

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelsví Economía, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, l. 6141
Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economía, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Aleš BULÍŘ: Diferenciace bankovní klientely v podmínkách asymetrické informace (2. část) 469

Jaruše KRAUSEOVÁ: Analýza kapitálové struktury českých firem 481

Rozpočtová politika — jaká byla, je a bude — 5. část:

Miroslav TUČEK: 50 let veřejných financí v ČR (1945—1995) 492

Jiří KINKOR: Veřejné statky a selhání trhu: rakouská perspektiva 506

Z historie

Karel PŮLPÁN: Státní dluh habsburské monarchie v letech 1867—1918 514

Recenze

Petr DVOŘÁK: Jednáme s bankou — nejen ona s námi (R. K. Grosjean) 528

CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Differentiation of Banks' Clients Under Asymmetric Information (2nd Part) 469

Jaruše KRAUSEOVÁ: Analysis of the Capital Structure of Czech Firms 481

Budgetary Policy — Past, Present and Future — 5th Part:

Miroslav TUČEK: Public Finance — 50 years 492

Jiří KINKOR: Public Goods and Market Failure: An Austrian Perspective 506

History

Karel PŮLPÁN: The Government Debt of the Habsburg Monarchy 1867—1918 . . . 514

Book-Review

Petr DVOŘÁK: How to Deal with Banks in an Easy Way (R. K. Grosjean) 528

Analýza kapitálové struktury českých firem

Jaruše KRAUSEOVÁ*

Období počátku devadesátých let znamenalo v české ekonomice období transformace na tržní systém. Uskutečnila se privatizace a restrukturalizace majetku i kapitálu dosavadních podniků a vznikly nové firmy. Postupy restrukturalizace jsou náročným procesem, ve kterém mají finanční manažeři možnost ovlivnit prostřednictvím finančních nástrojů výkonnost ekonomiky podniku. Rozhodnutí týkající se vhodné skladby kapitálu působí na rozhodování také v dalších oblastech podnikového řízení.

Obdobně ovlivnily kapitálovou strukturu podniků také způsoby provádění majetkové restrukturalizace. Změny rozsahu a struktury majetku podniků (realizované prodejem nebo nákupem různých druhů) se přirozeně bezprostředně zaměřily na zlepšení likvidity a promítly se v kapitálové struktuře.

Na počátku devadesátých let se používaly ty druhy finančních zdrojů, které byly zavedené v centrálně řízené ekonomice. Vztah podniků k finančním zdrojům se velmi rychle oprostil od způsobů centrálního přidělování a postupně začal nabývat znaky charakteristické pro tržní ekonomiku.

Kapitálová struktura byla vytvořena těmi finančními zdroji, které odpovídaly dosavadním možným způsobům financování. Vlastní kapitál byl vytvořen zejména z nerozděleného zadrženého zisku a ojedinele emisí akcií, cizí kapitál pak z přijatých úvěrů, pohledávek a výdajových rezerv. Prozatím nebylo možné využít všech běžných finančních nástrojů tržní ekonomiky. V daném období dosud neexistoval kapitálový trh, takže nebylo možné získat kapitál způsobem, který je standardní pro tržní ekonomiku, tzn. emisí akcií, dluhopisů a krátkodobých cenných papírů; chybělo také širší využívání šeků, záloh ap. Možnosti vytváření výdajových rezerv jsou dané zákonem [zákon č. 593/1992], který jim v kapitálové struktuře vymezil jen skromné postavení.

Vliv vnějšího prostředí na vývoj každého konkrétního podniku byl zřetelný. Ekonomicky bylo období 1989–1993 obdobím recese ekonomického vývoje nejen v naší ekonomice, ale i v zemích s vysoce rozvinutou tržní ekonomikou. Některé podniky ztratily své tradiční trhy, jiné podniky trhy sice neztratily, ale bojovaly s nedostatečnou poptávkou po svém zboží, a tak většina podniků měla na trhu velmi slabé postavení. Současně úroveň inflace byla vyšší, i když její trend vykazoval sestupnou tendenci. V podnikání se tyto dva výrazné vlivy promítly ve zvýšené úrovni rizika.

