



Životní cyklus podniku a vliv na volbu finanční struktury

Life Cycle of a Company and Impact on Financial Structure Choice

Zdeněk Konečný

Abstract

Purpose of the article Companies during their existence pass through the phases of their life cycle. Every phase is among others characterized by different availability of financial sources and this fact will significantly influence the financial structure of a company. Previous researches were aimed mostly on availability and usability of external financial sources during the life cycle of a company. The financial structure in context of the life cycle of a company was so far most researched by Marc Reiners. This author viewed the financial structure only in accordance with the legal status of the investors and he didn't consider other important criterions like origin, usable life and bribability of financial sources. According to all these criterions is the financial structure in context of the life cycle of a company considered in this article.

Scientific aim The companies are classified into three groups into companies that are in phases of growth, stabilisation and decline. The financial structure is separately within these groups under review. Financial sources are divided always according to the criterion, which is selected to consider the financial structure.

Methodology/methods To implementing the research is used the method of analysing the secondary data that are extracted from the financial reports of surveyed firms. Phases of the life cycle of a company are identified on the basis of the growth indicator, developed by Marc Reiners. All the selected companies are from the Czech automotive industry, they are small or middle, and they have some history, because for companies in the phase of foundation isn't this growth indicator usable.

Findings In the financial structure of all selected companies, regardless of the phase of their life cycle, dominate long-dated and bribable financial sources. The companies in phase of stabilisation are at least indebted and have the highest share of internal sources.

Conclusions (limits, implications etc) It can be said, that the fact, that especially companies in phase of stabilisation have most available external sources and they can most indebt, wasn't approved oneself on financial structure of these companies. The limitation of this finding is that only few companies are in the phase of stabilisation according to the used growth indicator.

Keywords: Financial structure, financial sources, internal and external sources, indebtedness, life cycle of a company

JEL Classification: G32, L25, L62

Úvod

Rozhodnutí managementu o volbě finanční struktury a tedy i o způsobu financování je klíčové. Bude mít vliv na všechny podnikové činnosti a tedy i na budoucí rozvoj podniku. Pokud např. podnik chce získat více externích zdrojů, musí počítat s tím, že v případě vlastního kapitálu může dojít ke zvýšení počtu spoluvlastníků, kteří budou zasahovat do řízení podniku a v případě cizího kapitálu bude muset z důvodu vyššího objemu závazků a vyššího počtu věřitelů více dbát o zachování platební schopnosti a za tímto účelem řídit cash flow, což opět ovlivní všechna podniková oddělení, tedy nejen finanční oddělení. Pokud chce podnik naopak využít spíše interní finanční zdroje, musí je mít vytvořeny v dostatečné výši. Např. na vytvoření zisku, což je jeden z nejvýznamnějších interních zdrojů, přispívají všichni zaměstnanci a všechna oddělení podniku.

Finanční strukturu přímo nebo alespoň nepřímo ovlivňuje mnoho faktorů. V minulosti již bylo důkladně prozkoumáno, do jaké míry ovlivňují finanční strukturu takové skutečnosti, jako jsou např. makroekonomické podmínky, situace v daném tržním odvětví, velikost podniku, rizikovost podnikání a s tím související náklady kapitálu, kapitálová náročnost podnikatelské činnosti apod.

Neméně významným faktorem, u kterého však dosud nebyl dostatečně prozkoumán jeho vliv na finanční strukturu, je životní cyklus podniku. Každý podnik stejně jako všechny živé bytosti prochází jednotlivými fázemi svého životního cyklu. V případě podniku se hovoří o fázích založení, růstu, stabilizace a poklesu. V každé fázi má přitom podnik různé možnosti, jak financovat svoji činnost. Dostupnost finančních zdrojů je závislá především na stupni rizik, která podnik ohrožují v jednotlivých fázích jeho životního cyklu.

Dosavadní výzkumy byly zaměřeny především na problematiku, které externí zdroje jsou v které fázi životního cyklu podnikům dostupné a zároveň které jsou nejvhodnější k použití. Nedávaly však odpověď na otázku, jak jednoznačně určit, v které fázi se podnik právě nachází, resp. bylo možné rozpoznat pouze fázi založení. Proto bylo nejvíce výzkumů směřováno do oblasti financování podniku při

zahájení podnikatelské činnosti popř. při počátečním rozvoji.

V roce 2004 byla vydána publikace „Finanzierungskosten im Lebenszyklus der Unternehmung“ autora Marca Reinerse, kde je uvedeno, pomocí jakých veličin jednoznačně určit, v které fázi se nachází zkoumaný podnik a také v které fázi se nachází trh, na němž podnik působí. Výzkum tohoto autora byl zaměřen především na vývoj nákladů na vlastní a cizí kapitál a průměrné náklady kapitálu během životního cyklu podniku. Kromě toho však autor zkoumal i vztah mezi zad-lužeností vybraných německých firem a fází životního cyklu, ve které se sledované firmy v době výzkumu aktuálně nacházely (Reiners, 2004).

Tento článek by měl na zmíněnou publikaci navázat. Jeho cílem je blíže prozkoumat finanční strukturu malých a středních podniků (MSP) působících v České republice ve vybraném odvětví. Finanční zdroje, které zkoumané podniky používají, však budou členěny nejen podle právního postavení poskytovatelů kapitálu, ale i podle dalších, neméně významných, kritérií. V následujícím výčtu jsou uvedena všechna kritéria včetně otázek, na které by mělo být na základě výzkumu odpovězeno.

- 1) Kritérium právního postavení poskytovatelů – používají podniky spíše vlastní nebo cizí zdroje?
- 2) Kritérium původu finančního zdroje – používají podniky spíše interní nebo externí zdroje?
- 3) Kritérium doby použitelnosti zdrojů – používají podniky spíše dlouhodobé nebo krátkodobé zdroje?
- 4) Kritérium úplatnosti – používají podniky spíše úplatné nebo bezúplatné zdroje?

