

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House Economia, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

- Václav KLAUS: Transformace ekonomiky, státní rozpočty a finanční politika 1
- Dagmar HANZLOVÁ: Účinnost hospodářské politiky a teorie investičního chování — část II 7
- Ondřej DENKSTEIN: Poznámky k připravovaným zákonům o dani z přidané hodnoty a o spotřebních daních 18

Finance a úvěr v zahraničí

- Ladislav MACHOŇ: Způsoby řízení koncernů v tržní ekonomice (1. část) 26

Recenze

- Jiří JONÁŠ: Constitutional Economics (J. Buchanan) 42

Informace

- Vratislav VÁLEK: Zasedání Leaseurope 1991 — Impuls pro rozvoj leasingu v CSFR 49

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — část 16) ss. 517—528

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

CONTENTS

- Václav KLAUS: Transformation of Economy, State Budgets and Financial Policy 1
- Dagmar HANZLOVÁ: Efficiency of Economic Policy and Theory on Investment Behavior (Part II) 7
- Ondřej DENKSTEIN: Notes to Prepared Acts on Value-Added Tax and on Excise Taxes 18

Finance and Credit Abroad

- Ladislav MACHOŇ: Ways of Controlling Syndicates in Market Economy (1st Part) 26

Book-Review

- Jiří JONÁŠ: Constitutional Economics (J. Buchanan) 42

Information

- Vratislav VÁLEK: Session Leaseurope 1991 — Challenge to Leasing Development in CSFR 49

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XVI) pp. 517—528

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klapal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulhánek, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Tříška, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

Účinnost hospodářské politiky a teorie investičního chování

Část II

Dagmar HANZLOVÁ*

V první části této studie byl podán stručný výklad základních postulátů teorie kapitálu a teorie investic, na něž teorie investičního chování navazují, nastín problematiky optimální struktury financování a tzv. asymetrické informace. Druhá část studie prezentuje základní poznatky o působení monetárních a fiskálních nástrojů na investiční výdaje.

Optimální struktura financování a nedokonalé fungování finančního a kapitálového trhu

V klasickém fiskálním systému spočívá výhodnost financování investic prostřednictvím dluhu (úvěru) v možnosti odečítat úroky od základu pro zdanění. Tradiční škola akceptuje závislost mezi kapitálovými náklady a strukturou financování a předpokládá, že firma může snižovat své kapitálové náklady a zvyšovat tržní hodnotu vlastnického podílu rozumným využíváním úvěru a emise cenných papírů (financial leverage).¹ Jakmile však začne společnost rostoucí měrou riskantně financovat, začnou věřitelé zatěžovat půjčky vyššími úrokovými sazbami a investoři požadovat stále vyšší výnosy. Za tímto bodem dochází k postupnému růstu kapitálových nákladů. V souladu s tradičním přístupem označuje tento bod „zvratu“ okamžik, kdy bylo dosaženo optimální struktury kapitálu [Van Horne 1980].

V roce 1958 vyšel známý článek Modiglianiho a Millera, v němž autoři — na rozdíl od zastánců tradičního přístupu — zdůrazňují, že celková hodnota firmy není (za předpokladu absence daně z důchodu společnosti) závislá na její struktuře financování. Za hlavní důvod považují existenci arbitráže na kapitálových trzích, která dokonalým substitutům (tj. dvěma nebo i více firmám s tímž homogenním rizikem, ale s různou strukturou kapitálu) brání v tom, aby na téměř trhu prodávaly cenné papíry za různé ceny. Při abstrahování od daně z důchodu společnosti jsou tedy kapitálové náklady (náklady financování) nezávislé na struktuře kapitálu firmy a jsou — spolu s celkovou tržní hod-

* Ing. Dagmar Hanzlová, CSc., pracovnice Ekonomického ústavu ČSAV Praha

Příspěvek byl předán redakci 29. 11. 1991.

¹ Financial leverage (nebo také capital gearing) je kombinované využití úvěru a emise cenných papírů, které se vyznačuje fixními finančními náklady ve srovnání s růstem výnosů na vlastnický podíl (obyčejnou, kmenovou akcií). Změnami metod financování a jejich kombinováním se mění poměr mezi výnosy před odečtením úroků a daní a výnosy na akci. Stupeň leverage charakterizuje velikost změny objemu výnosů propočtených na vlastnický podíl, která je ovlivněna změnami objemu výnosů před odečtením úroků a daní. Jelikož financial leverage působí na výši a proměnlivost příjmů po zdanění, ovlivňuje celkové riziko společnosti.

notou firmy — stejné pro všechny hodnoty stupně leverage. Proto jsou účinky zdanění trvalým předmětem zájmu teorií investičního chování.

Zvažování „nejlevnější“ varianty struktury financování probíhá, jak již bylo zmíněno, v podmínkách existence nedokonalých kapitálových trhů. Nedokonalosti (předvidatelné pouze zčásti) jsou způsobovány řadou faktorů, z nichž nejvýznamnější jsou fiskální politika, rozdílné úrokové sazby, již diskutované náklady zastoupení (podmíněné existencí asymetrické informace) a velikost nákladů provázejících případný bankrot. Jak potvrzují výzkumy investičního chování, přispívají nedokonalosti kapitálového trhu k nadměrným fluktuacím výstupu [Greenwald—Stiglitz—Weiss 1984]; [Bernake—Gertler 1989]. Nedokonalý kapitálový trh v kombinaci s nízkou likviditou bank pak nepřiměřeně zesiluje obtíže firem při získávání kapitálu a neúnosně zvyšuje náklady provázející financování investic.

