

Finanční analýza vlivu dluhu na rentabilitu a hodnotu podniku[#]

Jaroslava Holečková*

Úvod

Každý, kdo někomu půjčí peněžní prostředky, a také kdo někomu prodá na dluh, riskuje, že dlužník ve stanovené době nezaplatí dlužnou částku, ani případné úroky. Věřitel předpokládá, že zadlužený podnik bude chtít dostát svým závazkům, a že udělá vše pro to, aby také mohl své povinnosti splnit. **Věřitelé** by rádi věděli, zda podnik bude objektivně moci uhradit své závazky v době jejich splatnosti. **Investoři** stejně jako věřitelé sledují rizika pro existenci podniku, a navíc hlídají jeho výnosnost. Investoři – na rozdíl od věřitelů – mají nebo mohou mít kontrolu nad řízením firmy, a v jejím rámci mají zájem, aby se finanční analýza zabývala všemi vlivy, působícími na vývoj tržní hodnoty podniku: tedy nejen rizikem platební neschopnosti, ale také rizikem, že neblahým vývojem výnosnosti kapitálu tržní hodnota jeho majetku a vloženého kapitálu klesne k nule.

Od finanční analýzy se očekává, že vyjádří míru finančních rizik, která vyvolává stávající způsob financování při stávajících hospodářských výsledcích a majetkových poměrech. Zkoumá, jak je výhodné či nevýhodné investovat do daného podniku s ohledem na obvykle požadovanou a dosahovanou výnosnost obdobně rizikových aktiv. Čím příznivější je poměr rentability kapitálu k rentabilitě požadované trhem při dané finanční pozici, tím je podnik pro investory přitažlivější.

Obecně převažuje názor, a odborná literatura tento fakt potvrzuje, že investiční a provozní rozhodování mají na rentabilitu a tržní hodnotu podniku větší vliv, než rozhodnutí finanční. Finanční rozhodnutí ale také mohou výrazně ovlivnit hospodaření podniku i jeho tržní hodnotu. Použití dluhu sice může zvýšit rentabilitu a zisk na akcii, ale na druhé straně vytváří **finanční riziko**, které se může projevit v platebních potížích, které mohou vést až k úpadku podniku. Opomíjení struktury zdrojů financování, riziko předlužení, podkapitalizování může mít pro podnik katastrofální následky.

Cílem tohoto příspěvku je prezentovat možnosti a nástroje finanční analýzy k posouzení výhodnosti použití cizích zdrojů z hlediska rentability podniku a jeho tržní hodnoty.

Základní charakteristiky dluhového financování s ohledem na rentabilitu

Brealey a Myers (2000, s. 478) lakonicky konstatují, že „dluh může být někdy lepší než vlastní kapitál, jindy horší.“ Základní charakteristiky dluhového financování lze shrnout takto:

- Vypůjčené peníze pomáhají více vydělat.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903.

* Doc. Ing. Jaroslava Holečková, Ph.D. – docentka; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <jahol@vse.cz>.

- Cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál.
- Dluh je vždy riskantní.
- Dluh je účelné zvýšit, když vyšší zadluženost zvyšuje bohatství firmy.

Struktura kapitálových zdrojů a náklady na jednotlivé zdroje financování patří k důležitým faktorům ovlivňujícím hodnotu podniku. Volba mezi jednotlivými zdroji a snaha o optimalizaci struktury používaných zdrojů patří k nejdůležitějším rozhodnutím v oblasti financování. Má zásadní význam pro úspěšný rozvoj podniku, podmiňuje nejen jeho zdravý finanční vývoj a celkovou prosperitu, ale nezřídka rozhoduje o jeho bytí či nebytí.

V této souvislosti se nabízí otázka, co rozhoduje o optimálním nastavení kapitálové struktury. První rozhodnutí se týká nutnosti a možnosti zadlužit se. K zodpovězení otázky zda se zadlužovat poslouží otestování podmínkou, která posuzuje, zda podnik disponuje dostatečně vysokou produkční silou (výnosností aktiv, resp. rentabilitou celkového kapitálu) vzhledem k ceně dluhu. Při kladné odpovědi na tuto otázku je třeba zabývat se otázkou jak hodně se zadlužit, je potřeba usuzovat na základě toho, jak se bude vyvíjet tzv. spread, což je rozdíl výnosnosti vlastního kapitálu a alternativního nákladu vlastního kapitálu.

