

Odhad kapitálové struktury pro účely tržního oceňování podniku v podmínkách ČR – 2. část[#]

Pavla Maříková – Andrej Tóth***

1. Úvod

V české znalecké praxi se někdy objevuje názor, že v jednotlivých odvětvích existuje určité obvyklé zadlužení v tržních hodnotách (někdy označované dokonce jako optimální zadlužení), které by pak mělo být používáno při tržním oceňování podniku¹ v rámci diskontní míry pro výpočet výnosové hodnoty. Vzhledem k tomu, že je problém přebírat tržní kapitálové struktury přímo z českého prostředí, bývá zvykem přebírat tržní kapitálové struktury společností obchodovaných na zahraničních kapitálových trzích. Takováto kapitálová struktura bývá v praxi i v odborné literatuře označována jako cílová struktura a postup je založen na myšlence, že hypotetický kupující by po koupi oceňovaného českého podniku tento podnik zadlužil právě na úroveň dané cílové struktury.

Naše analýza se snaží ověřit, do jaké míry je tato myšlenková konstrukce oprávněná. V první části tohoto článku (Maříková-Tóth, 2021) jsme představili první část výsledků analýzy zpracované v rámci diplomové práce A. Tótha (2021). V tomto pokračování předložíme druhou část výsledků.

Cíl článku zůstává stejný jako v první části, tj. s využitím databáze finančních dat zjistit, do jaké míry je vhodné přebírat průměrné zadlužení společností obchodovaných na zahraničních kapitálových trzích pro oceňování podniků působících v České republice, které jsou navíc ve většině případů neobchodované.

Stejně jako v první části budeme přitom hledat odpovědi na tyto dílčí otázky:

- 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?

[#] 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

Použitá data a metodický postup analýzy byly popsány v první části článku (Maříková-Tóth, 2021). Nyní pro přehlednost připomeňme jen hlavní informace:

- a) Zdrojem dat byla databáze Amadeus (Bureau van Dijk), výběr podniků byl omezen vždy jen zvolenou zemí, odvětvím a existencí finančních údajů za rok 2018. Jiná omezení včetně velikosti podniků nastavena nebyla.
- b) Bylo zkoumáno pětileté období zahrnující roky 2014 až 2018.
- c) Do analýzy byla zahrnuta Česká republika a dále čtyři evropské země s většími kapitálovými trhy: Polsko, Německo, Francie, Velká Británie.
- d) K výpočtům jsou použity poměrové ukazatele pracující se strukturou zpoplatněného kapitálu tak, jak je používána při výnosovém ocenění. Vzhledem k tomu, že většina českých společností je neobchodovaných, a nemůžeme tedy provádět srovnání přímo s tržními hodnotami zahraničních firem, musíme srovnání udělat trochu „oklikou“ přes účetní struktury. Pracujeme tedy se dvěma ukazateli, účetním a tržním, a to vždy ve tvaru podílu vlastního kapitálu na zpoplatněném kapitálu celkem:

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

kde: VK – vlastní kapitál, tj. položka Shareholders funds,
 úročený CK – explicitně úročený cizí kapitál, a to součet položek
 Long term debt a Loans.

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

V první části článku jsme uvedli výsledky za tři odvětví: Výroba papíru a výrobků z papíru (NACE 17), Výroba chemikálií a chemických produktů (NACE 20) a Výroba elektrické energie (NACE 3511).

V druhé části článku nyní ukážeme výsledky za zbývající tři odvětví: Výroba strojů a zařízení (NACE 28), Výroba farmaceutických produktů (NACE 21) a Stavebnictví (NACE 41).

V rámci těchto tří odvětví uspořádáme výsledky stejným způsobem jako v první části:

1. V rámci každé zkoumané země nejprve uvedeme rozložení hodnot účetní zpoplatněné struktury kapitálu v souboru všech podniků v daném odvětví a zemi. Tento graf uvedeme i pro ČR, kterou zařadíme vždy jako první.
2. U ostatních zemí s většími kapitálovými trhy pak uděláme porovnání účetní zpoplatněné struktury kapitálu u obchodovaných a neobchodovaných podniků. Smyslem tohoto porovnání je zjistit, zda existují významnější rozdíly mezi účetní zadlužeností u obchodovaných a neobchodovaných společností, či nikoli.
3. U obchodovaných společností pak uděláme porovnání jejich tržních a účetních kapitálových struktur a zároveň uvedeme rozložení hodnot tržních kapitálových struktur s cílem zjistit, zda se v daném segmentu vyskytují nějaké typické úrovně kapitálové struktury, či nikoli.

Na závěr článku pak shrneme zjištěné výsledky a vyvodíme z nich doporučení pro oceňovatele.

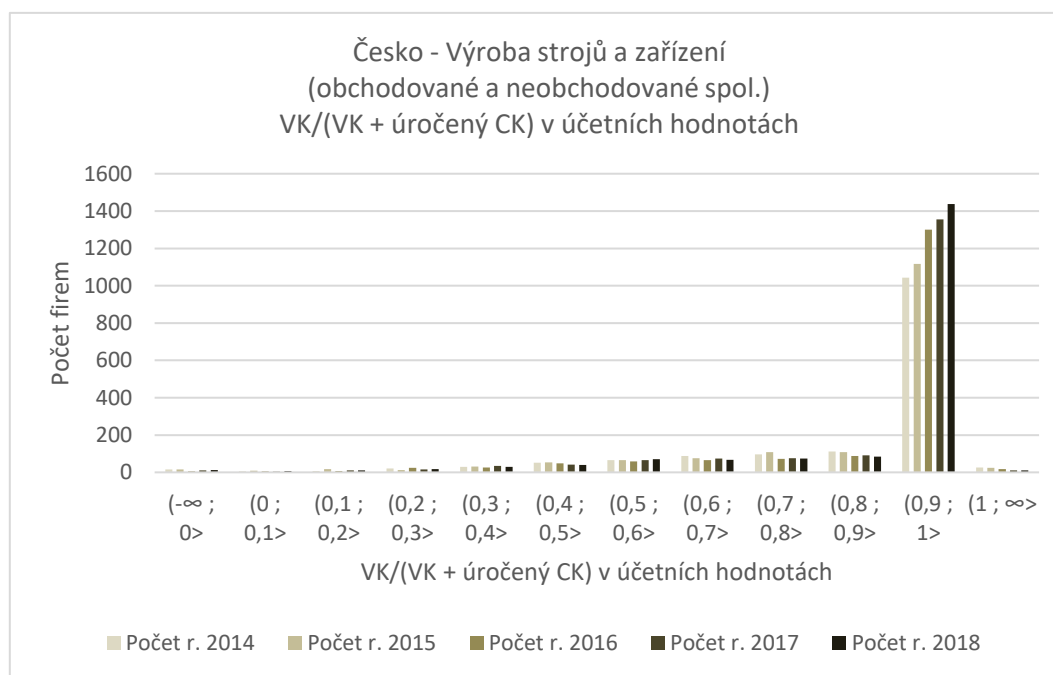
2. Výroba strojů a zařízení (NACE 28)

2.1 Česko (výroba strojů a zařízení)

V Česku v odvětví výroby strojů a zařízení využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře. Obrázky budou koncipovány stejným způsobem jako v 1. díle. Na obr. 1 jsou hodnoty účetního podílu vlastního kapitálu v souboru všech firem seříděny do intervalů vždy po deseti procentních bodech. V grafu je pak u každého decilu zobrazen počet firem, jejichž podíl VK do daného decilu spadá. V prvním a posledním intervalu u tohoto grafu se objevují firmy, které mají záporný nebo nulový vlastní kapitál.

Podobně, jako jsme to viděli v 1. díle u ostatních odvětví a zemí, i zde má naprostá většina firem podíl vlastního kapitálu na zpoplatněném kapitálu mezi 90 % a 100 %. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 70,5 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 77 %.

Obr. 1: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Česko, NACE 28

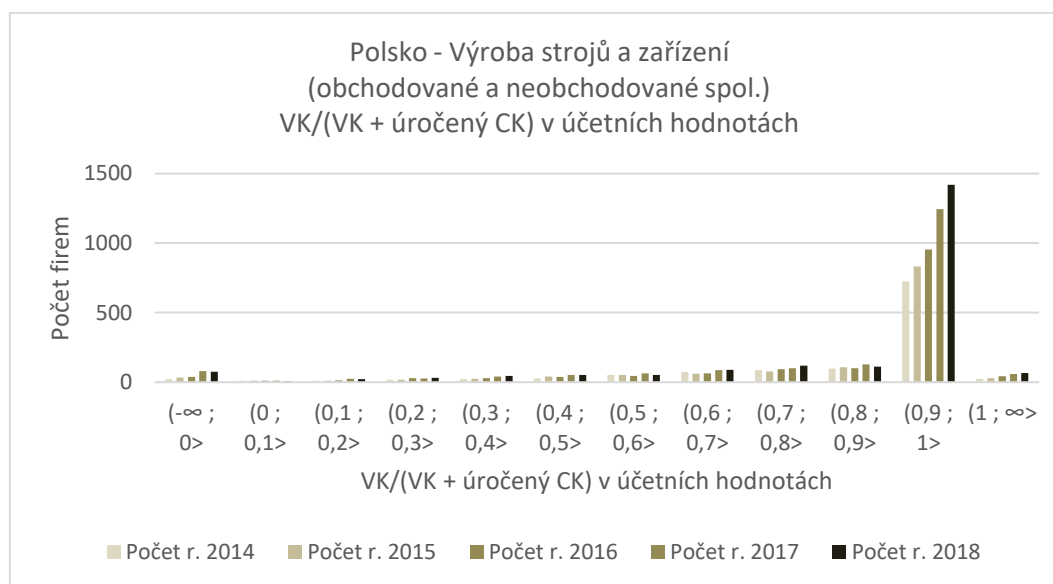


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

2.2 Polsko (výroba strojů a zařízení)

V Polsku, v odvětví výroby strojů a zařízení také využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře (viz obr. 2). Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál, je 60 % z celkového počtu všech společností a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 68 %. Základní charakteristika je tedy velmi podobná jako v ČR, i když ČR vykazuje ještě o něco větší příklon k využívání vlastního kapitálu.

Obr. 2: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 28

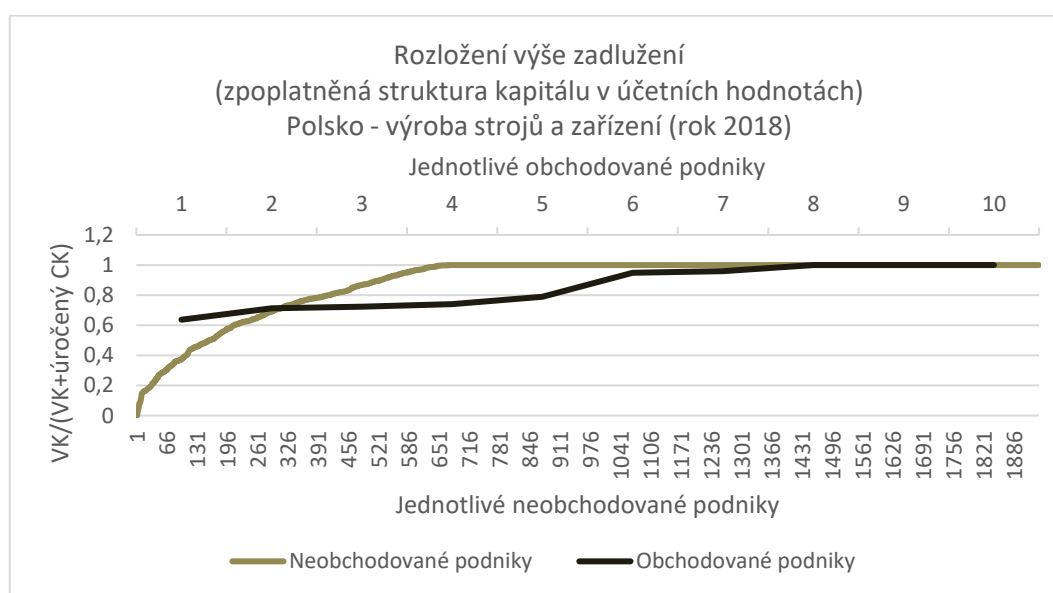


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V Polsku působilo v roce 2018 v tomto odvětví 10 obchodovaných společností, které měly nezáporný vlastní kapitál. Můžeme tedy sestavit další typ grafu, kde porovnáme účetní strukturu zpoplatněného kapitálu u společností obchodovaných oproti neobchodovaným (obr. 3). V tomto grafu již nejsou zachyceny firmy se záporným vlastním kapitálem.

Na obr. 3 jsou již zachyceny pouze firmy s kladným vlastním kapitálem. Všechny obchodované společnosti mají zkoumaný podíl vlastního kapitálu na celkovém úročeném kapitálu vyšší než 0,6 a tento podíl u poloviny z nich činí alespoň 0,95. U třech společností je výše zadlužení nulová. V předchozích zkoumaných obdobích bylo rozložení výše zadlužení obchodovaných firem na grafu podobné roku 2018. U neobchodovaných podniků využívá k financování podnikatelské činnosti výhradně VK přibližně 65 % z firem s kladným VK.

Obr. 3: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Polsko, NACE 28

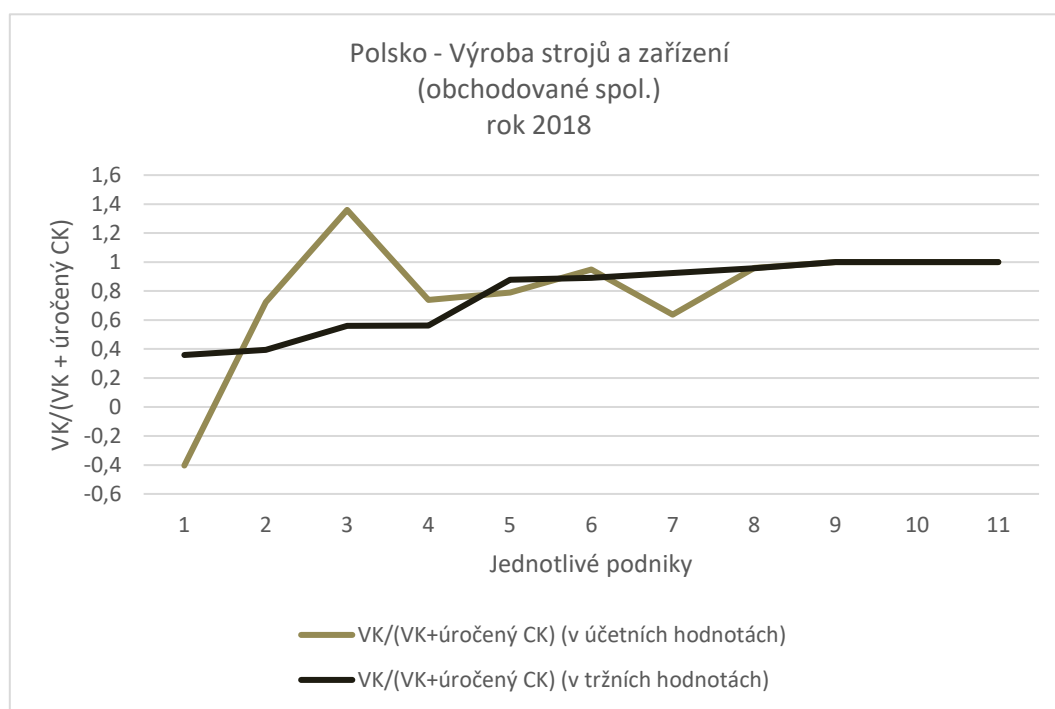


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Třetí typ grafu (obr. 4) pak porovnává u jednotlivých obchodovaných společností jejich účetní a tržní podíl vlastního kapitálu na kapitálu zpoplatněném. Společnosti jsou v tomto grafu seřazeny podle velikosti tržního podílu VK (tmavší křivka). Tmavší křivka u tohoto grafu bude tedy vždy rostoucí, zatímco světlejší křivka ukazuje u dané firmy účetní podíl VK a představuje zde jen doplňkovou informaci.

Obchodované společnosti u tohoto odvětví mají podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** v poměrně širokém pásmu **mezi 36 % až 100 %**. Větší část firem má ale i v tržních hodnotách zadlužení poměrně malé, a to **mezi 88 % až 100 %** vlastního kapitálu.

