

PODROBNĚJŠÍ ANALÝZA OBOROVÝCH STANDARDŮ Z HLEDISKA ROZLOŽENÍ ZADLUŽENÍ A CÍLOVÁ KAPITÁLOVÁ STRUKTURA[#]

Milan Hrdý*

Úvod a teoretická východiska

Optimalizace kapitálové struktury a identifikace optimálního zadlužení rozhodně patří mezi ever-greeny teoretických i praktických přístupů v oblasti finančního řízení podniku, zejména pak v oblasti investičního rozhodování a dlouhodobého financování a také výnosového oceňování podniku, kdy v obou případech je nezbytné identifikovat diskontní úrokovou míru pro určení současné hodnoty budoucích peněžních příjmů z investice nebo pro určení současné hodnoty volných peněžních toků při výnosovém oceňování podniku. Vždy se musí respektovat základní finanční cíl podnikání a tím je maximalizace tržní hodnoty podniku, u akciové společnosti maximální tržní hodnota akcií. Je třeba hledat optimální zadlužení, které by maximalizovalo tržní hodnotu podniku. Tato záležitost není vůbec jednoduchá, protože zavedení dluhu do kapitálové struktury podniku s sebou přináší příslušná pozitiva ve formě levnějšího kapitálu včetně možného využití úrokového daňového štítu, avšak na druhá straně jsou zde také negativa spojená především s možností vzniku finanční tísně, která by mohla vést i k následnému bankrotu podniku. Hledání optimální kapitálové struktury maximalizující tržní hodnotu podniku je tak obtížnou záležitostí jak z hlediska teoretického, tak praktického.

V teoretické rovině rozvíjeli diskuse ohledně teorie optimální kapitálové struktury především pánové Brealey a Myers, kteří si nejprve položili otázku „*Záleží na dluhové politice?*“ (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 515) a poté, co po složité analýze dospěli k závěru, že na dluhové politice v podstatě záleží, si položili další otázku „*Kolik by si měla společnost vypůjčit?*“ (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 539). V českých podmínkách rozvinul teorii kapitálové struktury především prof. Valach (2011), který stručně a výstižně charakterizoval jednotlivé teoretické přístupy k optimalizaci kapitálové struktury a jejich problematice uplatnění v praxi. Jeho nástupce pak analyzoval některé možná řešení aplikačních problémů jednotlivých teoretických přístupů v praxi (např. Hrdý, 2011). Hrdý (2011, 2015, 2016, 2022) se zabýval především problematikou určení optimální kapitálové struktury konkrétního podniku v praxi a identifikoval aktivní a pasivní přístup k její optimalizaci. Aktivní přístup spočívá především v pokusu identifikovat optimální kapitálovou

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu interního grantového systému FFÚ VŠE Praha IP 100040“.

* doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. et Ph.D. – docent na Katedře financí a oceňování podniku FFÚ VŠE Praha.

strukturu na základě výpočtu průměrných nákladů kapitálu, které při stabilních očekávaných výnosech můžeme ztotožnit s maximalizací tržní hodnoty podniku, případně pak ve využití přístupů manželů Neumaierových (1996), který pracuje s optimem zadlužení v bodě maximální rentability vlastního kapitálu. V rámci pasivního přístupu pak výsledné zadlužení spočívá především v respektování Teorie hierarchického pořádku nebo pak v respektování tzv. oborových standardů.

Při výnosovém oceňování podniku je třeba stanovit strukturu kapitálu na stabilní bázi, tj. stabilní strukturu financování investovaného kapitálu, avšak na bázi tržních hodnot. Na základě této stabilní struktury je pak možné stanovit stabilní diskontní úrokovou míru ve formě průměrných nákladů kapitálu. Průměrné náklady kapitálu podniku jsou významné také v oblasti investičního rozhodování, kde mohou být využity jako diskontní úroková míra pro získání současné hodnoty budoucích peněžních toků z investičního projektu, a to za předpokladu, že posuzovaná investice má přibližně stejné riziko a stejné složení kapitálu, jako dosavadní podnikání.