Jedním z hlavních cílů finančního řízení bývá zajištění **výnosnosti, rentability** vloženého kapitálu. Výnosný může být nejen vlastní, ale i cizí kapitál, pokud ho podnik dokáže efektivně využít, tj. řídit svou **zadluženost** tak, aby kromě rentability byla zajištěna i finanční stabilita jako jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících **tržní hodnotu** podniku.

Na kapitálovém trhu je míra schopnosti zhodnocovat vložený kapitál "ohodnocena" investory prostřednictvím **tržní ceny akcií**, případně cenami jiných cenných papírů emitovaných podnikem. Má-li společnost akcie obchodované na kapitálovém trhu, lze hodnotu akcie použít pro stanovení hodnoty podniku jako vrcholového cíle podnikatelské činnosti.

V hodnotě firmy se komplexně zobrazují veškerá rozhodnutí, která byla učiněna ve vazbě na základní rozhodovací procesy, tj. do jakých aktiv a s jakým efektem investovat, jak tyto investice profinancovat, jak rozdělit vyprodukovaný hospodářský výsledek, kolik vyplatit akcionářům na dividendy, resp. kolik na základě zvážení růstových příležitostí reinvestovat zpět do firmy.

Investor zcela pochopitelně požaduje, aby cena, kterou od podniku přijímá za vložený kapitál (dividenda z akcií, podíl na zisku z vloženého vkladu) byla vyšší než cena, kterou by obdržel při jiné formě investování (např. nákup dluhopisů, uložení peněz v bance, aj.). Tento požadavek je oprávněný, protože investor, který vložil svůj kapitál do podniku, nese poměrně vysoké riziko spojené se špatným hospodařením či dokonce bankrotem podniku, při němž může přijít o svůj kapitál. Právě z tohoto důvodu se všeobecně má za to, že „cena“ vlastního kapitálu placená ve formě dividendy či podílu na zisku je vyšší než cena cizího kapitálu, placená ve formě úroku. Jinými slovy **vlastní kapitál je dražší než cizí**. To je velmi významné při rozhodování o struktuře zdrojů (Kovanicová – Kovanic, 1997, s. 279).

K vyjádření zadluženosti se používá několik **ukazatelů zadluženosti**, které jsou odvozeny z vertikální analýzy rozvahy, vycházejí z rozboru vzájemných vztahů mezi položkami dluhů, vlastního kapitálu a aktivy.

$$\text{vlastnické riziko (equity ratio)} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}, \quad (1)$$

Ukazatel vlastnického rizika je vnímán investory jako klíčová charakteristika a v období 2003 – 2007 dosahoval následujících hodnot uvedených v Tab. 1., v průmyslu celkem byl podíl vlastního kapitálu vyšší než polovina, naopak ve zpracovatelském průmyslu byl kromě roku 2007 nejprve nižší než polovina.

Tab. 1: Ukazatel vlastnického rizika: VK/A (v %)

	2003	2004	2005	2006	2007
Průmysl celkem	52	53	54	54	54
Zpracovatelský průmysl	46	48	49	50	52

Zdroj: : MPO (2008 – Tab. 3, 2006 – Tab. 3, 2004 – Tab. 3)

Podniky, které dosahují vyššího růstu tržeb a zisku mohou ve větším rozsahu využívat cizí kapitál, protože budou schopny platit fixní částku úroku. Výše úroku jako fixního nákladu a jeho podíl na zisku je důležitým ukazatelem finanční stability podniku. Podniky, u nichž se projevuje stagnace nebo pokles tržeb a zisku, by se měly vyhnout vyššímu podílu závazků, z nichž je nutné platit úrok. Neschopnost hradit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku podniku.

U ukazatelů zadluženosti neexistuje žádné absolutní číslo, které by zajišťovalo zaručeně správný poměr, při jehož dodržení se podnik vyhne nepříznivé situaci. Až hlubší a komplexnější rozbor napoví, zda je struktura kapitálu optimální.

Kritéria efektivnosti zadlužení a výhodnost použití cizích zdrojů

Jak věřitele, tak i akcionáře zajímá **přiměřenost zadluženosti**. Věřitele zajímá, zda jsou zajištěny jejich nároky na splácení úroků a dluhu. Rovněž pro akcionáře je důležitá informace, zda je podnik schopen platit požadované úroky, popř. splácet příslušné dluhy, neboť při nesplnění těchto povinností si věřitelé mohou vynutit buď reorganizaci, nebo likvidaci podniku.

Určit **předem** optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je však v praxi obtížné. Úkolem pro finanční analýzu je zjistit, zda použití cizího kapitálu bylo výhodné nebo nevýhodné můžeme (ovšem dodatečně, ex-post), pomocí následujících kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů (Grünwald – Holečková, 2009):

- ziskový účinek finanční páky,
- úroková marže,
- index finanční páky.