Při výsledcích výzkumu bude zohledněna i mimořádná ekonomická situace českého podnikatelského prostředí, která byla v posledních dvou letech zapříčiněna světovou hospodářskou krizí.

Výzkum bude proveden metodou analýzy sekundárních dat, která budou čerpána z účetních výkazů vybraných firem. Bude zjišťována finanční struktura podniků dle výše uvedených kritérií a to za roky 2008 a 2009 právě z důvodu, aby bylo poukázáno na možné vlivy hospodářské krize, která v roce 2009 českou ekonomiku zasáhla. Ze zjištěných výsledků budou následně dedukovány závěry.

Článek je strukturován následovně. Druhá část obsahuje přehled výsledků dosavadních výzkumů. Jsou zde shrnuty faktory, které již byly v souvislosti s finanční strukturou podniku zkoumány, přičemž jsou vždy stručně uvedeny nejvýznamnější výsledky těchto výzkumů. V třetí části je objasněn postup řešení problému. Je zde popsáno, jakou metodou bude výzkum proveden, mezi jakými podniky a za jaká období. Dále je popsán model, který bude použit k identifikaci jednotlivých fází životního cyklu podniku. Ve čtvrté části jsou pak shrnuty výsledky výzkumu včetně komentářů a diskuse, kde se autor zamýšlí nad příčinami zjištěného stavu. Pátá závěrečná část pak shrnuje nejdůležitější poznatky.

1 Finanční struktura podniku a faktory, které ji ovlivňují

Finanční struktura podniku je chápána jako složení všech finančních zdrojů (pasiva), kterými je financován majetek (aktiva). Mírně odlišným pojmem je kapitálová struktura podniku, což je složení finančních zdrojů majících dlouhodobý charakter.

1.1 Kritéria pro posuzování finanční struktury

Pro zjištění finanční struktury podniku lze samozřejmě provést tzv. vertikální analýzu pasiv, tedy zjišťovat, do jaké míry se každá položka podílí na celkových pasivech podniku. Vhodnější však je rozčlenit finanční zdroje do skupin podle zvoleného kritéria a zkoumat, jak se jednotlivé skupiny zdrojů podílejí na celkových pasivech podniku. Nejvýznamnější kritéria pro členění finančních zdrojů jsou následující:

- 1) Kritérium právního postavení poskytovatele: Poskytovatel finančního zdroje může vzhledem k podniku vystupovat buď jako vlastník, nebo jako věřitel. Finanční zdroje se pak podle tohoto kritéria člení na vlastní a cizí. Do vlastních zdrojů patří základní kapitál, kapitálové fondy, zisk, fondy ze zisku a odpisy. Do cizích zdrojů jsou zařazovány rezervy, bankovní úvěry, obchodní úvěry, emitované dluhopisy apod.
- 2) Kritérium původu finančního zdroje: Finanční zdroje mohou do podniku plynout buď z vnějšího prostředí (externí zdroje), nebo mohou být vyprodukovány vlastní podnikatelskou činností (interní zdroje).

Mezi externí zdroje patří finanční zdroje ve formě akciového kapitálu, rizikového kapitálu, kapitálové fondy, emitované dluhopisy, dary, dotace apod. Za interní zdroje jsou považovány rezervy, odpisy, zisk a fondy tvořené ze zisku.

- 3) Kritérium doby použitelnosti zdrojů: Některé finanční zdroje má podnik k dispozici dlouhodobě, popř. i na neomezenou dobu, naopak s jinými disponuje pouze krátkodobě. Mezi dlouhodobé zdroje patří všechny položky vlastního kapitálu a dlouhodobé závazky včetně dlouhodobých bankovních úvěrů. Mezi krátkodobé zdroje pak patří krátkodobé závazky včetně krátkodobých bankovních úvěrů.
- 4) Kritérium úplatnosti: Některé finanční zdroje jsou úplatné, protože jejich použití je spojeno s určitými náklady. Patří sem všechny položky vlastního kapitálu a dále bankovní úvěry a dluhopisy a to jak dlouhodobé, tak krátkodobé. Naopak bezúplatnými zdroji jsou rezervy a dále závazky vůči zaměstnancům, státu, dodavatelům, apod.

1.2 Faktory ovlivňující finanční strukturu

Podle dosavadní teorie podnikových financí závisí finanční struktura především na majetkové struktuře a na nákladech podnikového kapitálu.

- 1) Majetková struktura: Je doporučováno, aby vlastním kapitálem a dlouhodobými cizími zdroji byl financován dlouhodobý majetek a také trvalá část oběžného majetku (zejména dlouhodobé pohledávky). Ostatní položky majetku mohou být financovány krátkodobými závazky. Z toho vyplývá, že podniky, které jsou kapitálově těžké, tedy ty, v jejichž aktivech převládá dlouhodobý majetek, by měly používat převážně dlouhodobé zdroje. Extrémním případem kapitálově těžkých podniků jsou pak tzv. Hi-tech firmy používající nejmodernější výrobní technologie a právě na financování těchto firem byl zaměřen výzkum provedený autory Hogan a Hutson. Bylo zjištěno, že Hi-tech firmy, které jsou ve fázi založení popř. počáteční expanze (méně než 2 roky existence) používají přibližně ze 73 % interní finanční zdroje. Ostatní Hi-tech firmy používají k financování investic z 50 % interní a z 50 % externí zdroje, přičemž méně než 4 % tvoří bankovní úvěry. (Hogan a Hutson, 2005)