Otázkou zůstává, jakým způsobem identifikovat cílovou kapitálovou strukturu, se kterou pak můžeme následně pracovat. Mařík aj. (2011) identifikují možnost stanovení cílové kapitálové struktury různými způsoby, zejména pak např. podílem z tržní kapitalizace podniku nebo pak na základě konkrétních představ podnikového managementu. Cílovou kapitálovou strukturu pak představují jako jednu z možností řešení tzv. „*cirkulačního problému*“ (Mařík, aj. 2013, s. 125) a to vedle použití iteračního postupu a případného „*dopočtu nákladů kapitálu podle výnosového ocenění*“. Pro využití cílové struktury kapitálu vidí dva problémy, se kterými je třeba se vypořádat. Prvním problémem se jeví nutnost uzpůsobení finančního plánu tržní struktuře a druhý problém spočívá v položení otázky „*zda vůbec existuje nějaká obvyklá struktura v dané branži?*“ (Mařík aj., 2013). Souvisí to s další otázkou, kterou prof. Mařík pokládá, a to sice do jaké míry je vhodné přizpůsobovat tržní strukturu oceňovaného podniku jiným podnikům, jestliže každý podnik je určité individuum a může mít odlišné podmínky získávání finančních zdrojů (Mařík aj., 2013, s. 126). Na druhé straně Mařík (2013) připouští, že pokud by rozptýl těchto struktur ve vybraném odvětví byl relativně malý, nemuselo by přizpůsobování tržní struktury jiným odvětvím být od věci. A právě odvětvové, respektive oborové záležitosti mohou hrát při stanovení optimální kapitálové struktury velmi významnou roli.

Existuje celá řada různých teoretických přístupů k problematice optimální kapitálové struktury, které budou stručně shrnuty v následující kapitole, avšak jedna z možností, jak této struktury dosáhnout mohou být např. tzv. **oborové standardy**. Dle Valacha (2011, s. 322) představují oborové standardy jakési „*průměrné zadlužení v daném oboru, kterému se podniky snaží přiblížit*“. Toto průměrné zadlužení by mělo být determinováno především oborovým rizikem, které by měl podnik respektovat a v případě odlišností od tohoto oborového standardu by pak podnik mohl stát pro finanční trhy tzv. „*podezřelý*“ a investoři by pak následně museli tento konkrétní podnik podrobněji analyzovat a zkoumat jeho finanční zdraví.

Záležitost ohledně nalezení oborových standardů zkoumal ve svém článku Hrdý (2022), který analyzoval možnost identifikace oborových standardů a průměrného zadlužení podniku v oboru Motorová vozidla, Farmacie, Výroba železa, Výroba strojů, Výroba nápojů, Výroba obuvi, Výroba elektrických zařízení a Letecká doprava. Na tento zmiňovaný článek plynule navazuje i tento pří-

spěvek. Hrdý (2022) posoudil původní analýzu z let 2010–2014 na základě údajů z let 2017–2021 dospěl k závěru, že stanovené průměrné výše zadluženosti a oborových standardů v minulosti byly relativně relevantní a dříve navržené oborové standardy byly potvrzeny ve většině oborů, ve dvou případech pak byly provedeny jen minimální úpravy.

Navržené oborové standardy však byly identifikovány na bázi průměrného zadlužení, přičemž je otázkou, zda oborový standard navržený tímto způsobem je možné považovat za relevantní a respektující příslušné oborové riziko. Dříve identifikované průměry a standardy vyjadřují především časovou stabilitu zadlužení, která byla ve většině oborů potvrzena. Z toho důvodu je vhodné se podívat také na rozložení hodnot zadlužení jednotlivých podniků v rámci daného odvětví a posoudit, zda alespoň nějaká významnější skupina z nich vykazuje zadlužení v užším intervalu, což by pak mohlo oborový standard lépe determinovat, neboť tato skupina podniků by vyjadřovala určité adekvátní chování právě s přihlédnutím ke konkrétním oborovým specifikům.

Cílem tohoto příspěvku je proto prověření výše uvedené skutečnosti a posouzení, jakým způsobem je průměrné zadlužení, a tedy i oborový standard vlastně vytvářeno. Je možné vyjádřit jednoduchou hypotézu, že významnější shluk podniků mající určitý užší rozsah zadlužení nejlépe blížící se průměrnému zadlužení a oborovému standardu bude možné najít pouze v některých oborech, rozhodně ne ve všech.

Základní použitou metodou pro naplnění tohoto cíle příspěvku bude především metoda analýzy údajů z databáze VŠE Praha Albertina¹ a praktických závěrů z článků Hrdý (2016) a Hrdý (2022) a dále pak syntéza získaných poznatků do příslušných závěrů.