Ziskový účinek finanční páky

Ziskový účinek finanční páky se odvozuje z rozkladu rentability vlastního kapitálu podle následujícího vztahu:

$$RVK = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \cdot \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \cdot \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2)$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu lze rozložit na součin tří dílčích ukazatelů:

- rentabilita tržeb,
- obrat celkových aktiv a
- tzv. finanční páka jako poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem.

Z výše uvedeného rozkladu plyne, že růst hodnoty *RVK* závisí na rentabilitě tržeb, obratu aktiv a finanční páce.

Ukazatel **finanční páka** je také jednou z forem vyjádření míry zadluženosti podniku, podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku. Lze ho vyjádřit i v tomto tvaru:

$$\frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{vlastní kapitál} + \text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} = 1 + \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (3)$$

Z obou výrazů vyplývá, že čím je podíl cizích zdrojů větší, tím je vyšší i ukazatel finanční páka. Z uvedeného rozkladu je zřejmá souvislost mezi zadlužeností podniku a *RVK*.

Výraz **finanční páka** (*financial gearing* /brit.angl./, resp. *financial leverage* /am.angl./) má vyvolat představu, zvýšení rentability vlastního kapitálu připojením cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu, tedy zvýšení kapitálového potenciálu vlastníků využitím cizího kapitálu.

Pokud výše uvedenou rovnici rozkladu *RVK* přetransformujeme tak, že s použitím faktorové analýzy odvodíme čistou ziskovou marži (po zdanění) z provozní ziskové marže uplatněním koeficientů vyjadřujících vliv zdanění a vliv podílu a ceny (úroků) úročených cizích zdrojů, dostaneme:

$$RVK = \frac{ZUD}{T} \cdot \frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{Z}{ZD} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK} \quad (4)$$

provozní zisková marže
úroková redukce
daňová redukce zisku
obrat aktiv
finanční páka

kde *RVK* = rentabilita vlastního kapitálu,
ZUD = zisk před úroky a daněmi,
T = tržby,
ZD = zisk před daněmi,
Z = zisk po zdanění,
A = aktiva,
VK = vlastní kapitál.

Z uvedeného rozkladu je zřejmé, že rentabilita vlastního kapitálu je ovlivňována rentabilitou celkového kapitálu, zdaněním a zadlužeností. Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva z výše uvedených faktorů, **úroková redukce zisku** a **finanční páka**, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně.

Zvýšení podílu cizích zdrojů, tedy zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páka, má podle tohoto vztahu pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Avšak na druhé straně zvýšení podílu cizích zdrojů je zpravidla provázáno zvýšením úroků, které snižují podíl zisku plynoucího investorům (vlastníkům) a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Ziskový účinek finanční páky

Společný vliv úrokové redukce zisku a finanční páky z výše uvedeného rozkladu lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá **ziskový účinek finanční páky** nebo **multiplikátor kapitálu akcionářů** (*equity multiplier – EQM*). Udává míru, jakou je rentabilita kapitálu vloženého akcionáři „zvětšena“ (násobena nebo posílena) použitím vypůjčených peněz, tedy dluhu.

Pokud je hodnota multiplikátoru větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

$$\frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{zisk před úroky a daněmi}} \cdot \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} > 1, \text{ nebo-li } \frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{A}{VK} > 1. \quad (5)$$

Úroková marže

K rozkladu rentability vlastního kapitálu lze použít ještě jiný významný model, v němž je explicitně zachycen efekt úrokového zatížení, tj. cena cizích zdrojů, což předchází model neobsahoval.

$$RVK = \frac{RCK \cdot (VK + CZ) - u \cdot CZ}{VK} \cdot (1 - d), \quad (6)$$

- kde
- RVK = rentabilita vlastního kapitálu,
 - RCK = rentabilita celkového kapitálu (vypočtená ze zisku před úroky a daněmi),
 - VK = vlastní kapitál,
 - CZ = cizí zdroje,
 - u = úroková sazba za cizí kapitál,
 - d = sazba daně ze zisku.

Úpravou rovnice (10), získáme následující vztah:

$$RVK = \left[RCK + (RCK - u) \cdot \frac{CZ}{VK} \right] \cdot (1 - d). \quad (7)$$

Z takto vyjádřeného vztahu rovněž vyplývá jako z předchozího modelu rozkladu, že **rentabilita vlastního kapitálu** je závislá:

- na rentabilitě celkového kapitálu,
- na zadluženosti (podílu a ceně úročených cizích zdrojů) a
- na zdanění.