- 2) Náklady podnikového kapitálu: S používáním finančních zdrojů jsou spojeny náklady. Náklady na cizí kapitál jsou vyjádřeny efektivní úrokovou sazbou (odpovídá přibližně sazbě RPSN) po zohlednění úrokového daňového štítu. V případě vlastního kapitálu lze za náklady spojené s jeho používáním považovat např. platby dividend či jiných podílů na zisku nebo se může jednat o ušlý výnos. Náklady kapitálu, ať už vlastního či cizího, vždy závisejí na stupni rizika, které poskytovatelé podstupují. Podnikatelská rizika se člení na provozní a finanční, přičemž podle Marca Reinerse lze provozní riziko změřit podle volatility podnikového cash flow a finanční riziko podle míry zadluženosti (Reiners, 2004). Autoři Desai, Foley a Hines Jr. na základě výzkumu zjistili, že firmy se snaží nejprve snižovat svá provozní rizika, aby tím snížily náklady vlastního i cizího kapitálu a následně tomu přizpůsobují svou finanční strukturu, aby minimalizovaly průměrné náklady kapitálu. U podniků, které investují do zemí s horším ratingem, platí tento poznatek dvojnásob (Desai, Foley a Hines Jr., 2008). Jednou z možností snižování rizik je přitom diverzifikace podnikových činností. Výzkum autorů Singh a Nejadmalayeri byl zaměřen na francouzské podniky, které diverzifikují svoje podnikatelské činnosti. Bylo zjištěno, že firmy, které diverzifikují svou činnost ve více zemích, jsou více zadlužené. Díky diverzifikaci bude rostoucí zadluženost vždy snižovat průměrné náklady kapitálu navzdory tomu, že budou růst náklady vlastního kapitálu (Singh a Nejadmalayeri, 2004). Tato skutečnost může být jedním z důvodů, proč se vyplatí diverzifikovat. Podle dosavadní finanční teorie, která nezohledňovala možnost diverzifikace, totiž platilo, že cizí kapitál je sice levnější než vlastní, ale od určité míry zadluženosti průměrné náklady kapitálu budou růst.

Nejnovější výzkumy však prokázaly, že finanční strukturu může přímo či nepřímo

ovlivnit i mnoho dalších skutečností, které jak finanční manažeři podniků, tak také investoři, při svém rozhodování berou v úvahu. V této kapitole jsou popsány některé faktory, které mají výrazný vliv na podnikovou finanční strukturu, přičemž jsou rozděleny podle toho, zda na podnik působí z jeho makroekonomického nebo mikroekonomického okolí, či zda se týkají pouze samotného podniku.

Vlivy makroekonomického okolí na finanční strukturu podniku:

Výzkum provedený autory Korajczyk a Levy ukázal, že zadluženost firem, které mají neomezený přístup k finančním zdrojům, se vyvíjí opačně než makroekonomické podmínky. Naopak firmy s omezeným přístupem se více zadlužují pouze za příznivých makroekonomických podmínek (Korajczyk a Levy, 2003).

Podle autorů Hackbarth, Miao a Morellec firmy dynamicky mění finanční strukturu vzhledem k ekonomickým podmínkám. V obdobích ekonomického růstu ji firmy sice mění častěji, ale jedná se pouze o drobné změny ve finanční struktuře (Hackbarth, Miao a Morellec, 2006).

Autoři Kayo a Kimura na základě provedeného výzkumu došli k závěru, že na zvolenou finanční strukturu má významný vliv investiční rating země, v níž firma působí (Kayo a Kimura, 2010).

Výzkum provedený Světovou bankou v letech 2002 – 2003 byl zaměřen na závislost finanční struktury na ekonomických podmínkách země, ve které firma působí. Mezi přibližně 40 zeměmi světa byla zkoumána i Česká republika, přičemž do výzkumu bylo zařazeno 62 firem. Procentní podíly nejvýznamnějších finančních zdrojů jsou uvedeny v Tabulce 1.

Vlivy mikroekonomického okolí na finanční strukturu podniku:

Podle Ovtchinnikova má na volbu finanční struktury vliv skutečnost, zda odvětví, v němž zkoumaný podnik působí, je či není regulováno, popř. do jaké míry je odvětví regulováno (Ovtchinnikov, 2010).

Tabulka 1 Finanční zdroje, které jsou nejpoužívanější v českých firmách

Počet firem	62
Interní zdroje (% firem)	46,6
Rodina, přátelé, neformální zdroje (% firem)	6,6
Bankovní úvěry (% firem)	12,3
Akciový či jiný vlastní kapitál (% firem)	6,7
Leasing, faktoring, forfaiting, obchodní úvěr, dary, dotace (% firem)	14,8
Firmy využívající pouze interní a neformální zdroje (% firem)	32,3

Zdroj: Cull, Davis, Lamoreaux a Rosenthal, 2006

Dalším faktorem, který do jisté míry souvisí s regulací či deregulací odvětví je tržní struktura. Podle autorů Istitieh a Rodríguez-Fernández ovlivňuje finanční strukturu skutečnost, zda daná firma je v odvětví monopolem, či zda je odvětví charakterizováno jako monopolistická konkurence apod. Z tohoto poznatku pak lze odvodit, jak silnou pozici na trhu daná firma zastává. Firmy s různou pozicí na trhu pak používají různé konkurenční strategie a také požadavky zainteresovaných osob (tzv. stakeholders) mohou záviset na tržní pozici firmy. Z toho vyplývá, že i konkurenční strategie a požadavky stakeholderů nepřímo ovlivňují finanční strukturu (Istitieh a Rodríguez-Fernández, 2006).

Interní faktory ovlivňující finanční strukturu podniku:

Jedním z nejvýznamnějších interních faktorů, který má podstatný vliv na finanční strukturu, je velikost podniku. Tato problematika byla asi nejlépe zpracována autory Cull, Davis, Lamoreaux a Rosenthal (2006). Autoři ve svém článku srovnávají finanční struktury v závislosti na velikosti podniků, přičemž velikost byla posuzována podle počtu zaměstnanců. Výsledky tohoto výzkumu jsou uvedeny v Tabulce 2.

