

PRACOVNÍ KAPITÁL JAKO GENERÁTOR HODNOTY PODNIKU – VZTAH K OBCHODOVATELNOSTI A VELIKOSTI FIRMY[#]

David Halfar^{*} – Miloš Mařík^{} – Pavla Maříková^{***}**

Úvod

Pojmem generátory hodnoty označujeme soubor několika klíčových ekonomických veličin určitého podniku, které přímo určují hodnotu tohoto podniku. Tento pojem se původně začal objevovat v odborné literatuře v USA v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (viz např. Rappaport, 1999 a další), ale koncept generátorů hodnoty se zároveň postupně stal součástí dobré praxe oceňovatelů podniků. Právě proto, že jde o několik vybraných veličin, které zásadním způsobem rozhodnou o výsledném ocenění, umožňuje správné zacházení s generátory hodnoty oceňovateli dospět k propracovanějšímu výsledku, který bude dobře zdůvodněný a transparentní pro uživatele ocenění.

První skupina generátorů hodnoty se týká veličin, které tvoří kostru finančního plánu a které zároveň přímo vcházejí do výpočtu volných peněžních toků do firmy. Jde o:

- tržby a jejich růst,
- ziskovou marži,
- dlouhodobý majetek a pracovní kapitál a investice do těchto položek.

Připomeňme, že vždy jde o veličiny související pouze s hlavním provozem podniku. Mezi další generátory hodnoty pak patří diskontní míra, způsob financování a předpokládaná doba, po kterou bude podnik generovat kladné volné peněžní toky (podrobněji ke generátorům hodnoty viz Mařík a kol., 2024, kap. 3.5).

Naši pozornost nyní chceme zaměřit na první výše zmíněnou skupinu generátorů hodnoty, které jsou zapotřebí již pro sestavení finančního plánu. Oceňovatel by měl z celého finančního plánu věnovat hlavní pozornost prognóze právě těchto několika klíčových položek. Při této prognóze je vhodné postupovat v těchto krocích:

[#] 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. Davida Halfara, vedená doc. Pavlou Maříkovou, obhájená na Katedře financí a oceňování podniku VŠE Praha v červnu 2024

^{*} Ing. David Halfar, absolvent Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, obor Finance a oceňování podniku

^{**} prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: marik@vse.cz

^{***} doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: marikova@vse.cz

- a) analyzovat historický vývoj daného generátoru hodnoty,
- b) vytipovat faktory, které v daném případě působí na konkrétní výši a vývoj daného generátoru hodnoty, a odhadnout působení těchto faktorů v budoucnosti,
- c) pokud má být výsledkem tržní hodnota oceňovaného podniku, je velmi vhodné zjistit také obvyklé hodnoty daného generátoru u jiných podniků, ať už jde o přímé konkurenty, nebo o jiné podobné podniky ve stejné branži. Pokud se hodnoty generátoru u oceňovaného podniku výrazněji liší od hodnot dosahovaných podobnými podniky, měl by oceňovatel posoudit, zda je u oceňovaného podniku konkrétní důvod pro takovou odlišnost, a pokud nikoli, tak by měl při hledání tržní hodnoty výši generátoru oceňovaného podniku postupně přiblížit obvyklým hodnotám.
- d) Na základě všech těchto tří výše uvedených pohledů pak oceňovatel odhadne a zdůvodní budoucí velikosti generátoru hodnoty.

Tento článek chce přispět konkrétně ke kroku c), tj. k fázi, kdy by mělo zejména při tržním oceňování dojít k porovnání výše generátorů hodnoty oceňovaného podniku s podniky podobnými. Je totiž vhodné položit si otázku, zda se stačí zaměřit pouze na daný obor podnikání a v rámci oboru můžeme porovnávat s jakýmkoli podniky, nebo zda může záležet ještě na něčem dalším, k čemu by měl oceňovatel přihlížet při výběru podniků pro porovnání.

Svůj zájem v tomto článku přitom omezíme na pracovní kapitál jako jeden z generátorů hodnoty a na jeho hlavní složky. Položíme si otázku, zda obchodované společnosti v rámci určitého odvětví mívají typicky jiné doby obratu položek pracovního kapitálu a jinou náročnost provozu na pracovní kapitál než neobchodované společnosti a zda případné rozdíly souvisejí s obchodovatelností, nebo spíše s velikostí podniku.

Cílem článku tedy bude zjistit, zda existují souvislosti mezi pracovním kapitálem jako jedním z generátorů hodnoty na jedné straně a obchodovatelností a velikostí podniku na druhé straně.

1. Data a metodický postup

1.1 Výběr vstupních dat

Výchozí analýza, se kterou tento článek pracuje, byla zpracována v rámci diplomové práce D. Halfara (2024). Zdrojem dat je **databáze evropských společností Orbis** (Moody's Analytics, 2024).

Do analýzy byla vybrána data o společnostech na základě těchto **výběrových kritérií**:

1. **Odvětví** – jde o základní kritérium, které již ze své ekonomické podstaty ovlivňuje obvyklou výši generátorů hodnoty. Do této analýzy jsou zvolena tři odvětví podle sekcí klasifikace odvětví NACE, u kterých je možné očekávat přiměřený počet zejména obchodovaných společností:
 - a) Sekce A: Zemědělství, lesnictví, rybářství,
 - b) Sekce Ca: Výroba potravin, nápojů a tabákových výrobků,
 - c) Sekce F: Stavebnictví.

2. **Země** – vzhledem k tomu, že se v některých případech mohou projevovat určité odlišnosti v jednotlivých zemích, byly do analýzy zařazeny dvě konkrétní země s největším počtem veřejně obchodovaných společností. Dle dat světové banky (viz World Bank Group, 2022) jde o tyto země:

- a) Polsko
- b) Španělsko

Ukazatele budou počítány za každou zemi zvlášť, takže bude možné zároveň sledovat, zda v hodnotách ukazatelů existují v rámci zkoumaného vzorku regionální rozdíly, či nikoli.

3. **Časové období** – do analýzy je zařazeno pětileté období s roky 2018 až 2022. Časová řada tak zahrnuje dva roky před covidovým obdobím i roky alespoň určité stabilizace po covidu.

1.2 Počítané ukazatele

V analýze budou nejprve porovnávány doby obratu tří klíčových položek pracovního kapitálu, tj.:

- doba obratu zásob,
- doba obratu pohledávek za odběrateli,
- doba obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů.

Doby obratu jsou počítány podle tohoto vzorce:

$$Doba\ obratu = \frac{Rozvahová\ položka\ ke\ konci\ roku}{\frac{Tržby}{365}} \quad (1)$$

Rozvahové položky (tj. zásoby, obchodní pohledávky, obchodní závazky) jsou do vzorce dosazovány v hodnotách ke konci roku. Jde sice o určité zjednodušení, které ale umožní využít celou pětiletou časovou řadu dat a které je pro hledání základní relací zcela postačující.

Po posouzení jednotlivých dob obratu bude u každého odvětví zkoumána také celková náročnost na pracovní kapitál. Tuto náročnost budeme vztahovat k tržbám. Ukazatel má tvar:

$$Máročnost\ tržeb\ na\ pracovní\ kapitál = \frac{Pracovní\ kapitál}{Tržby} \quad (2)$$

Abychom získali celkový pohled na potřebu pracovního kapitálu, bude pracovní kapitál pro výpočet tohoto ukazatele doplněn kromě výše uvedených tří hlavních položek ještě o další krátkodobé položky. Jeho výpočet tak bude následující:

$$\begin{aligned} Pracovní\ kapitál = & \\ & zásoby \\ & + pohledávky\ za\ odběrateli \\ & + ostatní\ oběžná\ aktiva\ (např.\ ostatní\ pohledávky,\ peníze\ atd.) \\ & - krátkodobé\ závazky\ z\ obchodních\ vztahů \\ & - ostatní\ krátkodobé\ neúročené\ závazky\ (zaměstnanci,\ daně,\ zálohy\ apod.) \end{aligned} \quad (3)$$

Jde o určité zjednodušení oproti provozně nutnému pracovnímu kapitálu, se kterým oceňovatel pracuje při ocenění podniku, protože pochopitelně není možné v rámci hromadné analýzy u jednotlivých podniků provádět očištění o provozně nepotřebné položky. I přesto ale základní relace v náročnosti tržeb na pracovní kapitál bude možné sledovat.

1.3 Seskupení dat a jejich zpracování

Hodnoty výše uvedených zvolených ukazatelů jsou počítány samostatně pro každé zvolené odvětví a zemi. Dále jsou pak prezentované výsledky členěny podle obchodovatelnosti a velikosti společností.

a) **Obchodovatelnost** – byly sestaveny dvě skupiny společností:

- Obchodované – jde o společnosti v databázi Orbis označené jako „Public limited company“. V článku jsou výsledky za tuto skupinu společností označovány jako „Public“.
- Neobchodované – společnosti v databázi Orbis označené jako „Private limited company“, které byly dále rozšířeny o kategorie „Partnership“ (osobní společnosti), „Sole trader/proprietorship“ (společnosti s jedním vlastníkem) a „Other legal form“ (bez neziskových organizací a státních podniků). V článku jsou tyto společnosti pod označením „Private“.

b) **Velikost** – bylo použito členění na čtyři velikosti skupiny, které využívá přímo databáze Orbis, tj. Small, Medium, Large, Very large. Aby společnost byla zařazena do vyšší kategorie, musí splňovat alespoň jedno z kritérií (Bureau van Dijk, 2024) uvedených v tab. 1.