Zadluženost je zde vyjádřena poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu (*debt-equity ratio*). Navíc je zde ale zachycen i vliv úrokové sazby z cizího kapitálu. Rovnice ukazuje, že rentabilita vlastního kapitálu nezávisí na absolutních veličinách, ale pouze na celkové rentabilitě, úroku za cizí kapitál a stupni zadluženosti.

Absolutní částku zisku, která je výsledkem použití jen vlastního kapitálu, pokud se předpokládá i použití cizího kapitálu, nelze prakticky zjistit. Částku zisku po odečtení úroků nelze tedy považovat za míru zhodnocení jen vlastního kapitálu, protože zahrnuje i rozdíl

mezi celkovým přínosem dosaženým použitím cizího kapitálu a částkou, kterou podnik ve formě úroků za cizí kapitál platí.

Podstatné v tomto modelu oproti předchozímu je to, že je schopen od sebe oddělit efekt změn provozního zisku (zisku před úroky a zdaněním) a efekt změn úrokové míry z cizího kapitálu. Kvantifikuje jejich dopad ve formě rozdílu mezi rentabilitou celkového kapitálu a průměrnou úrokovou mírou placenou za použití cizího kapitálu ($RCK - u$). Tento rozdíl se nazývá **úroková marže** (*interest margin*) a je výnosem, který jde ve prospěch vlastníků (akcionářů). Úrokovou marži lze definovat jako míru, kterou přispívá použití cizího kapitálu ke zhodnocení kapitálu vlastního. Je-li výnosnost celkového kapitálu vyšší než pevný smluvní úrok pro cizí kapitál, připadá vyzískaný vyšší výnos z cizího kapitálu, kapitálu vlastního. Znalost rentability celkového kapitálu tak dovoluje stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou lze přijmout cizí kapitál.

Platí následující obecná souvislost:

- a) Jestliže rentabilita celkového kapitálu je vyšší než úroková míra, tzn., když zisk z použití cizích zdrojů je vyšší než úroky placené z cizích zdrojů, pak zvýšený podíl cizích zdrojů může být používán jako finanční páka a pozitivně ovlivňovat (zvyšovat) rentabilitu vlastního kapitálu, a v konečném důsledku zisk na jednu akcii a tržní cenu akcie. Rentabilita vlastního kapitálu roste se stoupající zadlužeností.
- b) Jestliže se rentabilita celkového kapitálu rovná úrokové míře placené za cizí kapitál, pak nezávisle na stupni zadluženosti je rentabilita vlastního kapitálu rovna celkové rentabilitě a úrokové míře za cizí kapitál. Podnik je potom indiferentní ke skladbě zdrojů, je jedno, jaká je proporce vlastního a cizího kapitálu.
- c) Naopak, bude-li úroková míra za cizích kapitál vyšší než rentabilita celkového kapitálu, bude zvýšený podíl cizích zdrojů negativně ovlivňovat (snižovat) rentabilitu vlastního kapitálu. Může nabývat až záporných hodnot, což znamená, že patrně nutnost splácení úroku mohlo vést ke ztrátě a tím až ke snížení vlastního kapitálu. Pak se výhoda zvyšující rentabilitu vlastního kapitálu nákladově výhodným cizím kapitálem mění v povážlivý nedostatek, poněvadž rentabilita vlastního kapitálu klesá potom o to více, oč vyšší je procentní podíl cizího kapitálu na kapitálu celkovém.

Tab. 2: Úrokové sazby (%) – nefinanční podniky

Splatnost	2003	2004	2005	2006	2007	2008
do 1 roku	4,08	4,35	3,84	4,23	5,37	5,06
1 – 5 let	4,64	4,68	4,18	4,38	5,60	5,67
nad 5 let	5,14	5,39	4,72	4,74	5,63	5,61

Zdroj: ČNB (2009)

Tab. 3: Ukazatele rentability – průmysl celkem

	2003	2004	2005	2006	2007
RCK (ROA) %	7,4	9,0	8,7	9,7	10,9
RVK (ROE) %	7,8	10,6	10,2	11,2	13,9

Zdroj: : MPO (2008 – Tab. 1, 2, 2006 – Tab. 1,2, 2004 – Tab. 1,2)