Obr. 4: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Polsko, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

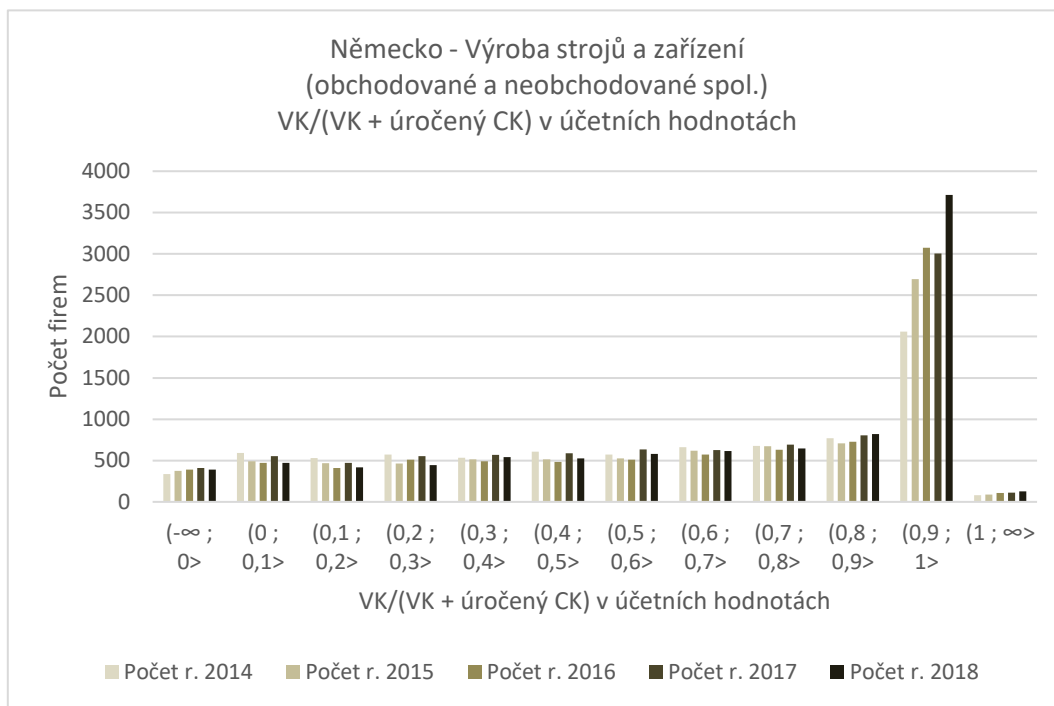
2.3 Německo (výroba strojů a zařízení)

Také v Německu v odvětví výroby strojů a zařízení využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře, i když se opět potvrzuje jev, který jsme pozorovali již v 1. části článku, a to že německé firmy se zadlužují o něco více než firmy z ostatních zkoumaných zemích. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je u tohoto odvětví 27 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 % v kapitálové struktuře, je 40 %. Ostatní intervaly jsou zastoupeny téměř rovnoměrně (obr. 5).

Německo reprezentuje v odvětví výroby strojů a zařízení 20 obchodovaných firem (obr. 6). Polovina z nich využívá vlastní kapitál ve výši větší než 86 % a 6 společností ve výši větší než 96 %. Druhá polovina obchodovaných firem pracuje s podílem vlastního kapitálu od 40 % do 80 %. Z neobchodovaných firem pracuje jen s vlastním kapitálem 21 % firem a více než 90 % vlastního kapitálu v účetní zpoplatněné struktuře kapitálu má až 40 % firem. U toto německého odvětví je tedy patrné, že na rozdíl od většiny ostatních odvětví a zemí zde

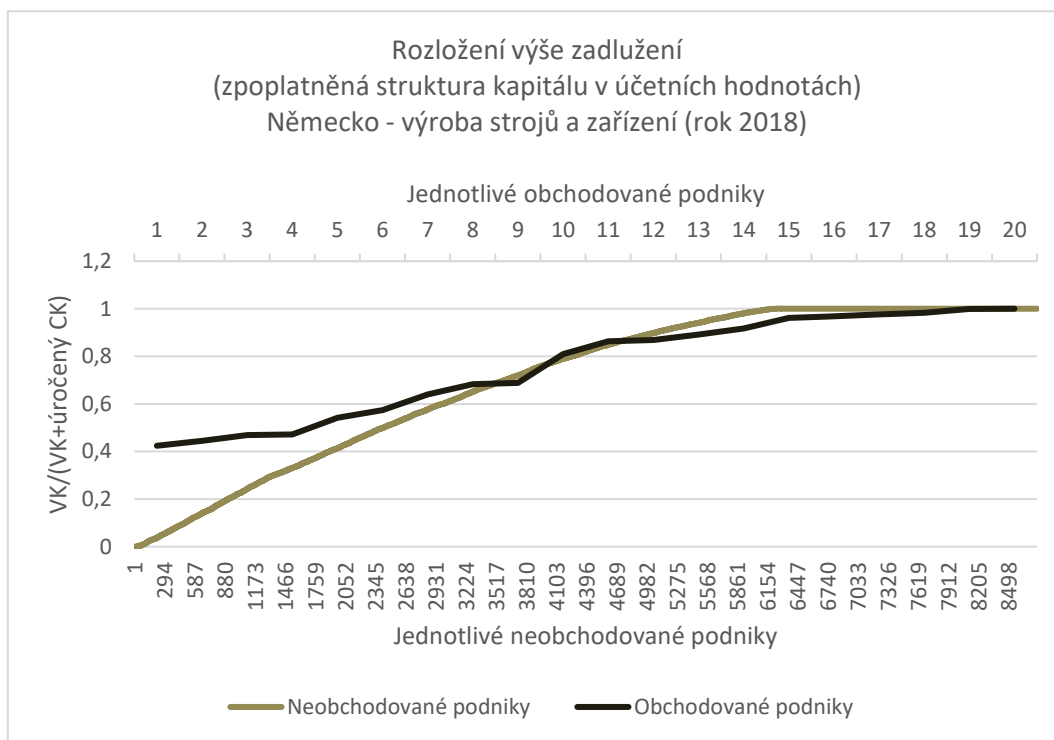
obchodované firmy nevyužívají více úročeného cizího kapitálu než společnosti neobchodované, alespoň měřeno účetními hodnotami.

Obr. 5: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

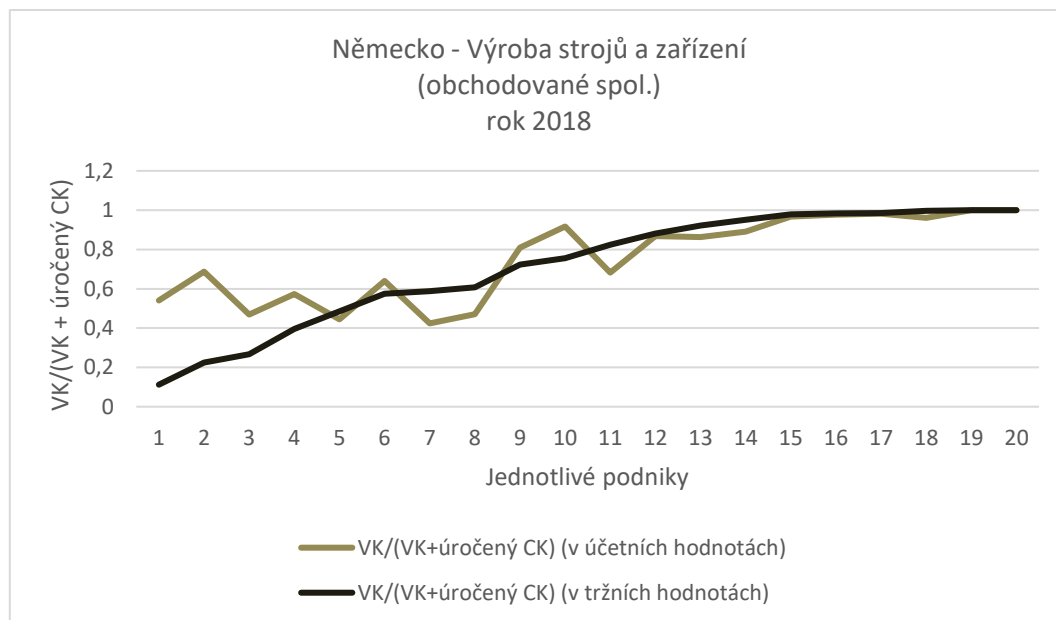
Obr. 6: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Německo, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pokud se podíváme na podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** u obchodovaných společností (obr. 7), vychází rozpětí velmi široké, **11 % až 100 %** vlastního kapitálu. Rozložení hodnot je přitom značně rovnoměrné, i když i zde má největší skupina firem tržní podíl vlastního kapitálu mezi 90 % a 100 %.

Obr. 7: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Německo, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

2.4 Francie (výroba strojů a zařízení)

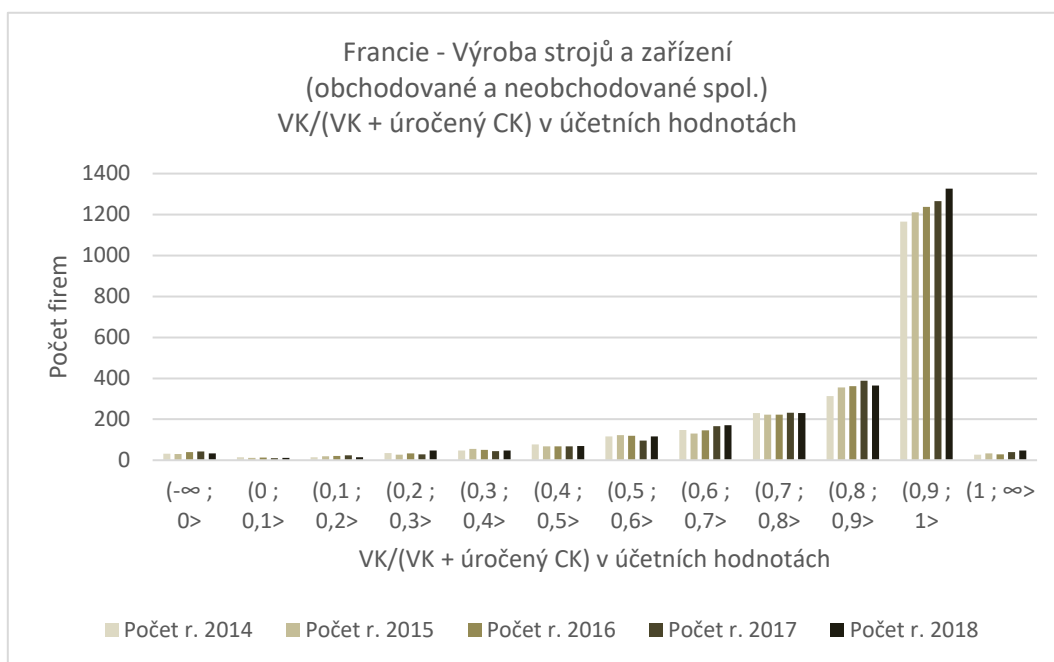
Také ve Francii v odvětví výroby strojů a zařízení využívá většina firem úročený cizí kapitál v minimální míře. Firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál, je 18 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 %, je 53,5 %. Z obr. 8 je ale patrné určité specifikum oproti ostatním zemím, a to postupně stoupající preference intervalů s vyššími podíly vlastního kapitálu. U ostatních zemí bývají ostatní intervaly s podílem VK pod 90 % většinou obsazeny téměř rovnoměrně.

Francie má v odvětví výroby strojů a zařízení 15 zastupitelů obchodovaných společností. Z obr. 9 je vidět, že 8 společností využívá cizí úročený kapitál z 20 % až 40 % a dalších 7 má ve své kapitálové struktuře zastoupení cizího kapitálu menší než 20 %. Obvyklé zadlužení u firem v tomto odvětví tedy nebude vyšší než 40 %. V předchozích zkoumaných obdobích bylo rozložení výše zadlužení obchodovaných firem na grafu podobné roku 2018.

Obdobně i u 87 % neobchodovaných firem v tomto odvětví nemívá podle grafu z roku 2018, ale ani podle předchozích zkoumaných období, zadlužení vyšší než 40 % a více než polovina (53,5 %) neobchodovaných firem nemá zadlužení vyšší než 10 % (obr. 9).

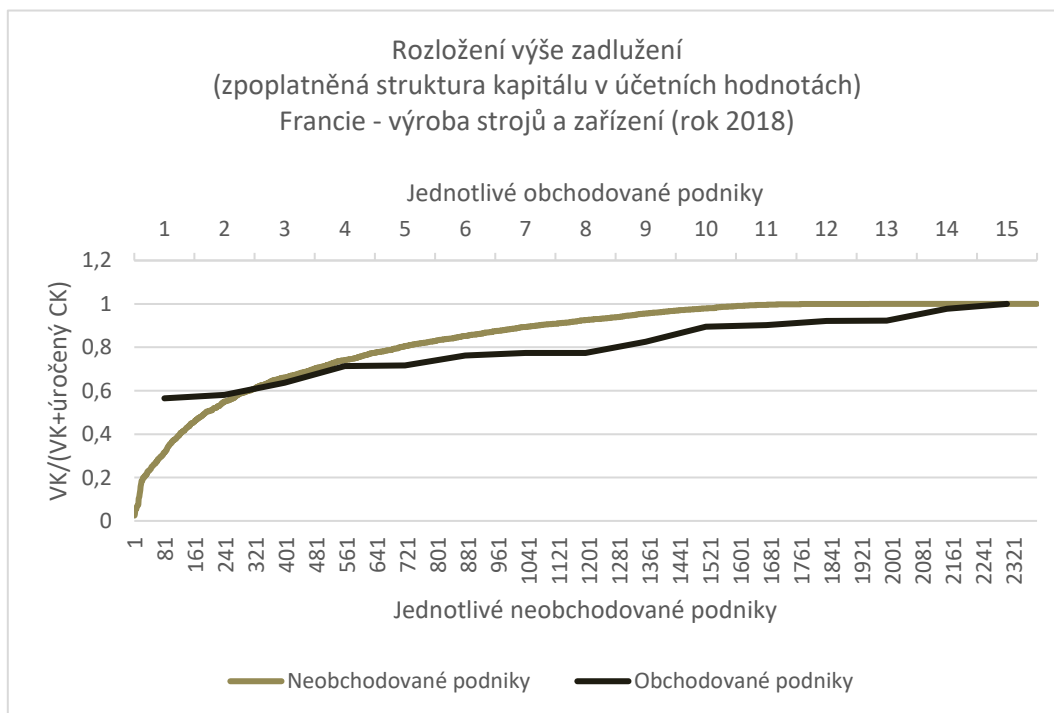
Na rozdíl od Německa, ve Francii už je patrnější o trochu větší zadlužování obchodovaných společností oproti neobchodovaným, měřeno účetními hodnotami zpoplatněného kapitálu.

Obr. 8: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 9: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Francie, NACE 28

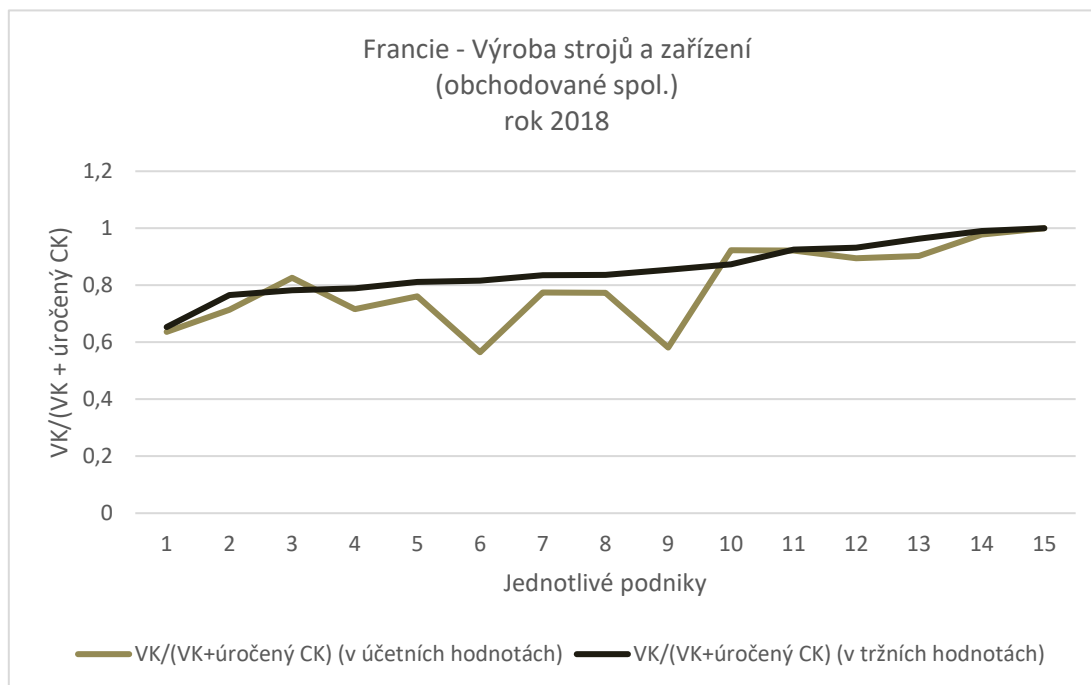


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 10 je ale vidět, že ve Francii je v odvětví výroby strojů a zařízení situace s rozložením podílu VK v **tržních hodnotách** výrazně jiná, než tomu bylo v Německu, kde pásmo zadlužení bylo významně široké. Zde má naprostá většina firem v roce 2018 podíl VK v rozměni **od 76 % do 100 %**. V předchozích letech byla situace podobná. Jde tedy o relativně

užší pásmo, které ale představuje poměrně nízké zadlužení. Zadlužení v tržních hodnotách zde vychází u většiny firem vyšší než v účetních hodnotách.