Tab. 1: Kritéria velikostních kategorií

Very large (velmi velké společnosti)
• Tržby z provozní činnosti ≥ 100 mil. EUR
• Celková aktiva ≥ 200 mil. EUR
• Počet zaměstnanců $\geq 1\,000$
Large (velké společnosti)
• Tržby z provozní činnosti ≥ 10 mil. EUR
• Celková aktiva ≥ 20 mil. EUR
• Počet zaměstnanců ≥ 150
Medium (střední společnosti)
• Tržby z provozní činnosti ≥ 1 mil. EUR
• Celková aktiva ≥ 2 mil. EUR
• Počet zaměstnanců ≥ 15
Small (malé společnosti)
• Není v kategorii very large, large nebo medium

Zdroj: databáze Orbis – user guide, vlastní zpracování

Výsledkem vzájemné kombinace parametrů jednotlivých kategorií je 48 skupin společností, ke kterým jsou k dispozici finanční data za období 2018-2022. Kompletní počty společností s dostupnými daty zobrazuje tab. 2. Počet společností je pouze přibližný, a jednotlivé roky a konkrétní vypočítané generátory hodnoty se od sebe v počtu mírně liší v závislosti na dostupnosti dat. V tabulce číselný údaj značí maximální možný počet společností (zjištěných ukazatelů) v rámci dané skupiny.

Tab. 2: Počty společností v definovaných skupinách

	Odvětví A		Odvětví Ca		Odvětví F	
	Polsko	Španělsko	Polsko	Španělsko	Polsko	Španělsko
Very large - private	6	21	162	138	43	58
Very large - public	6	21	56	283	73	127
Large - private	147	371	661	618	979	979
Large - public	5	88	65	604	117	536
Medium - private	1 230	3 770	998	1 500	1 500	1 500
Medium - public	10	505	23	600	115	1 500
Small - private	1 134	2 000	600	2 000	2 000	1 500
Small - public	10	322	12	163	184	872

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Pro takto vymezené skupiny byly propočteny zvolené ukazatele a provedena analýza rozložení zjištěných hodnot. Byl zjištěno, že v každé ze sledovaných skupin se nacházejí odlehle hodnoty, které deformují dále propočtené průměrné hodnoty. Proto byly jako reprezentativní hodnoty pro každou skupinu zvoleny **mediány analyzovaných ukazatelů**. Tyto mediány budou porovnávány mezi obchodovanými a neobchodovanými podniky a zároveň napříč velikostními skupinami a zeměmi.

V následujícím textu budou shrnuty hlavní výsledky provedené analýzy ve členění podle zvolených tří odvětví. V rámci každého odvětví bude pořadí analýz následující:

1. doba obratu zásob,
2. doba obratu obchodních pohledávek,
3. doba obratu obchodních závazků,
4. náročnost tržeb na pracovní kapitál jako souhrnný pohled.

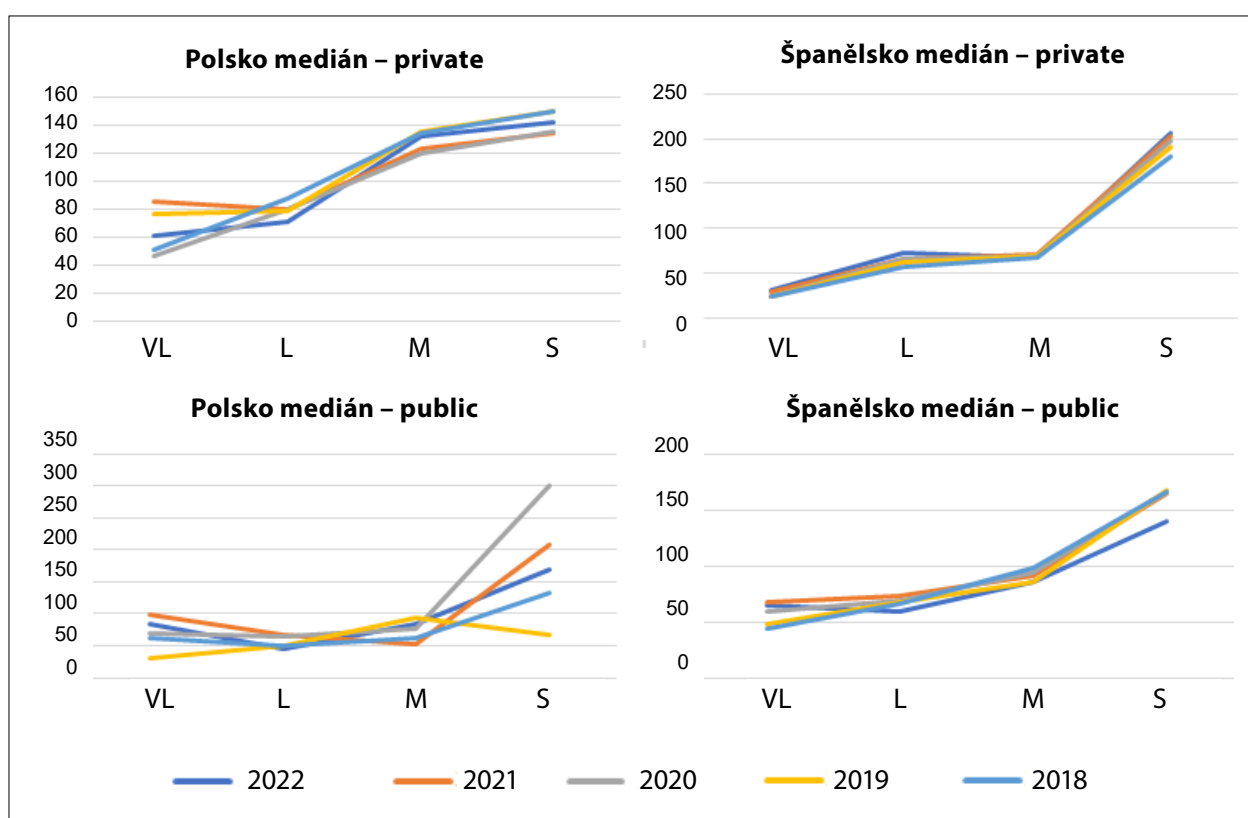
V prezentovaných grafických výstupech jsou velikostní skupiny označovány zkratkami: **VL** – very large, **L** – large, **M** – medium, **S** – small.

2. Odvětví A – zemědělství, lesnictví, rybářství

V následujících grafech budou hlavní položky pracovního kapitálu zachyceny samostatných grafech pro každou zemi a pro obchodované, resp. neobchodované společnosti. V grafu jsou vždy uvedeny mediány za jednotlivé čtyři velikostní skupiny (osa X). Hodnoty jsou přitom vynášeny pro každý z pěti sledovaných let, aby bylo možné posoudit, zda jsou případné zjištěné charakteristiky dosahovány systematicky, nebo jde jen o výkyv některého roku.

2.1 Odvětví A – doba obratu zásob

Obr. 1: Doba obratu zásob (dny) – A: zemědělství, lesnictví, rybářství



Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

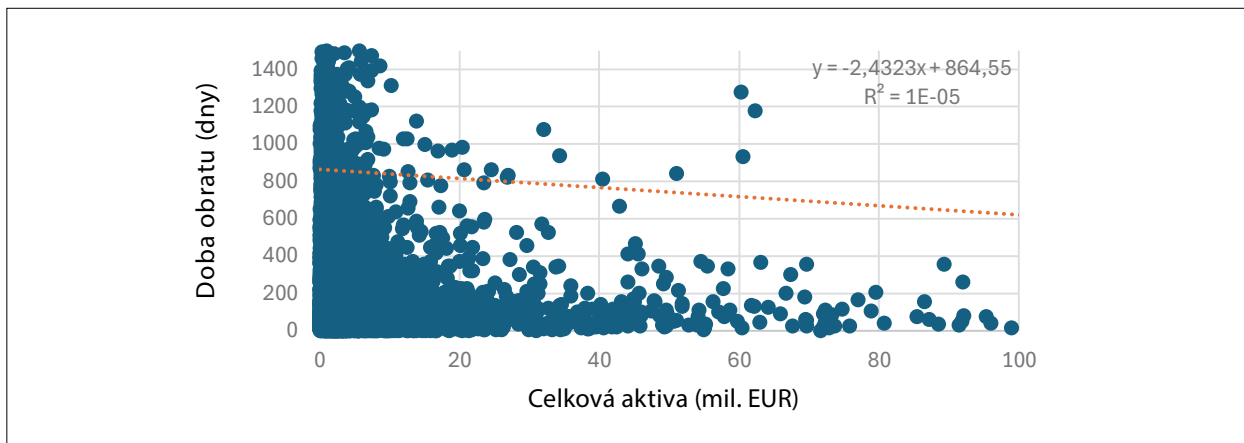
Systematický či pravidelný rozdíl mezi dobami obratu obchodovaných a neobchodovaných společností patrný není.

Mnohem výraznější je však vliv velikosti podniku. Vyšších mediánových hodnot doby obratu zásob obecně dosahují společnosti menších velikostí. Tento vztah platí shodně pro obě země a projevuje se v naprosté většině let.

Trend poklesu doby obratu zásob s růstem velikosti podniku je znatelný i na úrovni jednotlivých podniků, a je zachycen v bodovém grafu č. 2 níže. Osa X reprezentuje velikost podniku, a osa Y dobu obratu zásob, každý bod pak zastupuje jednu společnost v celém odvětví A zemědělství, lesnictví, rybářství.

