

Analýza vývoje finanční výkonnosti podniků v České republice

Jaroslav SEDLÁČEK*

Analysis of the Development of Financial Efficiency of Enterprises in the Czech Republic

Abstract

The financial efficiency of the Czech companies in the period 1996 – 2005, measured by return on capital and revenues did not develop very favourably, until the year 2000, when things changed to favourable development. This article examines the factors that influenced this development and indicates the ways pointing to improvement. The analyses showed that substantial share on a creation of economic value added in the average Czech industrial company has macroeconomic policy, launched in the areas of the price of loan capital and of legal entity income tax. The accelerator of the growth of financial efficiency of the enterprises will be internal factors disregarded in this analysis, that include the new products and technologies, which are conductive to decrease the share of costs on revenues.

Keywords: *financial efficiency of enterprises, return on assets, return on equity, factors of growth, macroeconomic policy*

JEL Classification: D21, L50

Úvod

Podnik zaujímá v ekonomice dvě pozice: jednak vystupuje na trhu výrobků a služeb jako nabízející a jednak na trhu výrobních faktorů jako poptávající. Objem jeho produkce (finálních statků a poskytnutých služeb) za určité časové období na území státu charakterizuje úroveň výkonnosti ekonomiky (HDP). Zvyšování objemu produkce podniku má tak přímý vliv na zvyšování výkonu ekonomiky. Na úrovni podniku pak zvyšování jeho výkonnosti přináší nové zdroje (kapitál) použitelné k samofinancování podniků a k uspokojení potřeb investorů.

* Jaroslav SEDLÁČEK, Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, Katedra financí, Lipová 41a, 602 00 Brno, Česká republika; e-mail: sedl@econ.muni.cz

Nárůst kapitálu se současně projevuje jako zvýšení hodnoty aktiv nefinančních podniků, které se dále rozkládá do fixních a oběžných aktiv. Investice do fixních aktiv (hmotných či nehmotných) je důležitou determinantou budoucího výkonu podniku, neboť znamená odloženou spotřebu a ta navyšuje potenciál budoucího růstu. V makroekonomickém pohledu představuje investice tvorbu hrubého fixního kapitálu v podobě aktiv dlouhodobé spotřeby, kam patří nové investice do pozemků, staveb, budov, strojů a zařízení (od určitého ocenění), rekonstrukce a modernizace, chovná zvířata, software, předměty průmyslových práv, know-how apod.¹

Za základní ekonomické kritérium finanční výkonnosti podniku se považuje zisk představující přebytek tržeb (výnosů) nad spotřebovanými zdroji (náklady) podle tzv. teorie maximalizace zisku, nebo také tržní hodnota podniku podle teorie maximalizace tržní hodnoty podniku pro vlastníky, která odpovídá vlastnickému principu řízení a je plně akceptována v tržně orientovaném systému financování podnikatelské sféry. Opakem zisku je pak ztráta z hospodaření podniku. Zisk se nejčastěji uvádí v podobě: • hrubého (provozního) zisku (EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*; zisk před úroky a daněmi) • zisku před zdaněním (EBT – *Earnings Before Taxes*) • čistého (disponibilního) zisku (EAT – *Earnings After Taxes*; zisk po zdanění). Kapitálovou strukturu podniku tvoří dvě základní části: • vlastní kapitál – patřící vlastníkům (investorům) • cizí kapitál – vypůjčený od finančních i nefinančních subjektů.

Kapitálová struktura má vliv na finanční stabilitu podniku nebo také zadluženost podniku a při měření finanční výkonnosti podniku vstupuje do indikátorů kapitálové výnosnosti, nejčastěji v podobě návratnosti (rentability) celkového kapitálu nebo vlastního kapitálu. Vyprodukovaný efekt (zisk) se tak člení na část určenou pro věřitele (nositele cizího kapitálu) a na část určenou pro vlastníky (nositele vlastního kapitálu). Vlastnický podíl na vyprodukovaném efektu pak vyjadřuje ukazatel ekonomické přidané hodnoty, který měří návratnost vloženého kapitálu očištěnou o alternativní (bezrizikový) výnos nebo také o průměrné náklady na kapitál podniku [1; 3; 4].

Cílem tohoto příspěvku je analyzovat výkonnost podniků v ČR za uplynulých deset let a poukázat na faktory, které ovlivňovaly ukazatele kapitálové výnosnosti.

1. Zdroje dat

Data, která vstupují do analýzy výkonnosti podniků, jsou zveřejňována na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR [11]. Představují agregované hodnoty z výkazů podniků v působnosti zmíněného ministerstva, jejichž

¹ Nepatří sem například výdaje na výzkum a vývoj, prostředky dlouhodobé spotřeby nakoupené domácnostmi, předměty nakoupené vládou pro vojenské účely, průzkum trhu apod.

počet zaměstnanců překročil ve sledovaném období hodnotu 100. Jde o podniky z odvětví průmyslu, stavebnictví a služeb, které se podílejí z 90 % na celkové produkci státu a jejichž data jsou shrnuta do tabulky 1a. Z důvodu komparace jsou z analyzovaného souboru vyčleněna zvláště data o odvětví průmyslu (viz tab. 1b). Stavové veličiny jsou vypočítány jako průměry z hodnot vykázaných podniky na počátku a konci jednotlivých let. U veličin, které mohou nabývat záporných hodnot, dochází v důsledku agregace k určitým distorzím, neumožňujícím rozlišit například množství podniků, které netvoří, ale naopak, ničí majetkovou podstatu podniku.