Obr. 10: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Francie, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

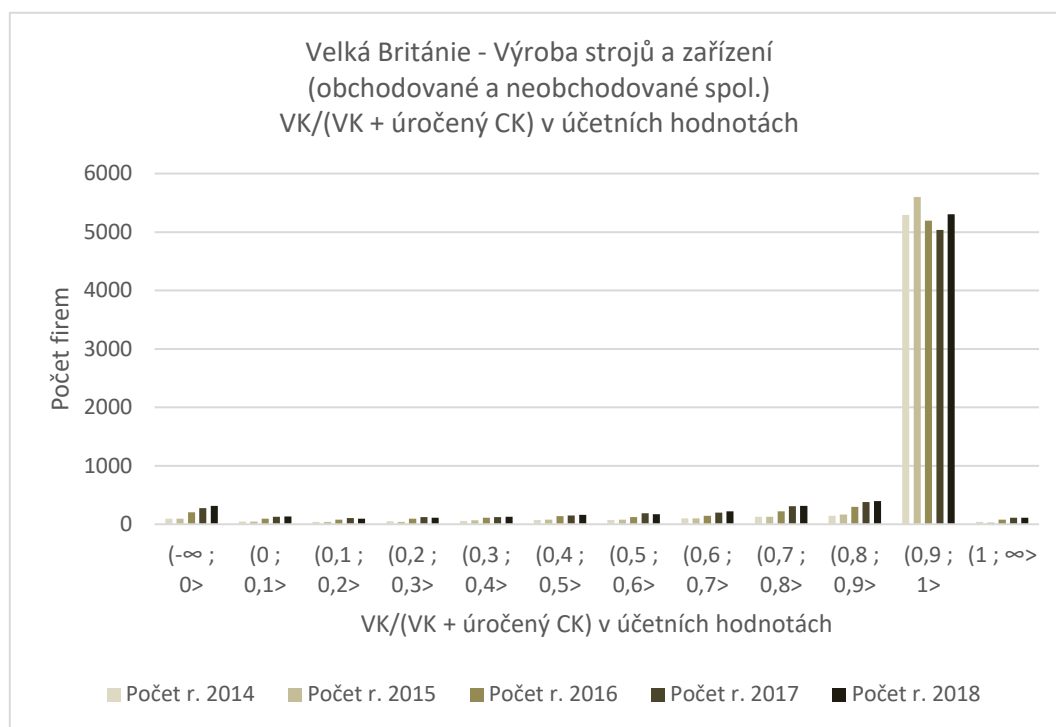
2.5 Velká Británie (výroba strojů a zařízení)

Ve Velké Británii se opět, jako v odvětví z 1. části článku, projevuje velmi malá tendence k zadlužování. V tomto odvětví firem, které mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál, je 60 % a těch, které mají úročený cizí kapitál do 10 %, je 71 % (viz obr. 11).

Z obr. 12 pak vidíme, že ve Velké Británii, podobně jako tomu bylo ve Francii, rozložení hodnot zadlužení na grafu u obchodovaných společností nepřekračuje hranici zadlužení 40 % cizího úročeného kapitálu. Zadlužení u 4 z 12 obchodovaných společností se pohybuje mezi 20 % až 40 % a 6 společností má zadlužení menší než 20 %. V předchozích zkoumaných obdobích bylo rozložení výše zadlužení obchodovaných firem na grafu podobné roku 2018.

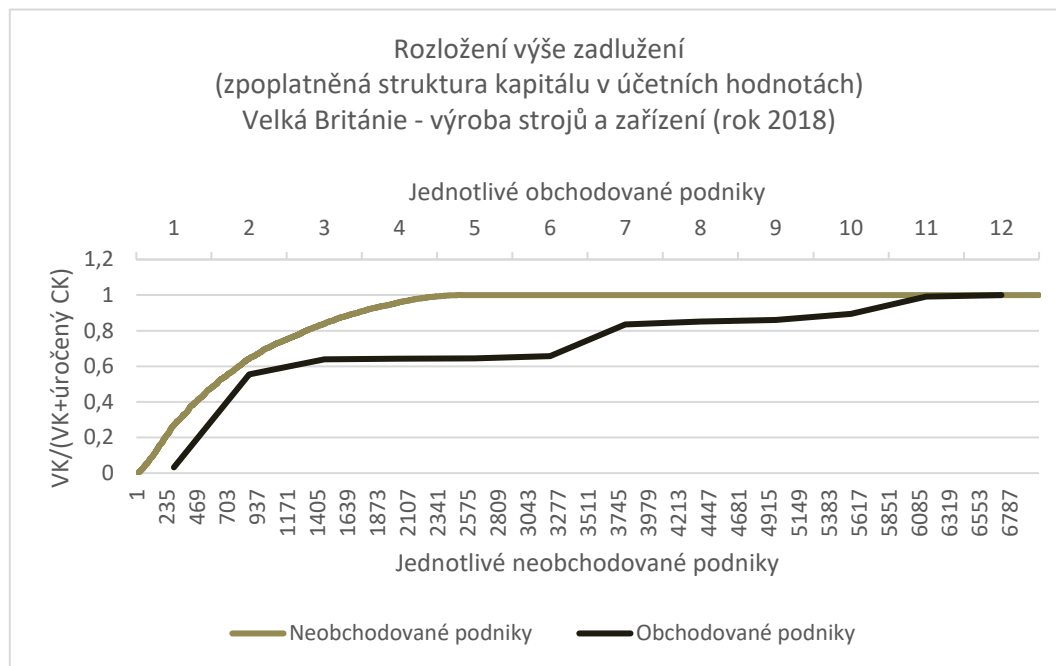
Neobchodované firmy, tak jako v řadě jiných zemích a odvětvích, preferují minimální zadlužení. Setkáváme se opět s vysokým podílem neobchodovaných společností, které hospodaří výhradně s vlastním kapitálem. V tomto případě se jednalo o 60 % neobchodovaných společností.

Obr. 11: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 12: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, VB, NACE 28

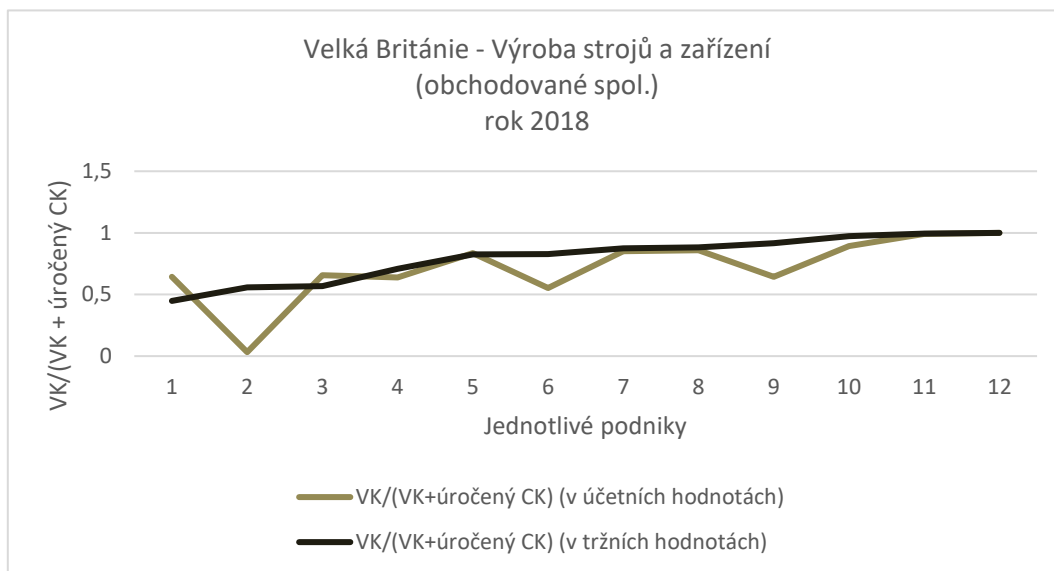


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 13 je vidět, že u obchodovaných firem působících v tomto odvětví ve Velké Británii lze najít určité pásmo obvyklé zadluženosti v **tržních hodnotách**. Jak jsme to ale viděli již dříve, užší pásma jsou tam, kde bývá typické nízké zadlužení. V daném případě v předchozích letech bylo toto pásmo zadlužení od 0 do 30 % (tj. 70 % až 100 % VK). V roce 2018 pak měla čtvrtina obchodovaných firem podíl cizího úročeného kapitálu v tržní kapitálové

strukturu vyšší než 40 %, a pásmo se tak rozšířilo na **45 % až 100 %** vlastního kapitálu. Nicméně většina firem má stále podíl VK **nad 70 %** jako v minulých letech.

Obr. 13: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Velká Británie, NACE 28

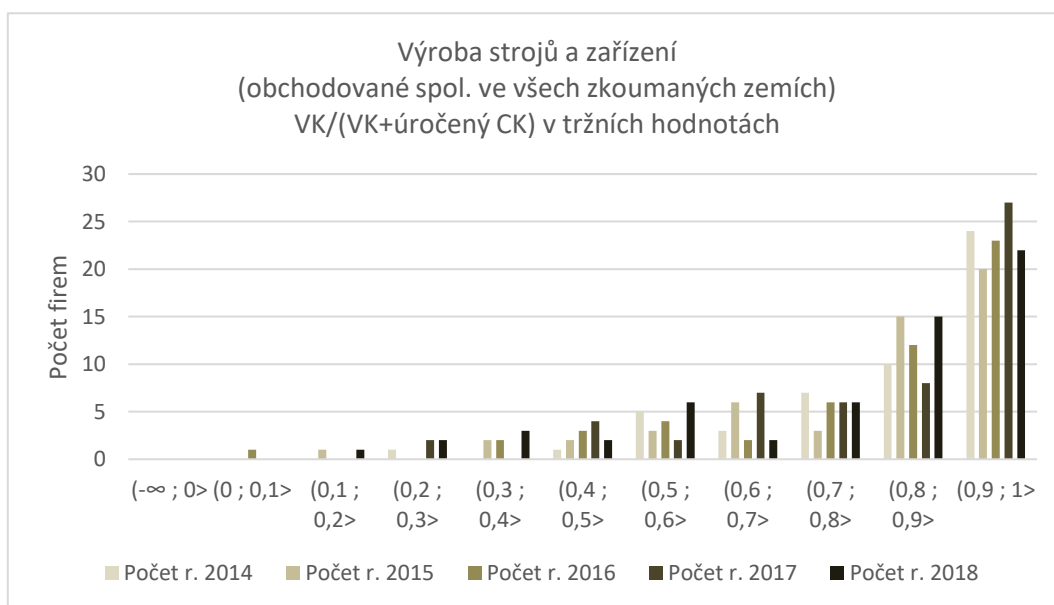


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

2.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

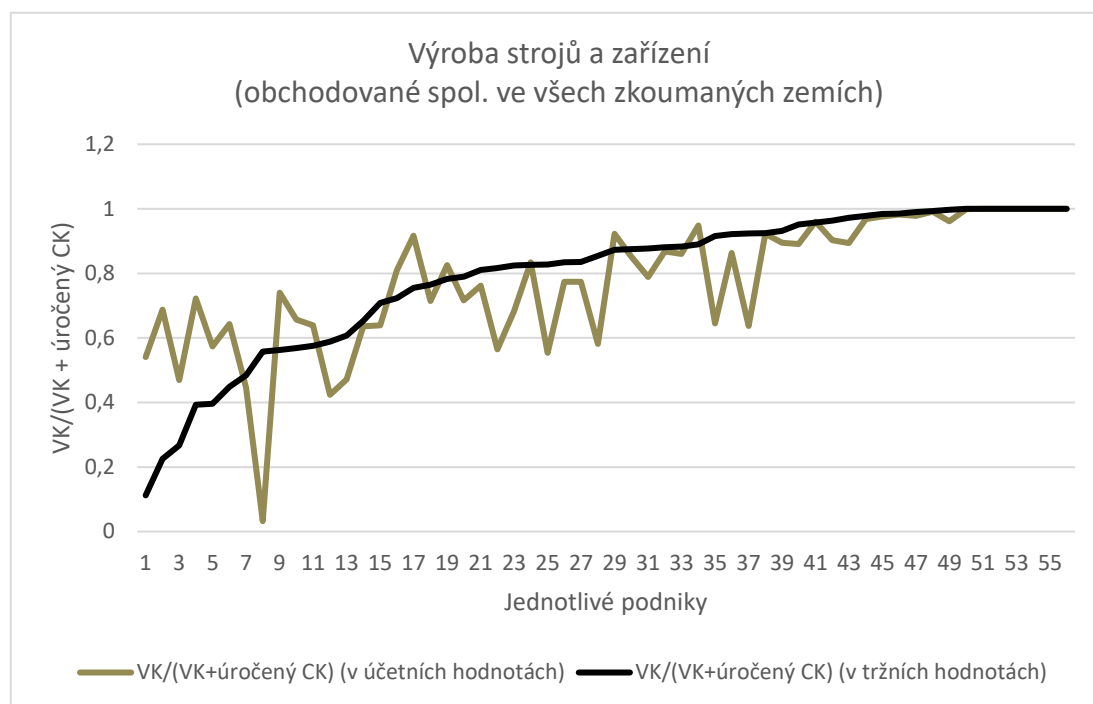
Nyní můžeme zobrazit tržní podíly VK obchodovaných společností za všechny sledované země jednak v podobě grafu s intervaly výše podílu VK a počty firem v jednotlivých intervalech (obr. 14), jednak v podobě podrobného rozložení hodnot podílu VK v roce 2018 (obr. 15).

Obr. 14: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 28



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 15: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, NACE 28



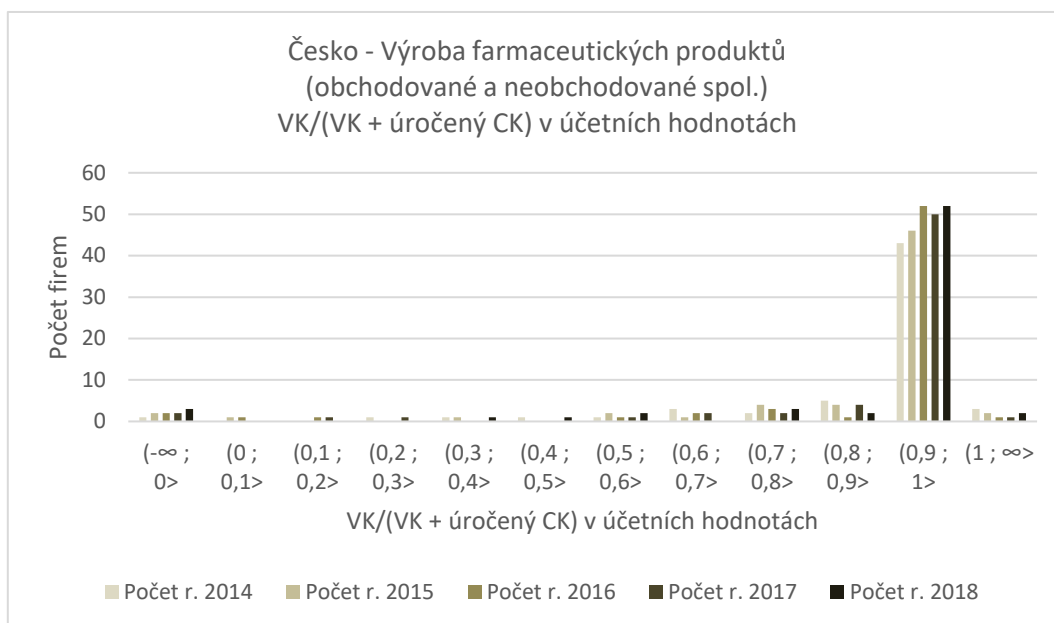
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Z grafů je patrné, že celkové rozložení podílu vlastního kapitálu v tržních hodnotách je značné, od 11 % do 100 % VK. Nicméně největší skupina firem v odvětví výroby strojů a zařízení má podíl VK mezi 90 % a 100 % a druhý viditelně nejjobsazenější je hned sousední interval s podílem VK mezi 80 % a 90 %.

3. Výroba farmaceutických produktů (NACE 21)

3.1 Česko (výroba farmaceutických produktů)

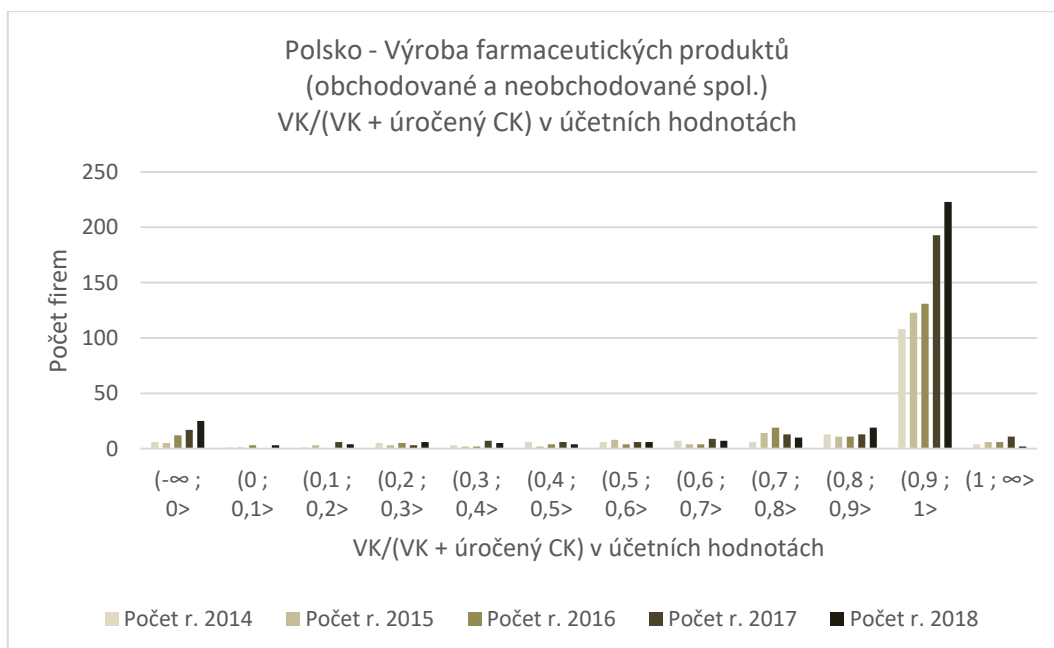
V Česku v odvětví výroby farmaceutických produktů je situace stejná jako v předchozích analyzovaných odvětvích, tedy že v naprosté většině firem je úročený cizí kapitál využíván jen v minimální míře (viz obr. 16). Dvě třetiny všech analyzovaných firem, které se zaměřují na výrobu farmaceutických produktů v Česku, mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál. Firem, které mají úročený cizí kapitál do 10 % všech úročených zdrojů financování, je 79 %.