Lineární spojnice má klesající sklon, který značí výše popsany trend. Nízká hodnota koeficientu determinace R^2 je způsobena vysokou volatilitou hodnot, především u menších podniků. Graf je vztažený pouze k hodnotám z roku 2022 a zahrnuje všechny podniky.

Obr. 2: Vztah doby obratu zásob a velikosti podniku – odvětví A, rok 2022

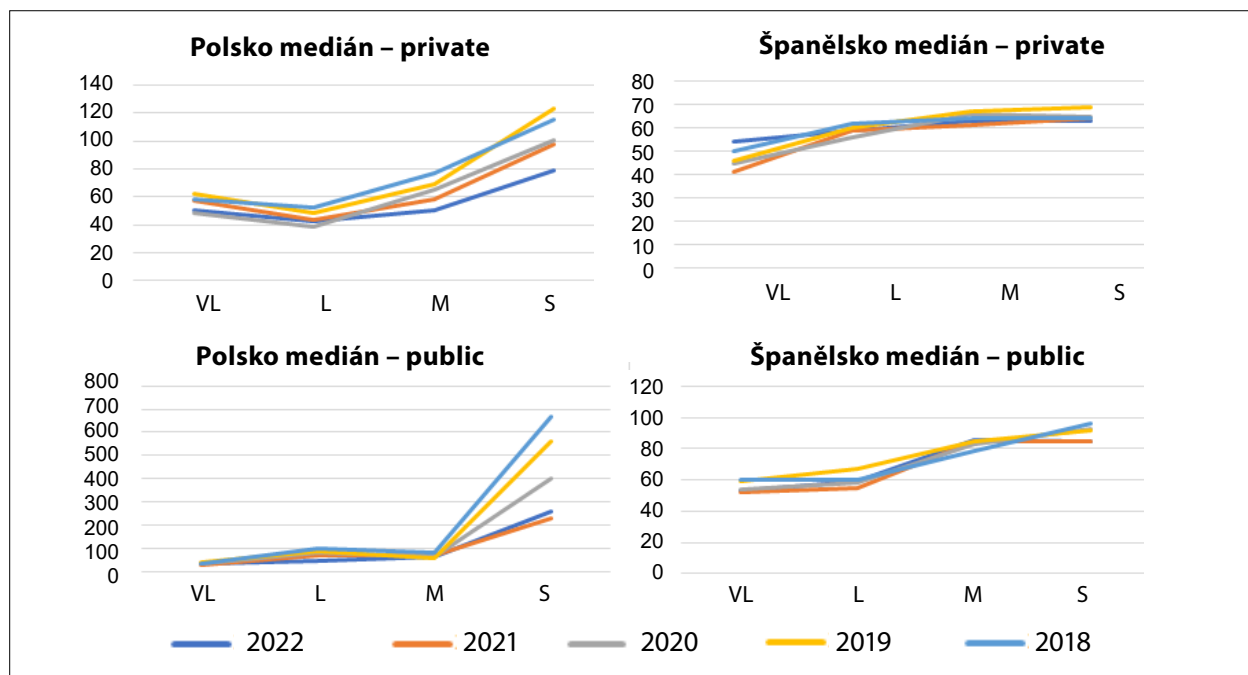


Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

2.2 Odvětví A – doba obratu obchodních pohledávek

Mediánová hodnota doby obratu pohledávek je souhrnně za všechny skupiny vyšší u obchodovaných společností (výjimku tvoří hlavně skupina very large). Samotné rozdíly podle kritéria obchodovatelnosti však nejsou příliš výrazné a zajímavější je opět, stejně jako u zásob, sledovat rozdíly hodnot mezi velikostními skupinami.

Obr. 3: Doba obratu pohledávek (dny) – A: zemědělství, lesnictví, rybářství



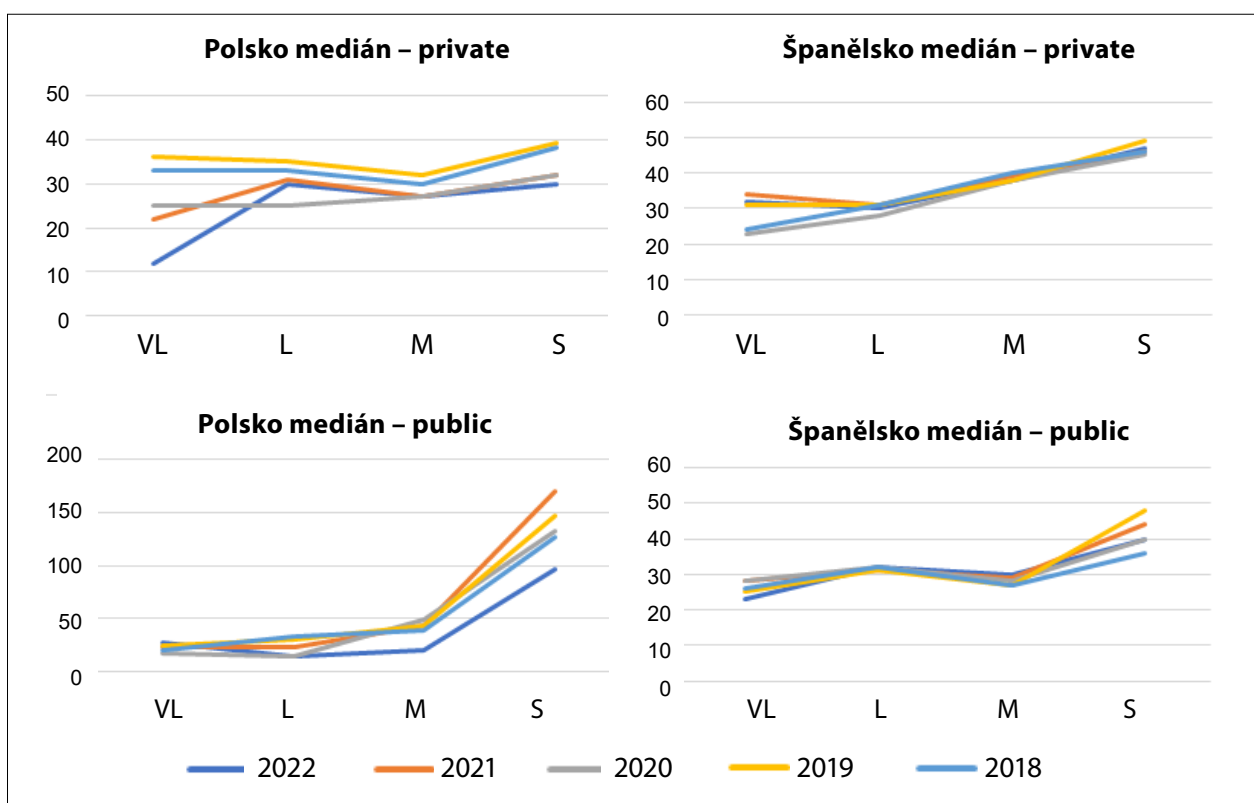
Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Z grafického zobrazení je jasné zřejmé, že delší dobu obratu pohledávek vykazují malé podniky. Trend je patrný především u polských společností, kdy zároveň malé polské společnosti vykazují výrazně vyšší hodnoty dob obratu pohledávek než španělské, a to bez ohledu na to, zda jde o společnosti obchodované či neobchodované.

2.3 Odvětví A – doba obratu obchodních závazků

Doba obratu obchodních závazků je častěji vyšší u neobchodovaných společností. Hlavním rysem ovšem jsou opět viditelně delší doby obratu u skupiny malých podniků. Velmi nápadný je tento jev zejména u polských malých obchodovaných společností, které dosahují výrazně vyšších hodnot než malé neobchodované společnosti i než všechny malé španělské společnosti.

Obr. 4: Doba obratu obchodních závazků (dny) – A: zemědělství, lesnictví, rybářství