T a b u l k a 1a

Vstupní data pro analýzu rentability podniků (v působnosti MPO ČR)

Položka/roky (v mld Kč)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktiva (A)	1 795	1 955	2 094	2 126	2 175	2 288	2 392	2 484	2 597	2 891
Vlast. kapitál (E)	897	913	928	933	950	1 014	1 095	1 178	1 283	1 437
Tržby (R)	1 566	1 819	1 994	1 987	2 064	2 841	3 049	3 294	3 714	3 800
EAT	15	14	18	6	45	65	84	97	147	151
EBT	45	46	49	39	84	107	133	155	212	216
EBIT	99	105	111	86	124	144	165	182	236	241

T a b u l k a 1b

Vstupní data pro analýzu rentability českých průmyslových podniků

Položka/roky (v mld Kč)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktiva (A)	1 471	1 583	1 683	1 723	1 773	1 865	1 936	1 985	2 062	2 355
Vlast. kapitál (E)	780	795	812	819	831	884	942	1 010	1 096	1 272
Tržby (R)	1 178	1 361	1 490	1 459	1 660	2 099	2 147	2 279	2 566	2 593
EAT	14	16	22	8	42	55	68	84	123	129
EBT	40	43	49	36	75	90	107	131	176	184
EBIT	81	88	97	74	108	121	134	152	193	203

Analyzované období zahrnuje 10 uplynulých let, které procházejí několika hospodářskými cykly, v nichž působí odlišné makroekonomické i mikroekonomické klima. První rok sledovaného období se nachází ve fázi expanze, kdy probíhala transformace ekonomiky, velká privatizace² a restrukturalizace podniků a ekonomické prostředí se vyznačovalo uvolněnou měnovou politikou a kombinací tvrdých i měkkých podmínek podnikání [2]. Další léta byla poznamenána obdobím recese 1997 – 1999, která se projevila snížením tempa růstu HDP, a sice poklesem jak tvorby hrubého fixního kapitálu na poptávkové straně, tak i poklesem produkce na nabídkové straně ekonomiky. V průmyslu i ve stavebnictví se prosazují restrukturalizační procesy, dochází k omezení tvorby nových pracovních míst a klesá zaměstnanost. Od roku 2000 nastává opět fáze ekonomického

² K 31. 12. 1996 bylo zprivatizováno asi 60 % subjektů určených k privatizaci v resortu MPO ČR a 30. 6. 2004 bylo úplně zprivatizováno 1 446 subjektů, tj. asi 84 % [12].

růstu doprovázená uvolněním makroekonomické politiky, snížením úrokových sazeb úvěrů i daňového zatížení firem, což se projevilo vyšším tempem růstu tvorby hrubého kapitálu, a tedy čistým provozním přebytkem umožňujícím podnikům investice pro rozšiřování produkce. Vstupní data uvedená v tabulkách 1a, b potvrzují procyklický charakter vývoje průmyslu, stavebnictví, obchodu i služeb.

2. Metoda analýzy

K hodnocení vývoje finanční výkonnosti podnikového sektoru lze použít trendovou analýzu, která sleduje změny absolutní hodnoty základních ukazatelů. Z porovnání vstupních veličin vyplývá, že ve sledovaném období dochází v obou segmentech k růstu výkonnosti s výjimkou roku 1999, ve kterém poklesly tržby z prodeje výrobků a služeb, a naopak, vzrostly vynaložené náklady, což znamenalo výrazné snížení dosahovaného výsledku hospodaření. Trvalý vzestup kapitálové vybavenosti podniků je důsledkem posilování vlastního kapitálu ze zisku, který v letech 2000 – 2005 zaznamenává strmější růst.

K detailnějšímu hodnocení vývojových tendencí absolutních ukazatelů budou použity ekonomické normály vyjadřující základní proporce mezi jednotlivými veličinami.

Vzájemný vztah mezi více absolutními ukazateli bude zkoumán pomocí poměrových ukazatelů, které budou dále rozkládány podle Du Pontových rovnic. V podobě syntetických ukazatelů pro měření finanční výkonnosti podniků budou uplatněny dva ukazatele návratnosti kapitálu [9], a sice ukazatel ROA (*return on assets*) a ukazatel ROE (*return on equity*).

Ukazatel ROA poměruje čistý zisk (EAT) s celkovými aktivy (A) investovanými do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována (vlastních, cizích, dlouhodobých, krátkodobých). Vypovídá o celkovém zhodnocení aktiv podniku, o tom kolik zisku (ztráty) se dosáhne z jednotky majetku. Protože hodnota aktiv je identická s velikostí celkového kapitálu podniku (C), vypovídá rovněž o zhodnocení jednotky kapitálu podnikem.³ Vzorec pro výpočet ukazatele lze pak zapsat jako:

$$ROA = \frac{EAT}{A} = \frac{EAT}{C}$$

Míra ziskovosti z vlastního kapitálu (E) je ukazatelem, jímž vlastníci (akcionáři, společníci a další investoři) zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, zda se kapitál využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika.

³ Česká účetní legislativa ztotožňuje název *pasiva* a *kapitál*, zatímco ve financích podniku se spíše setkáváme s označením kapitál ve významu dlouhodobého kapitálu, z něhož je financován fixní majetek podniku a trvalá část oběžného majetku.

Pro vlastníka je důležité, aby ROE byl vyšší než úroky, které by obdržel při jiné formě investování (z obligací, termínovaného vkladu, cenných papírů apod.). Tento požadavek je oprávněný, neboť investor nese značné riziko, spojené se špatným hospodařením či dokonce s úpadkem podniku, při němž může přijít o svůj kapitál. Z toho důvodu se má za to, že cena vlastního kapitálu, placená ve formě dividendy či podílu na zisku, je vyšší než cena cizího kapitálu (D), placená ve formě úroku. Jinými slovy vlastní kapitál je dražší než cizí kapitál. To je významné při rozhodování o kapitálové struktuře podniku:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{E}}$$

Jelikož oba ukazatele odrážejí komplexně úroveň ve spotřebě i vázanosti vstupů, je žádoucí rozložit je do nižší hladiny pomyslné pyramidy. Rozklad ukazatele ROA lze provést podle první Du Pontovy rovnice buď na bázi vlastního kapitálu, nebo na bázi tržeb (R):

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{A}} = \frac{\text{EAT}}{\text{E}} \times \frac{\text{E}}{\text{A}} = \frac{\text{EAT}}{\text{R}} \times \frac{\text{R}}{\text{A}}$$