Tab. 4: Ukazatele rentability – zpracovatelský průmysl

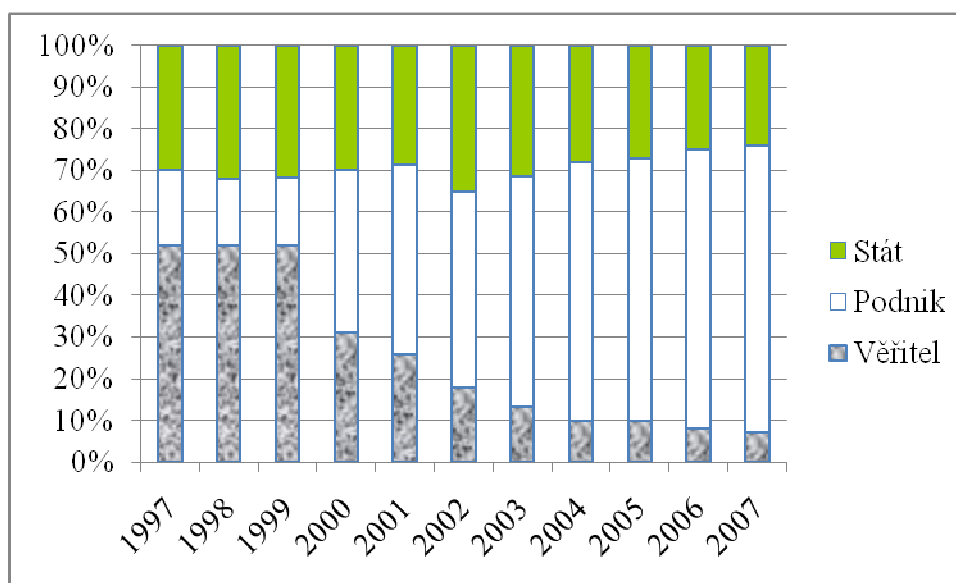
	2003	2004	2005	2006	2007
<i>RCK (ROA) %</i>	7,6	9,5	8,8	9,0	11,4
<i>RVK (ROE) %</i>	8,5	12,1	11,1	12,6	14,8

Zdroj: MPO (2008 – Tab. 1, 2, 2006 – Tab. 1,2, 2004 – Tab. 1,2)

Z uvedených údajů vyplývá, že dosahovaná průměrná rentabilita celkového kapitálu byla v průmyslu celkem a v sektoru zpracovatelského průmyslu téměř dvojnásobná než byly úrokové sazby uplatňované pro poskytování úvěrů nefinančním podnikům. Samozřejmě každý průměr je ošidný, je třeba podrobněji zkoumat tuto podmínku za jednotlivá odvětví a hlavně v konkrétním podniku (hodnoty se mohou značně lišit) k zodpovězení otázky zda je účelné se zadlužovat, zda podnik disponuje dostatečně vysokou produkční silou (výnosností aktiv, resp. rentabilitou celkového kapitálu) vzhledem k ceně dluhu, aby se vyplatilo použití cizího úplatného kapitálu.

Jestliže zkoumáme vztah mezi *RVK*, *RCK* a zadlužeností, včetně úrokových sazeb, je třeba si uvědomit, že:

- **čistý zisk** je ovlivněn kapitálovou strukturou a daňovou zátěží. Nákladové úroky jako cena cizího kapitálu zvyšují náklady a snižují zisk před zdaněním a výši daňové povinnosti. Konečná výše čistého zisku je tímto determinována. Je vhodné ho vztáhnout k vlastnímu kapitálu, protože v obou případech se jedná o veličiny vztažené k vlastníkovi,
- **zisk před úroky a zdaněním *EBIT*** je výsledkem rozhodnutí manažerů v provozní oblasti podniku a působení celkového majetku, bez ohledu na to, z jakých zdrojů byl financován. Musí tedy být poměřen k aktivům, dává informaci o produkční síle podniku.

Obr. 1: Dělení *EBIT* (ZUD – zisk před úroky a zdaněním) pro stát, podnik a věřitele

Zdroj: : MPO (2008 – Tab. 19, 2006 – Tab. 19, 2004 – Tab. 30, 2002 – Tab. 24, Mařík – Maříková, 2000)

Důsledkem výše řečeného je, že kapitálová struktura sice ovlivňuje míru výnosnosti vlastního kapitálu *RVK*, neovlivňuje však míru výnosnosti celkového kapitálu (která je počítána z *EBIT*).

Index finanční páky

Výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhového břemene lze také zjistit porovnáním rentability celkového a rentability vlastního kapitálu, jejich poměrem. Tuto souvislost vyjadřuje ukazatel **index finanční páky**.