* Doc. Ing. Jaruše Krauseová, CSc., katedra podnikové ekonomiky VŠE Praha

Redakce obdržela příspěvek v únoru 1995.

Zkoumání kapitálové struktury se převážně spojuje s velikostí zadlužení, tedy s dluhovou kapacitou; ta se převážně posuzuje podle následujících poměrů:

- poměr dluhu k tržní hodnotě jmění,
- podíl dluhu v celkovém kapitálu,
- podíl dluhu k účetní hodnotě jmění.

V souladu s empirickou studií P. Marshe [1982] hodnotíme v analytickém posouzení míry zadlužení českých podniků úroveň zadlužení podle účetních hodnot:

kritéria míry zadlužení:

$$\frac{\text{hodnota bankovních úvěrů}}{\text{účetní hodnota jmění plus hodnota dluhu}^1} \\ \frac{\text{hodnota dluhu}}{\text{účetní hodnota jmění plus hodnota dluhu}}$$

Všechny konkrétní údaje² jsou vybrány ze zpravodaje „Kuponová privatizace“, který vydává Centrum cenných papírů. Do souboru dat jsou zařazeny firmy, které byly privatizovány v první vlně kuponové privatizace a zúčastnily se také druhé vlny kuponové privatizace. Publikované informace ve zpravodaji „Kuponová privatizace“ jsou jediné dostupné informace vhodné pro vypracování studie.

Základní údaje v absolutním vyjádření (bankovní půjčky, jmění, účetní hodnota majetku, tržní hodnota majetku, tržby, zisk) jsou uvedeny podle jednotlivých firem a z těchto údajů jsou vypracovány standardní hodnoty ekonomických sektorů, které jsou sestaveny pomocí klasifikačního systému podle usnesení vlády ČSFR č. 444/1990. Jak je uvedeno výše, výběr podniků souvisí s jejich účastí v první a ve druhé vlně kuponové privatizace; celkem představuje 174 firem. Vybrané firmy nejsou v jednotlivých ekonomických sektorech zastoupeny plně a vyrovnaným počtem; proto se ve studii některé sektory nesledují. Také jednotlivé sektory nemají stejný počet zastoupených korporací.

Podle údajů o kapitálové struktuře dílčích podniků publikovaných ve zpravodaji „Kuponová privatizace“ č. 23/1994 je vypracován přehled o míře zadlužení 14 ekonomických sektorů. Hodnoty ekonomických sektorů jsou uvedené v tabulce č. 1 (s. 484).

Míra zadlužení se posuzuje podle vztahu celkového objemu úvěrů k účetní hodnotě majetku v roce 1993. Úvěrová páka měřená podle těchto údajů je 15,33 %, směrodatná odchylka 0,0765. Míra celkových dluhů (bankovní úvěry plus stálá pasiva) je 28,79 %, směrodatná odchylka 0,1375.

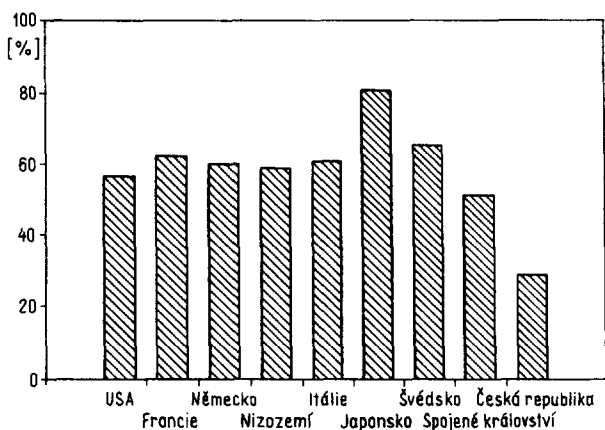
Způsob vyjádření míry zadlužení se opírá o údaje jednoho roku; proto má statický charakter. Charakterizuje průměrnou míru zadlužení, na kterou má

¹ dluh . . . celkový cizí kapitál

² Vysvětlení k základním údajům [Kuponová privatizace č. 23/1994, s. 7]:

„Cizí pasiva (P)“

„Cizí zdroje“ (dříve „cizí pasiva“) představují přijaté úvěry a veškeré dluhy akciové společnosti. Jedná se především o závazky vůči dodavatelům, státnímu rozpočtu, pracovníkům, popř. dalším fyzickým a právnickým osobám. Publikovaný údaj vztahující se k datu 31. 12. 1993 je neauditovaný. Jednou z nejvýznamnějších položek cizích zdrojů jsou u většiny akciových společností bankovní úvěry. Proto je tato položka uváděna v seznamu jako samostatný ukazatel.“



vliv recese ekonomiky, přechod na tržní řízení podniků a nepochybně i dědictví z centrálně řízené ekonomiky.