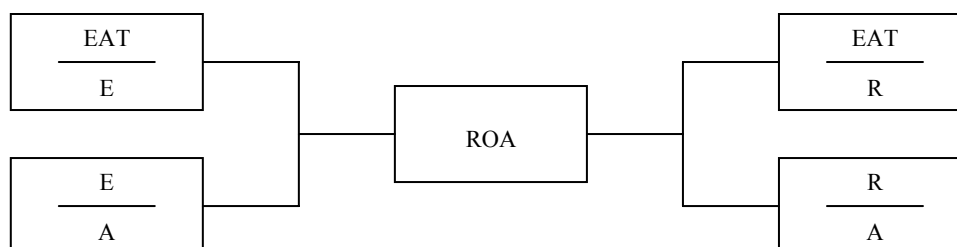
kde

- EAT/A – představuje již zmíněný ukazatel ROE, který vyjadřuje úroveň zhodnocení vlastního kapitálu podnikem;
- E/A – označuje se jako kvóta vlastního kapitálu (finanční nezávislost, vybavenost vlastním kapitálem, *equity ratio*) a vyjadřuje úroveň samofinancování podniku;
- EAT/R – kvantifikuje zhodnocení spotřebovaných vstupů (rentabilitu tržeb – RR_1);
- R/A – charakterizuje úroveň využívání aktiv podnikem; udává počet obrátok (obrat) aktiv za daný časový interval.

Působení jednotlivých faktorů na úroveň a vývoj rentability (návrtnosti) aktiv podniku znázorňuje schématicky obrázek 1.

Obrázek 1

Schéma faktorů determinujících úroveň ROA



K analýze návratnosti vlastního kapitálu slouží druhá Du Pontova rovnice, která vyplývá z řešení první rovnice a uvádí se ve tvaru:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{E} = \frac{\text{EAT}}{R} \times \frac{R}{A} \times \frac{A}{E}$$

V rovnici se objevuje převrácená hodnota kvóty vlastního kapitálu (A/E), která vyjadřuje úroveň zadluženosti podniku a nazývá se *multiplikátorem kapitálu* vlastníků nebo také *finanční pákou* ($FL - \text{Financial Lever}$).

Vliv makroekonomického prostředí na rentabilitu podniků, zejména odlišení finančních toků směřujících k věřitelům či ke státu, je možno vyjádřit pomocí různých hladin vykazovaného zisku a rozvedením druhé Du Pontovy rovnice následovně:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{E} = \frac{\text{EBIT}}{R} \times \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \times \frac{\text{EAT}}{\text{EBT}} \times \frac{R}{A} \times \frac{A}{E}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{R} \times \frac{R}{A}$$

kde

- EBIT – zisk před zdaněním a úroky (hrubý zisk); určí se jako součet provozního a finančního výsledku hospodaření;
- EBT – zisk před zdaněním, který představuje EBIT snížený o nákladové úroky vykázané podnikem;
- EAT – zisk po zdanění a úrocích (čistý zisk podniku);
- EBIT/R – rentabilita tržeb vypočtená z hrubého zisku (RR_2);
- EBT/EBIT – označován jako úroková redukce zisku (IRP); vyjadřuje vliv ceny cizího kapitálu na rentabilitu podniku; cena cizího kapitálu je určována makroprostředím a zprostředkovaně charakterizuje podmínky, za nichž podnik získává cizí zdroje financování; využívá-li podnik cizího kapitálu, pak nerovnost $\text{EBT}/\text{EBIT} < 1$;
- EAT/EBT – vyjadřuje daňovou redukci zisku (TRP), tj. vliv daňové politiky státu na rentabilitu podniku; jde o faktor, který je objektivně daný prostředím v němž se podnik nachází; dosahuje-li podnik pozitivního výsledku hospodaření, pak platí nerovnost $\text{EAT}/\text{EBT} < 1$.

3. Finanční výkonnost českých podniků a determinující faktory

K posouzení vývojových tendencí vstupních veličin v absolutních hodnotách lze použít ekonomické normály, které vyjadřují očekávaný vztah mezi indexy změn v jednotlivých letech. Ekonomický normál je zapsán v podobě nerovnosti:

$$I_{EAT} > I_{EBT} > I_{EBIT} > I_R > I_A$$

Vypočtené hodnoty indexů meziročních změn ($I_{EAT1997} = EAT_{1997} / EAT_{1996}$) jsou uvedeny v tabulkách 2a, b a výsledek porovnání s již uvedenou nerovností je shrnut do tabulek 3a, b.

T a b u l k a 2a

Hodnoty indexů pro test ekonomického normálu (podniky v působnosti MPO ČR)

Indexy/roky	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr (v %)
I_{EAT}	0.933	1.286	0.333	7.500	1.444	1.292	1.155	1.515	1.027	87.50
I_{EBT}	1.022	1.065	0.796	2.154	1.274	1.243	1.165	1.368	1.019	34.50
I_{EBIT}	1.061	1.057	0.775	1.442	1.161	1.146	1.103	1.269	1.021	11.80
I_R	1.161	1.096	0.996	1.039	1.376	1.073	1.080	1.127	1.023	10.80
I_A	1.089	1.071	1.015	1.023	1.052	1.045	1.030	1.045	1.113	5.45

T a b u l k a 2b

Hodnoty indexů pro test ekonomického normálu (průmyslové podniky)

Indexy/roky	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr (v%)
I_{EAT}	1.143	1.375	0.364	5.250	1.309	1.236	1.235	1.464	1.049	61.17
I_{EBT}	1.075	1.139	0.735	2.083	1.200	1.189	1.224	1.345	1.045	22.61
I_{EBIT}	1.086	1.102	0.763	1.459	1.120	1.107	1.134	1.270	1.052	12.14
I_R	1.155	1.095	0.979	1.138	1.264	1.023	1.061	1.126	1.011	9.46
I_A	1.076	1.063	1.024	1.029	1.052	1.038	1.025	1.039	1.142	5.42

T a b u l k a 3a

Ekonomický normál (podniky v působnosti MPO ČR)

Indexy/roky	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
$I_{EAT} > I_{EBT}$	ne	ano	ne	ano	ano	ano	ne	ano	ano
$I_{EBT} > I_{EBIT}$	ne	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ne
$I_{EBIT} > I_R$	ne	ne	ne	ano	ne	ano	ano	ano	ne
$I_R > I_A$	ano	ano	ne	ano	ano	ano	ano	ano	ne

T a b u l k a 3b

Ekonomický normál (průmyslové podniky)