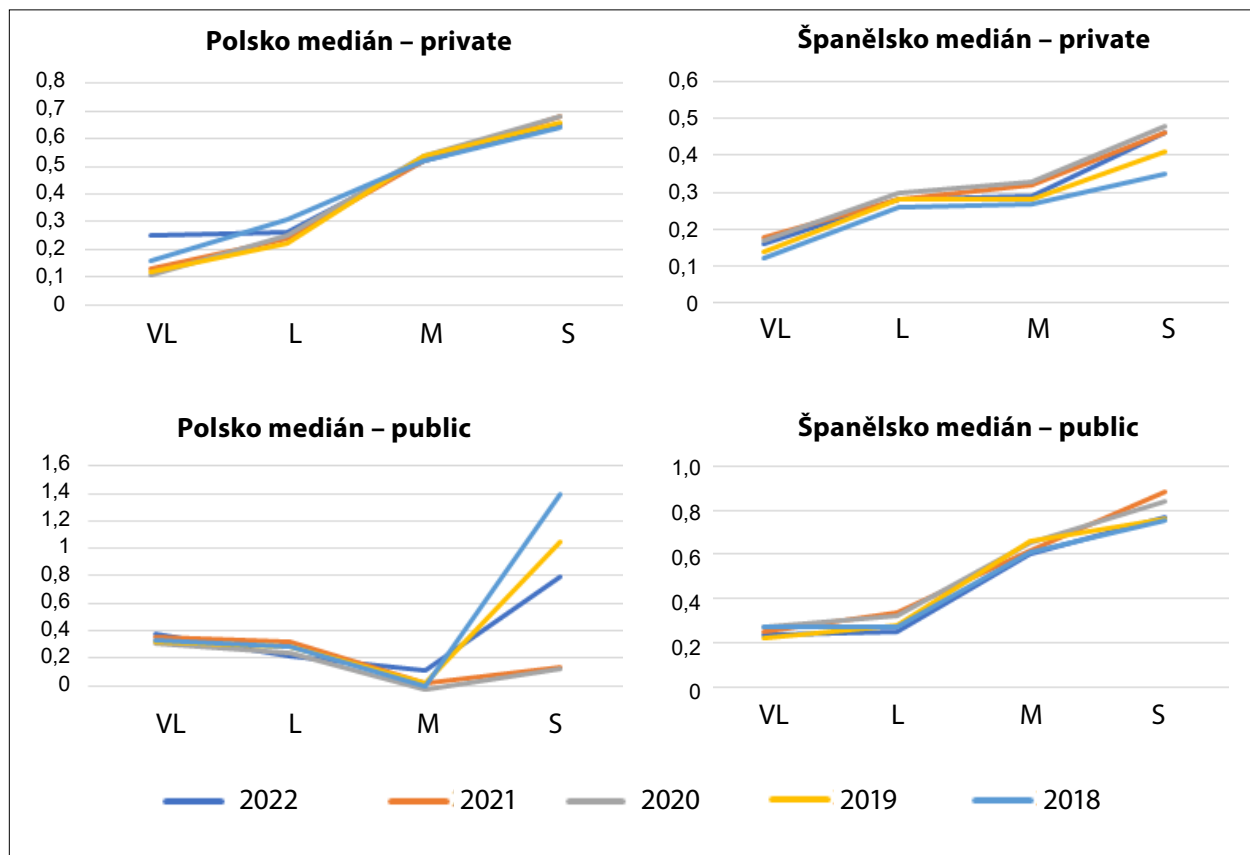


Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

2.4 Odvětví A – náročnost tržeb na pracovní kapitál

Nyní bude zajímavé se podívat, jak vycházejí relace pro pracovní kapitál jako celek. Připomínáme, že je pracovní kapitál počítán včetně ostatních krátkodobých aktivních položek a snížený o další neúročené pasivní položky (viz popis metodického postupu). Náročnost na pracovní kapitál je vztahována k tržbám.

Podobně jako u jednotlivých položek pracovního kapitálu vliv obchodovatelnosti vychází u každé země opačně a nezdá se, že by vykazoval systematické charakteristiky. Proto se i zde zaměříme zejména na vliv velikosti podniku.

Obr. 5: Pracovní kapitál / Tržby – A: zemědělství, lesnictví, rybářství

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

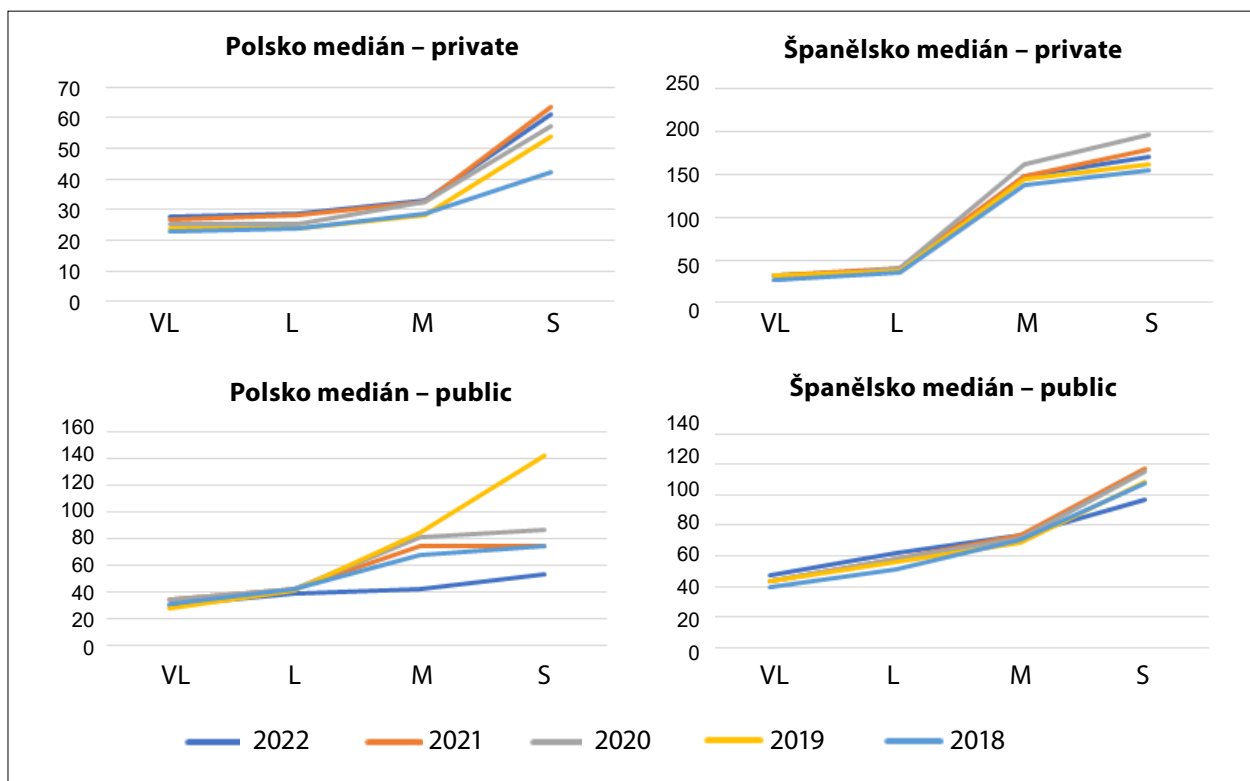
Vztah mediánu náročnosti tržeb na pracovní kapitál je zcela zřejmý. Čím menší podnik, tím spíše lze očekávat, že bude mít vyšší náročnost tržeb na pracovní kapitál. Jedinou výjimkou z tohoto chování jsou polské obchodované společnosti (i zde to ale platí pro nejmenší podniky). Ovšem skupina polských obchodovaných společností v odvětví A je ze všech skupin zastoupena nejmenším počtem společností, takže hodnoty nemusejí být zcela reprezentativní.

3. Odvětví Ca – produkce jídla, nápojů a tabákových výrobků

3.1 Odvětví Ca – doba obratu zásob

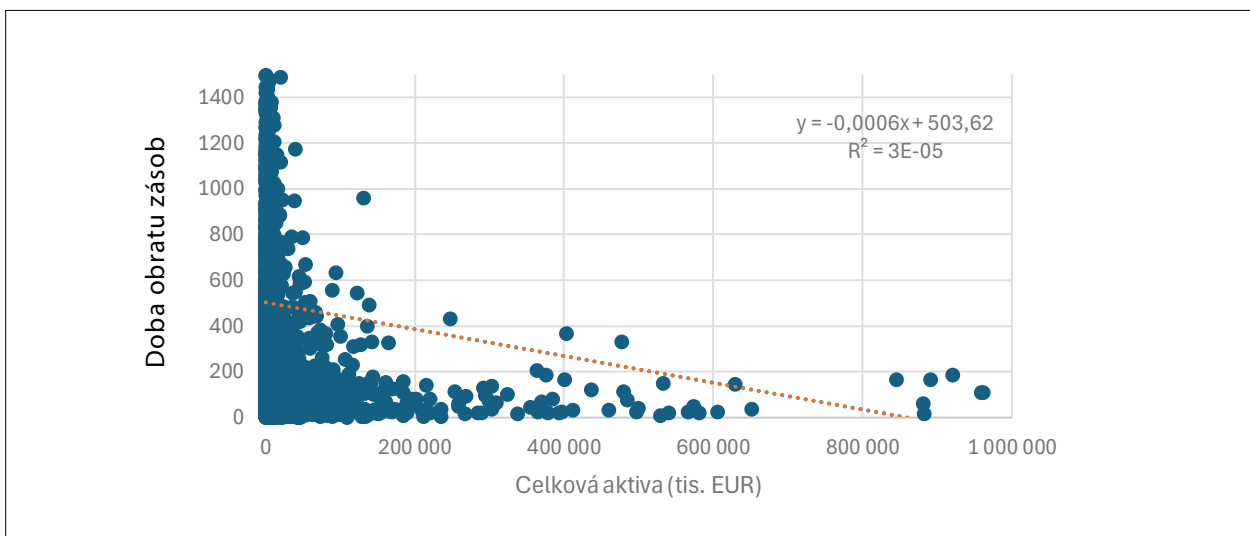
U doby obratu zásob lze sledovat zvláštní situaci, kdy v rámci větších podniků vykazují vyšší dobu obratu podniky obchodované než neobchodované, zatímco u menších firem je tomu přesně naopak, tj. delší doby obratu mají neobchodované společnosti.

Jak u obchodovaných, tak neobchodovaných společností je ale výrazně patrné prodlužování doby obratu zásob v souvislosti se zmenšováním velikosti podniku, obdobně, jako tomu bylo u odvětví A. Tento vztah je o něco výraznější u španělských firem.

Obr. 6: Doba obratu zásob (dny) – Ca: produkce jídla, nápojů a tabákových výrobků

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Vztah mezi velikostí a dobou obratu zásob je možné, podobně jako u odvětví zemědělství, lesnictví a rybářství, sledovat i na úrovni jednotlivých hodnot podniků. Vzhledem k silnějšímu trendu u španělských podniků jsou v následujícím grafu zobrazena data pouze v této zemi, opět za rok 2022.