Na velikost firmy v souvislosti s finanční strukturou bylo zaměřeno mnoho dalších výzkumů, přičemž výsledky většiny z nich

spíše potvrzují výsledky předchozího výzkumu uvedené v Tabulce 2.

Malé rodinné podniky, ve kterých nefunguje dobře plánovací proces, mají podle autorů Romano, Tanewski a Smyrnios tendenci financovat svoji činnost dluhovým kapitálem, přičemž se však jedná hlavně o neformální zdroje, jako jsou např. půjčky od příbuzných či přátel (Romano, Tanewski a Smyrnios, 2000).

K mírně odlišným výsledkům dospěli autoři Esperanca, Gama a Gulamhussen. Velikost firmy je limitujícím faktorem pro přístup k finančním zdrojům, zejména pak k dlouhodobým úvěrům. Mladší firmy jsou více závislé na dluhovém kapitálu, protože nemají vytvořen dostatek interních zdrojů v důsledku předchozích investic. Kapitálová struktura je ovlivněna potřebou finančních zdrojů k dodatečnému růstu firmy (Esperanca, Gama a Gulamhussen, 2003).

Někteří autoři zdůrazňují, že na finanční strukturu má vliv nejen velikost podniku sama o sobě, ale také další faktory, které s velikostí podniku přímo souvisejí. Např. Bougheas, Mizen a Yalcin zkoumali dostupnost dlouhodobého a krátkodobého úvěru pro firmy a na základě provedeného výzkumu bylo zjištěno, že na dostupnost bankovních úvěrů má vedle velikosti podniku vliv také rizikovost podnikání, délka působení a zisko-vost (Bougheas, Mizen a Yalcin, 2006).

Tabulka 2 Finanční zdroje, které jsou nejpoužívanější ve firmách různých velikostí

Velikost měřená počtem zaměstnanců	Mikropodniky (0-10)	Malé podniky (10-50)	Střední podniky (50-100)	Velké podniky (100-250)	Velmi velké podniky (nad 250)
Počet firem	1756	2988	1036	1036	1317
Rodina, přátelé, ostatní neformální zdroje (% firem)	14,4	9,4	4,6	3,6	2,7
Bankovní úvěry (% firem)	9,5	17,6	25,2	29,5	31,5
Akciový či jiný vlastní kapitál (% firem)	3,2	3	2,8	4,1	2,9
Leasing, faktoring, forfaiting, obchodní úvěr, dary, dotace (% firem)	8,9	15,4	16,6	17	14,7
Firmy využívající pouze interní a neformální zdroje (% firem)	64	54,6	50,8	45,9	48,1

Zdroj: Cull, Davis, Lamoreaux a Rosenthal, 2006

Výzkum autorů Céspedes, Gonzáles a Molina ukázal, že firmy působící v Latinské Americe, které jsou větší, méně ziskové a které mají vysoké růstové příležitosti, mají tendenci se více zadlužovat (Céspedes, Gonzáles a Molina, 2010).

Zcela jinak přistupují k zadlužování čínské podniky, což dokládají výsledky výzkumu autorů Huang a Song. Čínské podniky používají k financování méně dlouhodobého dluhu, méně dluhu obecně a naopak hodně externího vlastního kapitálu oproti rozvinutým zemím (USA, Japonsko, Německo). Z více než 50 % přitom používají externích finančních zdrojů (Huang a Song, 2006).

Autoři Antoniou, Guney a Paudyal ve svém výzkumu porovnávali zadluženost anglických a německých firem. Výzkum ukázal, že v obou těchto zemích firmy usilují o cílový stupeň zadluženosti, přičemž anglické firmy k tomuto cíli spějí rychleji. Čím více růstových příležitostí mají anglické firmy, tím méně používají bankovních úvěrů k financování svých investic (Antoniou, Guney a Paudyal, 2008).

Kromě velikosti podniku a souvisejících faktorů však nelze opomenout ani personální faktor, protože o volbě finanční struktury v konečném důsledku rozhodují finanční manažeři. Je zřejmé, že jejich rozhodování bude ovlivněno do značné míry finanční strategií, kterou uplatňují, což je determinováno averzí k riziku či naopak ochotou

finančního manažera riziko podstoupit. Podle Schwenbachera existují dvě základní strategie, jak financovat investiční projekty. Jedna skupina podnikatelů resp. manažerů volí konzervativní strategii, což znamená čekat, než si podnik vytvoří dostatek finančních zdrojů ke kompletní realizaci investice, zatímco druhá skupina část projektu financuje ze zdrojů, které na tento účel uspořila, aby následně získala externí zdroje od rizikového in-vestora. Přitom však obě skupiny podnikatelů mohou mít stejné či podobné finanční cíle (Schwenbacher, 2007).

Částečně již byl prozkoumán i vliv životního cyklu podniku na finanční strukturu. Např. Hanna Silvola ve svém výzkumu mezi finskými podniky zjišťovala, v jaké fázi životního cyklu podniky nejvíce využívají rizikový kapitál, což je externí vlastní zdroj financování, který se v současné době u mnoha podniků stává stále významnějším zdrojem a ovlivňuje tak finanční strukturu. Bylo zjištěno, že rizikový kapitál je nejvíce používán u podniků, které se nacházejí ve fázi stabilizace a u podniků, které po prodělané krizi opět expandují (Silvola, 2008).

Podstatně blíže se problematikou vývoje finanční struktury v závislosti na životním cyklu podniku zabýval již zmiňovaný Marc Reiners, který pro členění finančních zdrojů použil kritérium právního postavení poskytovatelů kapitálu. Výsledky tohoto výzkumu lze shrnout následovně:

- 1) Ve fázi založení jsou podniky financovány téměř výhradně vlastními zdroji, protože

získání cizích zdrojů by bylo nemožné nebo velmi obtížné. Je to dáno vysokou rizikovostí, protože volatilita peněžních toků (cash flow), což je veličina sloužící k měření provozních rizik, je vysoká, a zároveň peněžní toky dosahují záporných hodnot, protože podniky mají velké investiční výdaje a téměř žádné příjmy plynoucí z těchto investic.

