

Analýza finančního zatížení českých firem v období 1996 – 2005

Jaroslav SEDLÁČEK*

Analysis of the Financial Burden of the Czech Enterprises in Period 1996 – 2005

Abstract

The aim of this contribution is to analyze the financial burden of the Czech enterprises in period 1996 – 2005 and point out the factors, which influenced their structure of capital and efficiency. According to Du Pont equations financial burden is given as an interest and taxes reduction of earnings before interests and taxes. It was found out asynchronical dependence between real payments and changes of rates of interests and taxes in the analysis.

Keywords: *financial burden of enterprises, equity, revenues, earnings, earnings before interest and taxes, return on assets, return on equity, factors of growth*

JEL Classification: D21, G30, L50

Úvod

Finanční zatížení podniku úzce souvisí s finančními toky, uskutečňovanými podnikem za účelem zajištění jeho veškeré činnosti. Finanční tok má opačný směr než tok majetku. Nákup i výroba jsou spojeny s výdaji peněžních prostředků, a naopak, prodej je spojen s příjmy peněz. Kromě těchto dvou základních toků existují další finanční toky, které souvisejí s rozdělováním zisku, s investováním, s finančními nástroji, s výzkumem a vývojem atd. Finanční toky nezahrnují pouze peněžní (hotovostní) toky, ale také toky finančních zdrojů (kapitálu) podniku. Podle účetních pravidel mají peníze a jejich ekvivalenty podobu majetku (aktiv) podniku, zatímco kapitál představuje zdroj financování podniku (pasivum nebo dluh).¹

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

¹ 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.

Nejde pouze o finanční zdroje potřebné k nákupu aktiv, ale i k přemostění časové prodlevy mezi výdaji vynaloženými na výrobu finálního produktu (nákup služeb, platby za energii, výplaty mezd a další provozní či finanční výdaje) a příjmem peněz za jeho prodej. Pozitivní finanční toky (*inflows*) by tak měly převažovat nad negativními (*outflows*).

Podle místa vzniku se finanční toky rozdělují na *vnitřní* a *vnější*. Prvním zdrojem financování je označován vnitřní tok pramenící z tržeb za výrobky, služby nebo zboží. Do podniku vtéká dodatečný kapitál vytvořený jeho vlastní činností, aby byl opět použit.²

Druhý zdroj představují vnější finanční toky, kterými jsou jednak vklady investorů vzniklé z nákupu akcií nebo podílů (vlastní kapitál), jednak prostředky získané z úvěrů a půjček nebo z emitovaných dluhových papírů (cizí kapitál). Cena, za kterou podnik získává kapitál, představuje finanční zatížení (včetně odvodů nařízených státem), které se měří tzv. náklady na kapitál. Podnik hledá takový vztah mezi množstvím vlastního a cizího kapitálu (kapitálovou strukturou), při kterém dosahuje nejnižších nákladů na kapitál.³ Finanční toky proudící k nositelům cizího i vlastního kapitálu odebírají podnikům část z vytvořeného vlastního kapitálu (zisku) a tím snižují ekonomickou efektivnost jejich činnosti i hodnotu [1].

1. Cíl a metodika

Cílem tohoto příspěvku je analyzovat finanční zátěž podniků v České republice za uplynulých deset let a poukázat na faktory, které ovlivňovaly jejich kapitálovou strukturu i výkonnost.

Základním kritériem pro měření produkční síly podniku je hrubý (provozní) zisk (*Earnings Before Interest and Taxes* – EBIT) vypočtený z přidané hodnoty⁴ po odečtení spotřebované práce, odpisů a ostatních provozních nákladů [2]. Po odčerpání příspěvku určeného věřitelům (kapitálových nákladů) zůstává podniku zisk před daněmi (*Earnings Before Taxes* – EBT). Posledním příspěvkem je daň z příjmů právnických osob, určená státu a po jejím odvedení zůstává k dispozici vlastníkům čistý (disponibilní) zisk (*Earnings After Taxes* – EAT).

Čistý zisk dosažený podnikem za hospodářský rok je umístěn v bilanci ve vlastním kapitálu a zvyšuje účetní, a často i tržní hodnotu podniku. Je určen k rozdělení

² Jde o tzv. samofinancování uskutečňované z tržeb, zadržených plateb a ze zisku.