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{rentabilita vlastního kapitálu}}{\text{rentabilita celkového kapitálu}} \geq 1. \quad (8)$$

Kdyby podnik nepracoval s cizím kapitálem, rovnala by se rentabilita *RCK* rentabilitě *RVK* před zdaněním. Z hlediska rentability vlastního kapitálu se má cizí kapitál přijímat jen za předpokladu, že bude vynášet víc, než kolik se za něj musí platit, jinak řečeno, když přinese víc, než kolik stojí. Když tomu tak není, jdou výdaje na cizí kapitál na vrub výnosu vlastního kapitálu. Musí tedy platit, že index finanční páky je větší než 1,

Aby byl index finanční páky větší než 1, musí být rentabilita celkového kapitálu vyšší než úroková míra za přijaté úvěry: rentabilita celkového kapitálu > průměrná úroková míra.

Index finanční páky na bázi poměru nezdaněných rentabilit se rovná ziskovému účinku finanční páky.

Index finanční páky je ovšem nenahraditelný jestliže porovnáváme využití cizích zdrojů u dvou podniků, s různou úrokovou marží a různým zadlužením, jak ukazuje následující tabulka:

Tab. 5: Parametry indexu finanční páky

Podnik	Rentabilita celkového kapitálu <i>RCK</i>	Úroková sazba <i>u</i>	Úroková marže <i>RCK - u</i>	Cizí zdroje / vlastní kapitál	Rentabilita vlastního kapitálu <i>RVK</i>
A	11,9 %	7,0 %	4,9 %	1,5	16,1 %
B	10,5 %	7,0 %	3,5 %	1,7	14,1 %

Index finanční páky (*RVK / RCK*):

- podnik A: 16,1 % / 11,9 % = 1,35,
- podnik B: 14,1 % / 10,5 % = 1,34.

Z vypočtených výsledků vyplývá, že využití cizích zdrojů je v podniku A i B zhruba stejně výhodné.

Zadluženost můžeme posuzovat nejen z hlediska vlivu na rentabilitu vlastního kapitálu, ale také v souvislosti s různou výší zisku.

Tab. 6: Kapitálová struktura

	Plán 1 (v Kč)	Plán 2 (v Kč)
Cizí zdroje (8 % úrok.sazba)	150 000 (12 000)	50 000 (4 000)
Vlastní kapitál (akcie)	50 000 (400 ks à 125 Kč)	150 000 (1 200 ks à 125 Kč)
Zdroje celkem	200 000	200 000

Následující tabulka obsahuje výpočet zisku na jednu akcii pro různé úrovně dosaženého provozního zisku před úroky a daněmi *ZUD* pro oba způsoby financování, tj. více a méně zadlužený (12 000 Kč, 16 000 Kč, 36 000 Kč a 60 000 Kč).

Tab. 7: Výpočet zisku na akcii

	Plán 1 (úrok 12 000 Kč počet akcií 400 kusů)	Plán 2 (úrok 4 000 Kč počet akcií 1 200 kusů)
1. ZUD (12 000 Kč)	12 000	12 000
– úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	0	8 000
– daň ze zisku (D) sazba 20 %	0	1 600
Zisk po zdanění (Z)	0	6 400
Zisk na jednu akcii	0	5,33
2. ZUD (16 000 Kč)	16 000	16 000
– úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	4 000	12 000
– daň ze zisku (D) sazba 20 %	800	2 400
Zisk po zdanění (Z)	3 200	9 600
Zisk na jednu akcii	8	8
3. ZUD (36 000 Kč)	36 000	36 000
– úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	24 000	32 000
– daň ze zisku (D) sazba 20 %	4 800	6 400
Zisk po zdanění (Z)	19 200	25 600
Zisk na jednu akcii	48	21,33
4. ZUD (60 000 Kč)	60 000	60 000
– úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	48 000	56 000
– daň ze zisku (D) sazba 20 %	9 600	11 200
Zisk po zdanění (Z)	38 400	44 800
Zisk na jednu akcii	96	37,33

Z daných výpočtů je evidentní, že podnik dosahuje při menším zadlužení (plán 2) lepších výsledků v zisku na jednu akcii, jestliže je provozní zisk menší, zatímco při větší zadluženosti (plán 1) bude tvořit větší zisk na jednu akcii, jestliže se provozní zisk bude zvětšovat. Totéž platí i pro rentabilitu vlastního kapitálu.