- 2) Ve fázi růstu se v rámci finanční struktury zvyšuje podíl cizích zdrojů. Věřitelé jsou nyní již více ochotni poskytnout kapitál, protože podstupují nižší riziko, což je dáno nižší volatilitou a zároveň vyššími hodnotami cash flow.
- 3) Největší podíl cizích zdrojů mají podniky během stabilizační fáze z důvodu nejnižšího podstupovaného rizika, protože peněžní toky, dosahují nejvyšších hodnot a jejich volatilita je naopak nejnižší v porovnání s ostatními fázemi,
- 4) Pokud podnik přejde do fáze poklesu, pak roste rizikovost, což je odvozeno od vyšší volatility a klesajících hodnot cash flow. Z tohoto důvodu také klesá podíl cizích zdrojů ve finanční struktuře (Reiners, 2004).

2 Popis vstupních dat a metodiky použité pro řešení stanoveného úkolu

Do výzkumu bylo zahrnuto celkem padesát náhodně vybraných českých podniků, které splňovaly podmínky malého a středního podnikání, přičemž se jednalo vždy o podniky, které již mají nějakou historii, a nenacházely se tedy ve fázi založení. Všechny zkoumané podniky měly jednu společnou vlastnost a to, že jejich předmět podnikání měl vždy určitou vazbu na automobilový průmysl, což je pro českou ekonomiku jedno z klíčových odvětví.

Výzkum byl proveden metodou analýzy sekundárních dat, která byla získána z účetních výkazů zkoumaných firem.

2.1 Definice malého a středního podniku

K určení, zda vybraný podnik splňuje podmínky malého a středního podniku, bylo použito Nařízení komise Evropských společenství č. 70/2001 v aktuálním znění. Podle tohoto předpisu je velikost podniku posuzována podle následujících kritérií:

- 1) výše majetku
- 2) výše obrátu
- 3) počet zaměstnanců

V Tabulce 3 jsou uvedeny úrovně velikostí podniku, které zmíněný právní předpis definuje, včetně horních hranic intervalů uvedených veličin.

Pro zařazení podniku do příslušné úrovně velikosti musí být splněno kritérium počtu zaměstnanců a současně alespoň jedno ze zbývajících dvou kritérií.

2.2 Určení fáze životního cyklu podniku

Fáze životního cyklu podniků, které jsou podrobeny výzkumu, byly zjišťovány na základě modelu uvedeného v publikaci Marca Reinerse. Podle tohoto autora je k posouzení fáze potřeba znát hodnotu tzv. růstového ukazatele, což je průměrná procentní změna (vzhledem k předchozímu účetnímu období) těchto tří veličin:

- 1) bilanční suma
- 2) obrat
- 3) cash flow

Každá z uvedených veličin je přitom v rámci posouzení fáze životního cyklu stejně důležitá, tudíž se jedná o prostý, nikoli o vážený aritmetický průměr.

Tabulka 3 Vymezení drobného malého a středního podniku

Velikost podniku	Maximální výše majetku	Maximální výše obrátu	Maximální počet zaměstnanců
Drobný podnik	Korunový ekvivalent částky 2 mil. EUR	Korunový ekvivalent částky 2 mil. EUR	9
Malý podnik	Korunový ekvivalent částky 10 mil. EUR	Korunový ekvivalent částky 10 mil. EUR	49
Střední podnik	Korunový ekvivalent částky 43 mil. EUR	Korunový ekvivalent částky 50 mil. EUR	249

Zdroj: nařízení Komise (ES) č. 70/2001

Podle hodnoty tohoto ukazatele pak lze usoudit, v které fázi životního cyklu se zkoumaný podnik nachází. Intervaly hodnot pro jednotlivé fáze jsou uvedeny v Tabulce 4.

Pro podniky nacházející se ve fázi založení není interval hodnot pevně stanoven, a proto tuto fázi není možné tímto přístupem identifikovat. Model lze tedy použít pouze v případě podniků, které již určitou dobu na trhu působí. Z tohoto důvodu nebyly do výzkumu zahrnuty nově vzniklé podniky. Z uvedeného modelu dále vyplývá, že podniky nemusejí procházet fázemi v uvedeném pořadí (růst, stabilizace, pokles) a po-tom zaniknout, nýbrž jsou možné i různé přechody např. z fáze poklesu do fáze růstu, z fáze stabilizace do fáze růstu apod.

2.3 Práce se získanými daty

Podle zjištěné fáze životního cyklu, v které se podnik nacházel, bylo všech 50 podniků roz-tříděno do tří skupin. U všech podniků pak byla zjišťována jejich finanční struktura za roky 2008 a 2009 a to podle zvolených čtyř kritérií. Následně byla

spočítána průměrná finanční struktura zvlášť pro podniky nacházející se ve fázi růstu, stabilizace a poklesu. Tyto výsledky jsou v následující kapitole uvedeny ve formě grafů.