Obr. 16: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Česko, NACE 21

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

3.2 Polsko (výroba farmaceutických produktů)

Situace v Polsku v tomto odvětví je situace velmi podobná jako v ČR. I zde dvě třetiny firem mají v účetní kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál.

Obr. 17: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 21

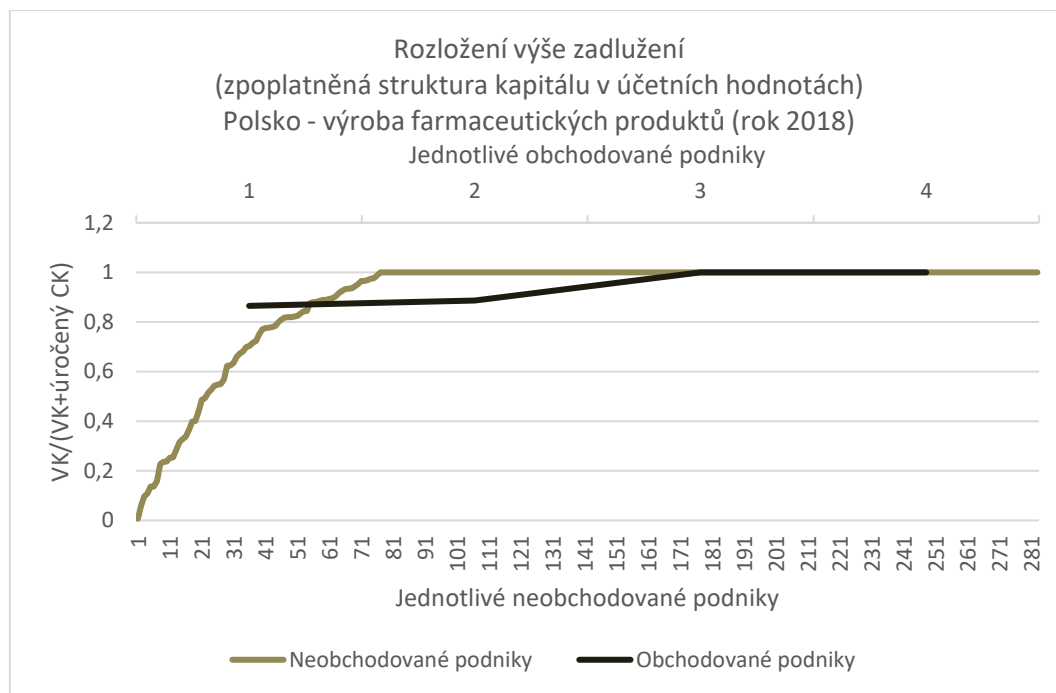
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V Polsku působí v odvětví výroby farmaceutických produktů 4 obchodované společnosti (obr. 18). Dvě z nich financují svoji podnikatelskou činnost ze 100 % vlastním kapitálem, zatímco míra zadlužení dalších dvou společností je jen 12 % a 14 %. V předchozích

zkoumaných obdobích bylo rozložení výše zadlužení obchodovaných firem na grafu podobné jako v roce 2018.

U neobchodovaných firem je opět možné vidět preferenci využívání 100 % vlastního kapitálu. S nulovou zadlužeností hospodaří 72 % neobchodovaných společností.

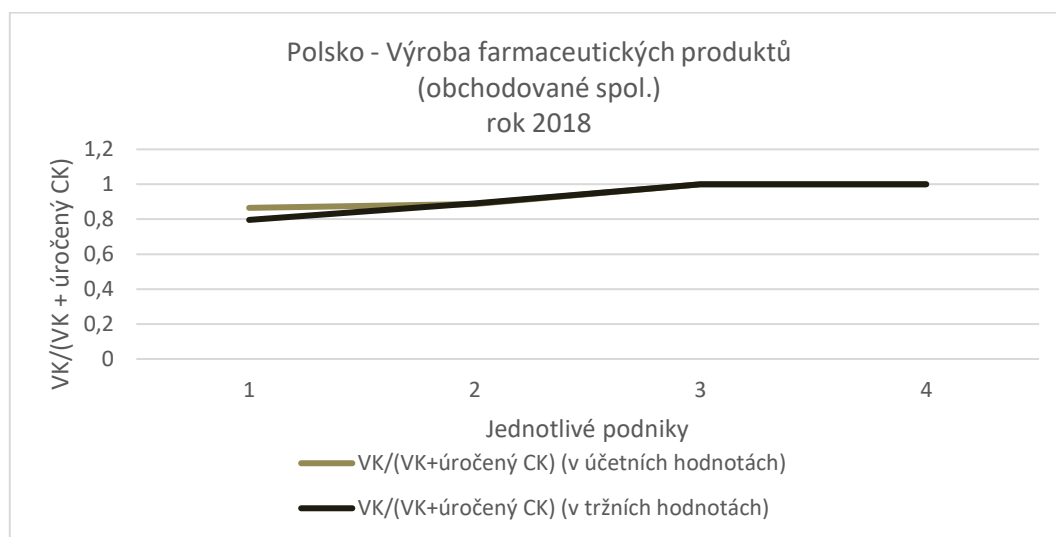
Obr. 18: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Polsko, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 19 můžeme pozorovat velmi **podobné tržní a účetní** kapitálové struktury polských obchodovaných firem v tomto odvětví v roce 2018. V ostatních sledovaných obdobích byla situace obdobná. Zadlužení je malé, ale jen ze 4 firem je těžké dělat závěry.

Obr. 19: Rozložení tržní a účetní struktury zpopl. kapitálu v r. 2018, Polsko, NACE 21

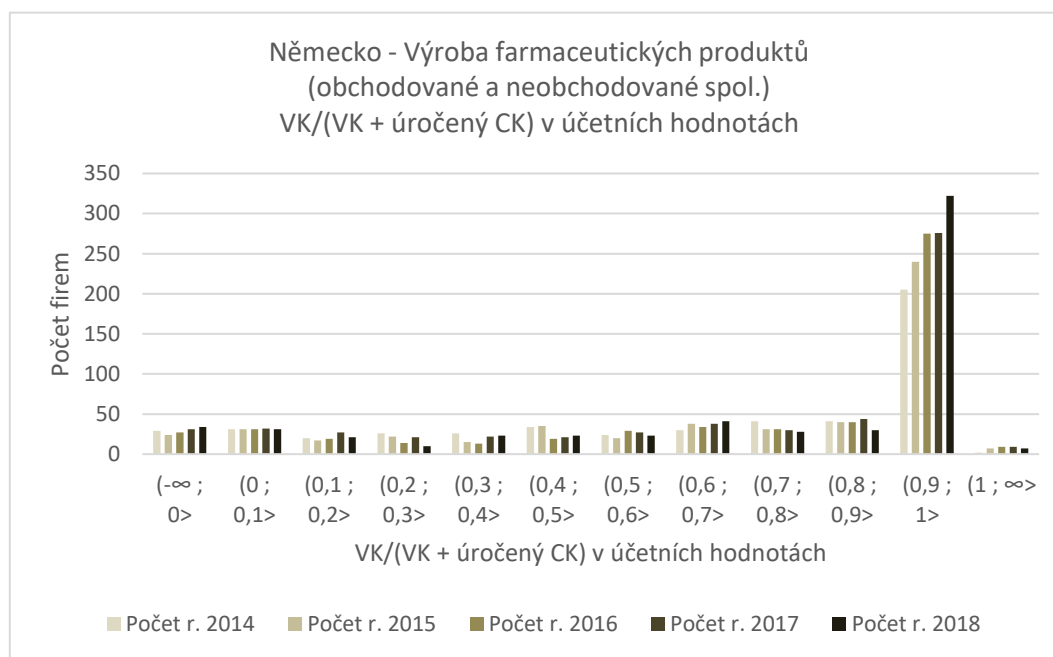


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

3.3 Německo (výroba farmaceutických produktů)

Jak patrně z obr. 20, i zde se potvrzují již dříve zjištěné charakteristiky. Tedy platí, že i v tomto odvětví je ve většině firem úročený cizí kapitál využíván jen v minimální míře. Zároveň ale Německo i v odvětví farmaceutické výroby vykazuje mírně vyšší zadluženost než ostatní země. Ze všech analyzovaných firem v tomto odvětví v Německu 38 % využívá výhradně vlastní kapitál. Firem, které mají úročený cizí kapitál do 10 % všech zpoplatněných zdrojů financování, je až 54 %.

Obr. 20: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

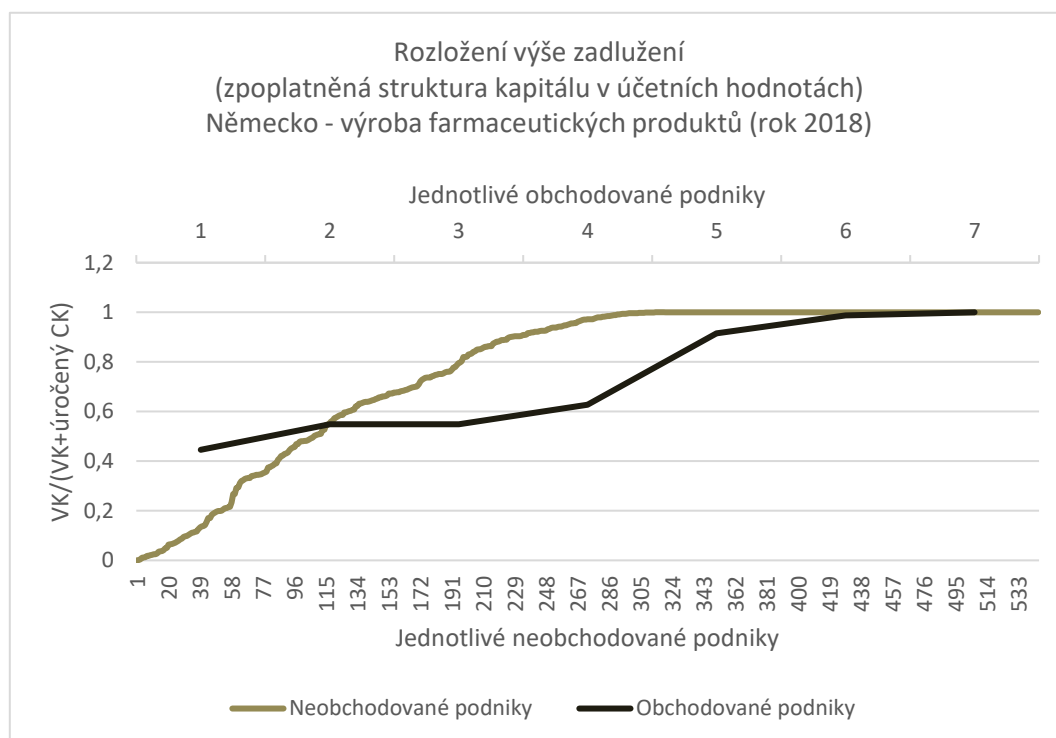
Z obr. 21 je vidět, že v tomto odvětví už je vidět rozdíl mezi obchodovanými a neobchodovanými společnostmi. Obchodované společnosti využívají cizí kapitál více než neobchodované, zatímco u odvětví výroby strojů v Německu tento rozdíl viditelný nebyl.

Nicméně obchodované společnosti se dělí na odlišné dvě skupiny. Jedna využívá cizí kapitál minimálně a má účetní podíl VK mezi 90 % až 100 %, zatímco druhá skupina spadá do pásma 45 % až 63 % VK.

Neobchodované společnosti mají na jedné straně mnohem širší rozpětí hodnot kapitálové struktury, ale jejich výrazná část, konkrétně 38 % v roce 2018, využívá pouze vlastní kapitál.

Tyto charakteristiky byly obdobné i v dřívějších letech.

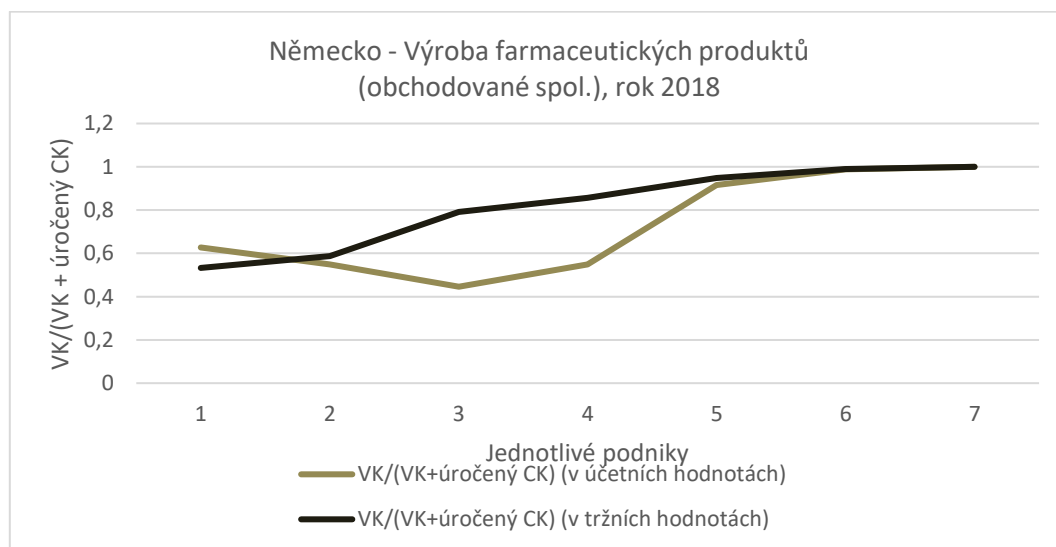
Obr. 21: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Německo, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Pokud se podíváme na podíl vlastního kapitálu **v tržních hodnotách** u obchodovaných společností (obr. 22), vychází podíly **VK** o něco vyšší než v účetních hodnotách. Výsledkem je ale poměrně široké pásmo cca **50 % až 100 %** vlastního kapitálu s relativně rovnoměrným rozložením.

Obr. 22: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Německo, NACE 21

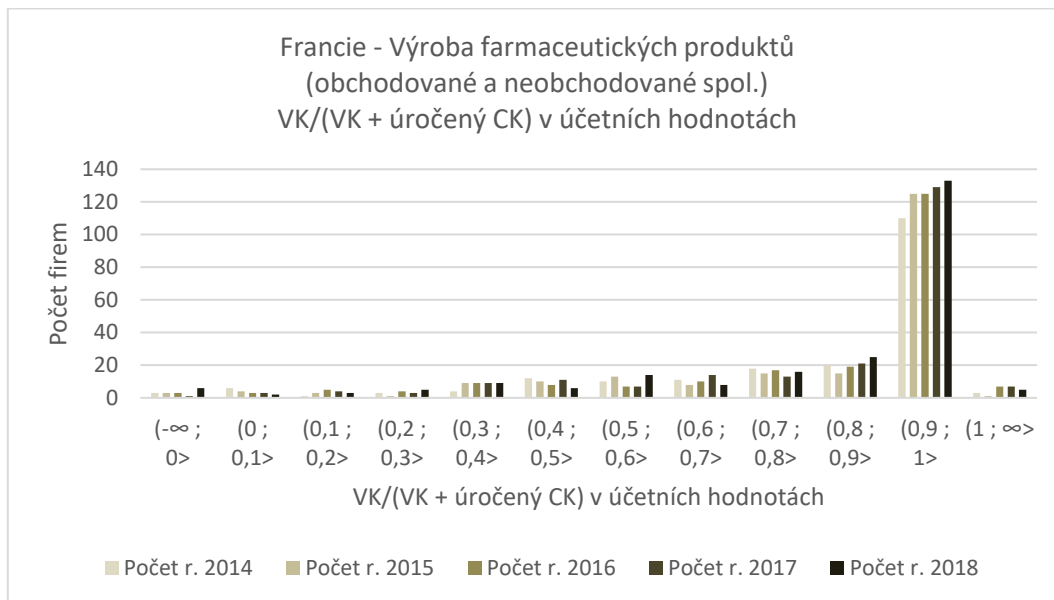


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

3.4 Francie (výroba farmaceutických produktů)

Ve Francii má v tomto sektoru výlučně vlastní kapitál cca 28 %. V intervalu 90 % až 100 % je pak cca 53 %, tedy více než polovina všech firem v tomto odvětví.