Indexy/roky	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
$I_{EAT} > I_{EBT}$	ano	ano	ne	ano	ano	ano	ano	ano	ano
$I_{EBT} > I_{EBIT}$	ne	ano	ne	ano	ano	ano	ano	ano	ne
$I_{EBIT} > I_R$	ne	ano	ne	ano	ne	ano	ano	ano	ano
$I_R > I_A$	ano	ano	ne	ano	ano	ne	ano	ano	ne

Analýza absolutních dat [6] napovídá, že vývoj jednotlivých vstupních veličin ve sledovaném období vyhovuje (částečně vyhovuje) ekonomickému normálu s výjimkou roku 1999, kdy došlo ke zpomalení tempa růstu všech vstupních veličin v průmyslových podnicích. Tabulky 3a, b dokládají zásadní zlepšení hned

v následujícím roce, neboť všechny žádoucí proporce byly opět dodrženy. Tato skutečnost předurčuje do jisté míry i pozitivní vývoj poměrových ukazatelů ve sledovaném časovém intervalu.

Z porovnání průměrného tempa růstu sledovaných veličin (viz tab. 2a, b) vyplývá, že rychleji se v uplynulých 10 letech rozvíjely neprůmyslové podniky v působnosti MPO ČR než podniky průmyslové. Největší zlepšení vykazují ukazatele EAT (87,5 %, resp. 61,17 %), EBT (34,5 %, resp. 22,61 %) a EBIT (11,8 %, resp. 12,14 %).

K hodnocení časového trendu finanční výkonnosti českých podniků bylo využito jednak syntetických ukazatelů návratnosti kapitálu, jednak analytických ukazatelů získaných jejich rozkladem. Hodnoty ukazatelů byly vypočteny jak pro veškeré podniky sledované v rámci MPO ČR (viz tab. 4a), tak i pro odvětví průmyslu (viz tab. 4b). Ilustrativně je vývoj návratnosti kapitálu i tržeb zachycen pro oba soubory podniků v grafech 1a a 1b. Z porovnání obou grafů je zřejmá vyšší návratnost celkových aktiv dosahovaná v průmyslových podnicích. Vyšší obrat aktiv a silnější působení finanční páky vykazuje naopak soubor všech podniků v působnosti MPO ČR, tj. včetně stavebnictví, obchodu a služeb.

T a b u l k a 4a

Poměrové ukazatele finanční výkonnosti českých podniků v působnosti MPO ČR

Rok	ROA (%)	ROE (%)	SE	RR ₁ (%)	R/A	RR ₂ (%)	IRP	TRP	FL
1996	0.836	1.672	0.4997	0.958	0.8726	6.322	0.45454	0.33333	2.00111
1997	0.716	1.533	0.4670	0.770	0.9303	5.777	0.43809	0.30435	2.14129
1998	0.860	1.940	0.4432	0.903	0.9523	5.556	0.44144	0.36734	2.25646
1999	0.282	0.643	0.4386	0.302	0.9340	4.328	0.45348	0.15384	2.27867
2000	2.069	4.737	0.4367	2.180	0.9490	6.007	0.67742	0.53571	2.28947
2001	2.841	6.410	0.4433	2.288	1.2417	5.068	0.74305	0.60747	2.25641
2002	3.512	7.671	0.4578	2.755	1.2747	5.412	0.80606	0.63158	2.18447
2003	3.905	8.234	0.4742	2.945	1.3260	5.525	0.85164	0.62581	2.10865
2004	5.660	11.457	0.4942	3.958	1.4300	6.354	0.89830	0.69340	2.02416
2005	5.223	10.508	0.4970	3.974	1.3144	6.342	0.89626	0.69907	2.01183

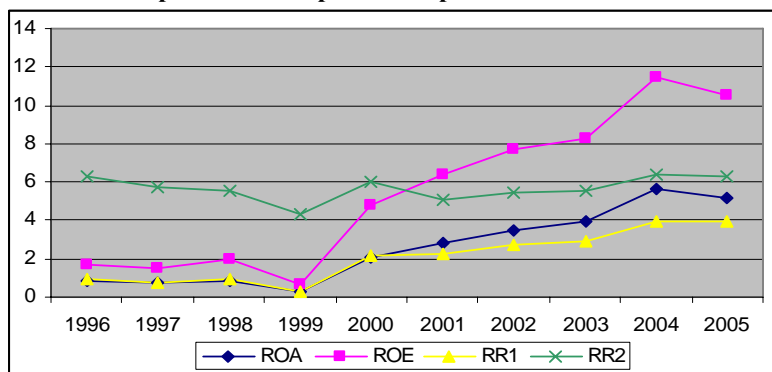
T a b u l k a 4b

Poměrové ukazatele finanční výkonnosti českých průmyslových podniků

Rok	ROA (%)	ROE (%)	SE	RR ₁ (%)	R/A	RR ₂ (%)	IRP	TRP	FL
1996	0.952	1.795	0.530	1.188	0.80081	6.876	0.49382	0.35000	1.88589
1997	1.010	2.012	0.502	1.176	0.85976	6.466	0.48863	0.37217	1.99119
1998	1.307	2.709	0.482	1.476	0.88532	6.510	0.50515	0.44897	2.07266
1999	0.464	0.977	0.475	0.548	0.84677	5.072	0.48648	0.22222	2.10378
2000	2.369	5.054	0.468	2.530	0.93626	6.506	0.69444	0.56000	2.13357
2001	2.949	6.222	0.474	2.620	1.12547	5.765	0.74380	0.61111	2.10973
2002	3.512	7.218	0.486	3.167	1.10899	6.241	0.79851	0.63551	2.05520
2003	4.232	8.317	0.509	3.686	1.14811	6.669	0.86710	0.64122	1.96535
2004	5.965	11.223	0.531	4.793	1.24442	7.521	0.91191	0.69886	1.88138
2005	5.477	10.141	0.540	4.975	1.10106	7.828	0.90640	0.70108	1.85141