Dalším pohledem na úroveň zadlužení je komparativní grafické posouzení. Zde se porovnává průměrná míra zadlužení za rok 1993 u všech 174 vybraných privatizovaných podniků s dluhovými poměry korporací ve zpracovatelském průmyslu tak, jak jsou uvedené v [Brealey—Myers 1993, s. 355]. V tomto přehledu se srovnává míra zadlužení Spojených států, Francie, Německa, Nizozemí, Itálie, Japonska, Švédska a Velké Británie.

V rámci mezinárodního srovnání (graf č. 1) je průměrná míra zadlužení českých podniků podstatně nižší než ve vyspělých zemích. Nejvyšší míru zadlužení podniků vykazuje Japonsko — a přitom japonské podniky mají vysokou konkurenční schopnost a velmi dobrou úroveň využití majetku.

Z tohoto srovnání lze odvodit, že finanční strategie českých podniků se orientuje na financování majetku zejména z vlastních zdrojů. Tuto finanční strategii je nezbytné analyticky posoudit vzhledem k současné efektivnosti hospodaření podniků a vývoje ekonomiky.

Průměrná míra celkového zadlužení (celkové dluhy: účetní hodnota majetku) všech ekonomických sektorů a sledovaných podniků v roce 1993 je 28,79 %, směrodatná odchylka je 0,1375. Míra zadlužení má v jednotlivých ekonomických sektorech velmi rozdílnou úroveň. Nejvyšší míru zadlužení měl v roce 1993 průmysl dřevařský, výroba vlákniny a papíru (62,13 %), nejnižší energetika (9,62 %). Hodnoty míry zadlužení ostatních ekonomických sektorů jsou uvedeny v tabulce č. 1 (s. 484).

Podniky v roce 1993 již reagovaly na většinu tržních změn; proto jejich finanční strategie má základní profilaci, a to menší vázanost na cizí zdroje a vyšší důraz na financování z vlastních zdrojů.

Ve všech ekonomických sektorech dosáhla průměrná míra bankovního zadlužení (bankovní úvěry: účetní hodnota majetku) hodnoty 15,33 %. Směrodatná odchylka průměrných hodnot je 0,0765. Rozdíly v míře bankovního zadlužení jsou podstatně nižší než u míry celkové zadluženosti. Těžištěm zadlužení podniků v roce 1993 byly krátkodobé závazky.

Finanční strategii podniků ve všech ekonomických sektorech ovlivnil jejich opatrný postup v podmínkách transformace ekonomiky, jejich nejisté postavení na trhu a obavy ze zadlužení.