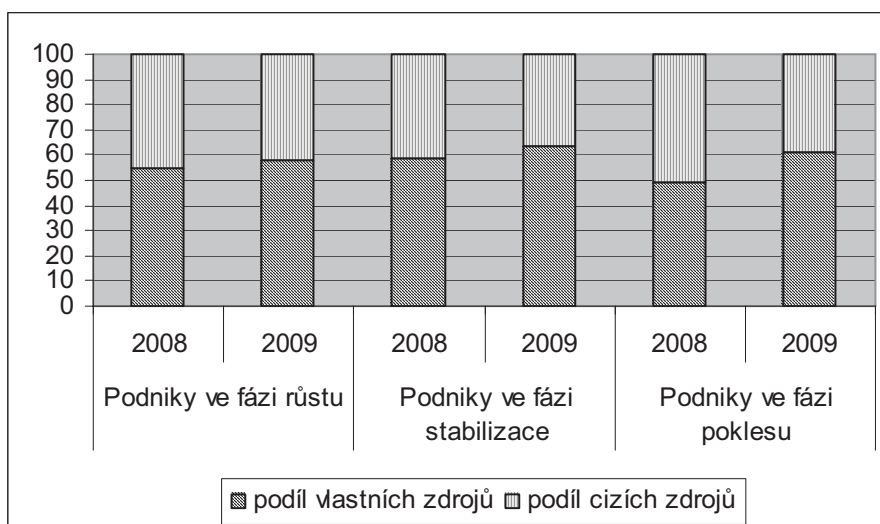
3 Výsledky výzkumu a diskuse

Ve vybraném vzorku padesáti podniků byly zastoupeny všechny tři fáze životního cyklu podniku. Z důvodu ekonomické krize, která českou ekonomiku zasáhla v roce 2009, se dalo očekávat, že většina podniků se bude v roce 2009 nacházet ve fázi poklesu. Výzkum však tuto domněnku částečně vyvrátil. Ve fázi poklesu se nacházelo jen 25 podniků, tedy přesně polovina. Překvapivým zjištěním bylo, že mnoho podniků (celkem 24) se i přes probíhající krizi nacházelo ve fázi růstu. Pouze jeden podnik procházel v roce 2009 stabilizační fází. Hodnoty růstového ukazatele u zkoumaných podniků totiž výrazně, někdy i mnohonásobně, převyšovaly uvedené hranice intervalů, což ze všech tří veličin, z nichž se skládá růstový ukazatel, nejvíce ovlivnilo cash flow.

Tabulka 4 Intervaly hodnot ukazatele pro posouzení fáze životního cyklu

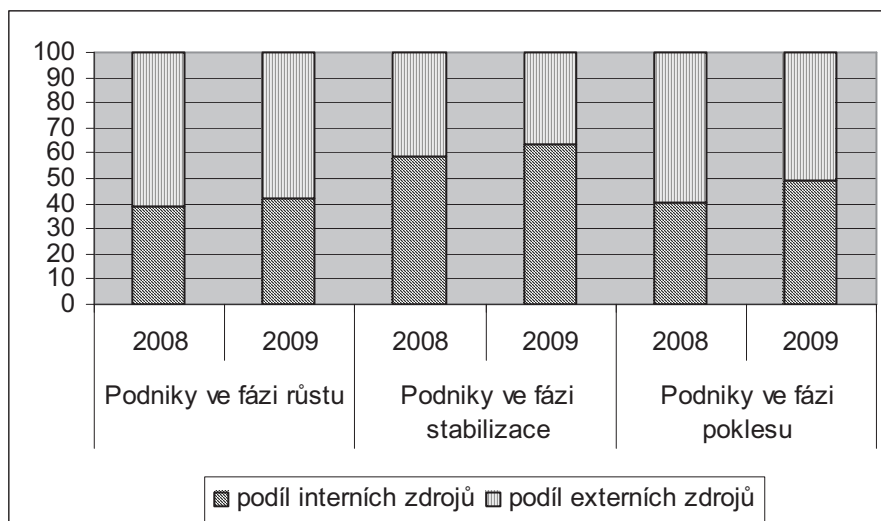
Fáze životního cyklu	Intervaly hodnot růstového ukazatele
Růst	naměřená hodnota > 10 %
Stabilizace	-2 % ≤ naměřená hodnota ≤ 10 %
Pokles	naměřená hodnota < -2 %

Zdroj: Reiners, 2004



Graf 1 Finanční struktura podniků v různých fázích životního cyklu podle právního postavení poskytovatele za roky 2008 a 2009

Zdroj: vlastní zpracování



Graf 2 Finanční struktura podniků v různých fázích životního cyklu podle původu finančních zdrojů za roky 2008 a 2009

3.1 Finanční struktura z pohledu právního postavení poskytovatele kapitálu

V Grafu 1 je zobrazena finanční struktura podniků podle kritéria právního postavení poskytovatele kapitálu.

Z Grafu 1 lze jednoznačně usoudit, že u všech zkoumaných podniků, ať už se nacházejí ve fázi růstu, stabilizace či poklesu, vzrostl podíl vlastních zdrojů. Tento poznatek lze odůvodnit tak, že podniky se v roce 2009, tedy v době krize méně zadlužovaly, protože se obávaly vzniku budoucí platební neschopnosti, nebo že z důvodu menší ochoty věřitelů podstupovat rizika se nemohly tolik zadlužovat.

Nejvýraznější snížení zadluženosti bylo zaznamenáno u podniků ve fázi poklesu, což potvrzuje i výsledky výzkumu Marca Reinerse (2004). Naopak poznatek, že nejvyšší zadluženost vykazují podniky ve stabilizační fázi, v podmínkách ekonomické krize nemusí platit. Z Grafu 1 totiž vyplývá, že podniky ve stabilizační fázi byly v roce 2009 zadlužené nejméně.