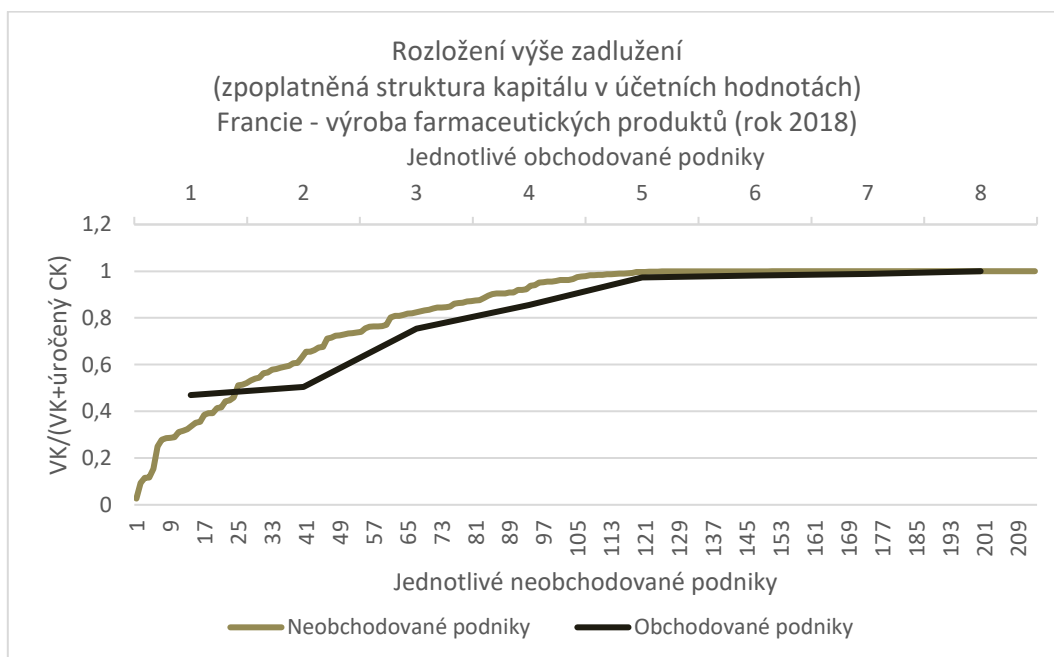
Obr. 23: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Ve Francii působí v tomto odvětví 8 obchodovaných společností (obr. 24), ze kterých polovina nemá zadlužení větší než 3 %. Na druhé straně 2 obchodované společnosti hospodaří s mírou zadluženosti kolem 50 % v účetních hodnotách.

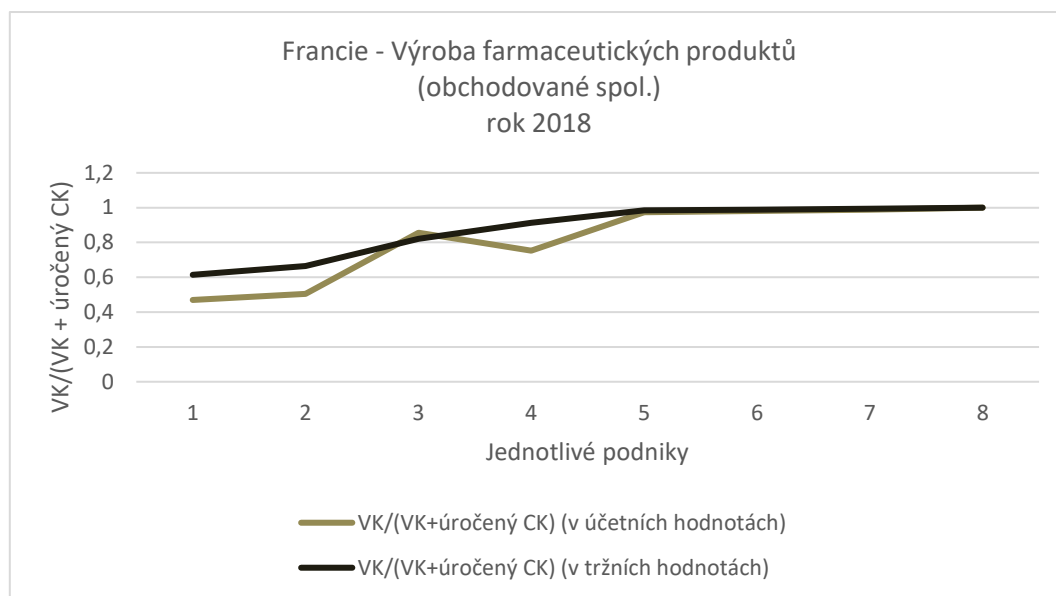
Obr. 24: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Francie, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Podíly VK v tržních hodnotách u zadlužených firem vycházejí o něco vyšší než v účetních hodnotách (viz obr. 25). Pásmo hodnot je tak cca od 40 % do 100 % VK, nicméně nejvýraznější je zde skupina firem a nulovým nebo téměř nulovým zadlužením.

Obr. 25: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Francie, NACE 21

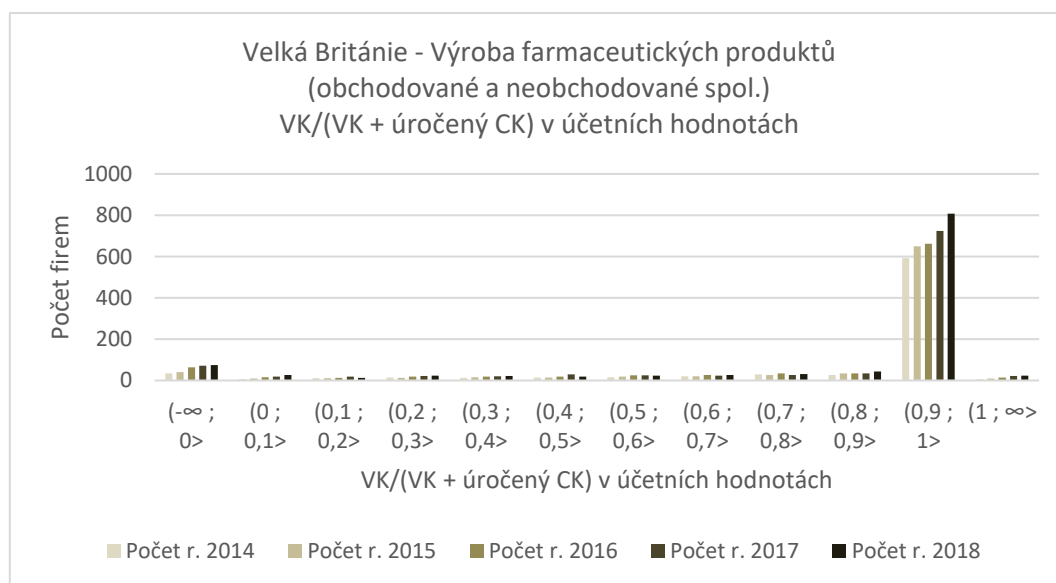


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

3.5 Velká Británie (výroba farmaceutických produktů)

Velká Británie se i v tomto odvětví projevuje jako značně konzervativní. Firem se zadlužením do 10 % je v tomto sektoru ekonomiky 71 % a zcela nezadlužených firem je 63 %.

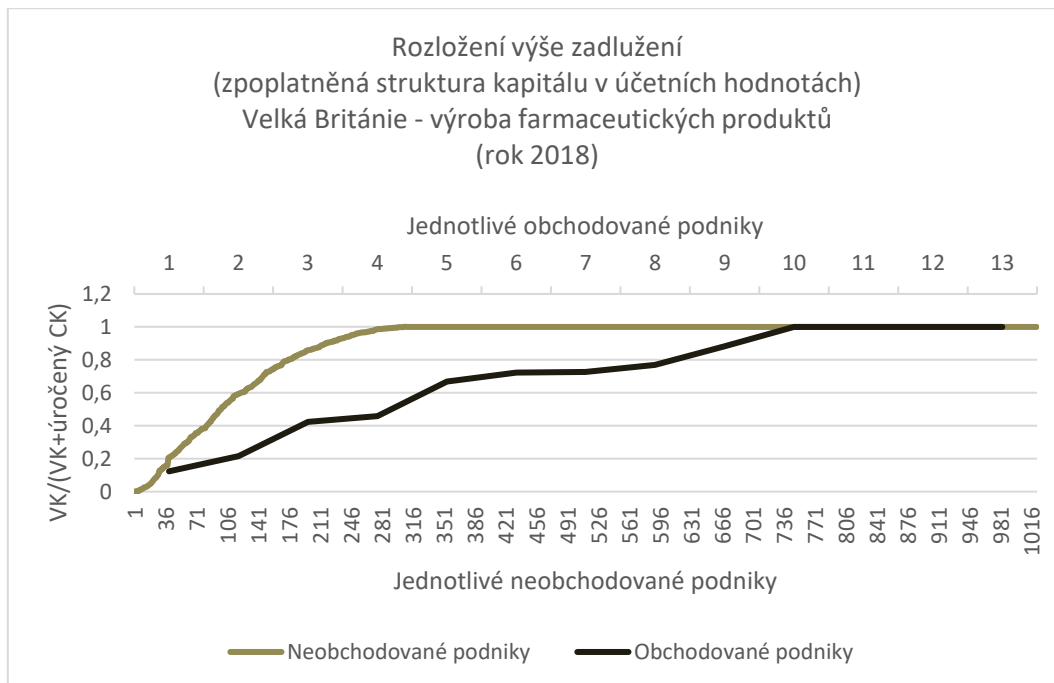
Obr. 26: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Jak ukazuje obr. 27, nulové zadlužení využívají velmi výrazně zejména neobchodované společnosti, i když i mezi obchodovanými se také nachází skupina nezadlužených firem. Obchodované společnosti ale přece jen citelně více využívají úročený cizí kapitál než neobchodované.

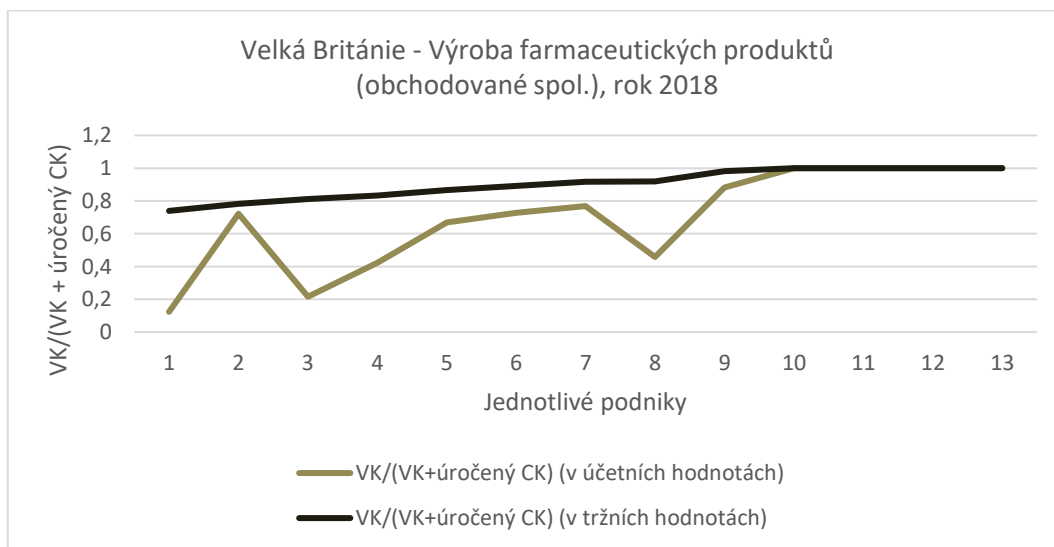
Obr. 27: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, VB, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Jak patrně z obr. 28, **tržní podíl VK** v roce 2018 je u všech zadlužených obchodovaných firem vyšší než účetní. Výsledné rozpětí je tak mezi cca **74 % až 100 % VK**. Medián tržních podílů VK se během celého zkoumaného období pohyboval kolem 90 %, zatímco medián účetních kapitálových struktur se pohyboval kolem 70 %.

Obr. 28: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Velká Británie, NACE 21



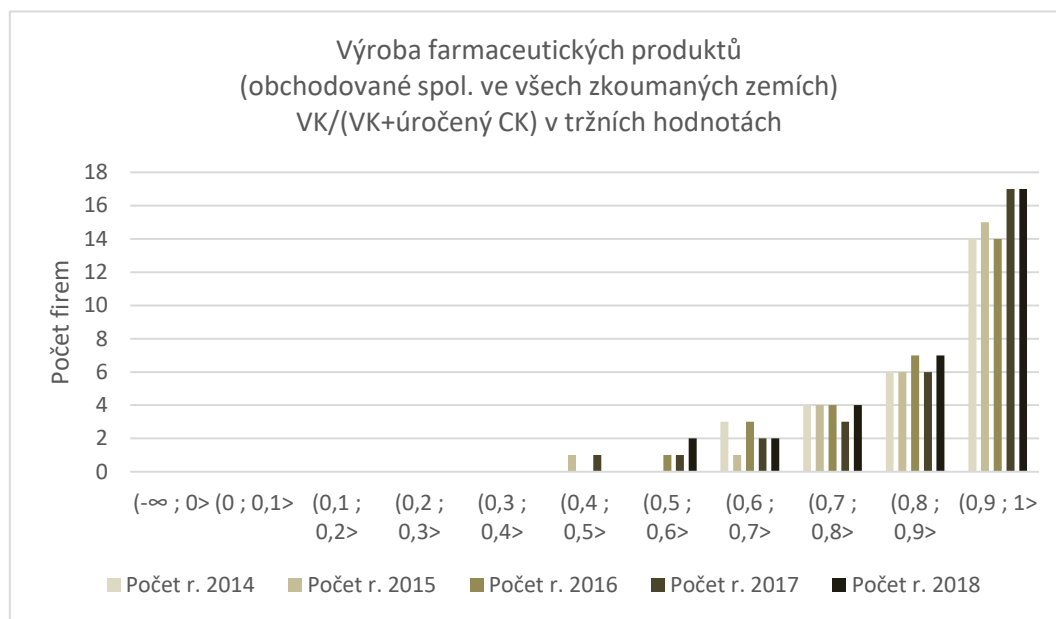
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

3.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

U firem působících ve výrobě farmaceutických produktů je pásmo zkoumaného podílu oproti jiným odvětvím užší, což ale souvisí s tím, že podíl cizího úročeného kapitálu v tržní kapitálové struktuře je u velké části firem minimální. Podíl VK se v naprosté většině případů pohybuje mezi 60 % až 100 %, ale největší část firem má podíl VK mezi 80 % až 100 %.

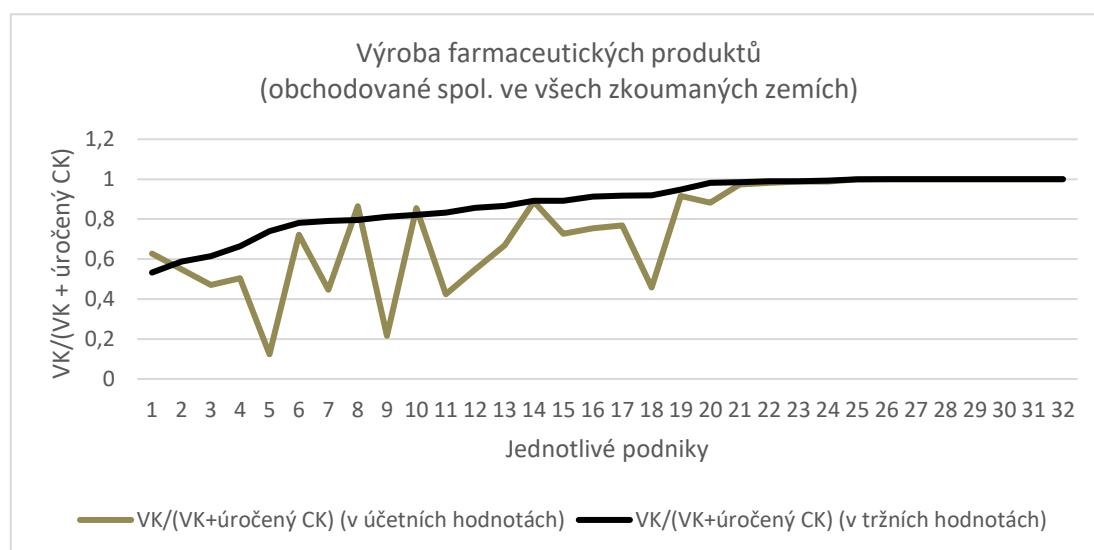
U většiny zadlužených obchodovaných firem v tomto odvětví je tržní podíl VK poměrně viditelně vyšší než účetní podíl (viz obr. 30).