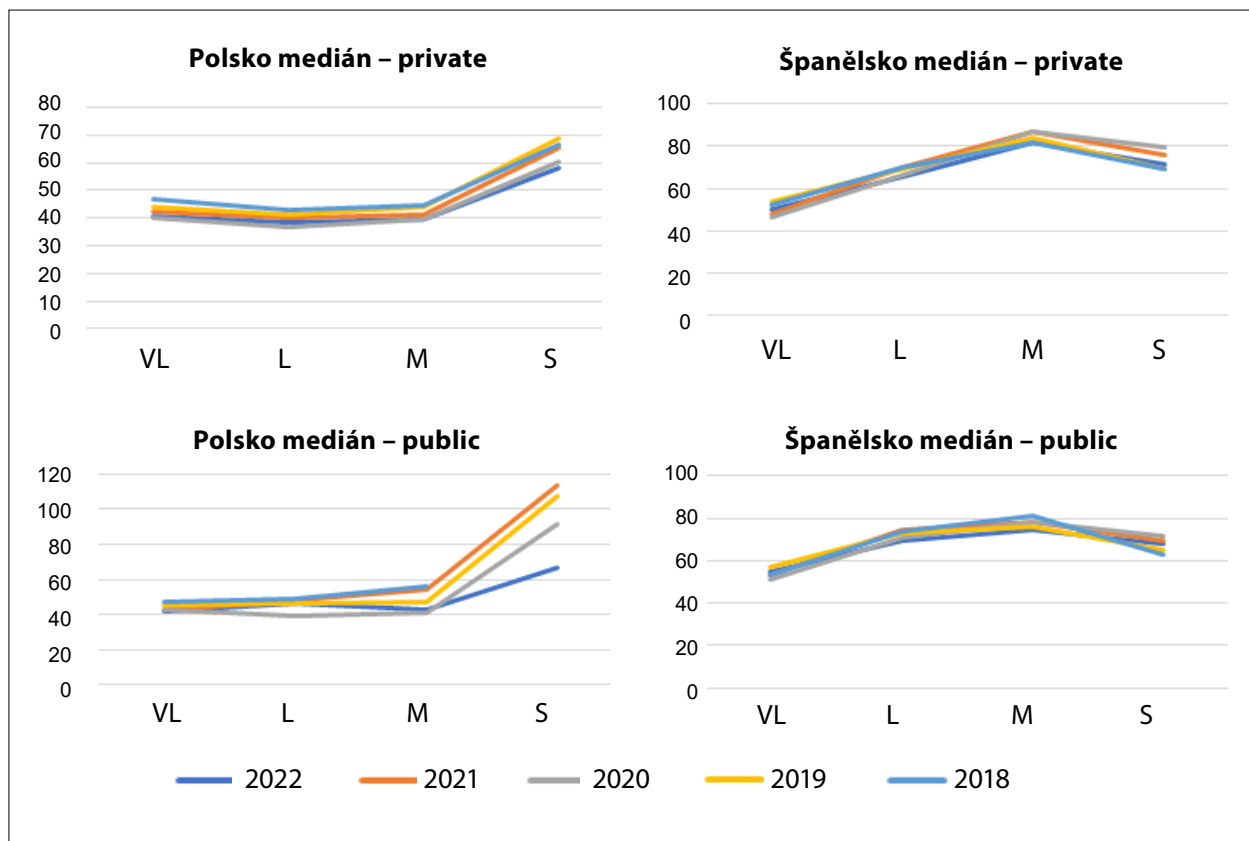
Obr. 7: Vztah doby obratu zásob a velikosti podniku – odvětví Ca, Španělsko, rok 2022

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

3.2 Odvětví Ca – doba obratu obchodních pohledávek

U větších podniků (large a very large) se vyšší hodnoty dob obratu pohledávek vyskytují u obchodovaných společností. Rozdíly jsou však nepatrné, většinou v řádu jednotek dnů. U podniků velikosti small a medium jsou vyšší hodnoty spíše u neobchodovaných společností, trend však již není tak pravidelný a jednolité.

Obr. 8: Doba obratu pohledávek (dny) – Ca: produkce jídla, nápojů a tabák. výrobků



Poznámka: u polských obchodovaných společností ve skupině small nebyla do grafu zanesena hodnota pro rok 2018 z důvodu její extrémní výše.

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Výraznější vliv než obchodovatelnost opět prokazuje faktor velikosti, a to i zde ve směru čím menší společnost, tím delší doby obratu.

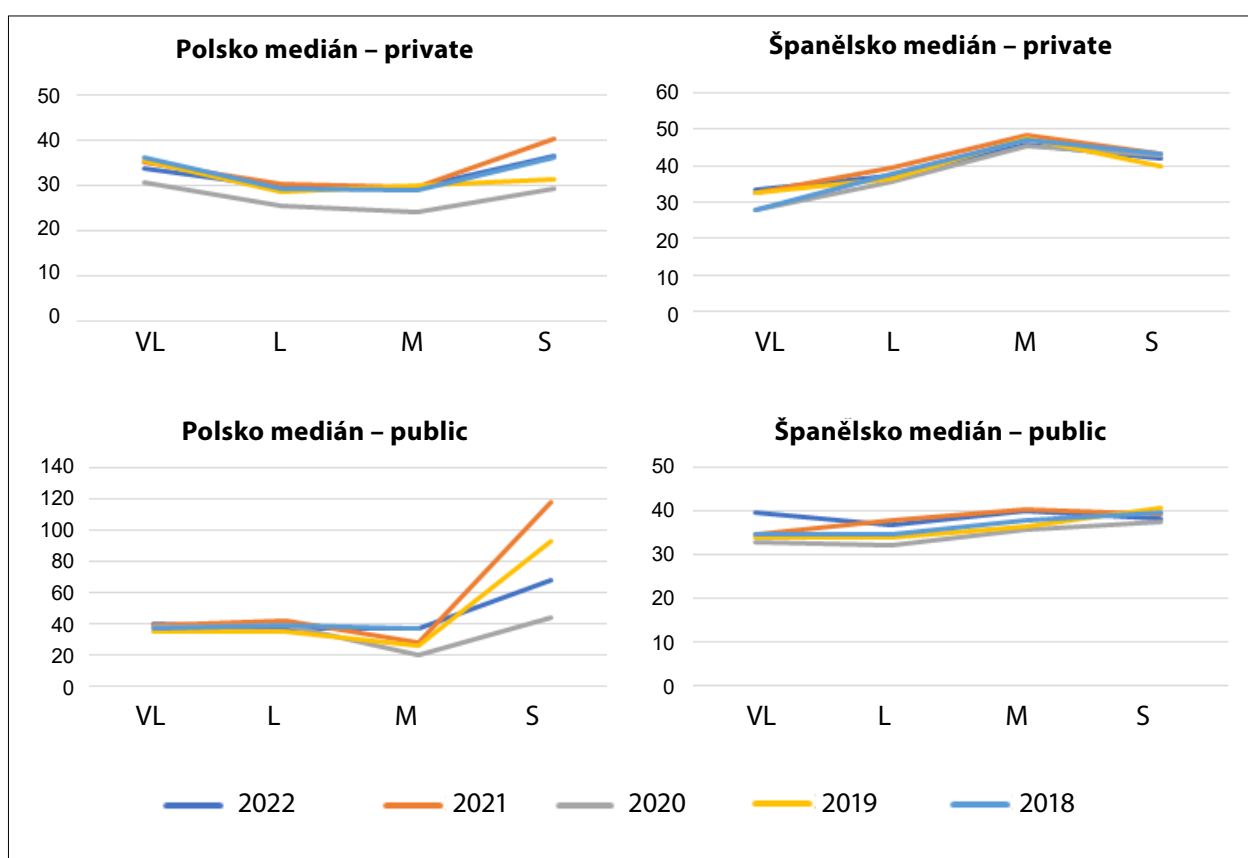
Tentokrát je ale patrný určitý rozdíl mezi oběma zeměmi. V Polsku jsou výrazné zejména dlouhé doby obratu u malých podniků oproti ostatním třem velikostním skupinám. U španělských podniků je vývoj jiný. Souvislost s velikostí je zřetelná naopak u všech třech prvních skupin, zatímco nejmenší podniky vykazují překvapivě spíše o něco kratší nebo stejné doby obratu jako skupina středně velkých podniků.

3.3 Odvětví Ca – doba obratu obchodních závazků

Obchodní závazky vykazují u tohoto odvětví podobné tendence jako pohledávky. Tj. vliv obchodovatelnosti je nevýrazný.

U polských podniků jsou nápadné vyšší doby obratu u malých podniků, zejména obchodovaných. U španělských podniků platí vztah nepřímé úměry mezi délkou splatnosti závazků a velikostí podniku naopak pro první tři velikostní skupiny, zatímco pro čtvrtou nejmenší nikoli, což je výrazné zejména u španělských soukromých podniků.

Obr. 9: Doba obratu obchodních závazků (dny) – Ca: produkce jídla, nápojů a tab. výr.