³ Brealey a Myers [1] připomínají, že při optimalizaci kapitálové struktury je nutno brát do úvahy kromě nákladů na kapitál a daňového štítu rovněž náklady finanční tísně podniku.

⁴ Přidaná hodnota se stanoví z výkazu zisku a ztráty jako přebytek prodaných výkonů nad výkonovou spotřebou.

po schválení valnou hromadou. Ke změření vlivu finančního zatížení na rentabilitu podniku je možno použít rozkladu druhé Du Pontovy rovnice [9] v podobě:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{E}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{R}} \cdot \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \cdot \frac{\text{EAT}}{\text{EBT}} \cdot \frac{\text{R}}{\text{A}} \cdot \frac{\text{A}}{\text{E}} \quad (1)$$

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);
- R – tržby z prodeje výrobků, zboží a služeb (*Revenues*);
- A – celkový majetek podniku – aktiva (*Assets*);
- E – vlastní kapitál podniku (*Equity*).

EBIT/R vyjadřuje rentabilitu tržeb vypočtenou z hrubého zisku (RR_2).

EBT/EBIT je úroková redukce zisku (IRP). Vyjadřuje vliv ceny cizího kapitálu na rentabilitu podniku. Cena cizího kapitálu je určována makroprostředím a zprostředkovatně 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 $\text{EAT}/\text{EBT} < 1$.

R/A charakterizuje úroveň využívání aktiv podnikem. Udává počet obrátek (obrat) aktiv za daný časový interval.

A/E vyjadřuje úroveň zadluženosti podniku a nazývá se multiplikátorem kapitálu vlastníků nebo také finanční pákou (FL).

K analýze finančního zatížení podniků, resp. jejich finanční stability budou použity údaje, které jsou zveřejňovány na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) České republiky [11]. Představují agregované hodnoty z výkazů podniků v působnosti zmíněného ministerstva, jejichž počet zaměstnanců překročil ve sledovaném období hodnotu 100. Jde o podniky z odvětví průmyslu, obchodu, stavebnictví a služeb, které se podílejí z 90 % na celkové produkci státu a jejichž data jsou shrnuta do tabulky 1.

Stavové veličiny jsou vypočítány jako průměry z hodnot vykázaných podniky na počátku a konci jednotlivých let. Označení vstupních údajů je převzato z anglických názvů *capital*, *equity*, *revenues*, *earnings after taxes*, *earnings before taxes*, *earnings before interest and taxes*. Sazby daně z příjmů právnických osob a úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům, uváděné na posledních dvou řádcích tabulky, byly převzaty ze stránek Ministerstva financí ČR [10]. Navíc

byla ve výpočtech použita i sazba daně z příjmů z let 1995 (41 %) a 1994 (42 %) a úroková sazba z roku 1995 (12,8 %).

T a b u l k a 1

Vstupní data pro analýzu finančního zatížení podniků v působnosti MPO ČR

Položka (mld Kč)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kapitál (<i>C</i>)	1 795	1 955	2 094	2 126	2 175	2 288	2 392	2 484	2 597	2 891
Vlastní kapitál (<i>E</i>)	897	913	928	933	950	1 014	1 095	1 178	1 283	1 437
Tržby (<i>R</i>)	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
Placené úroky (<i>I</i>)	54	59	62	47	40	37	32	27	24	25
Daň z příjmů (<i>T</i>)	30	32	31	33	39	42	49	58	65	65
Sazba úroků (<i>I</i> %)	12.54	13.22	12.86	8.69	7.16	7.19	6.72	5.95	4.51	4.27
Sazba daně (<i>T</i> %)	39	39	35	35	31	31	31	31	28	26

Pramen: MPO ČR; MF ČR; vlastní výpočty.

1.1. Daňové zatížení

Daň je definována jako povinná, zákonem určená, pravidelná, nenávratná a neúčelová platba do veřejného rozpočtu. Odčerpává předem vymezeným subjektům část jejich důchodu na nevratném principu⁵ (bez nároku na protiplnění ze strany veřejného sektoru, které by odpovídalo výši jimi placené daně). Za daně se podle klasifikace OECD považují i cla, příspěvky na zdravotní a sociální pojištění a místní poplatky. Podnik je zatěžován všemi těmito daněmi, pokud nastaly okolnosti, které jejich placení vyžadují.