Docílení daňových úspor při financování investic za pomoci zadlužení není zcela zaručené. K redukcí, nebo dokonce eliminaci tohoto efektu může dojít např. v důsledku zvýšení důchodové daně společností v budoucnu. Výrazně negativní účinky jsou pak přisuzovány osobní důchodové dani, a to zejména v tom případě, kdy je výnos z dluhu (úrok) zdaňován investorem vyšší sazbou než jeho výnos z kmenových akcií (common stock).²

O účincích úrokových sazeb a důchodových daní na kapitálové náklady a investiční chování bude podrobněji pojednáno níže. Zbývá objasnit mechanismus působení nákladů bankrotu na cenu dluhu. Většina autorů se shoduje v názoru, že tyto náklady jsou významné.³ Jelikož financování investic kombinováním úvěru a emise cenných papírů zvyšuje riziko bankrotu, může být firma, která realizuje riskantnější finanční strategii, pro investory méně přitažlivá než ta, která využívá dluhu opatrněji. Bankrot ovšem není obvykle lineární funkcí míry zadluženosti, neboť roste zvyšující se měrou až za určitým prahem.

Obava z bankrotu je obavou ze ztráty, která je způsobena tím, že prostředky bankrotující firmy jsou v podmínkách nedokonalých kapitálových trhů prodávány zpravidla za nižší než ekonomickou hodnotu a bankrotní řízení (jež nemusí být ovšem vždy řízením likvidačním) je zároveň spojeno s dalšími administrativními náklady. Očekávání této ztráty, evokované rostoucí rizikovostí financování, negativně ovlivňuje hodnotu firmy a její kapitálové náklady. Předpokládá se, že v důsledku růstu rizikovosti investování zvyšují úvěrující instituce úrokové sazby. Tím se zatíží příjmy akcionářů o náklady bankrotu ex ante a dojde ke snížení celkového ocenění firmy.

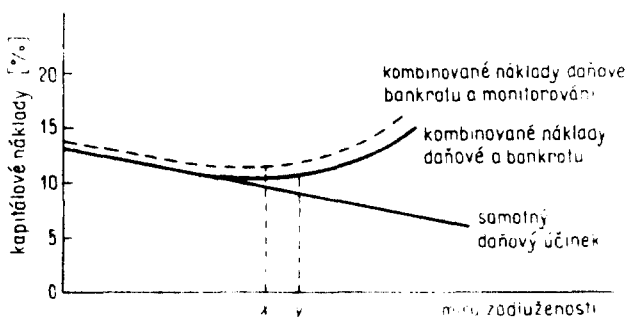
Zatímco tedy existence důchodové daně společnosti obecně „nahrává“ financování investic prostřednictvím dluhu, vyvolává na druhé straně rostoucí zadlužení firmy obavy z možného bankrotu a nákladů s ním spojených. V momentě, kdy se zadlužení blíží k hranici únosnosti, může účinek očekávaného bankrotu překrýt pozitivní účinky daně. V tomto krajním bodě *Y* je dosaženo optimální struktury financování. Zohlední-li se ještě účinky nákladů monitorování (zastoupení), nachází se optimální struktura financování již v bodě *X* [Van Horn 1980] — viz *graf č. 2*.

Definovat optimální míru zadluženosti pouze s využitím nákladů zastoupení se pokusili P. Desbrières a P. Dumontier [1990]. Vyšli přitom z předpokladu, že zadlužením lze nejlépe řešit konflikty mezi akcionáři a manažery na jedné straně a akcionáři a věřiteli na druhé straně a zároveň významně snížit náklady zastoupení, které tyto konflikty provázejí. Proto je v jejich případě optimální míra zadluženosti a optimální struktura financování dosaženo v momentě, kdy se (při rostoucí míře zadluženosti) „protnou“ klesající náklady zastoupení, jež jsou podmíněny existencí asymetrické informace mezi

² Osobní důchody jsou vypláceny ze zisku po zdanění. Dividendy až po vyplacení úroků z emitovaných cenných papírů.

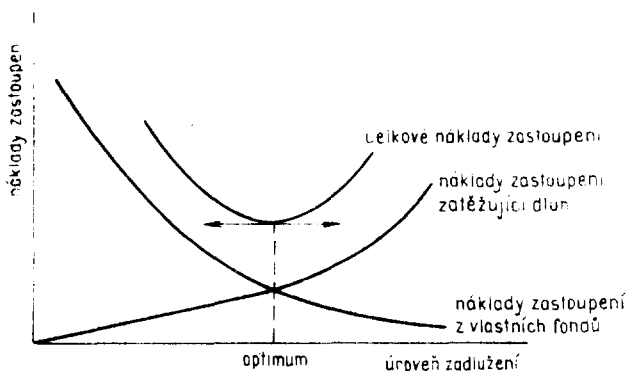
³ Náklady bankrotu považují za nevýznamné např. Haugen a Senbet [1978].

Graf č. 2 Optimální struktura financování — daně a náklady bankrotu a monitorování



akcionáři a manažery (a hrazeny z interních fondů), s rostoucími náklady zastoupení, jež jsou vyvolány konfliktností vztahů mezi akcionáři a věřiteli (a hrazeny z dluhu). V tomto bodě jsou celkové náklady zastoupení — generované asymetrickou informací — minimální (graf č. 3). V závěru své studie autoři zdůrazňují, že financování aktivit podniku je extrémně komplexní problém a je nesnadné stanovit obecná pravidla „zacházení“ s úvěrem. Výběr způsobu financování závisí na velkém množství faktorů, které mohou být vzaty v úvahu až v momentě vlastního rozhodování.