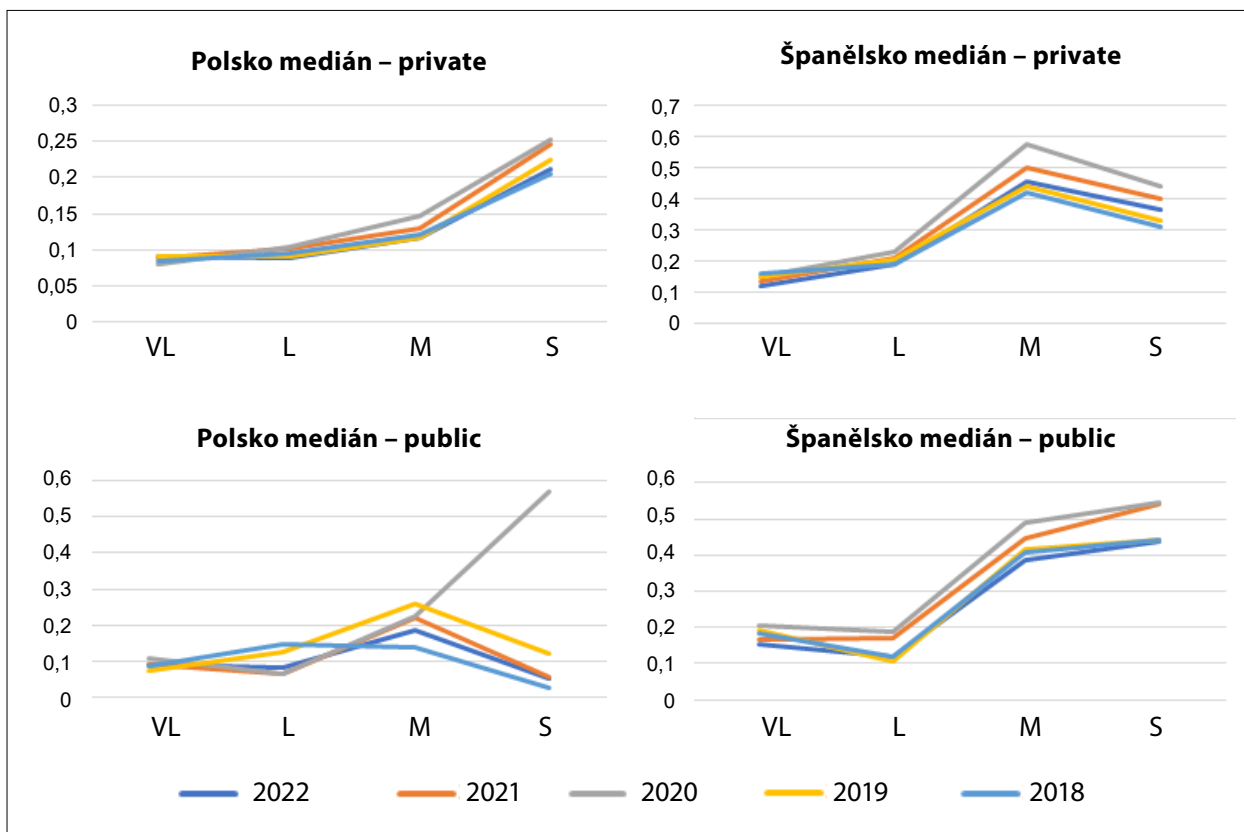
Poznámka: u polských obchodovaných společností ve skupině small nebyla do grafu zanesena hodnota pro rok 2018 z důvodu její extrémní výše.

Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

3.4 Odvětví Ca – náročnost tržeb na pracovní kapitál

Nyní opět pohled na celkovou situaci pracovního kapitálu.

Obr. 10: Pracovní kapitál / Tržby – Ca: produkce jídla, nápojů a tabák. výrobků



Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Ve většině případů lze i u tohoto odvětví očekávat vyšší náročnosti na pracovní kapitál u menších podniků.

Výjimku tvoří nejmenší neobchodované podniky ve Španělsku (tyto podniky v odvětví Ca vykazovaly jiný trend oproti prvním třem velikostním skupinám už u doby obratu pohledávek i závazků). I zde ale mají podniky ve skupině small stále výrazně větší náročnost na pracovní kapitál než velké a velmi velké podniky. Podobné chování vykazují také nejmenší obchodované polské společnosti (datový vzorek ale v této skupině obsahuje pouze 12 společností).

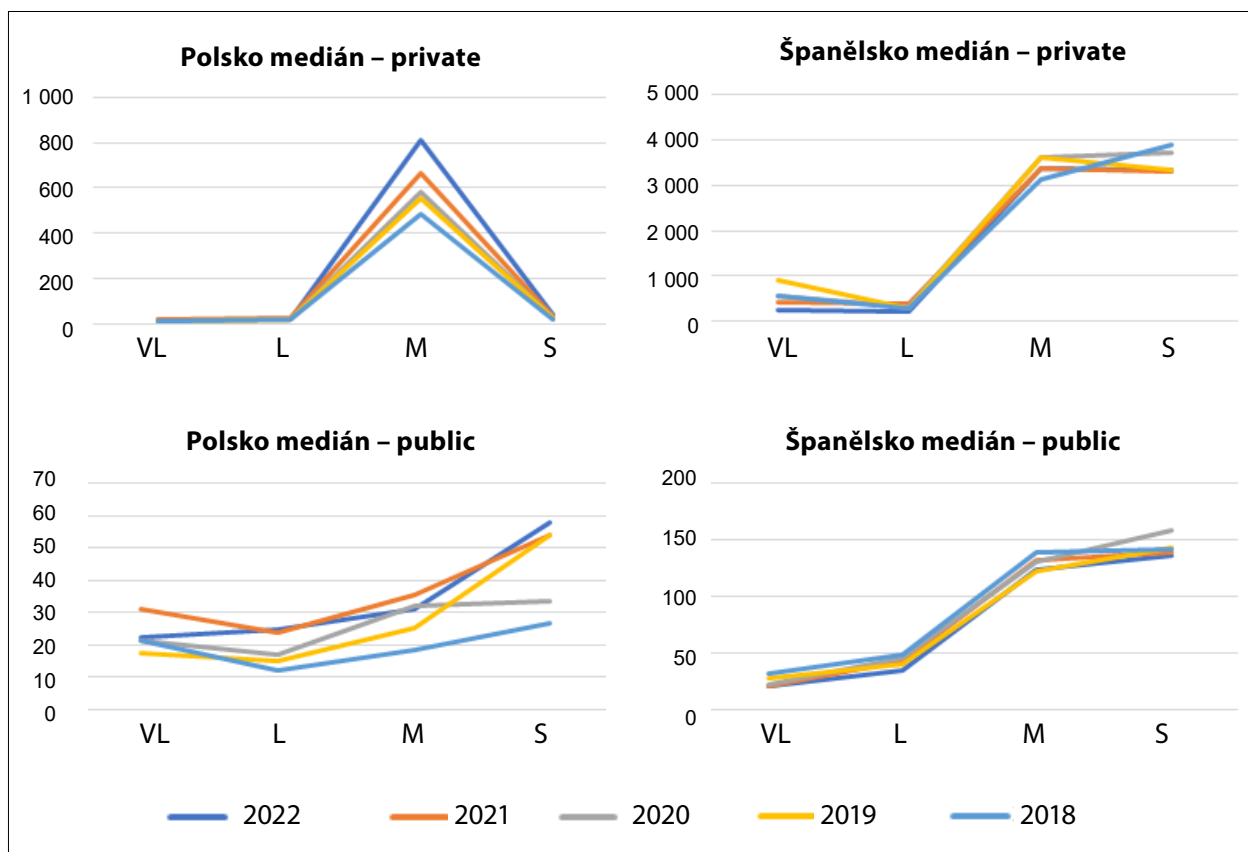
Za povšimnutí u odvětví Ca stojí také výrazně vyšší náročnosti tržeb na pracovní kapitál u obou skupin španělských podniků oproti podnikům polským (jediná výjimka je u nejmenších polských obchodovaných podniků pouze v roce 2020, což byl ale covidový rok a hodnota je tak evidentně ovlivněna mimořádnými okolnostmi).

4. Odvětví F – stavebnictví

4.1 Odvětví F – doba obratu zásob

Pokud jde o obchodovatelnost, u španělských podniků podle mediánových hodnot vychází vždy vyšší hodnoty u neobchodovaných firem. U polských firem nelze vysledovat jednoznačný vztah.

Obr. 11: Doba obratu zásob (dny) – F: stavebnictví



Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

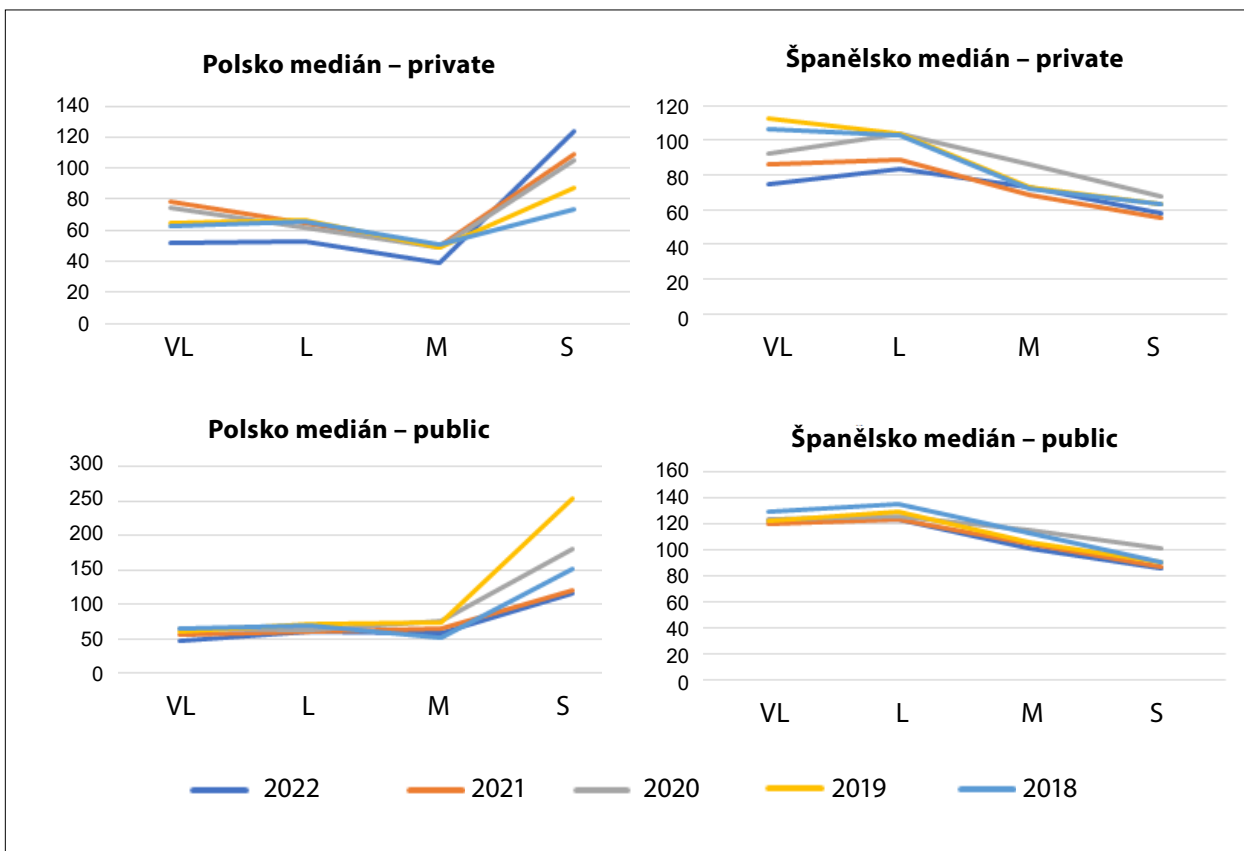
Stejně jako u předchozích odvětví je ale zřetelný vztah mezi dobou obratu zásob a velikostní skupinou. Opět zde platí nepřímá úměra mezi dobou obratu a velikostí podniku. Doby obratu jsou zejména vyšší u velikostních skupin medium a small.