Podnik bude indiferentní k finanční struktuře při velikosti provozního zisku ve výši 16 000 Kč, kdy se rentabilita celkového kapitálu 8 % ($= 16\,000 : 200\,000$) rovná právě úrokové míře placené z cizích zdrojů. Hodnotu provozního zisku 16 000 Kč lze považovat za určitou **analogii bodu zvratu**, kdy podnik dosahuje stejného zisku na jednu akcii 8 Kč a rovněž stejné rentability vlastního kapitálu 6 %. Za hranicí provozního zisku 16 000 Kč se vyplatí využití cizích zdrojů ve větším rozsahu, tedy s vyšším zadlužením. Umožňuje podniku výrazně zvyšovat rentabilitu vlastního kapitálu a zisk na jednu akcii, v případě, že se zvyšuje provozní zisk a tím i rentabilita celkového kapitálu. V podstatě to také znamená, že vyšší zadluženost si mohou dovolit podniky s vyšším provozním ziskem.

Uvedený příklad je v podstatě jen jiným velmi názorným způsobem vyjádření tzv. **pákového efektu finanční páky** (*leverage-effect*), o kterém bylo pojednáno v analýze rozkladu rentability vlastního kapitálu.

Určitá výše zadlužení je obvykle pro firmu užitečná, avšak příliš velká páka zvyšuje finanční riziko akcionářů, protože podnik je příliš zatížen splácením úroků i dluhu a snadno se dostane do nepříznivé finanční situace. S vyšší mírou zadluženosti rostou jak náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál. Odůvodňuje se to tím, že při stoupající zadluženosti roste finanční riziko podniku a věřitelé proto vyžadují vyšší úrok z úvěru. Zároveň stoupají požadavky akcionářů na výši vyplácených dividend, protože i oni nesou vyšší riziko.

Kapitálový trh pak může na růst zisku na akcii při růstu zadluženosti reagovat i negativně poklesem tržní ceny akcie. S růstem zadlužení roste úměrně nejen rentabilita vlastního kapitálu a zisk na akcii, ale i **riziko investora**. Proto vyšší stupeň zadlužení je třeba posuzovat nejen z hlediska vyššího růstu rentability vlastního kapitálu, ale i z hlediska rizika pro akcionáře.

Podnikatel má pochopitelně zájem na tom, aby použitím cizích zdrojů dosáhl vyšší rentability vlastního kapitálu. Zároveň je nutno zdůraznit, že podíl cizích zdrojů v celkových zdrojích by neměl být nadměrně vysoký, neboť to povede k růstu podílu úroku na zisku, k růstu finančního rizika pro věřitele a investory, což se odrazí v požadování vyšších výnosů. Jestliže finanční trh na tyto skutečnosti bude reagovat negativně, takže tržní cena akcií bude pravděpodobně klesat a později to povede k zastavení dalšího využití míry zadluženosti pro účely pákového efektu. Oba protikladně působící faktory, tj. výnosnost a riziko musí proto podnik vyrovnávat tak, aby se maximalizovala tržní cena akcie.

Také američtí teoretici Modigliani a Miller (1958) zdůrazňují, že při růstu zadluženosti je vyšší rentabilita vlastního kapitálu plně kompenzována požadavky akcionářů na růst dividend. Růst dividend je zdůvodňován vyšším rizikem, které akcionáři podstupují při vyšším zadlužení s ohledem na přednostní úhradu úroků z úvěru před dividendami ze zisku. Kromě toho vyšší zadlužení snižuje finanční stabilitu podniku a může vyvolat i vyšší náklady spojené s případnou platební neschopností.

Proto stupeň zadlužení je třeba volit nejen z hlediska výnosnosti vlastního kapitálu, ale i s přihlédnutím k riziku, které vyšší zadluženost vyvolává. Problémem pro praktické rozhodování ovšem je, **jak reálně toto riziko vyjádřit. Jedním ze způsobů kvantifikace jsou ukazatele míry finančního rizika.**

Závěr

Volba mezi jednotlivými zdroji a snaha o optimalizaci struktury používaných zdrojů patří k nejdůležitějším rozhodnutím v oblasti financování. Struktura kapitálových zdrojů a náklady na jednotlivé zdroje financování patří k důležitým faktorům ovlivňujícím hodnotu podniku. Zdroje, jejich velikost, dostupnost a náklady jsou determinovány množstvím faktorů. V současnosti neexistuje jednoznačné a jednoduché vysvětlení, proč struktura používaných zdrojů obdobných podniků vypadá výrazně odlišně. „Nadměrná“ zadluženost je obvykle vnímána negativně. Růst zadlužení podniku přináší růst rizika nejenom pro akcionáře, ale také pro věřitele. Riziko akcionářů je vyšší, jelikož úhrada úroku musí být, na rozdíl od výplaty dividend, provedena. Nestane-li se tak, může se podnik dostat do stavu, který povede ke stavu finanční tísně a případně až k bankrotu. V tomto případě jsou práva na řízení podniku převedena na správce a akcionáři nemají možnost ovlivňovat činnost podniku. Tato situace samozřejmě není příznivá ani pro věřitele. Proces, při kterém věřitelé uspokojují své pohledávky z majetku dlužníka, je poměrně zdlouhavý a existuje při něm značné riziko, že pohledávka nebude uspokojena v plné výši.

