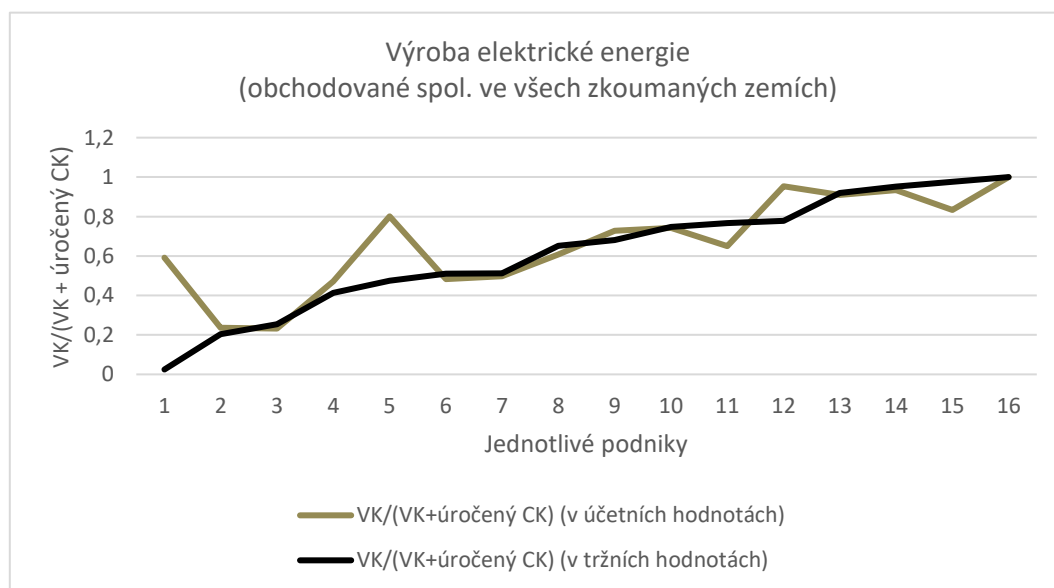
V odvětví výroby elektrické energie působí v analyzovaných zemích 18 obchodovaných společností. Na obr. 40 vidíme, že ve zkoumaném období je rozložení obchodovaných firem do jednotlivých intervalů relativně rovnoměrné v pásmu zadlužení od 0 % do 80 %. Toto pásmo je velmi široké a považovat určitou průměrnou hodnotu za optimální by nebylo ideální.

Obr. 40: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 41: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, NACE 3511



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V tomto odvětví jsou ale poměrně podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. České společnosti působící v odvětví výroby elektrické energie využívají cizí úročený kapitál jen v nízké míře, podobně jako stejně zaměřené společnosti v Polsku a Velké Británii. Situace v Německu a ve Francii je trochu jiná. V těchto dvou zemích na jedné straně velká část firem využívá cizí úročený kapitál také pouze do 10 %, ale na druhé straně se v tomto odvětví nachází i mnoho firem, které jsou vysoce zadlužené.

6. Závěry

Z analýzy první trojice zkoumaných odvětví můžeme zatím udělat následující **předběžné obecnější závěry**:

1. U všech dosud zkoumaných odvětví i zemí byl na první pohled velmi nápadný nejobsazenější segment firem s podílem 90 % až 100 % vlastního kapitálu na zpoplatněném kapitálu, velká část z nich byla financována zcela 100 % vlastním kapitálem.
2. Toto zjištění se týkalo zejména neobchodovaných společností. U nich sice bylo možné zjišťovat pouze účetní strukturu kapitálu, ale při nulovém nebo velmi nízkém zadlužení by tento závěr musel nutně znít stejně i při tržním ocenění podniku.
3. Ve zkoumaných odvětvích a zemích se ukazuje, že obchodované společnosti využívají úročený cizí kapitál viditelně více než společnosti neobchodované, i když také část obchodovaných společností je financována jen vlastním kapitálem.
4. Tržní kapitálová struktura u obchodovaných společností vykazuje velké rozpětí, obvykle s rovnoměrným rozložením hodnot za jednotlivé firmy. Pokud je v některých případech výjimečně rozpětí menší, týká se vždy jen údajů v rámci jedné země, kde navíc ještě počet obchodovaných společností není velký, takže tyto údaje nejsou k přebírání vhodné.
5. Uvedené předběžné závěry zatím ukazují, že přebírání průměrů nebo mediánů tržních kapitálových struktur zahraničních obchodovaných společností pro ocenění českých podniků vhodné není, a to z těchto hlavních důvodů:
 - Neobchodované společnosti využívají úročený cizí kapitál ve viditelně menší míře než společnosti obchodované.
 - Tržní kapitálové struktury obchodovaných společností mají velký rozptyl a nevykazují žádné obvyklé pásmo zadlužení, které by bylo možné věrohodně aplikovat na jiný podnik.

Pokud jde o **konkrétní tři zkoumaná odvětví** a vybrané země, můžeme pozorovat tato **dílčí specifika**:

- V odvětví výroby papíru a výrobků z papíru působí, alespoň ve zkoumaných evropských zemích, velice málo obchodovaných společností a tyto společnosti zároveň vykazují velice široké rozpětí výše zadlužení. Neobchodované společnosti v tomto odvětví využívají ve vysoké míře vlastní kapitál.
- V odvětví chemických produktů je velká část neobchodovaných společností také financována zcela nebo téměř vlastním kapitálem, jako u odvětví výroby papíru.