Určitou zvláštností a výjimkou z tohoto pravidla přitom jsou u polských soukromých společností nápadně vyšší doby obratu středně velkých podniků oproti malým podnikům.

4.2 Odvětví F – doba obratu obchodních pohledávek

Ve vztahu k obchodovatelnosti si lze všimnout zejména u španělských firem vyšších dob obratu pohledávek u obchodovaných společností než u soukromých. Jiné relace nejsou významné.

Obr. 12: Doba obratu pohledávek (dny) – F: stavebnictví



Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Ovšem opět lze z grafického zobrazení vyčíst zajímavé trendy podle parametru velikosti. Patrné jsou především velmi vyrovnané hodnoty skupin very large a large.

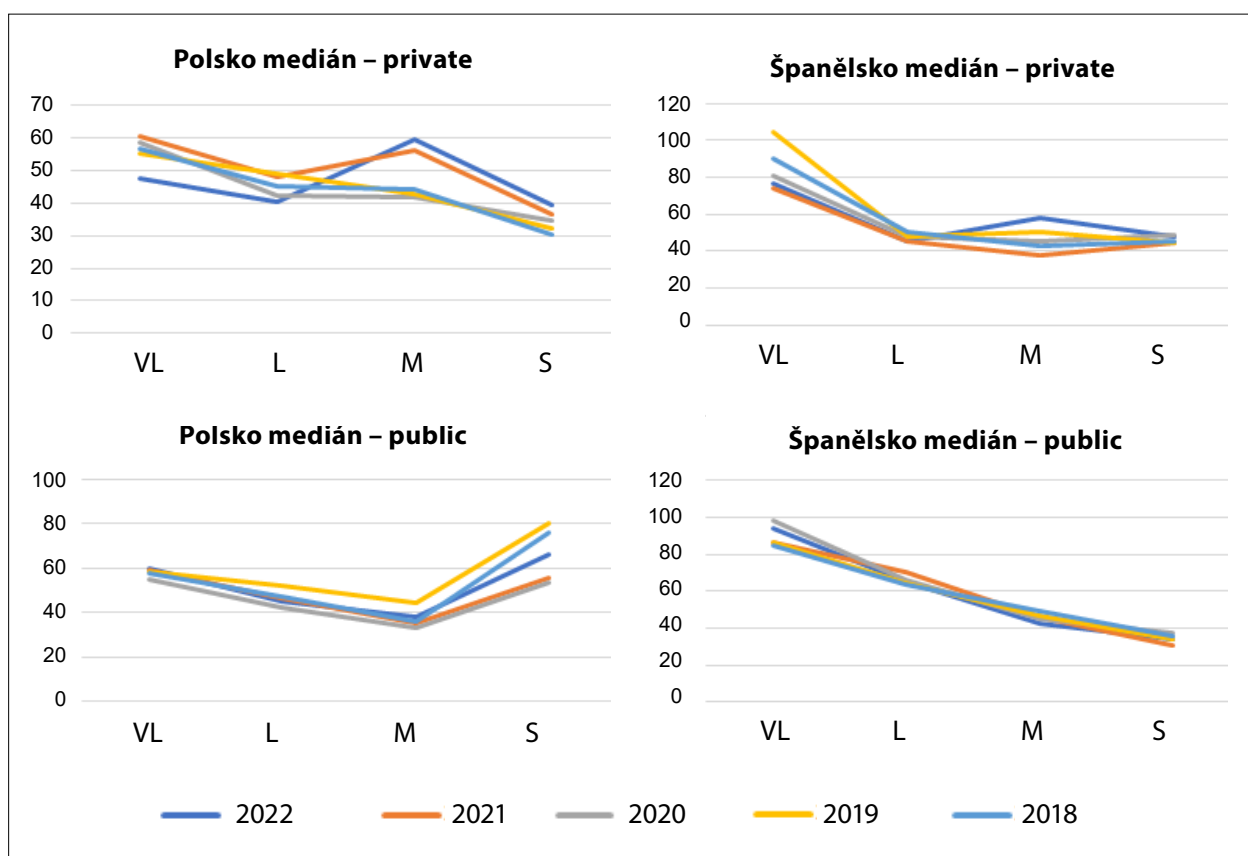
Rozdíly v dalších dvou skupinách se ale liší podle země. U španělského vzorku podniků mají menší velikostní skupiny podniků kratší dobu obratu pohledávek. U polských podniků mají naopak nejvyšší dobu obratu právě malé podniky. Jde tedy o podobně obrácenou situaci u obou zemí, jaká byla patrná i u předchozích odvětví.

4.3 Odvětví F – doba obratu obchodních závazků

Z grafů níže lze sledovat vztah mezi velikostí podniku a hodnotou doby obratu závazků. S jedinou výjimkou, kterou jsou polské obchodované podniky, jsou hodnoty vždy nejnižší u velikostní kategorie small. Zejména u španělského vzorku je vtať přímé úměry patrný ve všech letech a velikostních skupinách.

Je vhodné poukázat na zajímavý kontrast proti předchozím odvětvím, u kterých s větší velikostí podniku doba obratu závazků většinou klesala. U odvětví stavebnictví oproti tomu naopak velké podniky vykazují spíše delší dobu obratu.

Obr. 13: Doba obratu obchodních závazků (dny) – F: stavebnictví

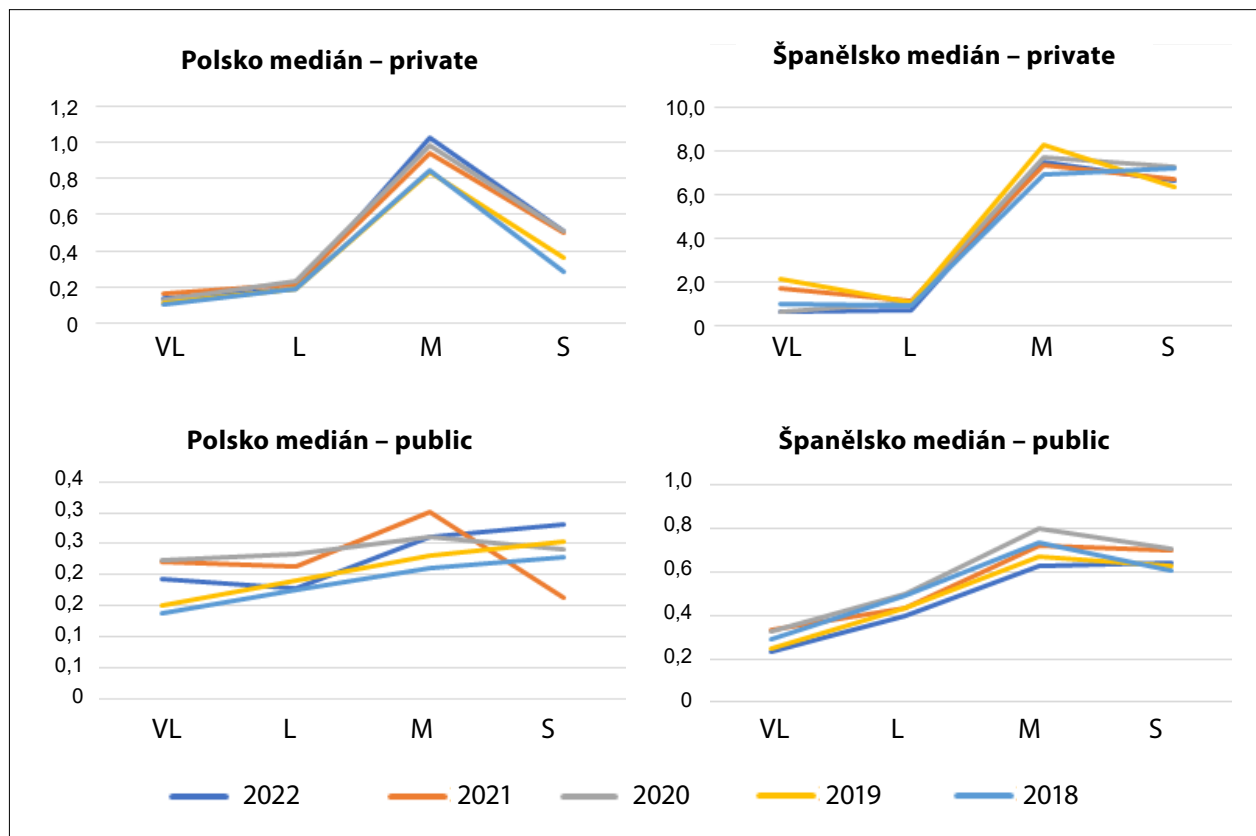


Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

4.4 Odvětví F – náročnost tržeb na pracovní kapitál

Nyní souhrnný pohled na potřebu pracovního kapitálu v odvětví stavebnictví.