Neutrálně se chovají *nepřímé daně* (daň z přidané hodnoty a spotřební daň) k podniku, který je registrovaným plátcem. Podnik je v tomto případě pouze výběřím (plátcem) daně, poplatníkem je konečný spotřebitel, který výrobek, zboží či službu koupí. Neplátcí platí daň v ceně nakupovaných vstupů (materiálu, energií, strojů atd.), avšak výstupy nezdaňují a nemají nárok na odpočet daně. Daň se u nich stává součástí ocenění majetku.

Přímé daně platí podnik (jako poplatník) ze svého majetku (odčerpávají část jeho výnosů). Patří sem jednak majetkové daně (daň z nemovitostí a z převodu nemovitostí, silniční daň a daň darovací a dědická), jednak daň z příjmů právnických osob [7]. Majetkové daně jsou pro podnik nákladem, který je současně považován, s výjimkou daně dědické a darovací, i za daňový náklad (výdaj) podle zákona o daních z příjmů.⁶

⁵ Tím se odlišuje od poplatků, které tvoří rovněž příjmovou stránku veřejného rozpočtu, avšak v podobě platby za služby veřejného sektoru.

⁶ Daňovým nákladem jsou i příspěvky placené podnikem za zaměstnance na zákonem stanovené zdravotní a sociální pojištění a příspěvek na zaměstnanost.

Předmětem daně z příjmů je účetní zisk (ztráta), zjištěný z rozdílu výnosů a nákladů před zdaněním, který se následně upravuje o:

- částky, které nelze podle zákona o daních z příjmů zahrnout do nákladů (např. o částky mank, přesahující náhrady za ně, náklady na reprezentaci podniku, rozdíly mezi daňovými a účetními odpisy, daň dědickou a darovací);
- částky, které jsou do nákladů zahrnuty v nesprávné výši;
- veškeré částky neoprávněně zkracující příjmy;
- příjmy osvobozené od daně (např. příjmy z provozu malých elektráren);
- příjmy nezahrnované do základu daně (např. příjmy zdaněné srážkovou daní u zdroje výplat).

Těmito úpravami se transformuje účetní zisk na daňový základ, z něhož se vypočítá sazba daň. Daň z příjmů je nákladem účetním, nikoliv daňovým, tzn. že nevstupuje do výsledku hospodaření podniku před zdaněním, ani do základu daně z příjmů. Odvod daně naopak znamená pro podnik snížení jeho aktiv (peněz) a odčerpání vyprodukovaného výsledku hospodaření za běžné období (EBT). Výši odtoků peněz podniku ke státu vyjadřuje daňová redukce zisku (TRP), která se určí z rovnice:

$$\text{TRP} = \text{EAT}/\text{EBT} \quad (2)$$

Z tabulky 2 je zřejmé, že hodnota daňové redukce (TRP) má rostoucí tendenci a ve druhé Du Pontově rovnici posiluje výnosnost vlastnického kapitálu [8]. V ukazateli se pozitivně projevuje působení makroekonomické politiky státu v podobě snižování sazeb daní z příjmů. Ke změření vlivu daňové sazby na výši placené daně lze použít metodu korelace časových řad.

T a b u l k a 2

Vývoj daňové redukce a podílu státu na zisku průměrného českého podniku

Rok	EAT	EBT	TRP	T %	T	T/EBT	E	kE	ROE %
1994	x	x	x	42	x	x	x	x	x
1995	x	x	x	41	x	x	x	x	x
1996	15	45	0.33333	39	30	0.66666	897	0.4997	1.672
1997	14	46	0.30435	39	32	0.69565	913	0.4670	1.533
1998	18	49	0.36734	35	31	0.63265	928	0.4432	1.940
1999	6	39	0.15384	35	33	0.84615	933	0.4386	0.643
2000	45	84	0.53571	31	39	0.46428	950	0.4367	4.737
2001	65	107	0.60747	31	42	0.39252	1 014	0.4433	6.410
2002	84	133	0.63158	31	49	0.36842	1 095	0.4578	7.671
2003	97	155	0.62581	31	58	0.37419	1 178	0.4742	8.234
2004	147	212	0.69340	28	65	0.30660	1 283	0.4940	11.457
2005	151	216	0.69907	26	65	0.30092	1 437	0.4971	10.508

Pramen: MPO ČR; MF ČR; vlastní výpočty.