Graf č. 3 Optimální struktura financování — náklady zastoupení (monitorování)



Vnější zdroje financování investic

Úvěry a monetární politika

Jak již bylo řečeno, je za velkou přednost financování investic dluhem považována skutečnost, že dluh má povahu daňové výhody a přispívá tudíž ke snížení kapitálových nákladů. V duchu této logiky pak platí, že čím větší část investičních výdajů je kryta dluhem, tím větší je podpora mající charakter daňové úlevy a tím větší je hodnota firmy.

Samotná výše úrokové sazby je prioritně určována inflačním očekáváním, peněžní nabídkou, vládním deficitem, stupněm využití kapacit a světovými úrokovými sazbami

[Modigliani—Japelli 1988]. Feldstein a Green [1979] rovněž upozorňují na determinovanost výše úrokové sazby strukturou daňových sazeb, pravidly pro odpisování a chováním investorů.

S ohledem na váhu úvěrů ve struktuře financování investic jsou podle D. Temana [1991] vysoké reálné úrokové sazby pro ekonomiku nepříznivé z několika důvodů. Jejich negativní vliv nespočívá pouze v tom, že zvyšují náklady financování investic, ale i v tom, že přizívají inflaci. Riziko, že firma nebude schopna v termínu splnit své závazky vůči věřitelům, ale také obava, že v případě kolísání úrovně úrokových sazeb se budou měnit i hodnoty obligací vydaných samotnou firmou, nepříznivě ovlivňují investiční rozhodnutí.

V průběhu 50. a 60. let byl ve vyspělých zemích pohyb úrokových sazeb relativně omezený a míry inflace mírné a stabilní. V důsledku toho bylo možné udržovat úrokové sazby na relativně nízké úrovni a s minimálními riziky pak odhadovat směr jejich budoucích změn. To přirozeně vytvářelo velmi příznivé podmínky pro kalkulace výnosnosti investičních projektů. Ovlivňování finančního prostředí státem prostřednictvím podpory peněžních trhů bylo v tomto období tak intenzivní, že to nejhorší, co mohlo spekulantů potkat, bylo, že přišel o zisk. Ztráty absorboval stát. Jak uvádí J. R. Revell [1980], stalo se v průběhu 60. let trvalou součástí debat v akademických kruzích téma frustrace monetární politiky „blíže bankám“ (near-banks). Diskutující se nakonec shodli na názoru, že by ke zmenšení této frustrace přispělo, kdyby se všechny typy úvěrových institucí podřídily stejné kontrole. V druhé etapě byla diskutována otázka posílení konkurence uvnitř finančního systému.

Ve většině vyspělých zemí probíhala deregulace finančních systémů ještě počátkem 80. let. Jedním z důsledků přijatých opatření bylo odstranění oficiální regulace úrokové sazby nebo dohod (kartelů) finančních institucí, s cílem zlepšit alokační účinnost finančního systému a podpořit rozvoj inovací finančních služeb.

Jestliže až do poloviny 70. let byla strategie hospodářské politiky vyspělých zemí orientována na velkorysou podporu investic, v letech následujících se — pod vlivem silících liberalizačních tlaků — začala prosazovat hospodářská politika koncipovaná neutrálněji. Jejím cílem byla větší provázanost efektivnosti investičních projektů s liberalizovanými úrokovými sazbami. Kritici dosavadní silně proinvestičně orientované hospodářské politiky argumentovali tím, že výše soukromých investic je v první řadě determinována vývojem poptávky, zatímco vliv přímých finančních stimulů je až druhořadý.

Proces deregulace finančních systémů byl v druhé polovině 70. let ztěžován akcelerující inflací, která dramaticky zvedla hladinu úrokových sazeb. Po posledním vzestupu inflace v roce 1980 (vyvolaném druhým ropným šokem) se sice — na rozdíl od předchozího období — změnil inflační proces postupně na definflaci, nicméně úrokové sazby zůstaly i nadále na vysoké úrovni. Rozsah zdražení úvěrů, k němuž došlo ve vyspělých zemích v těchto letech, názorně ilustruje příklad z Francie, kde podíl úroků na přidané hodnotě vzrostl ze 6,6 % v roce 1970, na 10,3 % v roce 1984 [Lagane 1987].

K udržení vysokých úrokových sazeb po celé období 80. let přispěly — kromě přetrvávajících inflačních očekávání — také pokles úspor, rozpočtové deficity, rostoucí rizika, zvýšení zisků, monetární politika a chybějící mezinárodní koordinace [Teman 1991]. Dalším faktorem, který rovněž nelze v této souvislosti opomenout, bylo postupné uvolňování mezinárodních kapitálových toků. Liberalizace mezinárodního pohybu kapitálu současně napomohla k vyrovnávání měr výnosnosti v jednotlivých zemích.

Studie hodnotící účinky vzestupných reálných úrokových sazeb se shodují v tom, že přílišný vzestup nákladů financování formou úvěrů negativně ovlivnil proces obnovy a růstu výrobních kapacit a stal se překážkou bránící ekonomické expanzi a zaměstnanosti. V roce 1984 došlo poprvé v moderních průmyslových dějinách k tomu, že průměrná míra výnosnosti fixního kapitálu (zejména ve Velké Británii a Itálii) klesla pod očekávanou reálnou úrokovou míru. Následkem toho začaly být rostoucí měrou

upřednostňovány finanční investice před investicemi do fyzického kapitálu. Obdobný vývoj byl zaznamenán také např. ve Francii.

Uvedené tvrzení však neplatí absolutně, jak dokládají empirické analýzy. Prvý příklad je z USA, kde zcela paradoxně vzrostly v letech 1983—1984 průmyslové investice o 36 %, přestože reálné úrokové sazby oscilovaly v té době mezi 6—9 %. Podle propočtených odhadů mohl systém urychlené amortizace redukovat průměrné náklady spojené s pořízením fixního kapitálu zhruba o 5 % [Problèmes économiques, No 2.087, 1988].