2. Teoretické a praktické aspekty optimalizace kapitálové struktury včetně oborové závislosti

Jak již bylo dříve naznačeno, existuje celá řada různých teoretických přístupů zabývajících se problematikou optimalizace kapitálové struktury podniku. Důležitou roli hraje také přístup podnikových manažerů. Může být aktivní, pasivní nebo žádný.

Aktivní přístup k optimalizaci kapitálové struktury spočívá ve snaze aktivně nalézt optimální dluhový poměr. Tomuto přístupu vyhovuje Klasická (tradiční) teorie, Kompromisní teorie (Trade Off Theory) či Teorie manželů Neumaierových.

Pasivní přístup k optimalizaci znamená, že optimální dluhový poměr není aktivně stanoven, ale vyplyne z přístupu manažerů. V případě využití Teorie hierarchického pořádku, bude zadlužení nula, pokud máme dostatek interních zdrojů. Pokud budeme následně čerpat dluh, výsledné zadlužení následně vyplyne z poměru tohoto dluhu a celkového kapitálu. V případě stejné velikosti interních a cizích zdrojů, bude zadlužení 50 %. Pasivní přístup se vyskytuje i u námi analyzovaných oborových standardů, kde podnik respektuje doporučený oborový standard.

¹ Průběžně aktualizovaná databáze Albertina mapuje všechny podnikatelské subjekty, kterým bylo přiděleno identifikační číslo organizace (IČO) v ČR. Ve více než 2 800 000 registračních záznamů jsou integrovány účetní uzávěrky a strukturované kontakty na statutární zástupce a manažery firem. Databázi lze také využít jako marketingový nástroj, který propojuje externí, veřejně dostupná data z různých zdrojů s funkcemi vlastní evidence a poznámky.

Velký význam oborových specifik potvrdilo i mnoho zahraničních výzkumů. Almazan a Molina (2005) analyzovali rozptyl v kapitálových strukturách mezi podniky v jednotlivých odvětvích. Větší rozdíly našly ve vysoce koncentrovaných průmyslových odvětvích. Ke stejným výsledkům dospěly také MacKay a Philips (2005). Právě zmíněný rozptyl v kapitálových strukturách je věc, která nás velmi zajímá, neboť dle vymezeného cíle budeme rovněž u českých podniků zkoumat rozložení zadluženosti v příslušných oborech. Velké rozdíly v kapitálových strukturách podniků v rámci jednotlivých odvětví našel také Talberg (2008), který analyzoval závislost mezi dluhovým poměrem a ziskovostí, růstem, stářím firmy a strukturou aktiv. Zatímco relace mezi dluhem a ziskovostí, stářím a růstem vykazovala negativní korelaci, relace mezi dluhem a strukturou aktiv a velikostí firmy vykazovala korelaci pozitivní. Frank and Goyal (2009) se snažili najít závislost mezi kapitálovou strukturou, a kromě průměrné zadluženosti v příslušném oboru analyzovali rovněž např. ukazatel poměru tržní a účetní hodnoty aktiv, dále pak zisk, vliv očekávané inflace apod. Klíčovou studií byl bezesporu výzkum Gosta a Caie (2011), kteří se snažili identifikovat, zda firmy mají tendenci přibližovat se oborovému průměru. Dospěli k závěru, že optimální zadlužení nepředstavuje pouze jednu hodnotu zadlužení v daném oboru, ale spíše určité rozpětí, přičemž k oborovému průměru se spíše mají tendenci přibližovat velké a významné společnosti v daném oboru. Tato záležitost by mohla být předmětem dalšího výzkumu rovněž i v České republice se zaměřením právě na skutečnost, jaké podniky mají tendenci se přibližovat průměrnému zadlužení v oboru a oborovému standardu, zda to jsou také spíše větší a významnější podniky, jako je tomu v zahraničí.