Do tabulky 2 jsou zaneseny sazby daně z příjmů jako hodnoty nezávisle proměnné x_i a hodnoty procentního podílu placené daně z příjmů na zisku před zdaněním ($100 \text{ T}/\text{EBT}$) jako závisle proměnné y_i .

Těsnost závislosti obou časových řad je vyjádřena pomocí koeficientu korelace vypočteného ze vzorce:

$$r_{xy} = \frac{\overline{xy}}{\sqrt{(x^2 - \bar{x}^2)(y^2 - \bar{y}^2)}} \quad (3)$$

Podíl T/EBT současně vyjadřuje, jak se dělil podnik o svůj zisk se státem. I když v absolutních částkách se odvod daně z příjmů podniků v působnosti MPO ČR zvýšil ze 30 mld Kč v roce 1996 na 65 mld Kč v roce 2005, relativní daňové zatížení pokleslo o 36,57 procentních bodů. V roce 2005 tak odvedl průměrný český podnik 30,09 % ze svého provozního zisku sníženého o úroky při platné sazbě daně ve výši 26 %. Výpočty potvrdily, že reálná hodnota placené daně se opožďuje za daňovou sazbou o dva roky, kdy koeficient asynchronické korelace časových řad dosáhl hodnoty 0,89545.

Snížení daňového zatížení se příznivě projevilo v růstu vlastního kapitálu podniků (E) jako zdroje samofinancování. Vyšší tempo růstu hrubé tvorby kapitálu a začínající fáze hospodářského růstu české ekonomiky v roce 2000 vedly k otočení klesajícího trendu kvóty vlastního kapitálu (kE) v pozvolný růst. Podniky začínají hospodařit s čistým provozním přebytkem, který zhodnocuje kapitál vlastníků a umožňuje investovat do rozšiřování produkce a tím posilovat firemní pozici i nezávislost.

1.2. Úrokové zatížení

Nedostatek vlastního kapitálu v podobě zadržovaných zisků a odpisů nutí podniky k financování cizím kapitálem. Může mít povahu krátkodobých dluhů (krátkodobých bankovních a obchodních úvěrů, dluhů k zaměstnancům, emitovaných dluhových papírů, půjček apod.), nebo dlouhodobých závazků vůči věřitelům, kteří půjčili podniku své peníze na dobu delší jednoho roku, nebo investovali do dlouhodobých dluhopisů emitovaných podnikem. Vztah mezi objemem vlastního a cizího kapitálu závisí na charakteru podnikání, makroekonomickém prostředí, ve kterém se podnik nachází, a na riziku spojeném se získáváním zdrojů. Obecně platí, že cena vlastního kapitálu, placená ve formě dividendy či podílu na zisku, je vyšší než cena cizího kapitálu placená ve formě úroku [3]. Je to způsobeno tím, že investor je hlavním nositelem rizika, spojeného se špatným hospodařením, či dokonce s úpadkem podniku, přičemž může o svůj kapitál přijít.

Optimální struktura kapitálu podniku vzniká při minimu nákladů na kapitál, která se stanoví jako součet vážených nákladů na cizí (n_D) a vlastní (n_E) kapitál podle rovnice:

$$n_C = n_D + n_E = (1 - T\%) D/C + (\text{dividendový výnos} + \text{míra růstu dividend}) E/C \rightarrow \text{minimum}$$

Podnik by měl do financování zapojovat cizí kapitál jen v případě pozitivního působení finanční páky. Finanční páka $FL = C/E$ (*financial leverage*) zvedá (posiluje) podobně jako ve fyzice výdělkovou schopnost vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu. Vlastníci proto hledají větší finanční páku, aby znásobili svoje výnosy (vydání nových akcií by totiž znamenalo snížení vlastnictví a hlasovacích práv dosavadních akcionářů). Pozitivní účinek míry zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) však nastává, jen když rentabilita celkového kapitálu (ROA) je větší než úroková míra ($I\%$). V opačném případě působí finanční páka negativně. Věřitelé naopak preferují co nejnižší zadluženost (kD), neboť větší podíl vlastního kapitálu (kE) znamená větší bezpečnostní polštář proti jejich ztrátám v případě likvidace podniku [6].