Obchodovaných společností je zde více, ale na druhou stranu rozpětí tržních kapitálových struktur je zde ještě větší než u předchozího odvětví.

- Pro výrobu elektrické energie platí stejná obecná zjištění, jako pro výrobu chemických produktů. Má však jedno specifikum. Nejsilnější skupina firem je také tvořena podniky s nulovým nebo minimálním zadlužením, ale zároveň druhá výraznější skupina je tvořená firmami na opačném konci spektra, tj. naopak s minimálním podílem vlastního kapitálu nebo i záporným vlastním kapitálem. Tento jev je patrný u všech zkoumaných zemí s tím, že v ČR jde spíše jen o náznak, u ostatních zemí je výraznější a nejsilnější je v Německu a Francii.
- Pokud jde o zkoumané země, alespoň v případě tří zkoumaných odvětví, je poměrně zajímavé zjištění, že celkově nejmenší zadlužení v rámci zpoplatněného kapitálu využívají firmy ve Velké Británii, a naopak s největším zadlužením pracují firmy v Německu. ČR se ale jeví z hlediska zadlužování jako velmi konzervativní a má tak nejbližší právě k Velké Británii, případně Polsku, kde firmy také ve značné míře využívají spíše vlastní kapitál. Naopak situace v Německu a Francii se jeví odlišná oproti charakteristikám České republiky.

Ve druhé části článku uvedeme obdobné analýzy za tři zbývající odvětví, a to výrobu strojů a zařízení, výrobu farmaceutických produktů a stavebnictví. Na základě těchto výsledků pak výše uvedené předběžné závěry doplníme, upřesníme a uvedeme výsledné závěry.

Literatura:

- [1] Bureau van Dijk - Moody's Analytics company (2021): *Amadeus (A database of comparable financial information for public and private companies across Europe)* [on-line]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>
- [2] Copeland, T. E. – Koller, T. – Murrin, J. (2000): *Unternehmenswert*. Frankfurt: Campus Verlag. 2002, 583 s., ISBN 3-593-36895-1
- [3] Mařík, M. a kol. (2018): *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4
- [4] Mařík, M. – Maříková, P. (2016a): *Analytické řešení cyklického problému při odhadu kapitálové struktury v tržních hodnotách pro metodu DCF entity*. Oceňování č. 2/2016, ročník 9, str. 22-33, ISSN 1803-0785
- [5] Mařík, M. – Maříková, P. (2016b): *Analytické řešení cyklického problému při odhadu kapitálové struktury v tržních hodnotách při různé diskontní míře pro daňové štíty*. Oceňování č. 4/2016, ročník 9, str. 72-87, ISSN 1803-0785
- [6] Tóth, A. (2021): *Odhad kapitálové struktury pro účely tržního oceňování podniku v podmínkách ČR*. Diplomová práce, vedoucí Maříková P. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku

Odhad kapitálové struktury pro účely tržního oceňování podniku v podmínkách ČR – 1. část

Pavla Maříková – Andrej Tóth

ABSTRAKT

Cílem článku je na základě dat z databáze Amadeus zjistit, do jaké míry je vhodné přebírat průměrné zadlužení podniků na zahraničních kapitálových trzích pro oceňování podniků působících v České republice, které jsou navíc ve většině případů neobchodované. První část článku se zaměřila na tři odvětví: výrobu papíru, výrobu chemikálií a výrobu elektrické energie. Zkoumána byla struktura kapitálu firem v ČR, Polsku, Německu, Francii a Velké Británii.

Z analýzy plyne, že přebírání zadluženosti firem působících na zahraničních trzích pro české firmy vhodné není, a to ze dvou hlavních důvodů: 1) neobchodované společnosti se zadlužují výrazně méně než společnosti obchodované, 2) tržní struktury zahraničních obchodovaných firem ve zkoumaných odvětvích mají velký rozptyl a nevykazují žádné užší pásmo obvyklých hodnot.

Klíčová slova: tržní hodnota, ocenění podniku, náklady kapitálu, kapitálová struktura, diskontní míra

Estimation of capital structure for the purposes of market valuation of a company in the conditions of the Czech Republic – Part 1

ABSTRACT

The aim of the article is based on data from the Amadeus database to find out to what extent it is appropriate to take over the average indebtedness of companies on foreign capital markets for the valuation of companies operating in the Czech Republic, which are in most cases non-traded companies. The first part of the article focused on three sectors: paper production, chemical production and electricity production. The capital structure of companies in the Czech Republic, Poland, Germany, France and the United Kingdom was examined.

The analysis shows that taking on the indebtedness of companies operating in foreign markets is not suitable for Czech companies, for two main reasons: 1) non-traded companies are significantly less indebted than traded companies, 2) market structures of foreign traded companies in the surveyed sectors are widely dispersed. and show no narrower range of normal values.

Key words: market value, business valuation, capital cost, capital structure, discount rate

JEL classification: G32