Graf 1a

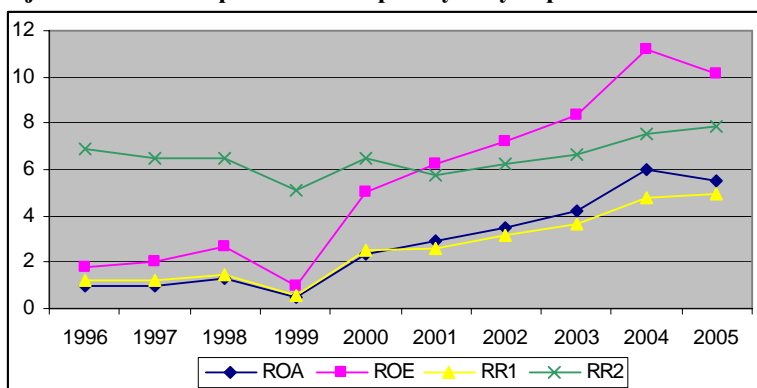
Vývoj návratnosti kapitálu a tržeb podniků v působnosti MPO ČR



Z analýzy celkové návratnosti aktiv vyplývá, že má rostoucí tendenci, s výjimkou roku 1999, ve kterém došlo ke značnému propadu zisku. V cílovém roce bylo dosaženo ROA ve výši 5,223 %, resp. 5,477 %, tzn. že z každé koruny aktiv bylo dosaženo zisku ve výši 5,223, resp. 5,477 haléřů. Co bylo příčinou tohoto pozitivního vývoje, ukazují další sloupce tabulek 4a, b, v nichž je zachyceno působení dílčích faktorů získaných rozkladem první Du Pontovy rovnice (viz schéma na obr. 1). Rozklad na bázi vlastního kapitálu ve druhém sloupci tabulky odhaluje vliv zhodnocování vlastního kapitálu a jeho podíl na krytí potřeb průměrného podniku. Návratnost vlastního kapitálu (ROE) kolísá na velmi nízké úrovni a teprve od roku 2000 začíná narůstat až na hodnotu 11,457 %, resp. 11,223 % v roce 2004. Naopak, druhý faktor rozkladu, tj. úroveň samofinancování (SE) nejprve plynule klesá v průměru o 1,26 %, resp. 1,24 % ročně a zpomaluje zhodnocování kapitálu vlastníků, aby se opět později zvýšila na původní hodnotu.

Graf 1b

Graf vývoje návratnosti kapitálu a tržeb průmyslových podniků ČR



Rozklad na bázi tržeb $RR_1 = EAT/R$ uvedený ve čtvrtém sloupci tabulek 4a, b vyjadřuje zhodnocení spotřebovaných vstupů (náklady jsou podstatnou částí tržeb) a počet obrátek aktiv v jednom roce R/A . Návratnost tržeb z čistého zisku (RR_1) vykazuje obdobný vývojový trend jako návratnost vlastního kapitálu. Z očekávané dynamiky změn obou složek indikátoru v čase ($I_{EAT} > I_R$) se odvozuje rostoucí charakter. Hodnota indikátoru posiluje od roku 2001, čemuž napomáhá obrat aktiv $R/A > 1$, i když obrátka se v průměrném podniku uskuteční méně než dvakrát v roce. Pomalá přeměna aktiv v tržby na počátku hodnoceného období a nízký objem tržeb neumožňovaly mnohým podnikům pokrývat své náklady.

Analýza faktorů determinujících ukazatel ROE českých podniků se opírá o údaje v tabulkách 5a, b. Zvolené indikátory i jejich vlivy představují druhou Du Pontovu rovnici rozšířenou o ziskové redukce. Působení jednotlivých faktorů na návratnost vlastního kapitálu průměrného českého podniku lze interpretovat následovně:

- Návratnost tržeb (RR_2) vypočtená na bázi zisku před úroky a daněmi je podle očekávání výrazně vyšší než ukazatele na bázi čistého zisku (RR_1). Její dynamika měla negativní sklon a přes obrat v roce 2000 se dostala u podniků v působnosti MPO ČR pouze mírně nad úroveň roku 1996.

- Úroková redukce zisku (IRP) vyjadřuje cenu cizího kapitálu. Uhrazení ceny za poskytnutý kapitál jde na úkor výnosnosti pro vlastníky podniku. Podnik může ovlivnit tento faktor pouze v minimální míře, existuje-li možnost volit strukturu cizích zdrojů financování. V analýze byl zjištěn pozitivní nárůst ukazatele IRP a v posledním sledovaném roce došlo prakticky k jeho zdvojnásobení (blíže viz tabulky 5a, b), což je zřejmě důsledkem pozitivního působení vnějších faktorů (snižování úrokových měr) a v menší míře i působení vnitřních faktorů, zejména mírného zvyšování podílu cizího kapitálu.

- Daňová redukce zisku (TRP) charakterizuje vliv daňového zatížení na rentabilitu podniku. Rovněž tento ukazatel zaznamenal pozitivní vývoj jako důsledek státní politiky postupného snižování daňové zátěže podniků (blíže viz tabulky 5 i 6a, b).

- Obrat aktiv (R/A) vykazuje rostoucí tendenci a v roce 2001 již překročil hodnotu 1. Tento trend signalizuje snižování vázanosti aktiv a jejich rychlejší přeměnu v tržby podniku.

- Finanční páka (FL) nadzvedává výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Je reciproční hodnotou kvóty vlastního kapitálu, resp. finanční samostatnosti podniků. Proměnlivý trend finanční páky po celé sledované období svědčí o tom, že zvyšování zadluženosti přináší ekonomický efekt pro podnik pouze za předpokladu, že celková výnosnost kapitálu je vyšší než cena cizího kapitálu.