Podmínky, za nichž podnik získává cizí kapitál, jsou vyjádřeny v ceně cizího kapitálu, kterou podnik platí za poskytnutí kapitálu věřitelům tzv. úrokovou redukcí zisku (IRP):

$$IRP = EBT/EBIT \quad (4)$$

Rostoucí trend ukazatele IRP posiluje podle druhého Du Pontova rozkladu, stejně jako u daňové redukce, výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Uvolňování monetární politiky státu v podobě snižování úrokových sazeb z úvěrů poskytovaných nefinančním podnikům a lepší dostupnost úvěrů znamenaly postupné snižování finanční zátěže podniků. Úroková zátěž měřená podílem placených úroků na zisku před zdaněním a úroky ($100 I/EBIT$) se v průběhu sledovaných let snížily z 54,5 % na 10,4 %. Ke zkoumání závislosti tohoto podílu na úrokové sazbě z úvěrů (viz tab. 3) bude opět použito vzorce pro výpočet korelačního koeficientu r_{xy} .

T a b u l k a 3

Vývoj úrokové redukce a podílu věřitelů na zisku průměrného českého podniku

Rok	EBT	EBIT	IRP	I %	I	I/EBIT	D	kD	ROA %
1994	x	x	x	13.11	x	x	x	x	x
1995	x	x	x	12.80	x	x	x	x	x
1996	45	99	0.45454	12.54	54	0.54545	898	0.50027	0.836
1997	46	105	0.43809	13.22	59	0.56190	1 042	0.53299	0.716
1998	49	111	0.44144	12.86	62	0.55855	1 166	0.55682	0.860
1999	39	86	0.45348	8.69	47	0.54651	1 193	0.56114	0.282
2000	84	124	0.67742	7.16	40	0.32258	1 225	0.56321	2.069
2001	107	144	0.74305	7.19	37	0.25694	1 274	0.55681	2.841
2002	133	165	0.80606	6.72	32	0.19393	1 297	0.54222	3.512
2003	155	182	0.85164	5.95	27	0.14835	1 306	0.52576	3.905
2004	212	236	0.89830	4.51	24	0.10169	1 314	0.50596	5.660
2005	216	241	0.89626	4.27	25	0.10373	1 454	0.50294	5.223

Pramen: MPO ČR; vlastní výpočty.

Z tabulky 3 je zřejmé, že za deset uplynulých let došlo k významnému poklesu úrokového zatížení podniků jak v absolutní hodnotě, tak i v relativním vyjádření.

Podíl z provozního zisku⁷ vyprodukovaného analyzovanými podniky připadající věřitelům se snížil v absolutní hodnotě během let 1996 – 2005 z 54 mld Kč na 25 mld Kč. 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. Nejtěsnější závislost mezi úrokovou sazbou a placenými úroky ($I/EBIT$) nastala, při zpoždění o jeden rok, kdy koeficient opožděné korelace dosáhl hodnoty 0,99175. Dluhy (D) v absolutní hodnotě rostly, avšak celková zadluženost (kD) se vyvíjela doplňkově ke kvótě vlastního kapitálu, tzn. že nejprve rostla a později klesala, aby se v posledním roce opět přiblížila původní hodnotě (50 %).

2. Výsledky a diskuse

Podnik začíná tvořit ekonomickou přidanou hodnotu (*Economic Value Added*) pro vlastníky [5] až v okamžiku, kdy návratnost jimi vloženého kapitálu překročí alternativní náklad (výnosnost).⁸ Hlavním faktorem ovlivňujícím návratnost vlastního kapitálu je podle druhé Du Pontovy rovnice rentabilita tržeb ($EBIT/R$), která by měl být kladná, přičemž EBIT by měl růst rychleji než tržby ($I_{EBIT} > I_R$). U zkoumaného vzorku byl tento požadavek splněn s výjimkou let 1997, 1999, 2001 a 2005, jak ukazuje tabulka 4. Pozitivně se projevil vliv úrokové redukce, který způsobil průměrný roční růst ukazatele EBT o 23,36 %, a daňové redukce, které společně způsobil růst čistého zisku v průměru ročně o 83,14 %. Index průměrného růstu čistého zisku podniku způsobeného snížením finanční zátěže (po eliminaci vlivu změny EBITu) činil 71,35 %. Také indexy růstu zisků uvedené v tabulce 4 by měly splňovat nerovnost:

$$I_{EAT} > I_{EBT} > I_{EBIT} \quad (5)$$

Tabulka 4

Indexy tempa růstu základních ukazatelů českých podniků

Index	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr (%)
I_A	1.089	1.071	1.015	1.023	1.076	1.045	1.038	1.045	1.113	5.72
I_E	1.018	1.018	1.005	1.018	1.067	1.079	1.075	1.089	1.120	5.43
I_R	1.161	1.096	0.996	1.038	1.376	1.073	1.080	1.127	1.018	10.77
I_{EBIT}	1.061	1.057	0.774	1.442	1.161	1.146	1.103	1.296	1.027	11.79
I_{EBT}	1.022	1.065	0.796	2.153	1.273	1.243	1.165	1.367	1.019	23.36
I_{EAT}	0.933	1.285	0.333	7.500	1.444	1.292	1.154	1.515	1.021	83.14

Pramen: MPO ČR; vlastní výpočty.

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

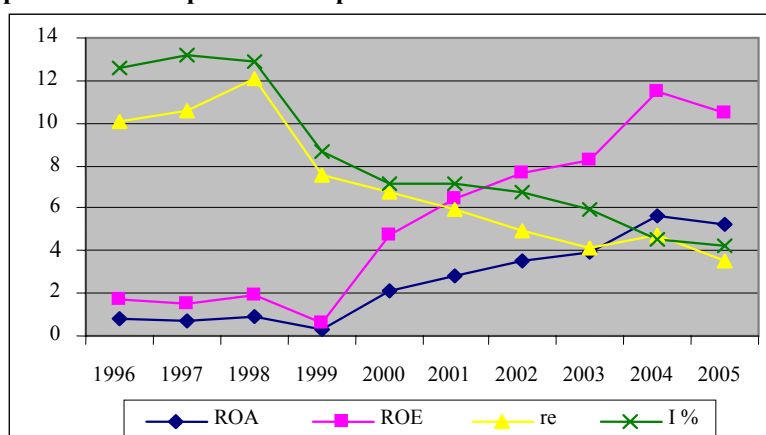
⁸ Ekonomická přidaná hodnota se určí ze vztahu $EVA = (ROE - r_e) \cdot E$ nebo $EVA = EAT - E \cdot r_e$

Obdobně se chová i obrat aktiv, který podporuje ukazatel ROA, pokud roste a index růstu by měl splňovat podmínku $I_R > I_A$. Posledním faktorem je finanční páka, která odráží vliv zapojení cizího kapitálu do financování podniku a vykazuje proměnlivý charakter.

Okamžik, od kterého začíná průměrný český podnik vytvářet hodnotu pro vlastníky, vyplývá z grafu 1, v němž je porovnán indikátor návratnosti vlastního kapitálu (ROE) s alternativní výnosností vlastního kapitálu (r_e).⁹

Graf 1

Vývoj spreadu českého průměrného podniku v letech 1996 – 2005



Pramen: MPO ČR; vlastní výpočty.

K vytváření ekonomické přidané hodnoty dochází od roku 2001 (viz tab. 5), ve kterém návratnost vlastního kapitálu překročila investory očekávanou výnosnost z vloženého kapitálu a nachází se v oblasti, v níž platí nerovnost $(ROE - r_e) > 0$.

Tabulka 5

Vývoj spreadu průměrného českého podniku

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
$ROE - r_e$	-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
$ROA - I\%$	-11.70	-12.50	-12.00	-8.41	-5.09	-4.35	-2.69	-2.05	+1.16	+0.95

Pramen: MPO ČR; vlastní výpočty.

⁹ Alternativní výnos (náklad vlastního kapitálu) je pro ilustraci v grafu uvažován v nejjednodušší formě, tj. na úrovni výnosů státních dluhopisů pro konvergenční účely 10R podle <www.mfcr.cz> – úrokové sazby.

¹⁰ Anglický termín *spread* používáme ve významu rozdíl, rozsah nebo rozpětí dvou veličin.