3.2 Finanční struktura z pohledu původu zdrojů

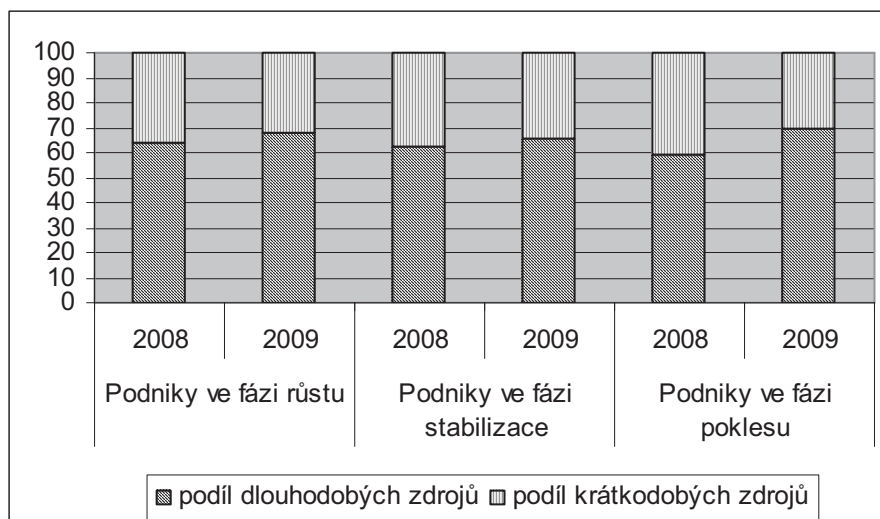
Dalším, neméně významným, kritériem pro posouzení finanční struktury, je kritérium původu finančních zdrojů. Graf 2 popisuje finanční strukturu podniků v různých fázích

Zdroj: vlastní zpracování

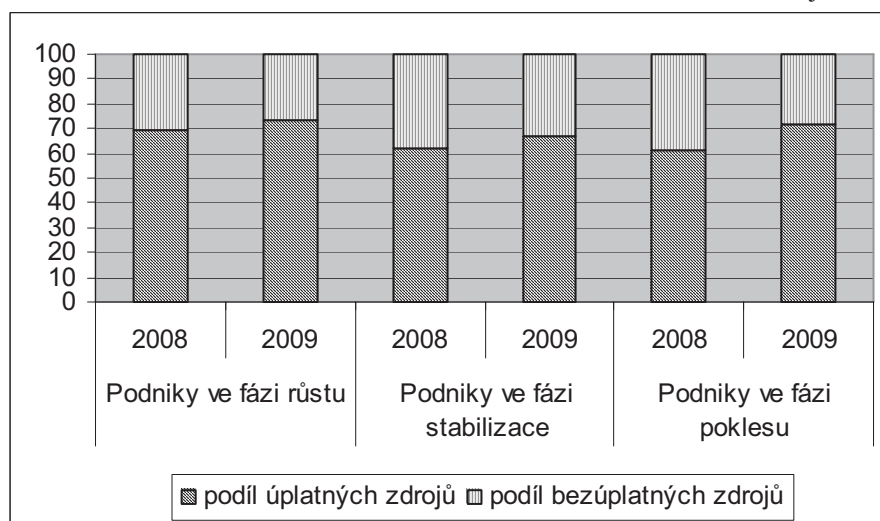
životního cyklu s rozdělením na externí a interní finanční zdroje.

Z Grafu 2 vyplývá, že nejvíce externích zdrojů k financování svého majetku používaly podniky nacházející se ve fázi růstu a to jak před krizí, tak v době krize. Naopak nejméně byly externí zdroje využívány podniky nacházejícími se ve stabilizační fázi. Je tomu tak proto, že růstové podniky, nemají dostatek interních zdrojů, protože např. nevykazují ještě tak velké zisky a nemají vytvořené rezervní fondy či jiné fondy ze zisku v dostačující výši. Zároveň je fáze růstu obecně spojena s velkým objemem investic a růstové podniky musejí k financování těchto investic použít externí zdroje. U podniků nacházejících se ve fázi poklesu je situace podobná. Těmto podnikům již klesá zisk, popř. již odčerpávají fondy tvořené ze zisku, a proto je u nich rovněž menší podíl interních zdrojů. Naproti tomu podniky ve stabilizační fázi dosahují poměrně vysokých zisků, z nichž tvoří různé rezervní či jiné fondy, a provádějí pouze tzv. reprodukční investice, jejichž výše je přibližně rovna odpisům, což je rovněž interní finanční zdroj. Tyto podniky mají tedy k dispozici dostatek interních zdrojů a nepotřebují tolik externích zdrojů.

V době krize přitom u všech podniků, bez ohledu na fázi životního cyklu, vzrostl podíl interních zdrojů ve finanční struktuře. Je to dáno tím, že z důvodu vyššího rizika jsou externí zdroje hůře dostupné.



Graf 3 Finanční struktura podniků v různých fázích životního cyklu podle doby použitelnosti zdrojů za roky 2008 a 2009
Zdroj: vlastní zpracování



Graf 4 Finanční struktura podniků v různých fázích životního cyklu podle úplatnosti finančních zdrojů za roky 2008 a 2009
Zdroj: vlastní zpracování

3.3 Finanční struktura z pohledu doby použitelnosti zdrojů

V Grafu 3 je uvedena finanční struktura podniků v jednotlivých fázích s rozdělením zdrojů na krátkodobé a dlouhodobé.

Z Grafu 3 je patrné, že ve všech podnicích převládá financování dlouhodobými zdroji. U většiny zkoumaných podniků bez ohledu na fázi životního cyklu navíc v roce 2009 vzrostl podíl stálých aktiv, a proto došlo i ke zvýšení podílu dlouhodobých zdrojů. Dále bylo zjištěno, že podíl stálých aktiv je u většiny podniků ve všech fázích nižší než podíl dlouhodobých zdrojů. Z toho vyplývá, že zkoumané podniky financují dlouhodobými zdroji i část oběžných aktiv, pravděpodobně

se jedná o dlouhodobé pohledávky či ostatní méně likvidní složky oběžného majetku.

3.4 Finanční struktura z pohledu úplatnosti zdrojů

Graf 4 zobrazuje finanční strukturu podniků v různých fázích životního cyklu z pohledu úplatnosti poskytnutých finančních zdrojů, přičemž zdroje jsou rozděleny na úplatné a bezúplatné.