Tabulka 5a
Determinanty ukazatele ROE (podniků v působnosti MPO ČR)

Rok	ROE	=	RR ₂	x	IRP	x	TRP	x	R/A	x	FL
1996	1.672		6.322		0.45454		0.33333		0.8726		2.00111
1997	1.533		5.777		0.43809		0.30435		0.9303		2.14129
1998	1.940		5.556		0.44144		0.36734		0.9523		2.25646
1999	0.643		4.328		0.45348		0.15384		0.9340		2.27867
2000	4.737		6.007		0.67742		0.53571		0.9490		2.28947
2001	6.410		5.068		0.74305		0.60747		1.2417		2.25641
2002	7.671		5.412		0.80606		0.63158		1.2747		2.18447
2003	8.234		5.525		0.85164		0.62581		1.3260		2.10865
2004	11.457		6.354		0.89830		0.69340		1.4300		2.02416
2005	10.508		6.342		0.89626		0.69907		1.3144		2.01183

Tabulka 5b
Determinanty ukazatele ROE (průmyslových podniků)

Rok	ROE	=	RR ₂	x	IRP	x	TRP	x	R/A	x	FL
1996	1.795		6.876		0.49382		0.35000		0.80081		1.88589
1997	2.012		6.466		0.48863		0.37217		0.85976		1.99119
1998	2.709		6.510		0.50515		0.44897		0.88532		2.07266
1999	0.977		5.072		0.48648		0.22222		0.84677		2.10378
2000	5.054		6.506		0.69444		0.56000		0.93626		2.13357
2001	6.222		5.765		0.74380		0.61111		1.12547		2.10973
2002	7.218		6.241		0.79851		0.63551		1.10899		2.05520
2003	8.317		6.669		0.86710		0.64122		1.14811		1.96535
2004	11.223		7.521		0.91191		0.69886		1.24442		1.88138
2005	10.141		7.828		0.90640		0.70108		1.10106		1.85141

Tabulka 6a
Úroková a daňová redukce zisku (podniků v působnosti MPO ČR)

Rok	EBIT	EBT	I	EBT/EBIT	EBT	EAT	T	EAT/EBT
1996	99	45	54	0.45454	45	15	30	0.33333
1997	105	46	59	0.43809	46	14	32	0.30435
1998	111	49	62	0.44144	49	18	31	0.36734
1999	86	39	47	0.45348	39	6	33	0.15384
2000	124	84	40	0.67742	84	45	39	0.53571
2001	144	107	37	0.74305	107	65	42	0.60747
2002	165	133	32	0.80606	133	84	49	0.63158
2003	182	155	27	0.85164	155	97	58	0.62581
2004	236	212	24	0.89830	212	147	65	0.69340
2005	241	216	25	0.89626	216	151	65	0.69907

Tabulka 6b
Úroková a daňová redukce zisku (průmyslových podniků)

Rok	EBIT	EBT	I	EBT/EBIT	EBT	EAT	T	EAT/EBT
1996	81	40	41	0.49382	40	14	26	0.35000
1997	88	43	45	0.48863	43	16	27	0.37217
1998	97	49	48	0.50515	49	22	27	0.44897
1999	74	36	38	0.48648	36	8	28	0.22222
2000	108	75	33	0.69444	75	42	33	0.56000
2001	121	90	31	0.74380	90	55	35	0.61111
2002	134	107	27	0.79851	107	68	39	0.63551
2003	152	131	21	0.86710	131	84	47	0.64122
2004	193	176	17	0.91191	176	123	53	0.69886
2005	203	184	19	0.90640	184	129	55	0.70108

4. Vývoj *spreadu* průměrného českého podniku

Vývoj *spreadu*⁴ umožňuje identifikovat oblasti, v nichž dochází k pozitivnímu nebo negativnímu působení indikátorů návratnosti kapitálu. Má-li podnik přinášet vlastníkům hodnotu, nepostačí kladná hodnota návratnosti vlastního kapitálu, ale je třeba vytvářet ekonomickou přidanou hodnotu (EVA). Ekonomickou přidanou hodnotu (ekonomický zisk) dosahuje podnik pouze v případě, kdy návratnost vlastního kapitálu převyšuje alternativní náklad vlastního kapitálu⁵ r_e

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) \cdot E \quad \text{nebo} \quad \text{EVA} = \text{EAT} - E \cdot r_e$$

Pro vlastníky je žádoucí, aby *spread* (rozdíl $\text{ROE} - r_e$) byl co největší, minimálně kladný. Čistý zisk dosažený podnikem (EAT) musí být vyšší o absolutní hodnotu nákladů na vlastní kapitál. Nedosahuje-li zisku, který by vlastník mohl získat alternativní investicí, snižuje podnik svým fungováním hodnotu vlastnictví svých majitelů (vlastníci přicházejí o rozdíl $E \cdot r_e - \text{EAT}$).

Vývoj *spreadu* ROE a r_e u podniků v působnosti MPO ČR je zachycen v tabulce 7a a v grafu 3a. U průmyslových podniků pak v tabulce 7b a grafu 3b. Z tabulek i grafů vyplývá postupné snižování *spreadu* (přibližování obou křivek) až do pozitivně působící oblasti, kdy $\text{ROE} - r_e > 0$. Podniky začínají vytvářet ekonomickou přidanou hodnotu od okamžiku, kdy se indikátor ROE dostává nad alternativní náklad (výnosnost) kapitálu), tj. od roku 2001.

Tabulka 7a

Vývoj *spreadu* průměrného podniku (v působnosti MPO ČR)

Ukazatel	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ROE	1.67	1.53	1.94	0.64	4.74	6.41	7.67	8.23	11.46	10.51
r_e	10.03	10.53	12.12	7.57	6.77	5.97	4.94	4.12	4.75	3.56
$\text{ROE} - r_e$	-8.36	-9.00	-10.18	-6.93	-8.80	+0.44	+2.73	+4.11	+6.71	+6.95
ROA	0.84	0.72	0.86	0.28	2.07	2.84	3.51	3.90	5.67	5.22
i	12.54	13.22	12.86	8.69	7.16	7.19	6.72	5.95	4.51	4.27
$\text{ROA} - i$	-11.70	-12.50	-12.00	-8.41	-5.09	-4.35	-2.69	-2.05	+1.16	+0.95