Obdobně se chovala i návratnost celkového kapitálu (aktiv), která se nachází od roku 2004 nad cenou cizího kapitálu (viz tab. 3) a podnikům se tedy vyplatí zapojovat do svého financování další kapitál, neboť zvyšování zadluženosti již napomáhá zlepšovat výnosnost pro vlastníky. Rozdíly mezi hodnotami indikátoru návratnosti celkového kapitálu průměrného českého podniku a cenami cizího kapitálu (tzv. *spread*¹⁰) jsou opět znázorněny v grafu 1, z něhož je zřejmé postupné sblížení obou křivek (snížování *spreadu*) až do pozitivně působící oblasti, kdy platí $ROA - I \% > 0$.

3. Predikce vývoje finančního zatížení firem

Růst výkonnosti podniků nastoupený od roku 2000 a podporovaný růstem české ekonomiky znamenal upevnění finanční situace i v posledním roce hodnoceného období a lze předpokládat, že prostředí vysokého růstu příznivé pro bilanci podniků přetrvá i nadcházejících letech. Podniky disponují vlastními zdroji potřebnými k jejich dalšímu rozvoji a nic nebrání v přístupu k úvěrovým emisím. Poklesla celková zadluženost podniků (*kD*) a klesá i zadluženost vůči bankovnímu sektoru. Pokles byl projevem snižování úrokových sazeb z úvěrů, a současně byl spojen s nárůstem aktiv, resp. vlastního kapitálu podniků, které vytvářejí hodnotu pro vlastníky i potenciální investory. Pokles úrokových sazeb vedl rovněž ke snížení nákladů na obsluhu dluhu.

K výpočtu očekávaného úvěrového zatížení v budoucím období je třeba stanovit hodnoty výchozích údajů pro léta 2006 – 2008. Extrapolací časové řady uvedené v tabulce 3 se určí pomocí lineární funkce [4] budoucí hodnoty EBIT-u a z makroekonomické prognózy MF ČR se použijí odhadované úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (viz tab. 6).

T a b u l k a 6

Predikce finančního zatížení českých podniků

Položka (v mld Kč)	2005	2006	2007	2008
EBIT	241.00	242.80	259.80	276.80
Sazba úroků (<i>I</i> %)	4.27	4.30	4.80	4.70
Placené úroky (<i>I</i>)	25.00	23.50	23.60	26.40
IRP	0.89626	0.90321	0.90916	0.90462
EBT	216.00	219.30	236.20	250.40
Sazba daně (<i>T</i> %)	26	24	24	22
Daň z příjmů (<i>T</i>)	65.00	68.50	68.60	67.10
TRP	0.69907	0.68436	0.70957	0.73203
EAT	151.00	150.08	167.60	183.30

Pramen: MPO ČR; MF ČR; vlastní výpočty.

Při zohlednění zjištěné asynchronické korelace časových řad lze odhadnout hodnoty skutečně placených úroků z čerpaných úvěrů, resp. hodnoty úrokové redukce, a konečně i vypočítat hodnoty zisku průměrného podniku před zdaněním (EBT).

$$T_t = a_0 + a_1 t \quad (6)$$

Kde konstanty se vypočítají podle následujících rovnic:

$$a_0 = \frac{1}{n} \left(\sum y_t - a_1 \sum t \right) \quad (7)$$

$$a_1 = \frac{n \cdot \sum t \cdot y_t - \sum t \sum y_t}{n \cdot \sum t^2 - (\sum t)^2} \quad (8)$$

Po dosazení vypočtených konstant do rovnice (6) je získána rovnice pro výpočet očekávaných hodnot EBIT-u:

$$\text{EBIT}_t = 55,8 + 17,012 t \quad (9)$$

Obdobným postupem se z odhadnuté sazby daně zjistí hodnoty skutečně placené daně z příjmů, resp. hodnoty daňové redukce a z nich se vypočítá hodnota průměrného zisku podniků po zdanění. Pozitivní účinek daňové redukce se neprojevuje tak intenzivně jako u úrokové redukce, neboť výpočet daně se provádí z daňového základu, a nikoliv z účetního zisku. Snižování sazby daně z příjmů právnických osob však přitahuje zahraniční investory a tím stimuluje zvyšování zaměstnanosti a vytváření nových pracovních míst. Česká ekonomika těží ze zájmu zahraničních investorů (vyšší produktivita práce, kvalifikovanější personál, propracovaný přístup v řízení lidských zdrojů, pozice na trhu atd.), a proto vedle pobídkového systému uvažuje o dalším snížení daňové sazby podobně jako v Irsku, na Slovensku nebo v Německu.