TABULKA č. 1 Standardy podle ekonomických sektorů

řádek ekonomické sektory	směrodatná odchylka							
	VYN/ MAJ	ZISK/ MAJ	UVER/ MAJ	DLU- HY/ MAJ	VYN/ MAJ	ZISK/ MAJ	UVER/ MAJ	DLU- HY/ MAJ
1 zemědělství, myslivost a související služby	0,4923	-0,0410	0,0613	0,1897	0,1956	0,0268	0,0372	0,0413
2 výroba potravin a nápojů	1,0043	0,0533	0,1647	0,3476	0,4988	0,0681	0,0896	0,2101
3 textilní průmysl, oděvní průmysl, výroba a zpracování kůží	0,9308	0,0514	0,2407	0,2776	0,2196	0,0827	0,0932	0,1460
4 průmysl dřevařský, výroba vlákniny a papíru	0,4874	0,0101	0,0642	0,6213	0,3786	0,0209	0,0561	0,1632
5 zpracování ropy, jaderná paliva, chemická výroba a plasty	0,8705	0,0373	0,1930	0,2332	0,2587	0,0791	0,1163	0,2011
6 stavebnictví a výroba nekovových materiálů	1,0168	0,0486	0,1024	0,2539	0,5833	0,0425	0,0785	0,2342
7 výroba kovů, hutnictví a kovové konstrukce	1,0164	0,0656	0,2068	0,3989	1,5601	0,1954	0,1564	0,2669
8 strojírenství	0,5175	0,0024	0,1810	0,4377	0,2619	0,0856	0,0871	0,1795
9 elektronika a elektrotechnika	0,5653	-0,0044	0,1633	0,3121	0,1854	0,0531	0,0627	0,1094
10 energetika	0,4992	0,1559	0,1285	0,0962	0,3266	0,0736	0,0584	0,0970
11 doprava a spoje	0,7110	0,0659	0,0383	0,2147	0,2356	0,0405	0,0201	0,2085
12 velkoobchod	1,2924	0,0261	0,3359	0,3851	0,5873	0,0569	0,1813	0,3014
13 maloobchod	0,8623	0,0273	0,1638	0,1368	0,4522	0,0828	0,1483	0,2819
14 služby	0,6807	0,0184	0,1023	0,1255	0,3819	0,1059	0,0611	0,1285
průměr ekonomických sektorů	0,7819	0,0369	0,1533	0,2879				
směrodatná odchylka (STD)	0,2449	0,0436	0,0765	0,1375				
hodnot ekonomických sektorů								

vysvětlivky:	DLUHY	představují přijaté úvěry a veškeré další dluhy
	VYN	tržby
	ZISK	zisk
	UVER	bankovní úvěry
	MAJ	čisté obchodní jmění plus dluhy
	UVER/MAJ	bankovní úvěry ku majetku
	ZISK/MAJ	zisk ku majetku
	VYN/MAJ	tržby ku majetku, obrat majetku
	DLUHY/MAJ	dluhy ku majetku

Otázkou je, zda tato finanční strategie je skutečně strategií i dlouhodobého charakteru, nebo zda se jedná o finanční taktiku v rámci transformace ekonomiky a recese trhu.

Další údaje jsou použity pro vysvětlení vlivu ostatních faktorů na míru zadlužení. Postupně budeme posuzovat vlivy obratu majetku, ziskovosti, růstu, velikosti, nestálosti.

Analýza míry zadlužení se dále zabývá faktory, které empirické studie uvádějí jako faktory nejpodstatnější. Pro jejich posouzení využíváme údajů v tabulce č. 1.

Obrat majetku (tržby k celkovým aktivům)

Podle kritéria obratu majetku se poměrují průměrné tržby k průměrné účetní hodnotě majetku.

Vyhodnocení obratu majetku ekonomických sektorů, ale také dílčích korporací se posuzuje podle empirických hodnot finančních analýz, které využívají

Brealey a Myers — ([1993] s. 726 : finanční poměry pro hlavní průmyslová odvětví USA za 1. čtvrtletí 1990) a které jsou také obsažené v bankovních přehledech a v přehledech finanční statistiky poradenských firem [Brealey—Myers 1993], [Risk Measurment . . .]. Ve všech těchto dokumentech je obrat majetku korporací, které se nenacházejí ve finanční tísní, vyšší než *jedna*. Pro posouzení míry využití majetku má tato hodnota zásadní význam. Podniky, které mají obrat majetku nižší než jedna, svůj majetek využívají nedostatečně.

Jednotlivé sektory mají různou míru obratu — tržeb. V sektorech velkoobchod, výroba potravin a nápojů, stavebnictví a výroba kovů, hutnictví je míra využití majetku nejvyšší, přesahuje hodnotu jedna. Průměrné roční tržby v těchto sektorech jsou vyšší, než je účetní hodnota majetku. Výše tržeb odpovídá velmi dobrému zakázkovému krytí v hospodářském cyklu recese a také tradičně dobré situaci na trhu.