Další důkaz o značné podmíněnosti hodnocení vlivu úrokové míry na investiční aktivitu poskytuje příklad z Francie. Podle výsledků analýzy finančních zdrojů francouzských podniků [Ponthieux-Chassard 1991] se navzdory „velmi vysoké úrokové míře“ zvyšoval v letech silného investičního oživení podíl úroků na celkových investičních výdajích. Ačkoli nominální hodnota úrokových sazeb ve Francii dosahovala v období 1986—1989 zhruba 10 % a jejich reálná úroveň se odhadovala na více než 6 %, tvořil podíl úvěrů na celkových investičních výdajích v roce 1989 jednu třetinu (podíl interních zdrojů činil zhruba 43 %, zbytek pokryla emise cenných papírů), zatímco v roce 1986 byl podíl úvěrů prakticky bezvýznamný (62 % investičních výdajů bylo kryto autofinancováním, zbytek pak uhradila emise finančních aktiv). Investiční výdaje se za sledované období zvýšily o více než 80 %.

Skutečnost, že se v obou výše uvedených případech významný vzestup investičních výdajů realizoval navzdory relativně vysoké nákladnosti úvěrů, potvrzuje, že analýza účinnosti úrokové míry, jež je prováděna bez ohledu na možné působení dalších investičních determinant, nemusí vždy přinést zcela objektivní výsledky. Příklad z Francie současně nahrává teoriím, které považují poptávku po produktech a službách za nejdominantnější investiční determinantu.

Finanční inovace

Rozvoj finančních systémů, probíhající ve vyspělých zemích od druhé poloviny 70. let, a jejich internacionalizace byly umožněny jak novým přístupem státních institucí, tak také v neposlední řadě velmi nákladnou modernizací, která usnadnila a urychlila realizaci finančních transakcí. Posílení konkurenčního prostředí na kapitálových trzích a rozšíření možností externího financování investičních projektů tyto dodatečné zdroje firmám více zpřístupnilo a současně poněkud oslabilo rizika spojená s jejich využitím — díky rozložení těchto rizik na větší počet investorů. Kapitálové trhy se staly klíčovým prvkem fungování moderní ekonomiky, nástrojem alokace volných finančních zdrojů do nejziskovějších investičních příležitostí.

Produkty rozvoje kapitálových trhů, finanční inovace, lze rozřadit podle jejich charakteru do následujících 5 skupin: 1. speciální dlužní nástroje (tj. cenné papíry využívající pohyblivé úrokové sazby nebo speciální fixní úrokové sazby); 2. leasing; 3. hybridní nástroje vykazující smíšené rysy financování formou zadlužení a rozšířením kmenového jmění (debt-equity); jejich předností je větší pružnost finančních závazků; 4. speciální nástroje financování rozšiřující kmenové jmění, které jsou emitovány mimo tradiční burzy cenných papírů (eurokmenové akcie a venture kapitál) a 5. riziko snižující nástroje (např. opce). Co se týče leasingu, tento speciální nástroj zadlužení byl sice využíván ještě před vznikem finančních inovací, jeho zařazení mezi finanční inovace však autoři uvedené klasifikace [Viñals—Berges 1988] zdůvodňují tím, že vztah leasingu k reálným investicím je pravděpodobně — v porovnání s ostatními nástroji — daleko nejtěsnější.

Van Horne [1985] doporučuje zahrnout do finančních inovací nejen všechny nové finanční nástroje, ale také ty procesy, které přispívají k větší efektivnosti trhu, a tudíž napomáhají k dosažení lepší alokace zdrojů (elektronické transfery fondů).

Studie zabývající se účinky finančních inovací jsou z větší části zaměřeny na zkoumání vlivu těchto inovací na finanční stabilitu a monetární politiku a podstatně menší pozornost zatím věnují dopadům na investiční rozhodnutí. Dosavadní hodnocení investičních účinků finančních inovací jsou rozporná. Tak např. podle Viñalse a Bergese se v letech 1980—1986 rozvoj nových finančních nástrojů neprojevil ani v růstu dostupnosti externích financí pro evropské firmy, ani ve snížení jejich závislosti na bankovním úvěru, ani se významněji neodrazil ve změnách zadluženosti.

Z analýzy provedené těmito autory vyplývá, že ze všech potenciálně použitelných finančních inovačních nástrojů byly firmami nejčastěji využívány leasing, půjčky s proměnlivými úrokovými sazbami a „swapy“⁴, které firmám umožňují měnit typy fondů nebo podmínky půjček. Tak např. v USA se již v roce 1982 podílel leasing na financování investic z 28 %, zatímco ve Velké Británii to bylo v té době ještě pouhých 13 %, ve Francii necelých 9 % a v SRN pouhých 3 %. Jak uvádí Le Jariel [1990], v západoevropských zemích došlo k velmi rychlému rozvoji leasingového trhu až v průběhu 80. let. V roce 1988 se (ve srovnání s rokem 1987) zvýšil objem nových leasingových operací v sedmi západoevropských zemích o více než 41 %. Jeho celkový objem dosáhl v absolutním vyjádření zhruba 61 mld. ECU, tedy přibližně čtvrtiny světového leasingového trhu.