Velmi zajímavou studii prezentovali rovněž Hernádi a Ormos (2013), kteří analyzovali vzorek evropských a mimoevropských firem a dospěli k závěru, že finanční manažeři preferují spíše Teorii hierarchického pořádku a méně se zabývají cílovým dluhovým poměrem. Potvrdili tím i předchozí výzkumy v USA. Další výzkumy přinášejí poněkud odlišné závěry, neboť např. Aggrawal and Kyaw (2009) potvrzují, že oborová specifika hrají menší roli než celkové makroekonomické aspekty v dané zemi, na druhé straně výzkumy provedené ve vybraných zemích, např. v Íránu (Abzari aj., 2012), v Pakistánu (Afza, Hussain, 2011) a v Japonsku (Cortez, Susanto, 2011) ukazují, že oborová specifika svoji významnou roli hrají. Oborovými standardy se také ve své analýze zabývala Strýčková (2016).

Některé z výše uvedených výzkumů jasně ukazují, že oborová specifika mají svůj význam a že kromě průměrné oborové zadluženosti a jejího vývoje v příslušných letech je také velmi důležitá struktura tohoto zadlužení a rozptyl tohoto zadlužení ve vztahu k průměrným hodnotám zadlužení. Tato skutečnost může velmi silně ovlivnit fakt, zda dané průměrné zadlužení bude moci být prohlášeno za oborový standard či nikoliv. Tato skutečnost nic nemění na faktu, že identifikace cílového zadlužení a cílové kapitálové struktury v podobě oborových standardů je reálná a zajímavá záležitost, která má význam jak pro teorii, tak i praxi finančního řízení.

3. Bližší analýza rozložení počtu podniků v rámci daného rozsahu zadlužení

3.1 Obecná charakteristika a východiska

Hrdý (2016) provedl na základě dat získaných z databáze VŠE Praha Albertina² pro léta 2010–2014 analýzu zadluženosti pro vybrané obory Motorová vozidla, Farmacie, Výroba strojů, Výroba železa, Výroba obuvi a Letecká doprava s možností posouzení identifikace průměrného zadlužení, a tedy i oborových standardů. Dospěl k závěru, že u vybraných oborů je možné oborový standard identifikovat buď konkrétní výší zadlužení nebo určitým rozpětím. Výsledky je možné shrnout do následující tabulky:

Tab. 1: Navrhovaná cílová zadlužení v jednotlivých oborech 2010-2014

Obor	Průměrné zadlužení Oborový standard
Motorová vozidla	50 %
Farmacie	35 %
Výroba strojů	40 %
Výroba železa	45–50 %
Výroba obuvi	45–50 %
Výroba nápojů	50 %
Letecká doprava	60 – 70 %
Výroba elektrických zařízení	40 %

Zdroj: Hrdý (2016)

Tyto závěry byly pochopitelně učiněny z relativně krátké časové řady, a proto bylo nezbytně nutné provést ověření těchto závěrů podle dalšího aktuálního vývoje. Z toho důvodu byly analyzovány údaje ze stejné databáze VŠE Praha Albertina data pro roky 2016–2021, pokud tyto údaje byly k dispozici, a to pro stejné obory, aby tak bylo možno ověřit příslušné velikosti zadlužení. Z hlediska korektnosti provedeného výzkumu je třeba zmínit skutečnost, že dříve zmíněné teoretické modely vycházejí povětšinou z tržních hodnot, avšak zadluženost realizovaná v rámci výzkumu vychází z hodnot účetních. Tato skutečnost by neměla být v zásadě na překážku, neboť pokud by se podniky rozhodly oborové standardy respektovat, budou stejně vycházet ze svého účetního zadlužení. Pro lepší orientaci v rámci výzkumných hodnot je třeba rovněž uvést, že zadluženost je vnímána jako celková, nejen z úročených dluhů.

2 Jedná se o měsíčně aktualizovanou databázi podnikatelských subjektů i nevýdělečných organizací v České republice, kterým bylo přiděleno IČO. Subjekty jsou charakterizovány především svým jménem, adresou a oborem činnosti. Obsahuje především účetní dokumenty. K dispozici jsou informace z obchodního rejstříku, účetní závěrky, platební informace.