Nejvyšší úroveň obratu majetku má velkoobchod: 1,2924; úroveň tržeb potom částečně vysvětluje i vyšší úroveň celkového zadlužení. Velmi slabý výsledek je v sektoru elektronika a elektrotechnika a dále v sektoru strojírenství. V každém bloku je velký rozptyl hodnot. Nízká úroveň relace tržeb k majetku v těchto ekonomických sektorech souvisí i s recesí ekonomického vývoje a se ztrátou tradičních trhů v bývalých zemích RVHP.

Ziskovost (zisk : majetek)

Ziskovost majetku lze posuzovat ze dvou hledisek. Prvním je možnost navýšení majetku, druhým je souvislost s mírou inflace, která znamená znehodnocení majetku. Ziskovost majetku by proto měla být vyšší, než je míra inflace.

Možnost českých podniků i nadále financovat majetek z vlastního kapitálu souvisí s akumulací interních finančních zdrojů — zadrženého zisku — a s emisí akcií. Průměrná míra ziskovosti však byla v roce 1993 ve všech ekonomických sektorech velmi nízká, nižší, než byla roční míra inflace v tomto roce (20,8 %). Výjimku tvoří odvětví energetiky, které dosáhlo 17,74% míry zisku, ale ani jeho ziskovost nepřesáhla míru inflace.

Úroveň ziskovosti je konkrétním projevem ekonomické stagnace. U jednotlivých ekonomických sektorů je ziskovost nízká, nevyrovnaná a také jednotlivé podniky vykazují v tomto ukazateli výraznější rozptyl.

Růst

Podle indikátorů hospodářského vývoje došlo od roku 1990 ke stagnaci HDP, průmyslové výroby a stavební výroby. Ve čtvrtém čtvrtletí 1994 se projevil oživení v průmyslové výrobě. Při srovnání tempa růstu výroby s rokem 1993 došlo během února a dubna k jeho poklesu až o 3 %, od května se však pohybuje růst na hodnotách vyšších než 3,3 %. Průměrné tempo růstu v prvních devíti měsících roku 1994 činilo 2,21 %. V roce 1993 to bylo -5,3 % a v roce 1991 dokonce -22,8 %.

Rozsáhlá recese ekonomického rozvoje na počátku devadesátých let nutí k opatrnosti při vyslovení soudu o optimistické příčině nízké míry zadlužení, kterou by mohlo být v některých případech velmi úspěšné postavení na trhu a rozvoj firmy. Posuzujeme-li však nízké zadlužení v souvislosti s ekonomickým vývojem ČR od roku 1991, potom docházíme k závažnému poznatku, že ve sledovaném období docházelo převážně k stagnaci firem. Z tohoto důvodu je nízká míra zadlužení reakcí na riziko vysoké míry inflace, nízkou poptávku a ztrátu tradičních trhů a také důsledkem opatrné finanční strategie podniků.

Recese ekonomiky trvající několik let zvýšila riziko podnikání a nízká míra zadlužení není důsledkem vysoké tvorby zisku, ale obranou před vysokými náklady finanční tísně a také možným úpadkem.

Velikost

Velikost podniku je faktorem, který ovlivňuje riziko a náklady finanční tísně a dále působí na míru zadlužení. Větší podniky s nižší mírou rizika, a tudíž i s menší pravděpodobností úpadku, mají vyšší míru zadlužení. Podle [Bennett—Donnelly 1993] je pravděpodobné, že velikost firmy je negativně korelována s očekávanými náklady úpadku a rizika. Velikost firmy podmiňuje dostupnost externích kapitálových zdrojů — totiž prostřednictvím burzy cenných papírů, a to zejména z důvodu zajištění cenných papírů majetkem firmy. Vzhledem k těmto souvislostem nemohou menší společnosti emitovat nejen akcie, ale ani obligace. Pro větší firmy jsou dostupnějším externím finančním zdrojem krátkodobé úvěry; tyto podniky mají zpravidla vyšší krátkodobou zadluženost.

Podle konjunkturálního průzkumu Českého statistického úřadu ze září 1994 (odpovědi 921 průmyslových podniků s objemem výroby představujícím 57 % objemu výroby průmyslových podniků celkem) desetina podniků *nemá* úvěry. Se změnou současné úvěrové situace nepočítá 40 % podniků. Se zvýšením míry zadlužení počítají podniky s více než 1 000 zaměstnanci [Ekonom 1994].