Šance na větší využití mají pouze takové inovace, které snižují transakční náklady v nejvyšší možné míře, a ty, které umožňují co nejlépe rozložit ekonomické riziko [Levich 1987]. Hlavní příčinu nevyužití potenciálních efektů, které by finanční inovace (nástroje) mohly přinést, spatřují Viñals a Berges v tom, že počet finančních nástrojů neodpovídá počtu možných eventualit a že nedokonalé fungování současných kapitálových trhů produkuje neuspokojenou poptávku po finančních službách. Směrování úspor do investic je tudíž provázáno vysokými transakčními náklady. To má vliv na rozdíl mezi výnosem, který získávají jednotlivci z vložených prostředků, a nákladem, který platí jako dlužníci.

Nejvhodnějším nástrojem podpory investic je, dle Viñalse a Bergese, přiměřená makroekonomická politika ovlivňující nabídku a poptávku, a nikoli finanční politika. Autoři upozorňují na nebezpečí, že deregulace a volné finanční trhy mohou vést především k bujení mezibankovních transakcí, sekundárních trhů a spekulativních obchodů, a nikoli ke skutečné pomoci firmám při financování efektivních investičních projektů.

Optimistické hodnocení rozvoje kapitálových trhů je naopak obsaženo ve studii OECD [1987], která považuje vliv rozvoje finančních trhů na investice za významný. Ve studii je zdůrazněna nutnost zohlednit při posuzování reakce investic na finanční inovace změnu, k níž dochází ve struktuře celkových hrubých investic. Tato změna se projevuje ve snižování podílu výdajů na stroje a zařízení a naopak v rychlém růstu podílu investic do výzkumu a rozvoje, organizace, softwaru a marketingu. Je proto relevantní konfrontovat rozvoj finančních inovací právě s touto (v řadě odvětví již dominující) složkou hrubých investic. Porovnání dat v *tabulce č. 1* signalizuje v obou případech (a, b) rostoucí trend.

Zmíněný přístup k hodnocení účinků finančních inovací je konformní s poznatky výzkumů zabývajících se vlivem technického rozvoje na dynamiku a strukturu investic. Tyto výzkumy přičítají celkové snížení investiční aktivity ve vyspělých ekonomikách hlubokým kvalitativním změnám, jež prodělává investiční proces jako celek. Oživení materiálních investic se uskutečňuje za pomoci růstu inovačního úsilí, výzkumu a vývoje, marketingu a obchodních operací, obecně zahrnovaných pod pojem „nehmotné investice“ [Lagane, 1987].

Z hlediska budoucího vývoje lze očekávat, že další rozvoj finančních inovací a proces internacionalizace kapitálových trhů nepochybně prostor pro využívání nástrojů monetární politiky při ovlivňování investičního chování dále zmenší.

⁴ Nejobecnějším typem „swapu“ je změna pevných úrokových sazeb na pohyblivé.

Tabulka č. 1 Rozvoj struktury financování velkých společností

	USA		Japonsko		Francie		Itálie	
	a)	b)	a)	b)	a)	b)	a)	b)
1975—76	35,3	64,7	7,7	92,3	8,5	91,5	8,8	91,2
1983—84	54,7	45,3	18,2	81,8	23,9	76,1	40,1	59,9

pramen: [OECD 1987, s. 166]

poznámka: Údaje vyjádřeny v procentech, jako podíly na celkových externích zdrojích; a) jsou vydané cenné papíry, b) výpůjčky — jedná se o všechny další formy financování, vč. obchodních úvěrů. Za nehmotné investice jsou zde považovány výdaje na uvedené činnosti, které společnosti evidovaly na kapitálových účtech, nikoli na účtech běžných.

Vnitřní zdroje financování

Daně a likvidita

Vliv daňového systému na investiční aktivitu se (obdobně jako cena úvěru) prosazuje ve dvou, vzájemně propojených rovinách. Daně ze zisku společností ovlivňují investiční aktivitu firem: a) tím, že vstupují do propočtů výnosnosti zvažovaných investičních projektů jako fiskální náklady, které je nutné odvést z očekávaných budoucích příjmů, a za b) tím, že výrazným způsobem (vedle vlastní výkonnosti) spoluurčují likviditu firem, a tedy dostupnost interních fondů.

Jak zcela jednoznačně dokládají výsledky analýz, jsou účinky daňového systému na investiční chování velmi pronikavé. Tak např. při hodnocení tří hlavních daňových reforem, jež byly realizovány v USA v průběhu let 1956—1962, došli Hall a Jorgenson [1967] k závěru, že velmi výrazné účinky na investice mělo zejména zavedení metod urychleného odepisování (zvláště v případě stavebních investic) a uzákonění investičního daňového úvěru.⁵ Tyto poznatky mohou, dle autorů, posloužit jako přesvědčivý důkaz o vysoké účinnosti fiskální politiky na investiční chování. Jejich hypotetický propočet, který kalkuloval s další etapou liberalizace odpisové politiky, prokázal případně další zvýšení investičních efektů.

O účinnosti investičního daňového úvěru svědčí také skutečnost, že po dobu jeho využívání byly v USA úvěrové sazby průběžně upravovány, aby se zamezilo investičnímu přehřívání ekonomiky. Přestože tyto typy proinvestičních daňových úlev byly zrušeny v polovině 80. let, v zájmu posilování neutrality daňových systémů jsou i nadále jejich účinky předmětem výzkumu. (Viz např. [Lyon 1989].)

Při relativně vysoké dostupnosti úvěrů, tj. zhruba až do druhé poloviny 60. let, se výzkum omezoval především na propočty účinků daňové politiky na kapitálové náklady. Přitom se vycházelo z předpokladu, že pro podnikatele očekávajícího zisk je nákup kapitálového zboží přitažlivější, je-li kapitál levnější. V žádném případě se autoři těchto studií (z nichž k nejznámějším patří N. B. Ture, S. B. Chase a R. A. Musgrave) nezabývali analýzou přímého vlivu daní na investice. Ochabování investiční dynamiky v následujících letech zájem o tuto problematiku oživilo. Těžiště analýzy účinků fiskální politiky na investice se začalo postupně přesouvat z problematiky výnosnosti investičních projektů k otázce dostupnosti investičních zdrojů. Daňový systém vytváří hierarchii financování, ve které prahová hodnota q^6 pro marginální investici je dána dostupností vnitřních financí [Fazzari—Hubart—Petersen 1988].