Výsledky bylo možné shrnout do následující tabulky:

Tab. 2: Cílové zadlužení v jednotlivých oborech současné

Obor	Současný (upravený) oborový standard
Motorová vozidla	50 %
Farmacie	35 %
Výroba strojů	40 %
Výroba železa	45–50 %
Výroba obuvi	50 %
Výroba nápojů	40–45 %
Letecká doprava	55–65 %
Výroba elektrických zařízení	40–45 %

Zdroj: Hrdý (2022)

Navržené oborové standardy dle dřívějších výzkumů je tedy možné identifikovat následujícím způsobem:

Tab. 3: Cílová zadlužení v jednotlivých oborech – oborové standardy

Obor	Průměrné zadlužení Oborový standard
Motorová vozidla	50 %
Farmacie	35 %
Výroba strojů	40 %
Výroba železa	50 %
Výroba obuvi	50 %
Výroba nápojů	40 %
Výroba elektrických zařízení	40 %
Letecká doprava	55–65 %

Zdroj: Hrdý (2022)

Přestože existují určitá omezení těchto dříve provedených výzkumů vyplývající zejména ze skutečnosti, že v dané databázi nejsou obsaženy údaje firem, které si neplní svoji oznamovací povinnost, můžeme bez větších problémů konstatovat, že vývoj v posledním desetiletí jednoznačně

směřuje k určité stabilizaci průměrné zadluženosti ve vybraných oborech, což skýtá možnosti reálné identifikace oborových standardů a s ní související cílové kapitálové struktury, která může být využita při procesu optimalizace kapitálové struktury podniku v investičním rozhodování podniku i při výnosovém oceňování podniku. I když případně není možné tento přesný oborový standard identifikovat, je téměř vždy možné identifikovat určité rozpětí, ve kterém by se oborový standard měl nacházet.

Již dříve vymezeným problémem však je skutečnost, zda je možné považovat jakési průměrné zadlužení v oboru, byť do značné míry stabilizované, za oborový standard, který by měly podniky respektovat a ke kterému by se měly snažit přiblížit. Z toho důvodu není od věci se podívat na rozložení zadlužení, tj. jaké jsou rozptyly zadlužení v jednotlivých oborech a zda určitá skupina významnějších podniků nemá zadlužení odlišné od navrhované zadluženosti průměrné. Pro tento účel byly identifikovány příslušné rozsahy zadlužení a počet podniků, popřípadě identifikace nějakého podniku klíčového. Údaje jsou opět z databáze Albertina data z let 2017–2021.

3.2 Obor Motorová vozidla

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 4: Rozsahy zadlužení pro obor Motorová vozidla

Rozpětí zadlužení	pod 30 %	30 % - 45 %	45 % - 55 %	55 % - 70 %	nad 70 %
Počet podniků	96	41	33	59	109

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že průměrná zadluženost a oborová standard jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytovala okolo této hodnoty průměrného zadlužení 50 % nějaká významnější skupina podniků. Ve skupině okolo daného standardu se vyskytuje pouze necelých 10 % podniků, naopak v extrémních polohách nízkého a vysokého zadlužení se pohybuje relativně velký počet podniků na úrovni okolo stovky. Průměrné zadlužení je pak spíše vytvářeno průměrem těchto extrémních hodnot než již dříve zmíněnou významnější skupinou podniků okolo průměrného zadlužení.

3.3 Obor Výroba železa

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 5: Rozsahy zadlužení pro obor Výroba železa

Rozpětí zadlužení	pod 30 %	30 % - 45 %	45 % - 55 %	55 % - 70 %	nad 70 %
Počet podniků	8	3	2	6	9

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že průměrná zadluženost a oborové standardy jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytovala okolo této hodnoty průměrného zadlužení 50 % nějaká významnější skupina podniků. Ve skupině okolo daného standardu se vyskytuje pouze 7 % podniků, naopak v extrémních polohách nízkého a vysokého zadlužení se pohybuje relativně velký počet podniků na úrovni okolo deseti. Průměrné zadlužení je pak spíše vytvářeno průměrem těchto extrémních hodnot než již dříve zmíněnou významnější skupinou podniků okolo průměrného zadlužení.

3.4 Obor Výroba obuvi

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 6: Rozsahy zadlužení pro obor Výroba obuvi

Rozpětí zadlužení	pod 30 %	30 % - 45 %	45 % - 55 %	55 % - 70 %	nad 70 %
Počet podniků	19	4	6	6	10

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky opět vyplývá, že průměrná zadluženost a oborový standard jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytovala okolo této hodnoty průměrného zadlužení 50 % nějaká významnější skupina podniků. Ve skupině okolo daného standardu se vyskytuje pouze něco přes 13 % podniků, naopak v extrémních polohách nízkého a vysokého zadlužení se pohybuje největší počet podniků na úrovni okolo stovky. Průměrné zadlužení je pak opět spíše vytvářeno průměrem těchto extrémních hodnot než již dříve zmíněnou významnější skupinou podniků okolo průměrného zadlužení.