Tabulka 7b

Vývoj *spreadu* průměrného průmyslového českého podniku

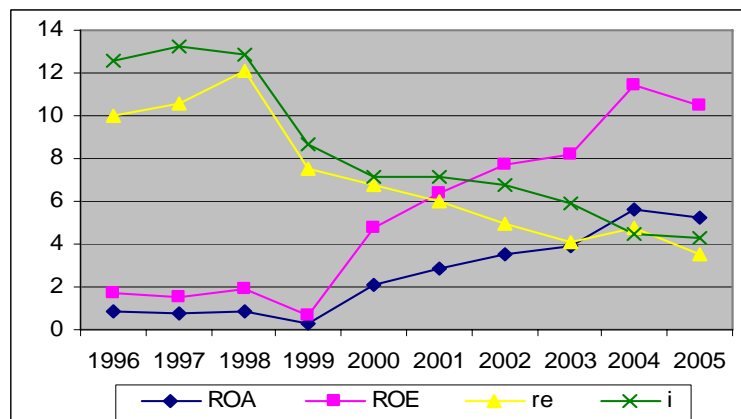
Ukazatel	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ROE	1.79	2.01	2.71	0.98	5.05	6.22	7.22	8.32	11.22	10.14
r_e	10.03	10.53	12.12	7.57	6.77	5.97	4.94	4.12	4.75	3.56
$\text{ROE} - r_e$	-8.24	-8.52	-9.41	-6.59	-1.72	+0.25	+2.28	+4.20	+6.47	+6.58
ROA	0.95	1.01	1.31	0.46	2.37	2.95	3.51	4.23	5.96	5.48
i	12.54	13.22	12.86	8.69	7.16	7.19	6.72	5.95	4.51	4.27
$\text{ROA} - i$	-11.59	-12.21	-11.55	-8.23	-4.86	-4.24	-3.21	-1.72	+1.45	+1.21

⁴ Anglický termín *spread* zde používáme ve významu rozdíl, rozsah nebo rozpětí dvou veličin.

⁵ Alternativní náklad vlastního kapitálu se určí jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a prémie za riziko. V našem případě je uvažován v nejjednodušší formě, tj. na úrovni výnosů státních dluhopisů pro konvergenční účely 10R (podle [10]).

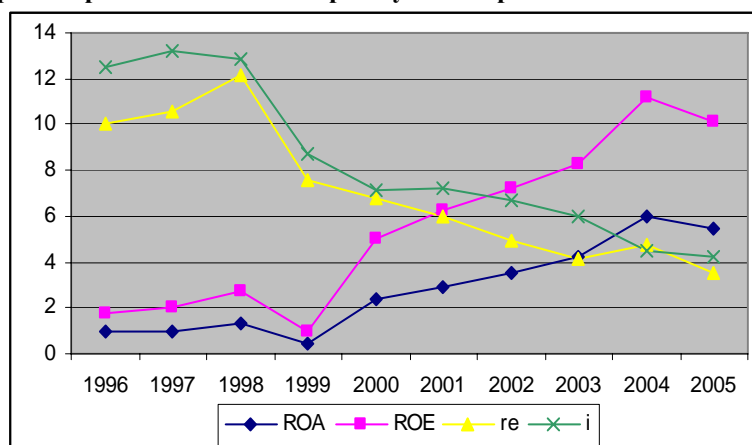
Graf 3a

Vývoj spreadu průměrného podniku v působnosti MPO ČR



Graf 3b

Vývoj spreadu průměrného českého průmyslového podniku



Obdobným způsobem lze sledovat rozdíl mezi ukazatelem ROA a cenou cizího kapitálu i .⁶

Vývoj zachycený v tabulkách 7a, b i grafech 3a, b je opět charakterizován postupným snižováním rozdílu mezi ukazatelem ROA a i , tj. přibližováním obou křivek až do pozitivně působící oblasti, kdy $ROA - i > 0$. Od roku 2004, kdy křivka návratnosti celkového kapitálu se nachází nad křivkou ceny cizího kapitálu, se českým podnikům vyplatí opět zapojovat cizí kapitál, neboť zvyšování zadluženosti zlepšuje výnosnost celkového kapitálu.

⁶ Jako cena cizího kapitálu je uvažována úroková sazba z celkových stavů úvěrů v ČR [10].

Závěr

Analyzované desetileté období nebylo zpočátku pro podnikový sektor příznivé. Probíhala transformace české ekonomiky na tržní hospodářství, která vedla ke změně vlastnictví podniků, k restrukturalizaci makrosféry provázené potřebou investic na nové technologie a modernizaci výrob. Podniky se pohybovaly v turbulentním prostředí poznamenaném nedostatkem finančního kapitálu a nerovného přístupu k němu. Prudké omezení úvěrů po finanční krizi v roce 1997 se zákonitě projevilo ve snížení výkonnosti domácích podniků, které byly nuceny ke splátkám vysokých úroků a k razantním opatřením. Segment domácích firem se rychle měnil ve prospěch firem pod zahraniční kontrolou [7]. Zlomovým rokem v českých podnicích byl rok 2000, kdy se podstatně zlepšila jejich finanční výkonnost, měřená ukazateli ROA a ROE. Na tomto obratu ve vývoji podniků se pozitivně podílelo uvolnění makroekonomické politiky (snížení úrokových sazeb úvěrů a sazeb daně z příjmů právnických osob), fáze ekonomického růstu [2] a posilování nabídkové strany ekonomiky [5]. Podniky mohly vytvářet novou finanční strukturu v souladu s kapitálovou strukturou, aby po oddělení části zisku pro věřitele a stát zůstala hodnota pro jejich vlastní rozvoj. Podíl z provozního zisku⁷ vyprodukovaného analyzovanými podniky připadající věřitelům se snížil v absolutní hodnotě během let 1996 – 2005 z 54 (41) mld Kč na 25 (19) mld Kč⁸ a podíl připadající státu se sice zvýšil z 30 (26) mld Kč na 65 (55) mld Kč, avšak relativně ve vztahu k tržbám poklesl z 1,915 (2,207) % na 1,710 (2,143) %. Podniky v působnosti MPO ČR tak vyprodukovaly zdroje na možné posílení kapitálové vybavenosti ve výši 151 mld Kč v roce 2005 oproti 15 mld Kč vykázaným v roce 1996 a průmyslové podniky ve výši 129 mld Kč oproti 14 mld Kč.

Pro poslední rok sledovaného období je charakteristické dokončení základních restrukturalizačních procesů průmyslu a stavebnictví, pokračování racionalizace nákladové oblasti a zdokonalení řízení podniků, které se projevilo v růstu celkové výkonnosti firemního sektoru MPO ČR. Vývoj ovlivnily hlavně podniky v sektoru pod zahraniční kontrolou, jejichž váha na výsledcích firemního segmentu neustále roste.