Obr. 29: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 21



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 30: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, NACE 21



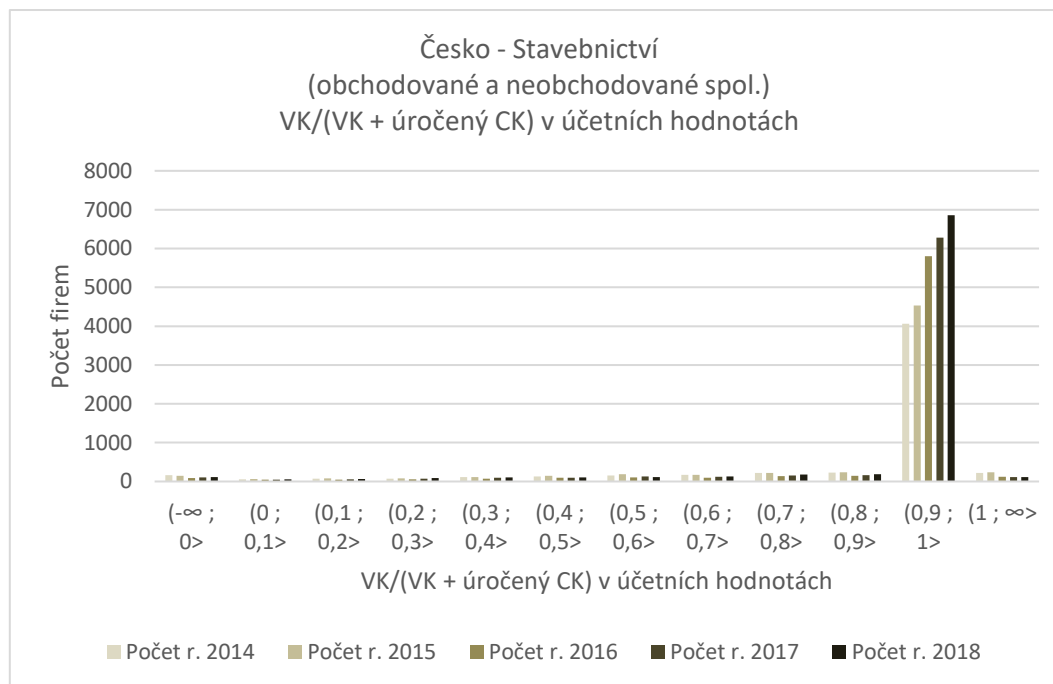
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4. Stavebnictví (NACE 41)

4.1 Česko (stavebnictví)

V odvětví stavebnictví je v ČR tendence k minimálnímu zadlužování ještě výraznější než u předchozích odvětví. Ze všech analyzovaných firem, které působí ve stavebnictví v Česku, má 81 % v kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál. Firem, které mají úročený cizí kapitál do 10 % všech zpoplatněných zdrojů financování, je až 84 %.

Obr. 31: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Česko, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

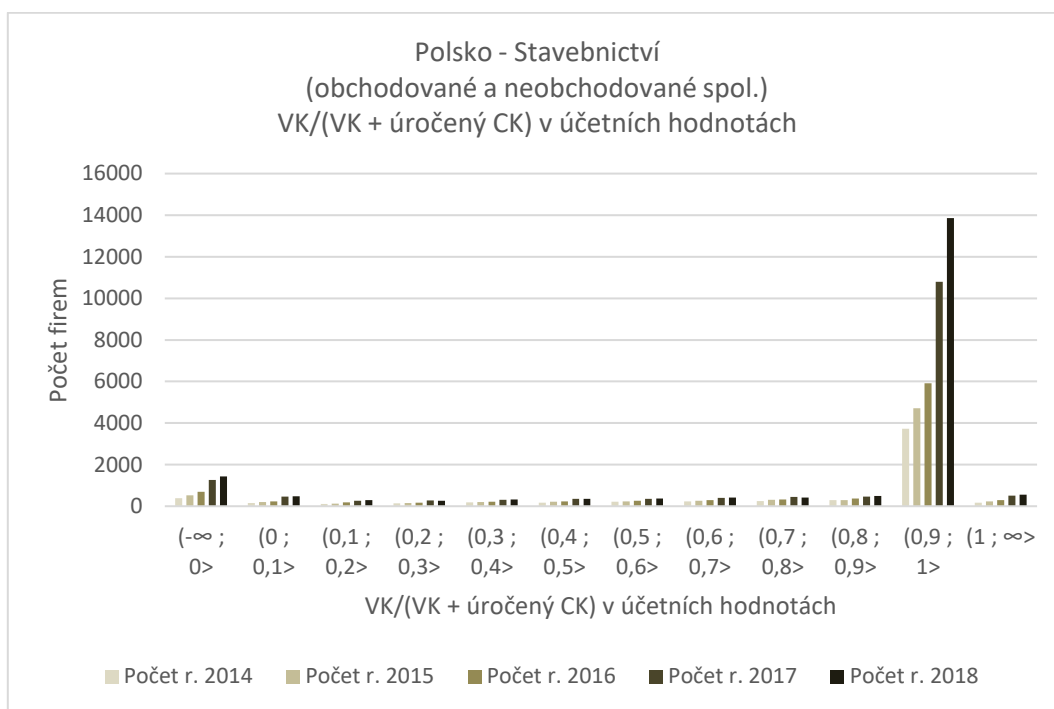
4.2 Polsko (stavebnictví)

Tak jako tomu bylo u výroby farmaceutických produktů, i tady platí, že více než dvě třetiny všech firem mají v účetní kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál.

Z obr. 33 je patrné, že nulové zadlužení zcela jednoznačně preferují neobchodované firmy (68 %). V odvětví stavebnictví působí v Polsku 29 obchodovaných firem, přičemž nejvyšší počet firem s podobnou kapitálovou strukturou můžeme i v této skupině vidět u nulového zadlužení (7 firem). Zbývající firmy pak mají zadlužení relativně rovnoměrné ve velmi širokém pásmu s podílem VK mezi 25 % až 100 %.

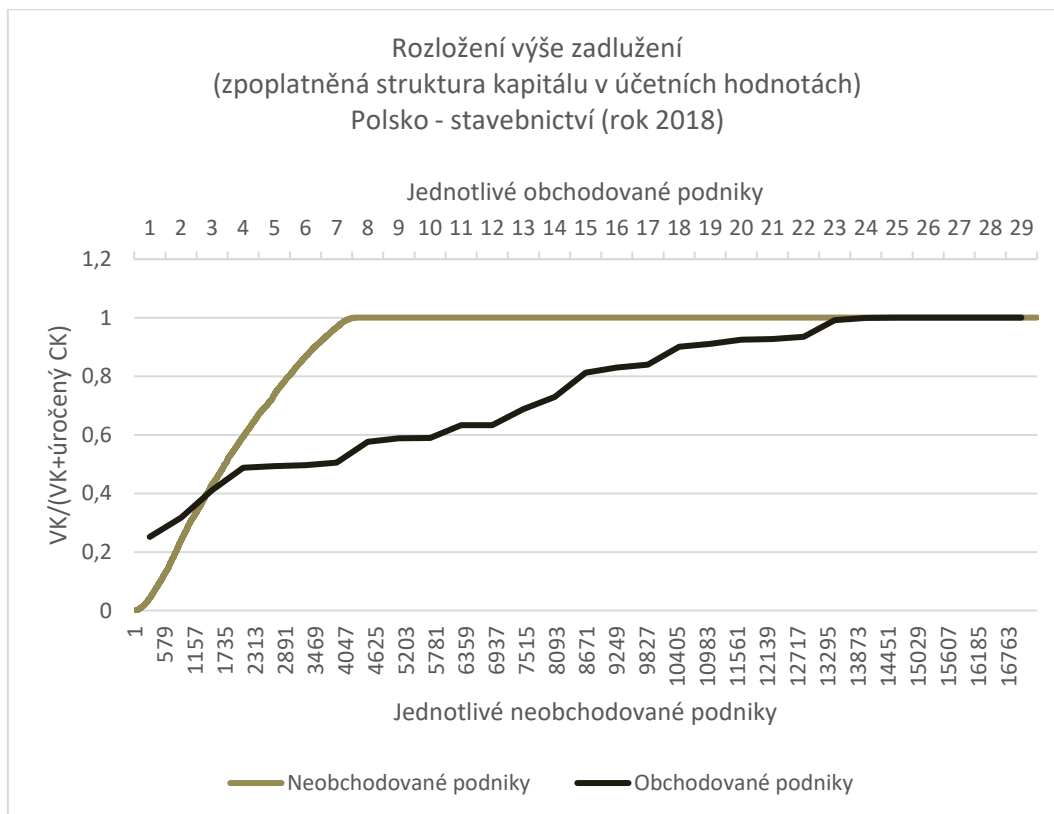
Porovnání účetních a **tržních podílů VK** u obchodovaných firem je pak na obr. 34. U tohoto odvětví mají některé firmy tržní podíly vyšší než účetní a jiné naopak. Křivky jako celek jsou tedy v grafu umístěny obdobně. Rozložení tržních podílů VK je tak opět velice široké jako u účetních hodnot, a to konkrétně cca **od 13 % do 100 %** vlastního kapitálu.

Obr. 32: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Polsko, NACE 41

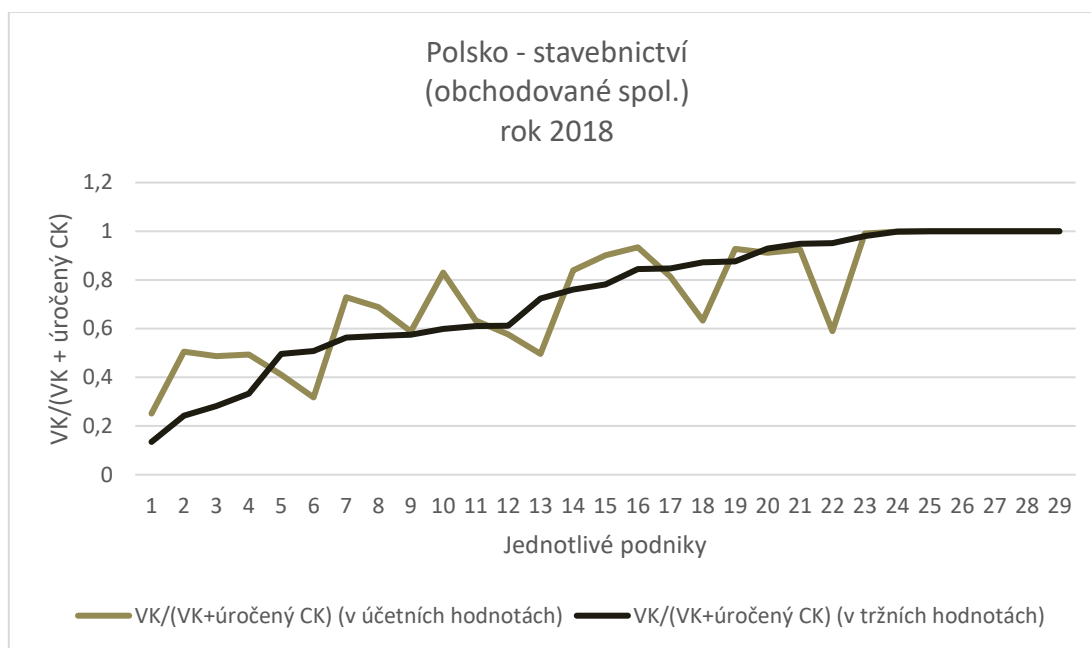


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 33: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Polsko, NACE 41



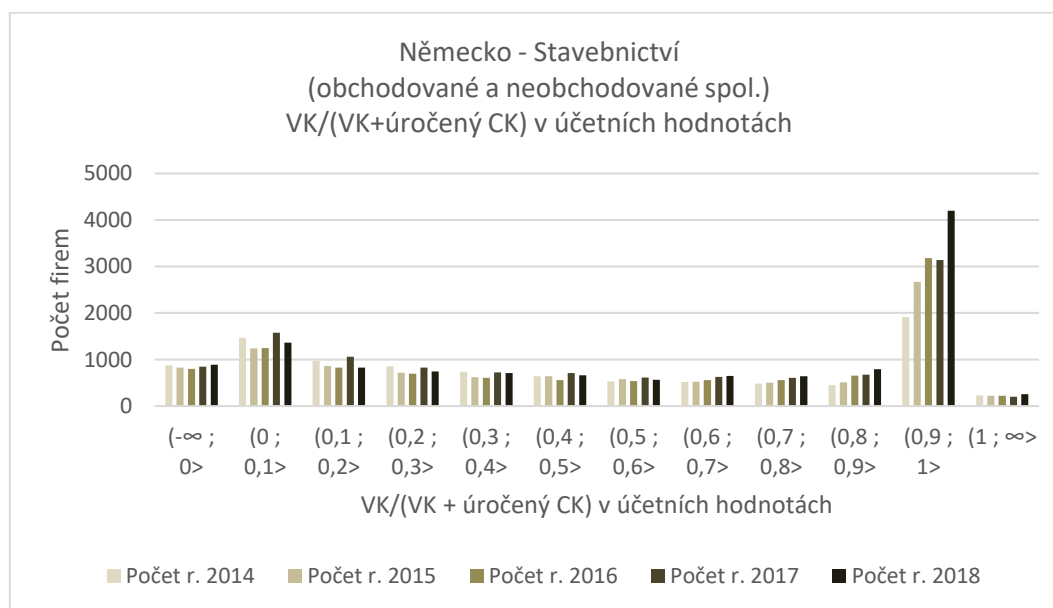
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 34: Rozložení tržní a účetní struktury zpopl. kapitálu v r. 2018, Polsko, NACE 41

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.3 Německo (stavebnictví)

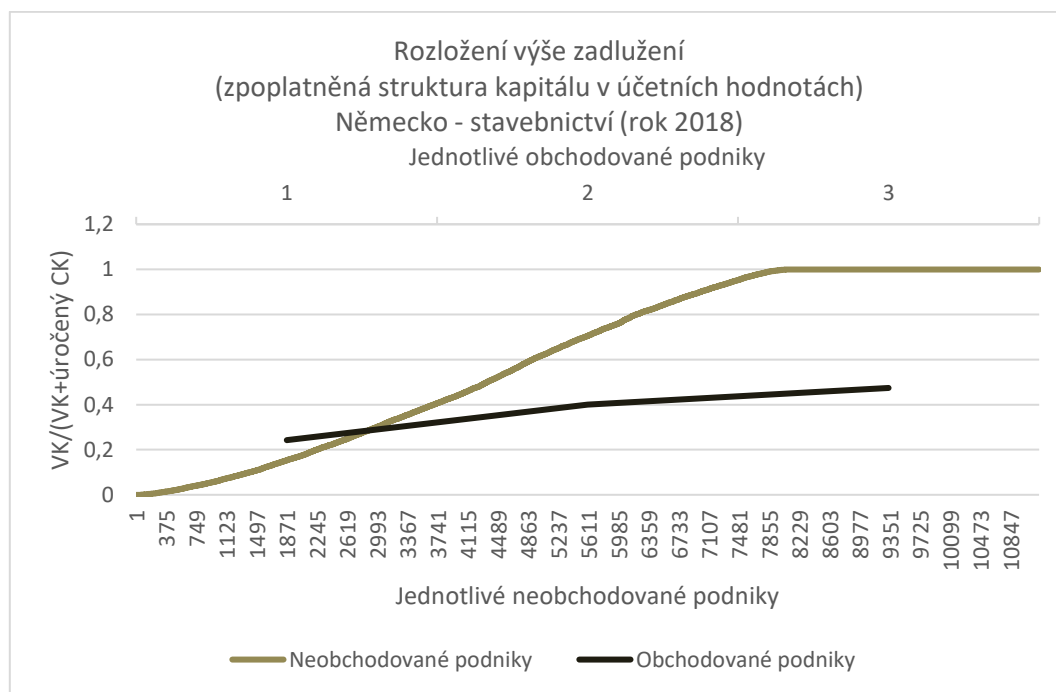
Čtvrtina všech zkoumaných firem, které působí ve stavebnictví v Německu, mají v kapitálové struktuře výhradně vlastní kapitál. Firem, které mají úročený cizí kapitál do 10 % je 34 %. Ostatní společnosti jsou rozloženy do jednotlivých intervalů relativně rovnoměrně a pětiletý vývoj kapitálových struktur se zpoplatněným kapitálem vyjádřeným v účetních hodnotách ve stavebnictví v Německu nevykazuje výrazné rozdíly v jednotlivých letech.

Obr. 35: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Německo, NACE 41

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obchodované společnosti ale působí v tomto odvětví v Německu jen tři (viz obr. 36). Všechny jsou poměrně značně zadlužené. Jejich podíl VK v účetních hodnotách se pohybuje velmi nízko, cca jen od 24 % do 47 %. U neobchodovaných firem je naopak výrazná skupina nezadlužených firem (27 %). Ostatní neobchodované firmy mají rovnoměrné rozložení podílů VK od 0 % až do 100 %.

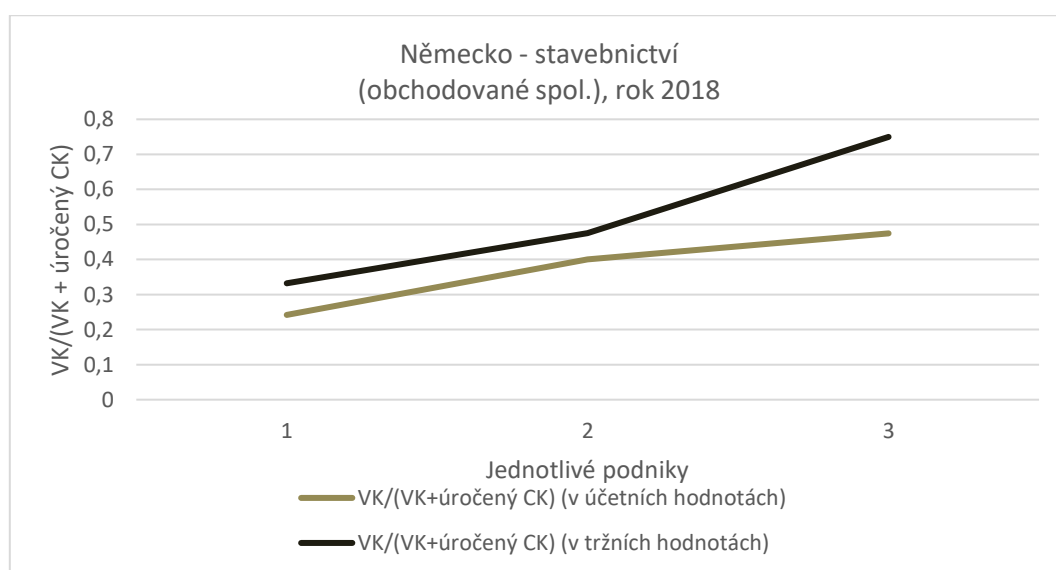
Obr. 36: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Německo, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Na obr. 37 je vidět, že **tržní podíly VK** jsou vyšší než účetní. Rozpětí je ale značné, od 33 % až do 75 % vlastního kapitálu.