⁵ Investiční daňový úvěr spočíval v odpočtu části investičních výdajů, jež odpovídala stanovenému úvěrovému procentu, od sumy zisku určené ke zdanění. Ve Velké Británii se praktikovala tzv. prvotní sleva, která umožňovala v roce, kdy byl uskutečněn prvý odpis, odepsat navíc ještě určité procento z ceny investice. V letech 1981—1984 tak bylo možné odepsat v prvním roce prakticky celkovou zálohovanou částku.

Jedna z prvních prací, která upozornila na vliv likvidity na investice, byla empirická studie Meyera a Kuha [1957]. Její význam potvrzuje i skutečnost, že z ní vycházeli autoři zkoumající tuto problematiku v letech následujících. Všechny tyto studie dospěly k základnímu poznatku, že vysoká likvidita signalizuje, že firma si vede dobře a je pravděpodobné, že tomu tak bude i v budoucnu. Likvidnější firmy disponují lepšími investičními příležitostmi a není tudíž překvapující, že mají tendenci i více investovat.

V literatuře se lze však setkat i s názorem opačným a sice, že podniky, které disponují nejpříznivějšími růstovými příležitostmi, jsou nejzadluženější [Desbrières—Dumontier 1990]. Toto tvrzení se opírá především o argument, že prostřednictvím zadlužení jsou investoři informováni o situaci podniku, a proto úvěrují ty firmy, které poskytují záruku návratnosti zapůjčených finančních prostředků.

Obecně lze konstatovat, že dostupnost interních fondů zbavuje podnikatele rizik plynoucích ze splácení úvěrů v podmínkách nejisté budoucnosti a snižuje potřebu podstupovat obtížná jednání s bankami. Jak ukázaly výsledky výzkumu podmínek, za nichž jsou investice citlivé na likviditu, je vztah firem k finančním zprostředkovatelům neméně významným faktorem investičního rozhodování než nejistota budoucího vývoje. Testování závislosti společností na likviditě potvrdilo, že firmy, o jejichž zdraví nemají banky dostatečné informace, musejí čelit značným problémům při získávání úvěrových zdrojů a jsou tudíž více závislé na dostupnosti interních fondů — a naopak. Výzkum rovněž prokázal, že bankovní dohled nad společnostmi se pozitivně projevuje v nižším podílu bankrotujících firem ve srovnání se společnostmi, jež bankami monitorovány nejsou [Hoshi—Kashyap—Scharfstein 1991].

K obdobným závěrům dospívají také Fazzari, Hubbard a Petersen. Podle nich pro firmy, které musejí čelit nedokonalosti trhů externích financí, nejsou ani zdaleka tak důležité kapitálové náklady, jejichž výši určují centralizované trhy cenných papírů. Pokud náklady spojené s externím financováním výrazně převyšují náklady provázející financování z interních fondů, závisí osud investic podstatnou měrou na dostupných interních zdrojích. U těchto firem je objem důchodů, které musejí odvést formou daní, významným investičním limitem, a tudíž průměrná daňová sazba z důchodu ziskového z již realizovaných projektů ovlivňuje výši budoucích investičních výdajů.

V opačném případě, jsou-li náklady na externí financování přijatelné, není pro firmy obtížné pokrýt výkyvy v objemu vlastních zdrojů zdroji externími. Z toho Fazzari a jeho spolupracovníci vyvozují, že pokud informační problém neúměrně zvyšuje náklady externího financování, korelují fluktuace investic těsně s fluktuacemi toku důchodů. Vysoká závislost investičních výdajů na toku důchodů je charakteristická zejména pro nově se rozvíjející firmy. Při analyzování účinků finančních systémů na investice je proto nutné zohlednit heterogennost firem, neboť změny v průměrném daňovém zatížení u firem, které nemají přístup k levnějším externím zdrojům, mohou mít větší význam než účinky vyvolané změnami velikosti marginální daně.

Fazzari, Hubbard a Petersen upozorňují, že přijetí příliš zjednodušených předpokladů o investičním chování firem vede k mylnému závěru, že marginální daň z příjmů z nových projektů je závislá na samotné investici, a nikoli na průměrném daňovém zatížení příjmů, z nichž je tato investice financována [Fazzari—Hubbard—Petersen 1988]. Mezi agregátními investicemi a zisky korporací existuje pozitivní vztah, který je ovlivněn zdaněním [Edwards—Mayer 1991].

Ani daňové reformy, které se v průběhu 80. let realizovaly ve vyspělých zemích, nevedly k naprostému potlačení celkově spíše proinvestičního charakteru fiskální politiky, což lze doložit např. zachováním systému daňové amortizace [Hanzlová 1991]. Ve prospěch tohoto tvrzení hovoří i rostoucí podíl interních zdrojů ve finanční struktuře

⁶ Podle teorie J. Tobina je q definováno jako poměr mezi oceněním fyzického kapitálu firmy na kapitálové burze a běžnými náklady nutnými na jeho obnovu.

společností (*tabulka. č. 2*), který nemůže být uspokojivě vysvětlen růstem samotných zisků [Viñals—Berges 1988]. Představu o rozsahu samofinancování lze demonstrovat na příkladu Francie, kde v roce 1980 dosahovala míra samofinancování investic 60 %, v roce 1985 vzrostla na 80 % a v roce následujícím dosáhla svého vrcholu, tj. více než 95 % [Pontheiux—Chassard 1991].