3.5 Obor Výroba strojů

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 7: Rozsahy zadlužení pro obor Výroba strojů

Rozpětí zadlužení	pod 20 %	20 % - 35 %	35 % - 45 %	45 % - 60 %	nad 60 %
Počet podniků	535	328	222	282	578

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že rozložení zadluženosti oproti předchozím oborům je přece jen poněkud rovnoměrnější a že v oblasti průměrné zadluženosti a oborového standardu se vyskytuje přes 11 % podniků. Opět však platí, podobně jako v předcházejících oborech, že největší shluk podniků se vyskytuje v obou extrémních hodnotách (pod 20 % a nad 70 %) a že průměrné zadlužení je opět vytvářeno jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytoval větší počet podniků okolo hodnoty průměrného zadlužení 40 %.

3.6 Obor Výroba nápojů

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 8: Rozsahy zadlužení pro obor Výroba nápojů

Rozpětí zadlužení	pod 20 %	20 % - 35 %	35 % - 45 %	45 % - 60 %	nad 60 %
Počet podniků	135	74	47	82	286

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že průměrná zadluženost a oborový standard jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytovala okolo této hodnoty průměrného zadlužení 40-45 % nějaká významnější skupina podniků. Ve skupině okolo daného standardu se vyskytuje pouze 7,5 % podniků, naopak v extrémních polohách nízkého a vysokého zadlužení se pohybuje relativně velký počet podniků na úrovni okolo deseti. Průměrné zadlužení je pak spíše vytvářeno průměrem těchto extrémních hodnot než již dříve zmíněnou významnější skupinou podniků okolo průměrného zadlužení.

3.7 Obor Výroba elektrických zařízení

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 9: Rozsahy zadlužení pro obor Výroba elektrických zařízení

Rozpětí zadlužení	pod 20 %	20 % - 35 %	35 % - 45 %	45 % - 60 %	nad 60 %
Počet podniků	495	253	157	227	424

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že rozložení zadluženosti je opět poněkud rovnoměrnější a že v oblasti průměrné zadluženosti a oborového standardu se vyskytuje přes 10 % podniků. Opět však platí, podobně jako v předcházejících oborech, že největší shluk podniků se vyskytuje v obou extrémních hodnotách (pod 20 % a nad 60 %) a že průměrné zadlužení je opět vytvářeno jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytoval větší počet podniků okolo hodnoty průměrného zadlužení 40 %.

3.8 Obor Farmacie

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 10: Rozsahy zadlužení pro obor Farmacie

Rozpětí zadlužení	pod 15 %	15 % - 30 %	30 % - 40 %	40 % - 55 %	nad 55 %
Počet podniků	11	10	5	9	14

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že rozložení zadluženosti oproti většině oborů je opět relativně rovnoměrnější, avšak v oblasti průměrné zadluženosti a oborového standardu 35 % se vyskytuje nejméně podniků, v relativním vyjádření 10 %. Průměrné zadlužení a oborový standard je tak opět vytvářen průměrnou hodnotou s rovnoměrným rozložením zadluženosti ve všech skupinách.

3.9 Obor Letecká přeprava

V rámci tohoto oboru byla identifikovány následující rozsahy zadlužení a příslušný počet podniků:

Tab. 11: Rozsahy zadlužení pro obor Letecká přeprava

Rozpětí zadlužení	pod 30 %	30 % - 45 %	45 % - 55 %	55 % - 70 %	nad 70 %
Počet podniků	7	2	0	4	17

Zdroj: vlastní výpočty a analýza

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že průměrná zadluženost a oborový standard jsou odvozeny spíše z průměru zadlužení jednotlivých podniků než z toho, že by se vyskytovala okolo této hodnoty průměrného zadlužení 55-65 % nějaká významnější skupina podniků. Ve skupině okolo daného standardu se vyskytuje 13 % podniků, naopak v extrémních polohách nízkého a vysokého zadlužení se pohybuje relativně velký počet podniků. Průměrné zadlužení je pak spíše vytvářeno průměrem těchto extrémních hodnot než již dříve zmíněnou významnější skupinou podniků okolo průměrného zadlužení.