Obr. 37: Rozložení tržní a účetní struktury zpopl. kap. v r. 2018, Německo, NACE 41

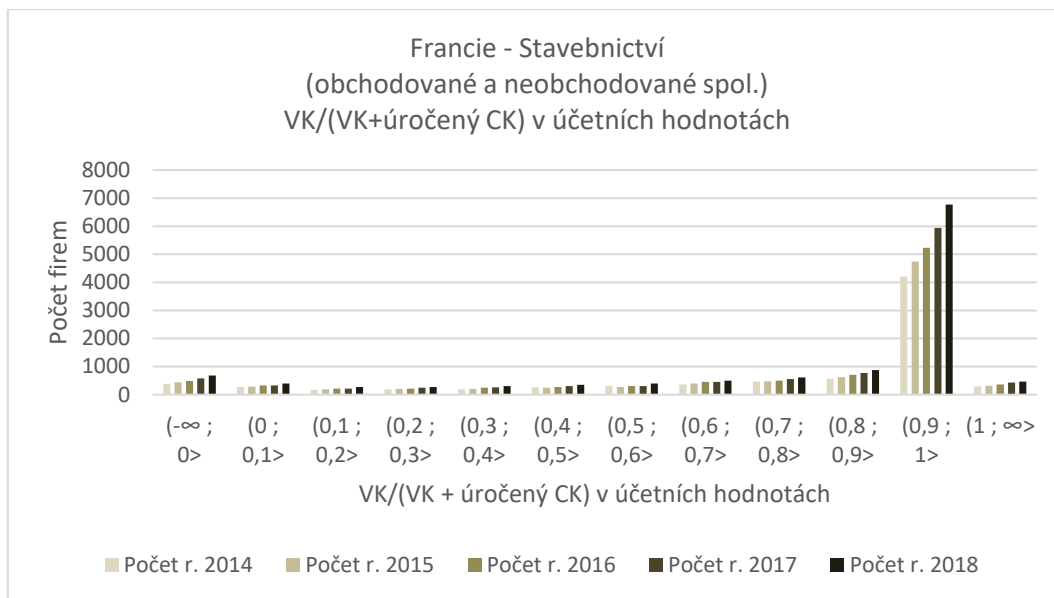


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.4 Francie (stavebnictví)

Ve Francii 35 % všech firem v tomto odvětví, za které byla v databázi Amadeus dostupná data za rok 2018, má v kapitálové struktuře výlučně vlastní kapitál. V intervalu podílu vlastního kapitálu mezi 90 % až 100 % se pak nachází 57 %, tedy více než polovina firem.

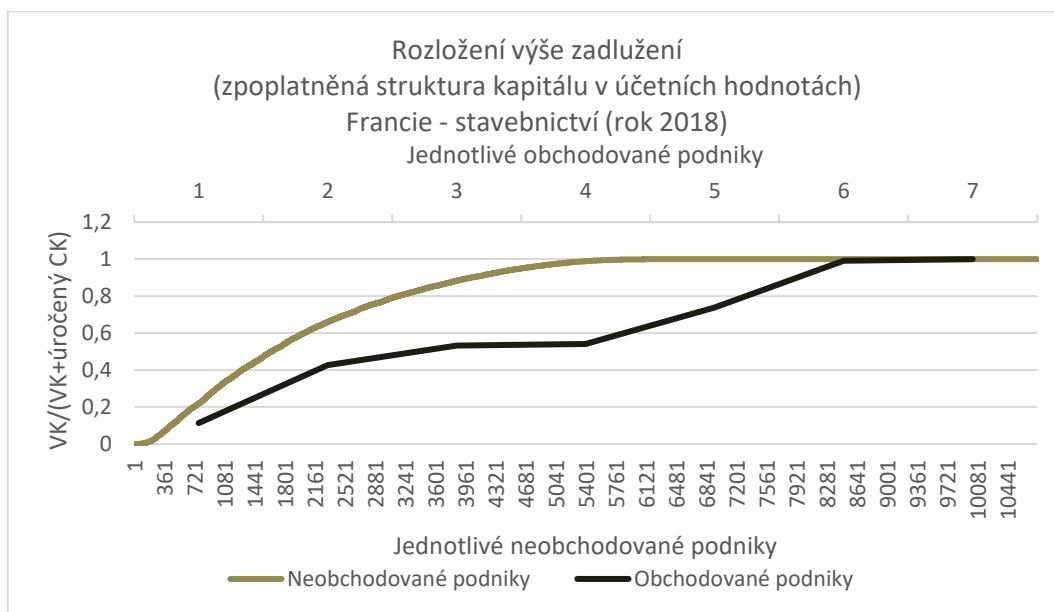
Obr. 38: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Francie, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

V tomto odvětví působí 7 obchodovaných společností, z nich dvě mají nulové zadlužení. Pásmo zadlužení ostatních obchodovaných firem je ale velmi široké, a to až k pouhým 11 % VK, jak ukazuje obr. 39. U neobchodovaných firem je naopak patrná vysoká preference VK, přibližně polovina firem má nulové nebo zcela nepatrné zadlužení.

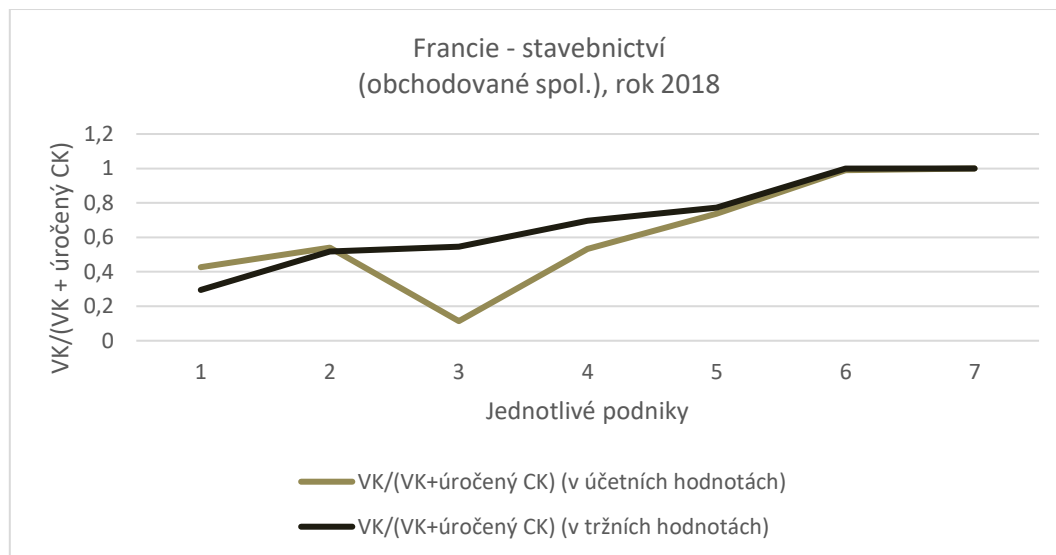
Obr. 39: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, Francie, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Podíly VK v tržních hodnotách u zadlužených firem jsou o něco vyšší než v účetních hodnotách (viz obr. 40). Nicméně rozpětí hodnot je značně široké, od 30 % do 100 % VK, s rovnoměrným rozložením. Obvyklé tržní struktury se tak zde nevyskytují.

Obr. 40: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Francie, NACE 41

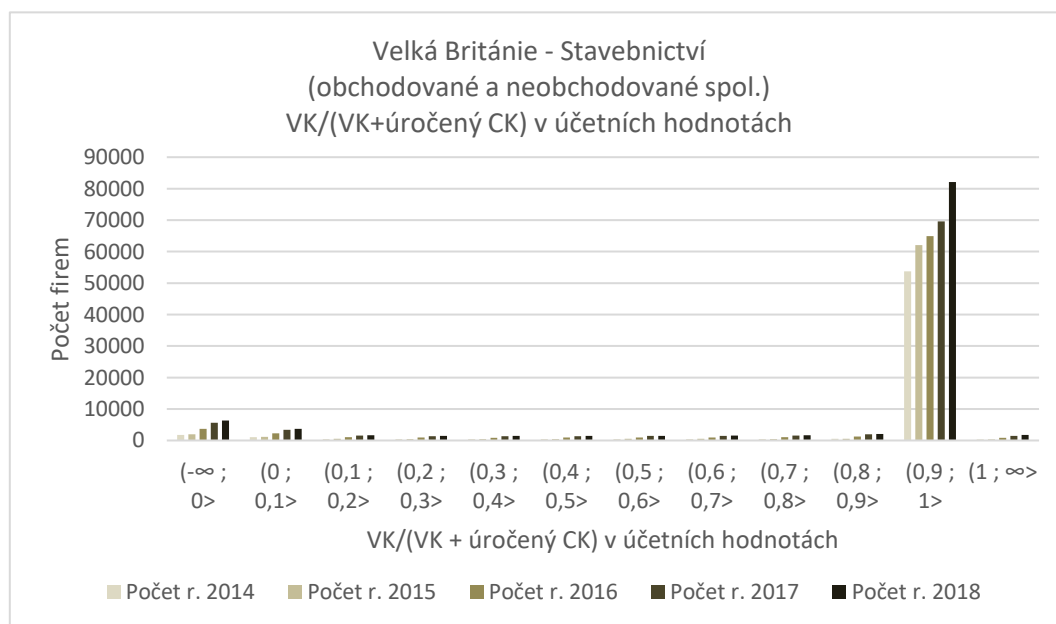


Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.5 Velká Británie (stavebnictví)

Ve Velké Británii opět velice výrazně dominují firmy s minimálním zadlužením. V intervalu 90 % až 100 % VK je jich dokonce 77 % a z nich ještě naprostou většinu tvoří zcela nezadlužené firmy. Tyto firmy s nulovým úročeným cizím kapitálem tak tvoří 73 % souboru.

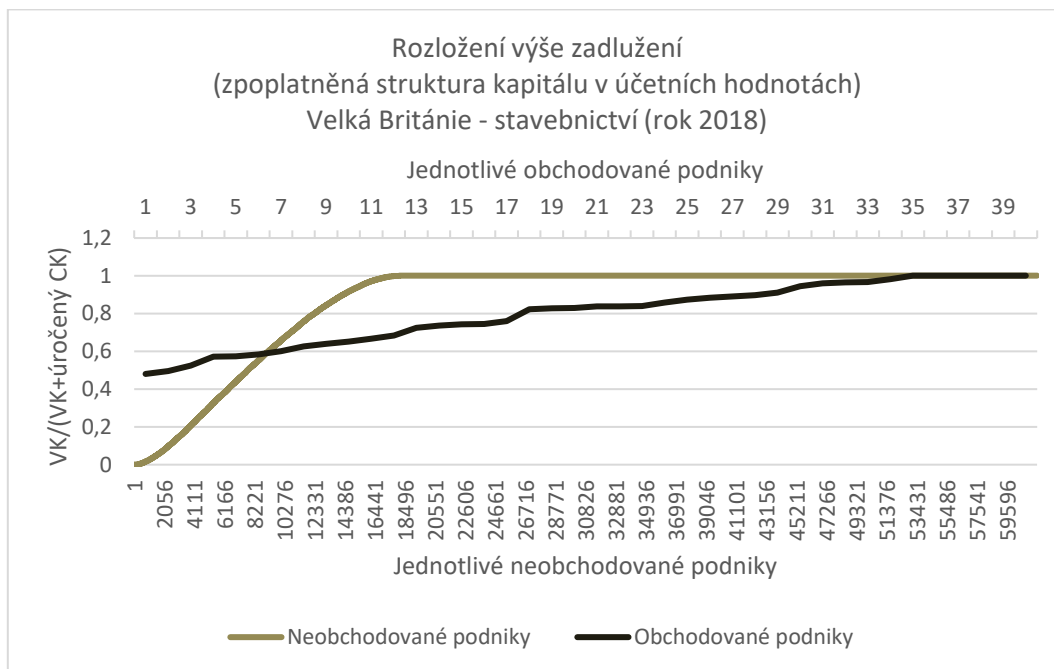
Obr. 41: Účetní struktura zpoplatněného kapitálu, Velká Británie, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Preference nulového zadlužení je jednoznačná mezi neobchodovanými společnostmi, jak ukazuje obr. 42. Naopak u obchodovaných firem je typické využívání alespoň určitého množství úročeného cizího kapitálu.

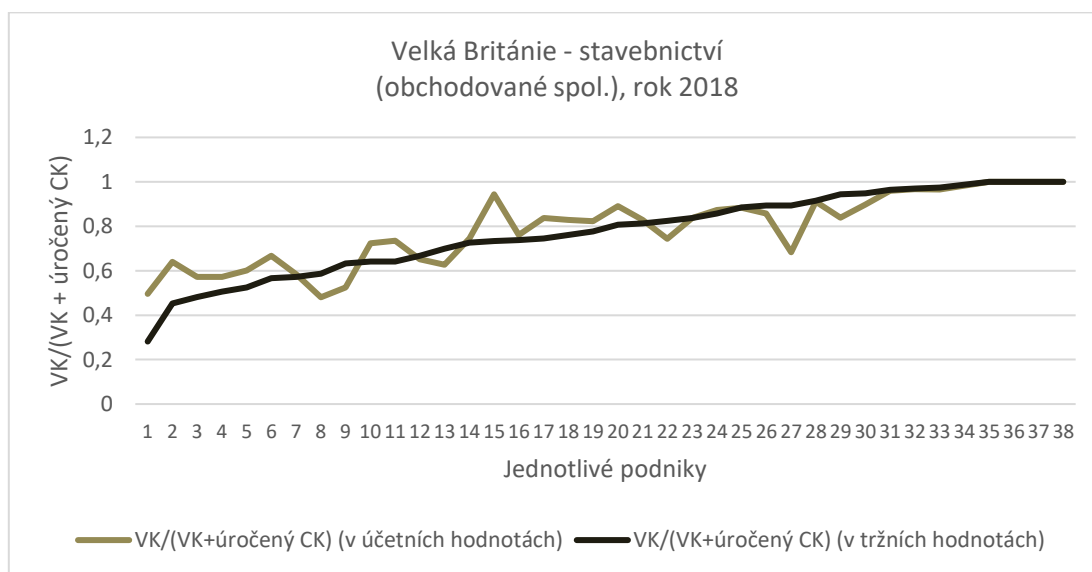
Obr. 42: Rozložení účetní struktury zpoplatněného kap. v r. 2018, VB, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Z obr. 43 je pak vidět, že křivky tržního a účetního podílu vlastního kapitálu kolem sebe vzájemně oscilují, obě jsou tedy jako celek položené v rámci grafu poměrně podobně. Rozpětí **tržního podílu** vlastního kapitálu je proto podobně široké, jako tomu bylo u účetní struktury. Pohybuje se u hlavní části firem **od 45 % do 100 % VK** s rovnoměrným rozložením, bez náznaku nějakých obvyklejších hodnot.

Obr. 43: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, Velká Británie, NACE 41



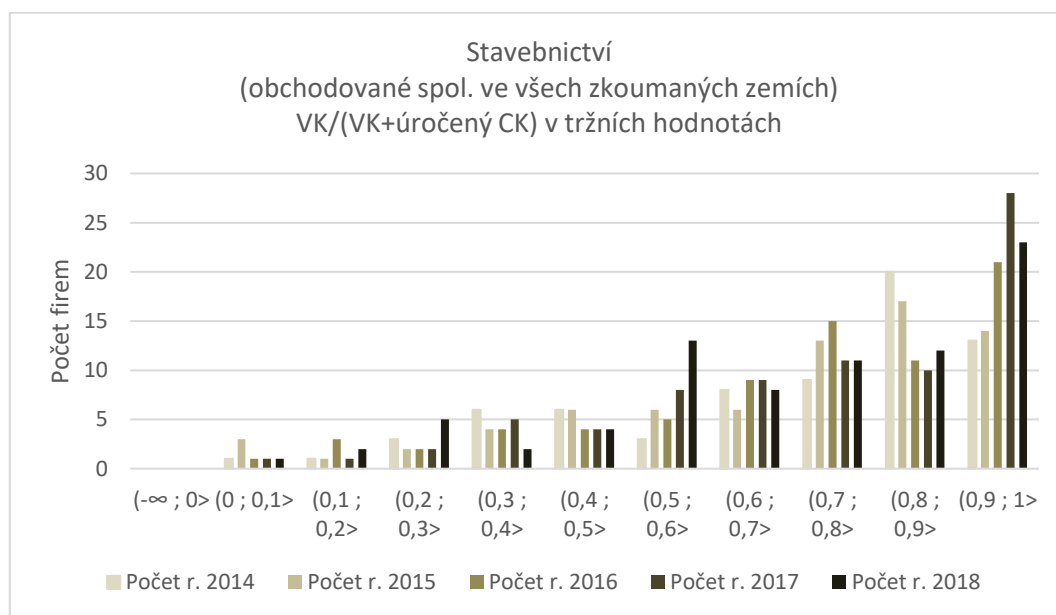
Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

4.6 Tržní struktura obchodovaných společností za všechny země

Ve stavebnictví, tak jako je tomu u ostatních odvětví, využívá nejvíce obchodovaných firem cizí úročený kapitál do 10 % z celkových zpoplatněných zdrojů financování a firem, které se umístily do intervalů s nižším podílem vlastního kapitálu je vždy méně a méně (obr. 44).