Tabulka č. 2 Závislost firem na interních zdrojích (podíl interních zdrojů^a na zdrojích celkových)

v %

země	období	
	1975—1980	1981—1985
Německo	68,3	81,1
Francie	47,3	38,6
Itálie	23,8	23,9
Velká Británie	52,6	55,9
Nizozemí	53,1	71,4
USA	57,2	68,1

pramen: [Viñals—Berges—1988, s.194]

poznámka: ^aprůměrný tok důchodů za období u nefinančních společností

Optimální zdanění důchodu z kapitálu

Ve snaze předejít neefektivní alokaci zdrojů, která se prostřednictvím daňové struktury uskutečňuje na úkor investic, jsou zkoumány možnosti tzv. optimálního zdanění. Podle M. Feldsteina [1990] lze z hlediska fiskální politiky problém optimálního zdanění definovat tak, že stanovení výše daně z důchodu společnosti má být podřízeno potřebě maximalizace celkového výstupu — při respektování potřeb státního rozpočtu a při zohlednění snahy investorů alokovat dostupný kapitál tak, aby se vyrovnaly čisté míry výnosnosti. Za závažnou příčinu, jež vyvolává nepřiměřené zdanění důchodu z kapitálu, označuje Feldstein určitou míru mzdové elasticity pracovní nabídky a elasticitu úroku. Příliš vysoké zdanění ostře redukuje míru výnosnosti a odrazuje od akumulace [Feldstein 1978].

Na souvislost mezi účinností daňového systému a jeho schopností akceptovat elasticitu substituce všech relevantních marginálních nákladů upozorňují rovněž Jorgenson a Yun [1990]. Proto je nutné při oceňování důsledků daňových reforem (které jsou provázány změnami ve zdanění důchodu z kapitálu) věnovat hlavní pozornost marginálním nákladům vynaloženým v průběhu času. Tyto výdaje jsou, jak známo, závislé na alokaci zdrojů mezi současnou a budoucí spotřebou.

Ve snaze maximálně optimalizovat alokaci kapitálu do investičních příležitostí doporučují někteří autoři zrušit daň z důchodu společností a nahradit ji daněmi spotřebními nebo daněmi z pracovních příjmů. Jedním ze známých zastánců této myšlenky je A. C. Harberger [1966]. Jeho analýza účinku daňové politiky na účinnost alokace kapitálu je limitována alokací daně kapitálové sazby. Jelikož sklon k úsporám může být ovlivněn změnami daňové politiky, musí být zásoba kapitálu determinována endogenně — s ohledem na uvažovaný ekonomický dopad daňové reformy. Dále musí být podle Harbergera pojem účinné alokace zdrojů rozšířen o mezikasovou alokaci. Eliminace daňových zkreslení v průběhu mezikasové alokace zdrojů pak vyžaduje, aby důchod z kapitálu nebyl zdaňován vůbec.

Jak konstatují Jorgenson a Yun [1990], návrhy na eliminaci daně z důchodu z kapitá-

lu ignorují skutečnost, že pokřivení alokace zdrojů — generované tímto typem daně — by bylo nutně nahrazeno jinými (daněmi indukovanými) pokřiveními.

Významným zastáncem zrušení daně z důchodu a jejího nahrazení spotřební daní (z důvodu obtížné měřitelnosti důchodu) je J. Bradford [1980]. Jak podotýká J. Slemrod [1990], problém daňové arbitráže naznačuje, že výše sazby daně z kapitálového důchodu není sama o sobě tak důležitá. Důležitější je problém její jednotnosti s ohledem na strukturu financování, proces zprostředkování a identitu majetku vlastníka. Adekvátnější způsob zdanění je tudíž ten, který je schopen lépe splnit podmínku jednotnosti. Z diskuse o měřitelnosti obou typů daní J. Slemrod vyvozuje, že jde především o otázku optimálních daňových systémů než o problém optimálního zdanění.

Diferencované zdanění důchodu z kapitálu je všeobecně považováno za závažný nedostatek existujících daňových systémů, který zapříčiňuje jejich sníženou efektivnost. Absence jednotného zdanění konkurenčních ekonomických aktivit vytváří nepřiměřenou diferenci mezi mírou výnosnosti investic před a po zdanění u prostředků využívaných v různých sektorech či majících rozdílnou dobu životnosti. Asymetrie zdaňovaných zisků je jednou z možných příčin fluktuací agregátu investic [Edwards — Mayer 1991]. Nicméně, jak připouští Harberger, vyžaduje účinné využití kapitálu jednotnou daňovou sazbu pouze za restriktivního předpokladu, že alokace kapitálu je oddělena od alokace ostatních zdrojů ve výrobě a spotřebě. Obecně řečeno, jednotná úprava důchodu z kapitálu není podle Harbergera ani nutná, ani postačující pro účinnou alokaci zdrojů.

Že není optimální zdaňovat všechny typy kapitálu stejně (nejsou-li vytvořeny všeobecné podmínky pro realizaci optimální fiskální politiky), dokazuje rovněž A. Auerbach [1979]. Konvenční přístup, který usiluje o stanovení všech daňových sazeb na stejné úrovni, musí být modifikován, neboť v reálné ekonomice je výše těchto sazeb určována — více či méně — pod politickým tlakem. Proto daňové sazby nemají optimální hodnotu. Do doby, než bude dosaženo stavu, kdy politický tlak nebude působit proti optimalizaci všech daňových sazeb, doporučuje M. Feldstein [1967, 1990], aby se ekonomický výzkum zaměřil na hledání optimálního „druhého nejlepšího“ diferencovaného zdanění důchodu z kapitálu. Pojednání o vlivu daňové politiky na investiční chování je — podle jeho názoru — historií boje mezi praxí hospodářské politiky a ekonomickou teorií.