Závěr a podněty pro další výzkum

Cílem tohoto příspěvku bylo prověření výše uvedené skutečnosti a posouzení, jakým způsobem je průměrné zadlužení, a tedy i oborový standard vlastně vytvářeno. Byla vyjádřena jednoduchá hypotéza, že významnější shluk podniků mající určitý užší rozsah zadlužení nejlépe blížící se průměrnému zadlužení a oborovému standardu bude možné najít pouze v některých oborech, rozhodně ne ve všech.

Stanovená hypotéza nebyla potvrzena. Ani v jednom oboru se nepodařila identifikovat významnější skupina podniků, které by se nacházely okolo průměrného zadlužení, a tedy oborového standardu. Toto průměrné zadlužení, a tedy i oborový standard jsou prakticky ve všech případech tvořeny průměrem zadlužení všech podniků ve vzorku s tím, že největší skupiny podniků se vyskytují v oblasti s nejvyšším, respektive nejnižším zadlužením.

Výše uvedené zjištění zásadním způsobem koriguje možnost ztotožnění identifikovaného, byť stabilního, průměrného zadlužení jako oborový standard. Významný je zejména fakt, že ve většině oborů tvoří nejvýznamnější skupinu podniky nacházející se v oblasti vysokého nebo naopak nízkého zadlužení. Nejedná se tedy o klasické rozložení zadluženosti z hlediska statistického na bázi normálního normovaného rozdělení, kdy by se největší část podniků nacházela poblíž průměrného zadlužení a směrem k vyššímu či nižšímu zadlužení by se počet podniků v dané skupině snižoval.

Opak je pravdou. Počet podniků nacházejících se ve skupině okolo průměrné zadluženosti je relativně velmi nízký, a dokonce v některých oborech je počet podniků v této skupině nejnižší. Dle názoru autora by na tomto faktu nezměnila nic ani případná identifikace rozptylu či směrodatné odchylky, neboť by byl pouze potvrzen fakt, že rozložení okolo průměrné hodnoty je velmi vysoké. Tyto skutečnosti narušují možnost doporučení optimální zadluženosti vzhledem k riziku daného oboru, neboť oborově dokážou fungovat podniky s vyšším i nižším zadlužením, z čehož vyplývá, že výše zadlužení je determinována jinými faktory, např. přístupem manažerů k riziku, možností získání cizích zdrojů či vtažením rentability celkového vloženého kapitálu a úrokové míry z poskytnutých úvěrů.

Otázkou k další diskusi může být analýza zadluženosti podniků v příslušném vzorku z hlediska velikosti podniku např. podle obratu nebo počtu zaměstnanců se zaměřením právě na větší podniky, kde je možné předpokládat aktivnější a sofistikovanější přístup k optimalizaci kapitálové struktury, na rozdíl od podniků malých.

Literatura:

- [1] Abzari, M., Fathi, S. and Torosian, A. (2012). *Inter-Industry Differences in Capital Structure and Product Market Competition. Evidence from Iranian Companies*. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 3, No. 9, pp. 395-402.
- [2] Afza, T.; Hussain, A. (2011). *Determinants of Capital Structure across Selected Manufacturing Sectors of Pakistan*. International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 1, No. 12, pp. 254-262.
- [3] Aggarwal, R.; Kyaw, N. N. A. (2009). *International Variations in Transparency and Capital Structure: Evidence from European Firms*. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 20, No. 1, pp. 1-34.
- [4] Almazan, A. ; Molina, C. A. (2005). *Intra-Industry Capital Structure Dispersion*. Journal of Economics & Management Strategy, 2005, Vol. 14, No. 2, pp. 263-297.
- [5] Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. (2014). *Teorie a praxe firemních financí*. 2. Aktualizované vydání. Brno: Bizbooks, s.r.o., 1096 s.
- [6] Cortez, M. A. ; Susanto, S. (2011). *The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing Companies*. Journal of International Business Research. Vol. 11, No. 3, pp. 212-135.
- [7] Frank, M. Z. ;Goyal, V. K. (2009). *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?* Financial Management, Vol. 38, No. 1, pp. 1-37.
- [8] Ghost, A. ; Cai, F. (2011). *Optimal Capital Structure Vs. Pecking Order Theory: A Further Test*. Journal of Business & Economic Research, Vol. 2, No. 8, pp. 61-68.
- [9] Hernádi, P. ; Ormos, M. (2013). *What Managers Think of Capital Structure and How They Act: Evidence from Central and Eastern Europe*. Baltic Journal of Economics, Vol. 12, No. 2, pp. 47-71.
- [10] Hrdý, M. (2011). *Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná?* Český finanční a účetní časopis. Ročník 6, č. 1, s. 19-32.
- [11] Hrdý, M. (2015) *Tendencies in the Capital Structure of Czech Enterprises And Branch Standards In The Process Of optimizing Of The Capital Structure*. In Conference Proceedings New Trends 2015, Znojmo, pp. 19-33. ISBN 978-80-87314-76-0.