Provedená analýza prokázala, že na růstu finanční výkonnosti podniků se podílely do značné míry makroekonomické vlivy v oblasti měnové i fiskální. Na růstu hodnoty pro vlastníky se podílelo dominantním způsobem snížení úrokového zatížení podniků, které podle tabulek 8a, b odebírá z tržeb v cílovém roce pouze 0,658 (0,711) %. Příspěvek odváděný státu v podobě daní z příjmů rovněž

⁷ Jde o absolutní částky vyprodukovaného zisku po odečtení celkových ztrát, vykázaných podniky v uvedených letech.

⁸ Údaje v závorce jsou za průmyslové podniky.

poklesl v porovnání s výchozím rokem na 1,71 (2,143) %. Snižování daňového zatížení českých podniků lze předpokládat i v letech 2006 – 2008, neboť reálná hodnota placené daně se opožďuje za daňovou sazbou [8] o dva roky a v roce 2006 bylo realizováno poslední snížení sazby daně o dva procentní body. Příznivý vliv snižování úrokového zatížení podniků bude patrně vyčerpán v roce 2007, kdy bude vyrovnáno jednoleté zpoždění placených úroků vzhledem k úrokové sazbě [8].

T a b u l k a 8a

Vývoj příspěvků odejímáných z tržeb podniků (v působnosti MPO ČR)

Položka (%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tržby	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Náklady*	93.680	94.220	94.440	95.670	93.990	94.930	94.590	94.470	93.670	93.658
EBIT	6.320	5.780	5.560	4.330	6.010	5.070	5.410	5.530	6.360	6.342
Úroky	3.448	3.242	3.109	2.366	1.939	1.304	1.048	0.819	0.646	0.658
Daně	1.915	1.759	1.548	1.662	1.891	1.478	1.607	1.767	1.756	1.710
EAT	0.957	0.779	0.903	0.302	2.180	2.288	2.755	2.944	3.958	3.974

* Náklady bez daně z příjmů a úroků z úvěrů a půjček.

T a b u l k a 8b

Vývoj příspěvků odejímáných z tržeb průmyslových podniků

Položka (%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tržby	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Náklady*	93.124	93.534	93.490	94.928	93.494	94.235	93.759	93.331	92.479	92.171
EBIT	6.876	6.466	6.510	5.072	6.506	5.765	6.241	6.669	7.521	7.829
Úroky	3.481	3.307	3.222	2.605	1.898	1.478	1.258	0.918	0.663	0.711
Daně	2.207	1.984	1.812	1.919	1.988	1.667	1.816	2.062	2.065	2.143
EAT	1.188	1.175	1.476	0.548	2.530	2.620	3.167	3.686	4.793	4.975

* Náklady bez daně z příjmů a úroků z úvěrů a půjček.

Určité zpomalení tempa růstu v posledním analyzovaném roce indikují tabulky 3a, b ekonomických normálů, kde aktiva negenerují rychlejší vývoj tržeb. Požadované proporce jsou narušeny v obou sledovaných skupinách podniků, což ovlivní tempo růstu finanční výkonnosti průměrného podniku v příštích letech. Další zdroje růstu finanční výkonnosti je třeba hledat uvnitř podniků ve zvyšování produktivity a hospodárnosti, které dosud ovlivňovaly vývoj pouze v malé míře v porovnání s externími faktory. Podle tabulek 8a, b se produkční síla (EBIT) ve vztahu k tržbám zvýšila oproti výchozímu roku pouze o 0,022 (0,053) %. Příspěvky z tržeb na náklady se snížily pouze o 0,022 (0,953) %. Budoucí vývoj finanční výkonnosti českých podniků bude ovlivňován již v menší míře externími faktory (daní z příjmů právnických osob, u níž se očekává další snižování sazby, a cenou cizího kapitálu, u níž se předpokládá růst), a proto je nezbytné využívat ve větší míře interních faktorů vedoucích k vyššímu a rychlejšímu zhodnocování aktiv, nižším nákladům na kapitál a efektivnějším prodejem.

Literatura

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. – ALLEN, F.: Principles of Corporate Finance. Boston: Mc Graw-Hill 2006. 1028 s. ISBN 0-0729-5723-9.
- [2] CZESANÝ, S.: Tendence a faktory vývoje hospodářského cyklu v české republice. Politická ekonomie, 53, 2005, č. 1, s. 31 – 42.
- [3] DAMODARAN, A.: Corporate Finance: Theory and Practice. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2000. ISBN 0-471-39220-0.
- [4] HIGGINS, R. C.: Analysis for Financial Management. Boston: R. D. Irwin, Inc. 1995. 399 s. ISBN 80-7169-404-5.
- [5] JANÁČEK, K. – ZAMRAZILOVÁ, E.: Česká ekonomika: Rok po vstupu do EU. Politická ekonomie, 53, 2005, č. 5, s. 579 – 600.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. – NEUMAIEROVÁ, I.: Rozbor výkonnosti firmy. [Případové studie.] Praha: VŠE 2000. 112 s. ISBN 80-245-0027-2.
- [7] KOČENDA, E. – LÍZAL, L.: Český podnik v české transformaci 1990 –2000. Praha: Academia 2003. 232 s. ISBN 80-2001-039-4.
- [8] SEDLÁČEK, J.: Finanční zatížení firem. In: Slovenská ekonomika mýty a fakty o realite. [Medzinárodná konferencia.] Košice: Podnikovohospodárska fakulta EU v Bratislave, 2006, s. 529 – 539. ISBN 80-225-2217-1.
- [9] ZALAI, K.: Analýza rentability slovenských podnikov v rokoch 1996 – 2000. BIATEC, 9, 2001, č. 12, s. 6 – 9.
- [10] Roční úrokové sazby a ceny kapitálového trhu. <www.mfcr.cz>.
- [11] Agregované hodnoty z účetních výkazů podniků v působnosti MPO ČR. <www.mpo.cz>.
- [12] Informace o postupu privatizace. <<http://www.mpo.cz/dokument5705.html>>.