LITERATURA

A Concise Dictionary of Business. Oxford, University Press 1990

AUERBACH, A.: Wealth maximization and the cost of capital. *Quarterly Journal of Economics*, 93, 1979.

BERNAKE, B.—GERTLER, M.: Agency costs, net worth and business fluctuations. *American Economic Review*, 1989, s. 14—31.

DESBRIÈRES, P.—DUMONTIER, P.: Quelle structure de financement optimale pour les entreprises. *Problèmes économiques*, No 2.171, 1990.

BRADFORD, D.: The case for personal consumption tax. (ed. Pechman, J.) In: *What Should Be Taxed: Income or Expenditure*. Washington, D. C., Brookings Institution 1980.

EDWARDS, J. S. S.—MAYER, C. P.: Leasing, taxes, and the cost of capital. *Journal of Public Economics*, 44, 1991, s. 173—197 (North—Holland).

FAZZARI, S.—HUBBARD, R. G.—PETERSEN, B.: Tax policy and investment: A reconsideration. *The American Economic Review*, May 1988.

FELDSTEIN, M.: The welfare cost of capital income taxation. *Journal of Political Economy*, April 1978, Part 2.

FELDSTEIN, M.—GREEN, J.—SLESILSKI, E.: Corporate financial policy and taxation in growing economy. *Quarterly Journal of Economics*, 1979.

FELDSTEIN, M.: The second best theory of differential capital taxation, *Oxford Economic Papers*, 1990, č. 1.

GREENWALD, B.—STIGLITZ, J.—WEIS, A.: Informational imperfections and macroeconomic fluctuations. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 1984, s. 194—199.

- HALL, R. E.—JORGENSEN, D. W.: Tax policy and investment behavior. *The American Economic Review*, June 1967.
- HANZLOVÁ, D.: Finanční a odpisová politika a proces transformace čs. ekonomiky. *Finance a úvěr*, 1991, č. 2.
- HAUGEN, R. A.—SENBET, L. W.: The irrelevance of bankruptcy costs to theory of optimal capital structure. *Journal of Finance*, 33, June 1978.
- HARBERGER, A. C.: Efficiency effects of taxes on income from capital, *Effects of Corporation Income Tax*. (ed. M. Krzyzaniak) Detroit, Wayne State University Press 1966.
- HOSHI, T.—KASHYAP, A.—SCHARFSTEIN, D.: Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, February 1991.
- JORGENSEN, D. W.—YUN, K.: Tax reform and U.S. economic growth. *Journal of Political Economy*, 1990, č. 5.
- LAGANE, R.: Les conditions de la modernisation de l'économie française: Le rôle de l'investissement. *Problèmes économiques*, 1987; č. 2. 046.
- Le JARIEL, Y.: Le marché du crédit-bail. *Problèmes économiques*, 1990, č. 2.171.
- LEVICH, R. M.: Financial Innovations in International Financial Markets. Working Paper, 1987, č. 2277 (National Bureau of Economic Research).
- LYON, A. B.: The effect of the investment tax credit on the value of the firm. *Journal of Public Economics*, 38, 1989, s. 227—247 (North-Holland).
- MEYER, J.—KUHL, E.: *The Investment Decision*, Cambridge, MA: Harvard University Press 1957.
- MODIGLIANI, F.—MILLER, M. H.: The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 1958, s. 261—297.
- MODIGLIANI, F.—JAPPELLI, T.: The determinants of interest rates in the Italian economy. *Review of Economic Conditions in Italy*, 1988, č. 1.
- OECD: *Structural Adjustment and Economic Performance*. Paris 1987.
- PONTHIEUX, S.—CHASSARD, Y.: Les ressources financières des entreprises et leur utilisation depuis 1970. *Problèmes économiques*, 1991, č. 2.209.
- Problèmes économiques: Taux d'intérêt réels et activité économique*, 1988, č. 2.087, s. 23—25.
- REVELL, J. R. S.: *Costs and Margins in Banking, An International Survey*. Paris, OECD 1980.
- SLEMROD, J.: Optimal taxation and optimal tax systems, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, 1990, č. 1.
- TEMAN, D.: Pourquoi les taux d'intérêt réels sont-ils si élevés. *Problèmes économiques*, 1991, č. 2.216.
- VAN HORNE, J. C.: *Financial Management and Policy*. New Jersey, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs 1980.
- VAN HORNE, J. C.: Of financial innovation and excesses. *Journal of Finance*, 1985, s. 621—631.
- VINALS, J.—BERGES, A.: *Financial Innovation and Capital Formation*. 1988.

SUMMARY

Efficiency of Economic Policy and Theory on Investment Behavior (2nd Part)

Reaching the optimal (at least costly) structure of financing investment is related to price and risk taking of drawing different financial sources which are to disposal. Since the deficit financing makes use of tax advantages under the classical fiscal structure (capital consumption allowances) it is generally believed the bigger debt the bigger tax allowance and the bigger value of a firm. The market imperfection (generated especially by fiscal as well as monetary policy, the stage of market development, and the cost of bankruptcy) modifies this relation. Tax effects are, therefore, paid attention by the investment behavior theory. As contrast to growing use of financial innovation there is an important share of credit in the capital set-up. The interest rate is therefore still considered to be an outstanding investment determinant. Moreover it seems that the level of demand is even more dominant determinant, which may entirely or partly eliminate the negative impact of dramatically increased interest rates.