- [12] Hrdý, M. (2016). Cílová kapitálová struktura a oborové standardy. *Oceňování*. roč. 9, č. 2, s. 10–21.
- [13] Hrdý, M. (2022). Oborové standardy a cílová kapitálová struktura v investičním rozhodování a oceňování podniku. *Oceňování*. roč. 10, č. 2, s. 3-16.
- [14] Mackay, P., Phillips, G. (2005). *How Does Industry Affect Firm Financial Structure?* Review of Financial Studies, Vol. 18, No. 4, pp. 1433-1466.
- [15] Mařík, M. aj. (2011). *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. Upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, 494 s.
- [16] Mařík, M. aj. (2013). *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2013, 548 s.
- [17] Neumaierová, I. – Neumaier, I. (1996): *Úvaha o optimální zadluženosti*. Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-61.
- [18] Strýčková, L. (2016). The Sense and Availability of Industry Standards of Indebtedness for Businesses in the Czech Republic. *Trendy v podnikání – Business Trends*. roč. 2016, č. 1, s. 12–22.
- [19] Talberg, M., Winge, C., Frydenberg S. et al. (2008). *Capital Structure across Industries*. International Journal of the Economics of Business, Vol. 15, No. 2, pp. 181-200.
- [20] Valach, J. aj. (2011). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. rozšířené vydání, Praha: Ekopress, s.r.o., 513 s.

Podrobnější analýza oborových standardů z hlediska rozložení zadlužení a cílová kapitálová struktura

Milan Hrdý

Abstrakt

Cílem tohoto příspěvku bylo prověření, jakým způsobem je průměrné zadlužení, a tedy i oborový standard vlastně vytvářeno. Byla vyjádřena jednoduchá hypotéza, že významnější shluk podniků mající určitý užší rozsah zadlužení nejlépe blíží se průměrnému zadlužení a oborovému standardu bude možné najít pouze v některých oborech, rozhodně ne ve všech. Stanovená hypotéza nebyla potvrzena. Ani v jednom oboru Výroba železa, Výroba obuvi, Výroba strojů. Motorová vozidla, Výroba nápojů, Výroba elektrických zařízení, Letecká doprava, Farmacie, se nepodařilo identifikovat významnější skupinu podniků, které by se nacházely okolo průměrného zadlužení, a tedy oborového standardu. Toto průměrné zadlužení, a tedy i oborový standard, jsou prakticky ve všech případech tvořeny průměrem zadlužení všech podniků ve vzorku s tím, že největší skupiny podniků se vyskytují v oblasti s nejvyšším, respektive nejnižším zadlužením.

Klíčová slova: Kapitálové struktura; Optimalizace; Oborové standardy; Průměrné zadlužení.

Abstract

A More Detailed Analysis of Branch Standards in Terms of Debt Distribution and Target Capital Structure

The aim of this paper was to examine how the average debt, and thus the branch standard, is actually created. A simple hypothesis was expressed that a more significant cluster of enterprises with a certain narrower range of debt, preferably close to the average debt and branch standard, would be found only in some fields, certainly not in all. The hypothesis has not been confirmed. Not in any of the fields of Iron Production, Shoe Production, Machine Production, Motor Vehicles, Beverages Production, Electrical Equipment, Air Transport, Pharmacy, it was not possible to identify a significant group of enterprises that would be around the average debt and thus the branch standard. This average indebtedness, and thus also the branch standard, is in virtually all cases made up of the average debt of all companies in the sample, with the largest groups of enterprises occurring in the area with the highest and lowest debt, respectively.

Key words: Capital Structure; Optimizing; Branch Standards; Average Indebtedness.

JEL classification: G20