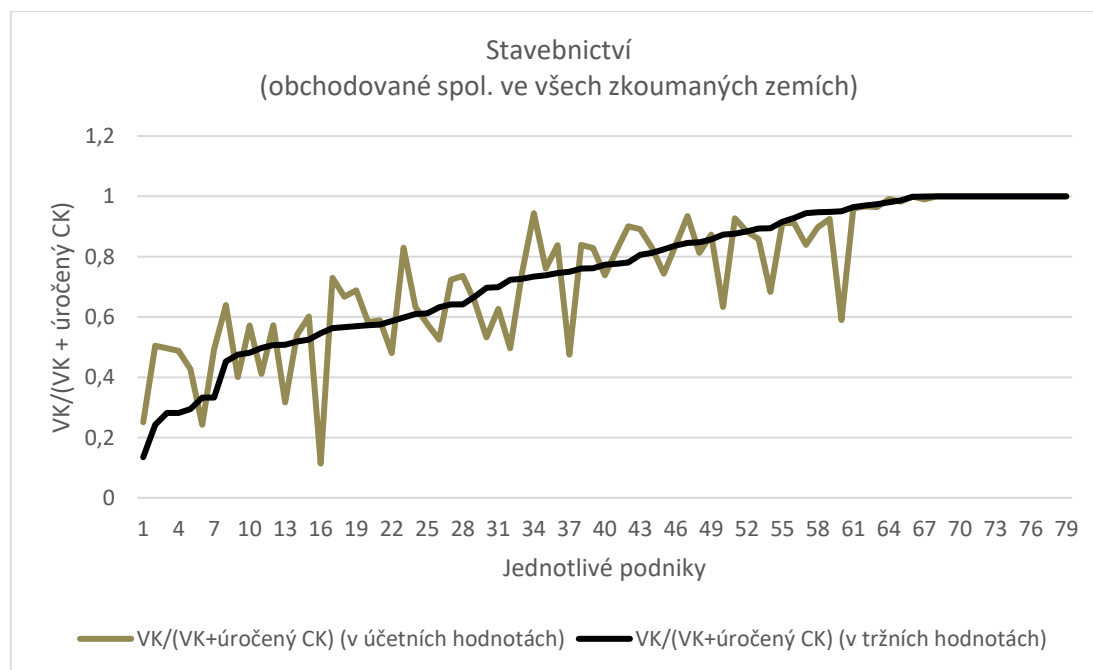
Oproti ostatním analyzovaným odvětvím je ve stavebnictví pásmo zadluženosti širší, protože výše podílu cizího úročeného kapitálu v tržní struktuře dosahuje až 90 %.

Obr. 44: Tržní struktura zpoplatněného kapitálu, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Obr. 45: Rozložení tržní a účetní struktury zpoplatněného kapitálu v r. 2018, NACE 41



Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

5. Shrnutí výsledků a závěry

Základní poznatky ze zkoumaných odvětví a zemí jsou z předchozího textu v zásadě zřejmé a potvrzují závěry uvedené v 1. části článku. Nicméně abychom mohli závěry upřesnit a jednoznačněji specifikovat rozdíly mezi:

- skupinou obchodovaných a neobchodovaných společností,
- analyzovanými zeměmi,
- analyzovanými odvětvími,

uvedeme ještě vybrané charakteristiky zkoumaných skupin v číselné podobě.

Souhrnná data jsou uvedena v tabulce č. 1. Jsou sestavena pro všechny zkoumané země a všech šest odvětví obsažených jak v 1. části článku (výroba papíru a výrobků z papíru, výroba chemikálií a chemických produktů, výroba elektrické energie), tak v této druhé části článku (výroba strojů a zařízení, výroba farmaceutických produktů a stavebnictví).

V tabulce jsou data uvedena zvlášť pro společnosti neobchodované a pro společnosti obchodované. V České republice se ve zkoumaných odvětvích nacházela jediná obchodovaná společnost v odvětví výroby elektrické energie, a to ČEZ, a.s. Data za ČR proto již dále rozdělována nejsou a všechny údaje jsou uvedeny ve skupině neobchodovaných společností, včetně této jediné výjimky.

Do všech statistických údajů v tabulce č. 1 byly jednotně započítány pouze firmy s hodnotou ukazatele $VK/(VK + \text{úročený } CK)$ větším než 0 a zároveň ne větším než 1. Všechny propočty jsou tak udělány již ne ze skupiny všech firem v odvětví, ale jen z firem s kladným VK . Tím vznikají drobné rozdíly oproti procentům obsaženým v textu článku, kde byla uváděna procenta například nezadlužených firem většinou z celkového počtu všech firem v odvětví, tj. včetně těch se záporným vlastním kapitálem.

Tabulka č. 1 souhrnně popisuje odvětví pomocí těchto charakteristik:

- U skupiny obchodovaných i neobchodovaných společností je uvedeno procento společností, které jsou financovány pouze vlastním kapitálem (jak již bylo uvedeno, jde o procento z firem, které mají kladný vlastní kapitál).
- Dále jsou pro obě skupiny uvedeny mediány a průměry z hodnot ukazatele $VK / (VK + \text{úročený } CK)$ v účetních hodnotách.
- U obchodovaných společností jsou pak uvedeny mediány, průměry, minimální a maximální hodnoty a také směrodatné odchylky pro podíl vlastního kapitálu v tržních hodnotách. Pro lepší orientaci je uveden i počet obchodovaných firem, ze kterých jsou počítány údaje o tržním podílu vlastního kapitálu.

Firmy, které měly záporný účetní vlastní kapitál, nejsou v tab. 1 použity ani pro výpočet tržního podílu, i když u některých z nich byla v databázi uvedena kladná hodnota tržní kapitalizace. Pro účely této tabulky už ale takovéto firmy nebyly považovány za standardní případ, který by měl sloužit jako pramen pro volbu struktury kapitálu oceňovaného podniku. Na druhé straně v některých výjimečných případech firmy, pro které bylo možné uvést hodnotu účetní struktury, nemají k dispozici údaje o tržní kapitalizaci, takže počet firem s tržním podílem může být někdy mírně nižší než počet obchodovaných firem s účetním podílem, který je uváděn v základním textu článku.

- Čísla v tabulce jsou pro lepší přehlednost zaokrouhlena na celá procenta.

Tab. 1: Souhrnný přehled charakteristik zkoumaných odvětví vzhledem k podílu vlastního kapitálu na celkovém zpoplatněném kapitálu v roce 2018

Země Odvětví	Neobchodované s.			Obchodované společnosti								Počet obch. spo- leč- ností
	Podíl firem se 100% VK (%)	Účetní podíl VK (%)		Podíl firem se 100% VK (%)	Účetní podíl VK (%)		Tržní podíl VK (%)					
		Medi- -án	Prům.		Medi- -án	Prům.	Medián	Prům.	Min	Max	Směrod. odchylka	
ČR												
Výroba papíru	70	100	89									
Chemikálie	76	100	93									
Elektrická energ.	64	100	78									
Stroje a zařízení	71	100	91									
Farmac. produk.	72	100	95									
Stavebnictví	83	100	94									
Polsko												
Výroba papíru	50	100	81	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Chemikálie	66	100	88	0	73	78	72	75	49	99	19	11
Elektrická energ.	82	100	89	33	93	91	95	81	48	100	24	3
Stroje a zařízení	65	100	89	30	87	85	92	84	39	100	20	9
Farmac. produk.	73	100	90	50	94	94	95	92	80	100	9	4
Stavebnictví	76	100	89	17	81	74	78	73	13	100	25	29
Německo												
Výroba papíru	27	73	67	0	72	72	64	64	58	70	6	2
Chemikálie	32	86	73	0	65	74	80	82	56	100	13	11
Elektrická energ.	18	33	46	0	50	52	51	35	2	51	23	2
Stroje a zařízení	28	82	71	5	84	76	79	71	11	100	28	20
Farmac. produk.	41	97	78	0	63	72	86	82	53	100	18	7
Stavebnictví	27	71	62	0	40	37	48	52	33	75	17	3
Francie												
Výroba papíru	15	89	81	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Chemikálie	22	93	83	0	67	71	91	79	23	98	24	7
Elektrická energ.	36	61	60	0	56	56	59	59	41	77	18	2
Stroje a zařízení	19	93	84	7	77	80	84	85	65	100	9	15
Farmac. produk.	30	98	84	13	91	82	95	87	61	100	15	8
Stavebnictví	39	99	82	14	54	62	70	69	29	100	24	7
Velká Británie												
Výroba papíru	63	100	87	0	60	60	76	70	39	90	19	4
Chemikálie	66	100	90	29	76	76	90	85	42	100	16	20
Elektrická energ.	64	100	77	0	74	66	75	65	20	98	28	7
Stroje a zařízení	64	100	89	8	75	72	85	80	45	100	18	12
Farmac. produk.	70	100	89	31	73	69	92	90	74	100	9	13
Stavebnictví	79	100	90	11	83	79	79	77	28	100	18	38

Zdroj: Vlastní zpracování, zdroj dat: Amadeus

Souhrnná data v podstatě potvrzují skutečnosti, které byly uváděny již v samotném textu obou částí článku a v závěru 1. části článku. Můžeme tedy konstatovat tyto **hlavní závěry**:

1. **Mezi skupinou obchodovaných a neobchodovaných společností** je velmi nápadný výrazný rozdíl ve způsobu financování zpoplatněným kapitálem, a to u všech zkoumaných zemí a všech šesti zkoumaných odvětvích:

- Ve skupině neobchodovaných firem je velmi vysoký podíl firem, které vykazují nulové zadlužení z hlediska úročeného kapitálu, naopak obchodované společnosti v naprosté většině případů alespoň nějaký úročený cizí kapitál využívají.
- S tím koresponduje i skutečnost, že zejména mediány účetního podílu VK jsou u neobchodovaných společností výrazně vyšší než u obchodovaných. V ČR, Polsku a Velké Británii je medián podílu vlastního kapitálu na zpoplatněném kapitálu dokonce u neobchodovaných společností ve všech sledovaných odvětvích 100 %. V Německu a Francii jsou mediány o něco nižší, ale u řady odvětví se u neobchodovaných firem také pohybují vysoko, cca kolem 90 %.
- Vzhledem k tomu, že jde o podíly vlastního kapitálu buď přímo 100 %, nebo podíly VK blízké se 100 %, nejsou tato zjištění ovlivněna ani tím, že u obou skupin firem porovnáváme účetní strukturu. U 100 % nebo téměř 100 % financování vlastním kapitálem musí být samozřejmě tržní struktura kapitálu stejná nebo téměř stejná jako struktura účetní (připomínáme, že mluvíme o struktuře, nikoli o samotné absolutní výši vlastního kapitálu, kde se samozřejmě účetní a tržní hodnota může lišit výrazně).

2. **Tržní kapitálové struktury u obchodovaných společností** vykazují v naprosté většině případů značný rozptyl bez existence nějakého užšího pásma obvyklých hodnot. Je to vidět jak z podrobných grafů v textu obou částí článku, tak z rozpětí a směrodatných odchylek v tab. 1. Ke stejným závěrům jsme dospěli již dříve v menší analýze v článku Mařík-Maříková (2013).

Pokud už někdy byla mezi obchodovanými firmami vidět nějaká skupina podobných firem, tak to byly obvykle případy společností s nulovým nebo zcela minimálním zadlužením (např. výroba strojů ve Francii, farmaceutické výroby ve Velké Británii apod.). Jinými výjimkami byly případy, kdy byl v odvětví v daném zemi příliš malý počet firem, které neměly zadlužení od sebe vzdálené zcela řádově (např. 2 obchodované firmy na výrobu papíru v Německu).

3. **Mezi zeměmi existují významné rozdíly**, pokud jde o financování zpoplatněným kapitálem. Ze zahraničí má největší podíl zcela nezadlužených, případně jen málo zadlužených firem Velká Británie a jako druhé v pořadí je Polsko. Naopak s nejvyšším zadlužením ze zkoumaných zemí pracují firmy v Německu, druhá v pořadí je Francie. V České republice pak mají firmy dokonce ještě větší sklon financovat se vlastním kapitálem než firmy ve Velké Británii. Poměrně překvapivé je zjištění, že bychom měli být opatrní zejména při přebírání údajů z Německa, které se jinak jeví jako rozvinutá a zároveň nám regionálně blízká země a na první pohled tedy vhodná pro přebírání údajů.

4. Konkrétní hodnoty se samozřejmě mezi sledovanými pěti lety mírně měnily, ale základní proporce a z nich plynoucí výše uvedená zjištění platily pro celé zkoumané pětileté období.

Tato zjištění pak vedou k následujícím **doporučením pro oceňování v České republice:**

- **Pro oceňování neobchodované společnosti v ČR** se jeví přebírání kapitálové struktury od zahraničních obchodovaných společností jako zcela nevhodné. U těchto firem je mnohem logičtější simulovat přístup průměrného investora tak, že oceňovatel sestaví finanční plán, ve kterém úročené financování rozumně pokryje potřeby naplánovaných investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Tuto rozumnou výši zadlužení by oceňovatel přitom kontroloval pomocí finanční analýzy minulého a plánovaného období a srovnáním s účetní zadlužeností podobných firem v dané branži v ČR. V diskontní míře by pak vyladil kapitálovou strukturu pomocí iterací (podrobněji k iteracím např. viz Mařík, 2018).
- **U oceňování obchodovaných společností** by bylo možné zvážit, aby znalec přihlédl k zadlužování podobných obchodovaných firem v zahraničí, ale jen velmi opatrně. S ohledem na zjištěné významné rozdíly ve zvyklostech jednotlivých evropských zemí a velký rozptyl úrovně zadlužení jednotlivých firem i v rámci jedné země se nejvíce jako rozumné plánovat pro budoucí roky nějak výrazně odlišný způsob financování, než oceňovaná společnost používala doposud, jen proto, že takto vychází nějaký zahraniční průměr.
- V první části článku bylo ukázáno, jak velmi se liší zadlužení počítané klasickým způsobem z celé bilanční sumy a zadlužení počítané jen ze zpoplatněného kapitálu. Vzhledem k doporučení, aby oceňovatelé plánovali budoucí zadlužování oceňovaného podniku spíše podle investičních potřeb a podle srovnání zadluženosti v rámci finanční analýzy, **bylo by velmi žádoucí přidat do finanční analýzy minulého i plánovaného období kromě obvyklé zadluženosti i účetní zadluženost zpoplatněného kapitálu** a tu porovnávat s ostatními firmami.

Literatura:

- [1] Bureau van Dijk – Moody's Analytics company (2021): *Amadeus (A database of comparable financial information for public and private companies across Europe)* [online]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>
- [2] Mařík, M. a kol. (2018): *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4
- [3] Mařík, M. – Maříková, P. (2013): *Diferenciace hodnotovýchází a problém tržní kapitálové struktury při oceňování českých podniků*. Soudní inženýrství č. 3/2013, ročník 24, str. 237-246, ISSN 1211-443X
- [4] Maříková, P. – Tóth, A. (2021): *Odhad kapitálové struktury pro účely tržního oceňování podniku v podmínkách ČR – 1. část*. Oceňování č. 2/2021, ročník 14, str. 28-58, ISSN 1803-0785
- [5] 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 – 2. 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. Druhá část článku se zaměřila na tři odvětví: výrobu strojů, výrobu farmaceutických produktů a stavebnictví. Zkoumána byla struktura kapitálu firem v ČR, Polsku, Německu, Francii a Velké Británii.

Z analýzy plyne, že v evropských zemích se neobchodované firmy zadlužují výrazně méně než firmy obchodované. Přebírání zadluženosti zahraničních obchodovaných firem pro ocenění neobchodovaných českých firem je tak zcela nevhodné. Při oceňování obchodovaných firem je možné k zahraničním datům přihlídnout, ale jen opatrně, protože výše zadlužení je značně odlišná v různých evropských zemích a ani v rámci jedné země bývá velký rozptyl hodnot zadlužení mezi jednotlivými firmami.

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 2

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 second part of the article focused on three sectors: manufacture of machinery, manufacture of pharmaceutical products and construction. The capital structure of companies in the Czech Republic, Poland, Germany, France and the United Kingdom was examined.

The analysis shows that in European countries, non-traded companies are significantly less indebted than traded companies. Taking over the indebtedness of foreign traded companies for the valuation of non-traded Czech companies is thus completely inappropriate. When valuing traded companies, it is possible to take foreign data into account, but only with caution, because the amount of indebtedness varies considerably in different European countries and even within one country there is a large variance of debt values between individual companies.

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

JEL classification: G32