Nestálost

Podle [Bradley—Jarrell—Kim 1984] a [Bennett—Donnelly 1993] je nestálost zastoupena standardní odchylkou míry ziskovosti majetku: [(zisk + úroky + odpisy): průměrná hodnota majetku]. Podle zjištění těchto autorů existuje negativní vztah mezi standardní odchylkou míry ziskovosti a míry zadlužení. Nízká míra ziskovosti ve všech ekonomických sektorech a její nízká směrodatná odchylka implikovala vysokou směrodatnou odchylku průměrné míry zadlužení.

První roky devadesátých let znamenají pro podniky mnoho změn, ale především jsou spojené s výraznou a dlouhodobou ekonomickou recesí nejen v České republice, ale také v dalších evropských zemích. Celkové podmínky ekonomického vývoje znamenaly všeobecnou stagnaci. Transformace ekonomiky v České republice byla zprvu spojena s vyšší inflací, která se však postupně snižovala. V tomto roce se očekává zřetelné oživení trhu, a tak roky 1990—1993 budou uzavřeny etapou recese ekonomiky.

V letech 1990—1993 souvisel vývoj kapitálové struktury s nestabilitou ekonomiky, a tak každý podnik a podnikatel-investor musel čelit vysokému riziku a současně i nebezpečí finanční tísně. Každý podnikatel a manažer hledal příležitosti rozvoje, který by přinesl dostatečně vysokou míru obratu majetku, míru zisku a přírůstek majetku. Nové podniky se charakterizují jako nezralé, a tak i pravděpodobnost jejich finanční tísně, dokonce s následným úpadkem byla vysoká. Také se předpokládaly bankroty velkých neefektivních podniků. K této očekávané situaci však nedošlo.

Míra obratu majetku byla v souvislosti s předchozím stavem podniků, s transformací ekonomiky a s recesí hospodářského vývoje ve větší části ekonomických sektorů velmi nízká. Výjimku tvořila tato odvětví: výroba potravin a nápojů; stavebnictví a výroba nekovových materiálů; výroba kovů, hutnictví

a kovové konstrukce; velkoobchod. Míru obrátu majetku těchto ekonomických sektorů hodnotím jako dobrou, protože ve všech uvedených sektorech byla dosažena obratovost majetku (výnosy : účetní hodnota majetku) větší než jedna.

Míra zisku (zisk : účetní hodnota majetku) byla většinou nedostačující. Nelze přehlédnout stav, kdy v mnoha případech se velikost majetku nejenže nezvyšila, ale dokonce snížila a přitom míra ziskovosti zůstala na velmi nízké úrovni. Období prvních roků devadesátých let je spojené s rozsáhlou restrukturalizací a se zakládáním nových podniků. V rámci každého ekonomického sektoru je zřejmá nevyrovnanost výsledků jednotlivých podniků, která naznačila velmi rozdílné příležitosti na trhu i rozdílné individuální schopnosti každého podnikového managementu je využít.

Obava před bankrotem a ztrátou pracovních příležitostí se promítla ve strategii řízení a u většiny podniků znamenala zvýšení opatrného rozhodování. Kapitálová struktura byla zřejmě usměrňována ke snižování rizika, protože naděje na získání lepšího postavení na trhu a dosažení potřebné akumulace zdrojů byla velmi malá. Finanční management sváděl boj s likviditou především minimalizací záporného toku hotovosti, tzn. snižováním výdajů. Ve výdajích podniků měly výrazný podíl splátky úvěrů a úrokové výdaje, a tak se snížila míra zadlužení. Finanční management převážné části privatizovaných podniků, jež jsou uvedeny v souboru dat, zaujal opatrné postavení k riziku a snažil se snížit míru zadlužení. Přirozeně nelze tvrdit, že uvedený postoj k riziku je naprosto stejný u všech podniků. Týká se však převážné části podniků privatizovaných v první a druhé vlně kuponové privatizace. Celkově však finanční strategie podniků a využívání okolních příležitostí, např. práce s bankou, zabránily velkým bankrotům.