Obr. 14: Pracovní kapitál / Tržby – F: stavebnictví



Zdroj: Databáze Orbis, vlastní zpracování

Také u odvětví stavebnictví se potvrzuje, že u menších podniků je potřeba počítat s vyšší náročností tržeb na pracovní kapitál než u podniků větších. Pouze u skupiny nejmenších podniků mohou být dosaženy i nižší hodnoty náročnosti než u podniků středně velkých. Přesto i v tomto případě ovšem platí, že stále půjde o citelně vyšší náročnosti než u podniků ze skupiny large a very large.

Závěr

Z provedených analýz můžeme udělat závěr, že **obchodovatelnost** podniku neprokázala nějaký stabilní systematický vliv na náročnost tržeb na pracovní kapitál a na doby obratu jeho složek. V jednotlivých skupinách společností byly rozdíly hodnot buď velmi malé nebo proměnlivé. Oceňovatel tedy při výběru srovnatelných podniků při hodnocení a prognózování pracovního kapitálu nemusí k tomuto kritériu přihlížet.

Zcela jiná je ale situace u kritéria **velikosti** podniku. Zde je naopak jasně zřetelná výrazně převládající vazba, podle které mají **malé a střední podniky delší doby obratu všech tří hlavních položek pracovního kapitálu i celkově vyšší náročnost tržeb na pracovní kapitál než podniky velké**. Zdá se tedy, že menší objem provozu samozřejmě vyžaduje udržování nižšího pracovního kapitálu a jeho složek než větší provoz, ale že pokles potřebného pracovního kapitálu je pomalejší než zmenšování provozu. A naopak zvětšování velikosti podniku a jeho provozu by mohlo být spojeno s pomalejším růstem pracovního kapitálu, a tedy s poklesem dob obratu jeho složek.

Samozřejmě z tohoto převládajícího rysu byly některé výjimky a také se tento rys bude různým způsobem projevovat v různých odvětvích. Z našeho zkoumaného vzorku například vyplynulo, že výše uvedená nepřímá úměra mezi velikostí podniku a délkou doby obratu se nejvýrazněji projevowała u zásob a u celkové náročnosti tržeb na pracovní kapitál, a to u všech odvětví. Určité odlišnosti z této obecné tendence se projevowały u doby obratu pohledávek a závazků.

V následující tabulce jsou shrnuta hlavní zjištění. Zmíněné výjimky z popsaného převládajícího vztahu pracovního kapitálu a velikosti podniku jsou zvýrazněné. Pokud se mírně liší zjištění z ostatních částí analýz, tak většinou spíše v tom, zda doba obratu dané položky rostla v daném segmentu plynule mezi všemi skupinami společností od VL, L, M, S, nebo jen v části této škály, případně byly dlouhé doby obratu výrazné až u skupiny nejmenších firem.

Tab. 3: Shrnutí vztahu výše ukazatele a velikostní skupiny podniku (VL, L, M, S)

Odvětví	A (zemědělství ...)	Ca (produkce jídla...)	F (stavebnictví)
Doba obratu zásob	Čím menší podnik, tím delší doba	Čím menší podnik, tím delší doba	Čím menší podnik, tím delší doba (s výjimkou S private v Polsku)
Doba obratu pohledávek	Čím menší podnik, tím delší doba	Polsko – VL až M se příliš neliší, ale S má výrazně delší dobu Španělsko – čím menší podnik, tím delší doba pro VL až M, ale S je mírně nižší	Polsko – malé podniky mají delší dobu Španělsko – menší podniky mají kratší dobu
Doba obratu závazků	Čím menší podnik, tím delší doba	Polsko – VL až M se příliš neliší, ale S má výrazně delší dobu Španělsko – čím menší podnik, tím delší doba pro VL až M, ale S je mírně nižší	Čím menší podnik, tím kratší doba, pouze polské obchodované podniky S mají dlouhé doby
Pracovní kapitál / Tržby	Většinou čím menší podnik, tím větší náročnost	Většinou čím menší podnik, tím větší náročnost	Většinou čím menší podnik, tím větší náročnost

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedeného přehledu je také patrné, že lze čekat určité **rozdíly i mezi odvětvími** (zejména stavebnictví vykazovalo některé odlišné charakteristiky než výrobní odvětví), ale v některých případech i mezi jednotlivými zeměmi.

Pokud jde o **rozdíly mezi zkoumanými zeměmi**, tak za pozornost stojí zejména tato zjištění:

- Odlišné chování doby obratu pohledávek a závazků u odvětví Ca a zejména pak u odvětví F mezi Polskem a Španělskem.
- Výrazně vyšší celková úroveň náročnosti tržeb na pracovní kapitál u španělských podniků oproti podnikům polským.
- Mediány sledovaných ukazatelů nejsou v čase nijak dramaticky proměnlivé, resp. větší proměnlivost je patrná jen u skupiny nejmenších podniků. Nicméně mediány všech ukazatelů u španělských podniků vykazují znatelně větší stabilitu v čase, než je tomu u polských podniků.

V každém případě platí, že na rozdíl od obchodovatelnosti, velikosti podniku by měl oceňovatel při práci s generátory hodnoty věnovat pozornost.

Provedené analýzy mají samozřejmě svá omezení. Týkají se pouze dvou zemí a tří odvětví, byly také použity poměrně jednoduché metody. Proto předpokládáme v tomto směru pokračování výzkumu s použitím sofistikovanějších metod, pomocí kterého by mohlo dojít k dalšímu ověření a upřesnění výsledných zjištění.

Literatura:

- [1] Bureau van Dijk (2024): *Orbis user guide*. Online. In: WU Wien. S. 402. Dostupné z: https://www.wu.ac.at/fileadmin/wu/s/library/databases_info_image/ugorbisneo.pdf. [cit. 2024-01-22].
- [2] Halfar, D. (2024): *Porovnání vybraných generátorů hodnoty u obchodovaných a neobchodovaných společností*. Diplomová práce, vedoucí Maříková P. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku
- [3] Mařík, M. (2024): *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Páté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, ISBN 978-80-87865-94-1.
- [4] Moody's Analytics (2024): *Financials, Global standard format*. Dataset, online. In: Orbis. Dostupné z: <https://orbis.bvdinfo.com/> [citováno 2024-01-08]
- [5] Rappaport, A. (1999): *Shareholder Value*. Stuttgart, Schäffer Poeschel. ISBN 3-7910-1374-2
- [6] World Bank Group (2022). Listed domestic companies, total. Online. The world bank. Dostupné z: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?end=2022&most_recent_value_desc=true&start=2001. [cit. 2024-01-08].

Pracovní kapitál jako generátor hodnoty podniku – vztah k obchodovatelnosti a velikosti firmy

David Halfar – Miloš Mařík – Pavla Maříková

Abstrakt

Oceňovatel by měl v rámci ocenění podniku mimo jiné analyzovat a prognózovat pracovní kapitál a jeho složky. Pro tyto účely je vhodné zejména při tržním ocenění přihlížet k hodnotám dosahovaným podniky ze stejného odvětví. Cílem článku je zjistit, zda se výše tohoto generátoru hodnoty liší kromě odvětví také podle obchodovatelnosti a velikosti podniků. V rámci dvou zemí a tří odvětví byly zkoumány doby obratu zásob, pohledávek a závazků a náročnost tržeb na pracovní kapitál. Hlavním zjištěním provedené analýzy je skutečnost, že obchodovatelnost nemá systematický vliv na pracovní kapitál, zatímco velikost podniku významný vliv má. Podle převažujícího vztahu mají malé a střední podniky delší doby obratu zásob, pohledávek a závazků a vyšší náročnosti tržeb na pracovní kapitál než podniky velké.

Klíčová slova: hodnota, oceňování podniku, generátory hodnoty, pracovní kapitál, doba obratu.

Working capital as a generator of corporate value – relationship to marketability and size of a firm

Abstract

As part of the business valuation, the valuer should, among other things, analyze and forecast working capital and its components. For these purposes, it is advisable, namely for the market valuation, to take into account the values achieved by companies from the same industry. The aim of the article is to find out whether the amount of this value generator differs not only by industry, but also by marketability and size of enterprises. Within two countries and three sectors, the turnover times of inventories, receivables and payables and the working capital intensity of sales were examined. The main finding of the analysis is the fact that tradability does not have a systematic effect on working capital, while the size of the company has a significant influence. According to the prevailing relationship, small and medium-sized enterprises have longer turnaround times of inventories, receivables and payables and higher sales intensity for working capital than large enterprises.

Key words: Value, business valuation, value generators, value drivers, working capital, turnover time.

JEL classification: G32