Závěr

Nízká výkonnost dosahovaná v českém podnikovém sektoru na počátku sledovaného období je připisována zejména vlivům vnějšího prostředí. 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 nerovným přístupem 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. Zlomovým rokem v českých podnicích byl rok 2000, kdy se podstatně zlepšila jejich 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 a posilování nabídkové strany ekonomiky. Podniky mohly vytvářet novou finanční strukturu v souladu s kapitálovou strukturou, aby po oddělení části zisku i pro věřitele a stát zůstala hodnota pro jejich vlastní rozvoj [1; 6].

V analýze bylo prokázáno jedno- až dvouleté zpoždění v dopadech změn sazeb daně z příjmů i placených úroků. Na růstu hodnoty pro vlastníky se dominantním způsobem podílelo snížení úrokového zatížení podniků, které odkrajovalo podnikům z hrubého zisku původně 54,5 % a pokleslo na současných 10,4 %. Tento trend by měl pokračovat vzhledem k ročnímu opožďování skutečnosti za změnou sazby i po roce 2005, ve kterém byly úrokové sazby na minimu, přestože MF ČR prognózuje pozvolný růst. Pokles daňového zatížení byl pomalejší, příspěvek pro stát z EBIT-u se snížil z původních 30,3 % na 27 %, avšak měl by být trvalejšího charakteru vzhledem k časovému opožďování za změnou sazby a k obecnému trendu snižování daňové zátěže podniků v zemích EU.

V roce 2005 došlo k zpomalení tempa růstu základních ukazatelů českých průmyslových podniků, jakoby docházelo k vyčerpání pozitivních příspěvků restrukturalizace aktiv do dynamiky výkonnosti. Pozitivní vývoj výkonnosti podniků v dalších letech by měl být zajištěn nejen vnějšími faktory (snižováním finančního zatížení), ale především vnitřními faktory, jako jsou inovace produkce a technologií, vedoucí ke snižování podílu nákladů na tržbách, zvýšení produkční síly podniků (EBIT-u) a vytváření ekonomické přidané hodnoty pro vlastníky.

Literatura

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. – ALLEN, F.: Principles of Corporate Finance. Boston: Mc Graw-Hill 2006. ISBN 0-0729-5723-9.
- [2] DAMODARAN, A.: Corporate Finance: Theory and Practice. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2000. ISBN 0-471-39220-0.
- [3] HIGGINS, R. C.: Analysis for Financial Management. Boston: R. D. Irwin, Inc. 1995. ISBN 80-7169-404-5.
- [4] HINDLS, R. – KAŇOKOVÁ, J. – NOVÁK, I.: Metody statistické analýzy pro ekonomy. Praha: Management Press 1997. ISBN 80-85943-44-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. – NEUMAIEROVÁ, I.: Rozbor výkonnosti firmy (případové studie). Praha: VŠE v Praze 2000. ISBN 80-245-0027-2.
- [6] VLACHYNSKÝ, K. – KRÁLOVIČ, J. – MARKOVIČ, P.: Finančný manažment. Bratislava: Iura edition 2002. ISBN 80-8904-717-1.
- [7] SAMUELSON, P. A. – NORDHAUS, W. D. Economics. 14. vyd. New York: McGraw-Hill 1992. ISBN 8-07-054879-X.
- [8] SEDLÁČEK, J.: Finanční zatížení firem. In: Slovenská ekonomika mýty a fakty o realite. [Medzinárodná konferenci.] Košice: PHF EU v Bratislave 2006, s. 529 – 539. ISBN 80-225-2217-1.
- [9] ZALAI, K.: Analýza rentability slovenských podnikov v rokoch 1996 – 2000. Biatic, 9, 2001, č. 12, s. 6 – 9.
- [10] <www.mfcr.cz/cps>: Úrokové sazby.
- [11] <www.mpo.cz>: Agregované hodnoty z účetních výkazů podniků v působnosti MPO ČR.