Za základní krok restrukturalizace se tedy považovalo snížení zadluženosti především prodejem různých částí majetku. V praxi českých podniků se využil prodej nepotřebných zásob; tímto postupem si podniky přeměnily nadbytečné a nepotřebné zásoby na peníze. Takto si podniky doplnily peněžní zásobu, aspoň částečně vyrovnaly své závazky a zlepšily si své postavení, zejména ve vztahu k příslušné obchodní bance.

Nedostatek peněz se však obnovil. Struktura majetku vykazovala vysoký stav pohledávek s nadměrně dlouhou dobou splatnosti. Proto následoval další krok restrukturalizace; tím byl a dosud je prodej pohledávek.

Se snižováním zadluženosti problém platební likvidity nezmizel. Příčina není přirozeně jen jedna. Zkušenosti s řízením toku hotovosti jsou velmi malé a mnoho firem se domnívá, že nejlepším finančním zdrojem jsou neproplacené účty, protože se z nich neplatí úrok. V platebních vztazích mezi podniky se stále přechází bez povšimnutí vliv prodejních podmínek na tok hotovosti. Zejména chybí poskytnutí diskontu za promptní vypořádání [Brealey—Myers 1993, s. 801].

Restrukturalizační změny nelze provádět na základě nekonečného rozprodeje majetku. Úspěšná restrukturalizace korporací obsahuje přeměny, které zvyšují hodnotu firmy. Proto v další etapě restrukturalizace vzniká tlak na získání dodatečného kapitálu a v rámci restrukturalizace se zvažují možnosti rekapitalizace firmy. V dosavadním vývoji rekapitalizace českých podniků se více prosazovaly vlastní finanční zdroje než cizí kapitál.

V mnohých podnicích došlo v důsledku restrukturalizačních změn k „prekapitalizování“, protože míra využití majetku a míra zisku z jmění byla velmi nízká, často nižší než míra inflace a také než úrok, který podniky platily bance. Překapitalizování s nízkou mírou využití majetku znamená ztrátu podniku.

Podniky s nízkou mírou zadlužení, ale i s nízkou mírou zisku dosáhly i velmi nízké míry akumulace interních vlastních zdrojů; proto jsou potenciálně dekapitalizované.

Stagnace trhu znamenala i nedostatečné nebo málo vyhraněné a nejasné investiční příležitosti. Očekávaný rozvoj trhu přináší podstatně lepší investiční příležitosti pro podnikatele a finanční manažery, ale využít je znamená mít připravený kapitál. Dosavadní vývoj interní tvorby zdrojů ve většině podniků signalizuje, že podniky dostatečně akumulované zdroje nemají.

Podniky mohou vytvářet dodatečný kapitál z externích finančních zdrojů, tj. prostřednictvím emise akcií a dluhovým financováním. Prozatím se však k získání dodatečných finančních zdrojů firmy obracejí na banku a požadují poskytnutí úvěru klasickým způsobem. Pokud podniky nemají v kapitálové struktuře vysoký podíl cizího kapitálu a k žádosti o úvěr předkládají i vysoce kvalitní projekt, potom nemůže být nedostatečnost jejich vlastního kapitálu důvodem k odmítnutí půjčky.

V koncepci práce českých komerčních bank je také zřejmá obava z rizika a z finanční tísně; proto podporují menší investice s kratší dobou návratnosti. Pro naše podnikatele je tato skutečnost velmi závažná, protože nemohou vytvořit zdroje na větší investice zásadního významu.

Na celkový vývoj poptávky po cenných papírech má velký vliv kuponová privatizace, která nejen učinila z obyvatel starších 18 let akcionáře, ale také zavedla do finanční praxe — a to v dominantním postavení — akcie.

V souvislosti se současnou kapitálovou strukturou privatizovaných podniků, ve které převládá vlastní kapitál, lze očekávat z dlouhodobého hlediska „přirozený“ zájem finančních manažerů o emisi akcií. Z hlediska manažerů patří k výhodám akcií to, že představují trvalý kapitálový příjem.

K méně vděčné stránce akcií patří výplata dividend. Pro investory představují akcie majetkový podíl a budoucí příjem z rozdělení zisku nebo očekávaný příjem z prodeje tohoto majetku.