Literatura

- [1] Brealey, R. A. – Myers, S. C. (2000): *Teorie a praxe firemních financí*. Praha, Computer Press, 2000.
- [2] ČNB (2009): *Zpráva o inflaci IV/2009. Tabulková příloha. Tabulka 11. Úrokové sazby korunové*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2009, [cit. 10. 10. 2009], <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_IV/zoi_2009_IV_tab.html>.
- [3] Grünwald, R. – Holečková, J. (2009): *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha, Ekopress, 2009.
- [4] Kovanicová, D. – Kovanic, P. (1997): *Poklady skryté v účetnictví. Díl II. Finanční analýza účetních výkazů*. Praha, Polygon, 1997.
- [5] Mařík, M. – Maříková, P. (2000): Analýza výsledků hospodaření průmyslových podniků v období 1993-1999 (souhrnná zpráva). In Asztalos, O. (ed.): *Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska*. Praha, VŠE, 2000, s. 239-279.
- [6] Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, 1958, roč. 48, č. 3, s. 261-297.
- [7] MPO (2008): *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2007*. [on-line], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, c2008, [cit. 10. 10. 2009], <<http://download.mpo.cz/get/31895/42067/502958/priloha002.pdf>>.
- [8] MPO (2006): *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2005*. [on-line], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, c2006, [cit. 10. 10. 2009], <<http://download.mpo.cz/get/26487/29819/320515/priloha004.pdf>>.
- [9] MPO (2004): *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2003*. [on-line], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, c2004, [cit. 10. 10. 2009], <<http://download.mpo.cz/get/26473/26449/293727/priloha001.pdf>>.
- [10] MPO (2002): *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2001*. [on-line], Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu Česká republika, c2002, [cit. 10. 10. 2009], <<http://download.mpo.cz/get/26485/26467/293886/priloha002.xls>>.

Finanční analýza vlivu dluhu na rentabilitu a hodnotu podniku

Jaroslava Holečková

ABSTRAKT

Příspěvek se zabývá podrobněji vztahem mezi rentabilitou, finanční výkonností a dluhovým financováním. Struktura kapitálových zdrojů, zejména výše cizích zdrojů, a náklady na jednotlivé zdroje financování představují nejdůležitější faktory ovlivňující rentabilitu a hodnotu podniku, patří k nejvýznamnějším krokům ve finančním rozhodování. Úkolem pro finanční analýzu je zkoumat, zda použití cizího kapitálu bylo výhodné nebo nevýhodné pomocí následujících kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů (ziskový účinek finanční páky, úroková marže, index finanční páky). Míra zadlužení je považována za základní faktor finančního rizika a finanční stability. Výnosnost vložených prostředků (rentabilita celkového kapitálu a rentabilita vlastního kapitálu) musí vždy konfrontována s finančním rizikem. Vlastníci, manažeři, věřitelé mají zájem o uspokojivou finanční výnosnost spolu s trvalým zachováním odpovídající finanční situace, která umožní trvalý rozvoj podniku.

Klíčová slova: Dluhové financování, Výnosnost, Finanční riziko

Financial Analysis of Debt Influence on Profitability and Value of Enterprise

ABSTRACT

This paper focused on detailed relationship between profitability, financial performance and financing by debt. The structure of capital resources, the level of debt, in particular, and the costs of individual financial resources represent the most important factors influencing profitability and firm's value belong to the most significant steps in financial decision making. The task for financial analysis is to explore if debt was profitable or not, using following criteria of advantageous use of debt (equity multiplier, interest margin, financial leverage index, degree of financial leverage). The level of debt is considered the main factor of financial risk and financial stability. Profitability of invested capital (return on investments and return of equity) must be always considered against the financial risk. Shareholders, managers, creditors are interested in satisfactory financial performance together with adequate financial situation that will enable to achieve lasting development of the company.

Key words: Debt Financing, Profitability, Financial Risk

JEL classification: G30.