Z Grafu 4 vyplývá, že u všech podniků jasně převládá financování úplatnými zdroji. Je to dáno tím, že pouze velmi malá skupina finančních zdrojů je v podniku k dispozici zdarma. Nejvyšší podíl úplatných zdrojů byl přitom zaznamenán v obou letech u podniků nacházejících se ve fázi růstu. V roce 2009, kdy

naplno propukla hospodářská krize, se navíc podíl úplatných zdrojů ještě zvýšil u všech podniků, přičemž nejvýrazněji se zvýšil u podniků ve fázi poklesu.

Závěr

Do výzkumu bylo zahrnuto 50 malých a středních českých firem podnikajících v automobilovém průmyslu. Fáze životního cyklu byla určena podle přístupu Marca Reinerse (2004). Podle něj se fáze životního cyklu určí podle hodnoty růstového ukazatele, což je průměrná procentní změna tří veličin - majetek, obrát a cash flow. Pro všechny ostatní fáze kromě fáze založení jsou stanoveny intervaly hodnot tohoto růstového ukazatele.

Na základě analýzy účetních výkazů firem vyplynulo, že polovina z nich se v roce 2009 nacházela ve fázi poklesu, necelá polovina ve fázi růstu a pouze jeden podnik procházel stabilizační fází svého životního cyklu.

Následně byla zkoumána finanční struktura podniků v závislosti na fázi životního cyklu, ve které se právě nacházely. Struktura finančních zdrojů byla posuzována podle

právního postavení poskytovatelů, podle původu zdrojů, podle doby jejich použitelnosti a podle úplatnosti.

Výzkum prokázal, že ve finanční struktuře podniků nacházejících se v různých fázích svého životního cyklu existují určité rozdíly. Navíc i hospodářská krize v roce 2009 způsobila určité změny ve finanční struktuře všech podniků bez ohledu na jejich aktuálně probíhající fázi životního cyklu.

Bylo zjištěno, že se vznikem hospodářské krize klesla zadluženost podniků ve všech fázích, nejvýrazněji v podnicích nacházejících se ve fázi poklesu. Nejméně zadlužené přitom byly v obou letech podniky ve stabilizační fázi. Tyto podniky také měly ve své finanční struktuře nejvyšší podíl interních zdrojů. Ve všech podnicích bez ohledu na jejich fázi životního cyklu jasně převládá financování dlouhodobými zdroji a také podíl úplatných zdrojů je výrazně vyšší než podíl bezúplatných zdrojů. V roce 2009 navíc u všech podniků podíl dlouhodobých zdrojů i podíl úplatných zdrojů vzrostl.

References

ANTONIOU, A., GUNEY, Y. PAUDYAL, K. (2008) The determinants of corporate debt ownership structure. Evidence from market-based and bank-based economies. *Managerial Finance* 34. pp.821-847.

BOUGHEAS, S., MIZEN, P. YALCIN, C. (2006) Access to external finance: Theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics. *Journal of Banking & Finance* 30. pp.199-227.

CÉSPÉDES, J., GONZÁLES, M. MOLINA, C. A. (2010) Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research* 63. pp.248-254.

CULL, R., DAVIS, L. E., LAMOREAUX, N. R., ROSENTHAL, J. (2006) Historical financing of small- and medium-size enterprises. *Journal of Banking & Finance* 30. pp.3017-3042.

DESAI, M. A., FOLEY, C. F., HINES Jr., J. R. (2008) Capital structure with risky foreign investment. *Journal of Financial Economics* 88. pp.534-553.

ESPERANCA, J. P., GAMA, A. P. M., GULAMHUSSEN, M. A. (2003) Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 10. pp.62-80.

HACKBARTH, D., MIAO, J., MORELLEC, E. (2006) Capital structure, credit risk, and macroeco-

no-mic conditions. *Journal of Financial Economics* 82. pp.519-550.

HOGAN, T., HUTSON, E. (2005) Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. *Global Finance Journal* 15. pp.369-387.

HUANG, G., SONG, F. M. (2006) The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review* 17. pp.14-36.

ISTAITIEH, A., RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, J. M. (2006) Factor-product markets and firm's capital structure: A literature review. *Review of Financial Economics* 15. pp.49-75.

KAYO, E. K., KIMURA, H. (2010) Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*. pp.1-14.

KORAJCZYK, R. A., LEVY, A. (2003) Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68. pp.75-109.

OVTCHINNIKOV, A. V. (2010) Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries. *Journal of Financial Economics* 95. pp.249-274.

REINERS, M. (2004) Finanzierungskosten im Lebenszyklus der Unternehmung. Ein optionspreistheoretischer Ansatz. Hamburg: Verlag Dr. Kovač. 334 s.

ROMANO, C. A., TANEWSKI, G. A., SMYRNIOS, K. X. (2000). Capital structure decision

making: A model for family business. Journal of Business Venturing 16. pp.285-310.

SCHWIENBACHER, A. (2007) A theoretical analysis of optimal financing strategy for different types of capital-constrained entrepreneurs. Journal of Business Venturing 22, pp.753-781.

SILVOLA, H. (2008) Do organizational life-cycle and Venture capital investors affect the manage-

ment control systems used by the firm? Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 24. pp.128-138.

SINGH, M., NEJADMALAYERI, A. (2004) Internalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. Journal of Multinational Financial Management 14. pp.153-169.

Author (s) contact (s)

Ing. Zdeněk Konečný

Vysoké učení technické v Brně,
Fakulta podnikatelská, Ústav Financí,
Kolejní 2906/4,
612 00 Brno,

E-mail: konecnyz@fbm.vutbr.cz

Doručeno redakci: 2.12.2010

Recenzováno: 8.5.2011

Schváleno k publikování: 30.5.2011