Tvorba dividend je problematikou rozdělování zisku a patří mezi velmi citlivé části finanční strategie každé akciové společnosti. Výplata dividend je pro české akciové společnosti v důsledku 41% zdanění zisku postupem daňově velmi nevýhodným. Pokud je zisk zatížen vysokou sazbou daně ze zisku, potom je emise akcií příliš drahým způsobem dodatečné tvorby kapitálu. Tato okolnost vytváří silný tlak na rozdělování zisku a je pro finanční manažery málo vděčnou finanční službou. Nízké dividendy působí na snížení ceny akcie a následně i na snížení tržní hodnoty korporace. Vytvářet dodatečný kapitál další emisí akcií by nebylo výhodné. Vysoké daně jsou důvodem toho, proč se v současnosti manažeri snaží opatřovat si dostatečný kapitál emisí dluhopisů.

Dodatečný kapitál získaný emisí dluhopisů znamená tvorbu finančních zdrojů na principu návratnosti. Úhrady úroků jsou výdaje odčitatelné od daňového základu. Dosavadní míra zdanění zisku je i nadále vysoká a zvýhodňuje výplatu úroků na rozdíl od výplaty dividend. Existuje-li vysoké zdanění důchodů, potom jsou úroky levnější a naopak dividendy jsou dražší. Nevýplácení obligací však znamená velkou finanční tíseň s vysokými náklady úpadku; tržní cena firmy klesá a věřitelé mají příležitost převzít majetek za nízkou cenu.

V mnohých případech jsou finanční manažeri — i přes znalosti daňové výhody dluhu — opatrní a nepoužívají ve větším rozsahu další úvěry. Podle jejich názoru je lepší vytvářet větší zásobu peněz krytou vlastním kapitálem než zvyšovat velikost půjček. Úvěry použijí jen v krajní situaci, jejich finanční strategie je až příliš konzervativní. Musejí předem očekávat investiční příležitosti a k nim vytvářet dostatečnou zásobu peněz, tzn. akumulovat vlastní kapitál.

Emise dluhopisů je v současných podmínkách jako kapitálový zdroj podniku zavedena jen málo. V prvním období devadesátých let, kdy byla míra investic velmi nízká, nevznikala výrazná potřeba dodatečných kapitálových zdrojů. Na nízké využití cizího kapitálu působí finanční strategie orientovaná v začátcích tržní ekonomiky na snižování míry rizika.

Dosavadní míra inflace nad 10 % vytvářela vysoké podnikatelské riziko; při nízké míře investic nebylo potřebné vytvářet dodatečné kapitálové zdroje, a tak se nevytvářely předpoklady pro nabídku obligací na kapitálovém trhu. V současném vývoji míry inflace a úrokové míry nastává zásadní obrát, a tak lze očekávat postupnou změnu na nabídkové i poptávkové straně trhu s dluhopisy.

Přes pozitivní změny v rozvoji tržní ekonomiky přijímá podnikatelský sektor především bezpečná rozhodnutí a minimalizuje riziko. Především v důsledku vysoké míry zdanění je jeho finanční strategie, založená na vysokém podílu jmění v kapitálové struktuře, velmi drahá. Velmi drahé dividendy, vysoký výplatní poměr z čistého zisku, zájmy akcionářů a nebezpečí nízké tržní hodnoty akcií vytvářejí bezprostřední tlak na vytvoření vysoké míry návratnosti majetku, na vysokou míru ziskovosti jmění, na vytvoření dostatečných finančních zdrojů na užití (dividendy) a akumulaci v rezervním fondu a pro další investiční potřeby.

Výčet všech uvedených faktorů převážně finančního charakteru není úplný. Dalším významným faktorem je struktura majetku. Nehmotný majetek je vysoce rizikové aktivum. Firmy s vysokým podílem nehmotného majetku minimalizují riziko ztráty a cílový poměr kapitálové struktury modelují ve prospěch jmění. Pokud prosazení českých výrobků na nových trzích a v nových obchodních svazcích závisí na inovacích, potom korporace budou stavět kapitálovou strukturu i v následujících letech především na jmění. Dluhové financování má v současnosti velmi přitažlivé vlastnosti, kterými jsou především vysoký daňový štít a také institucionální předpoklady (rozvoj investičního bankovníctví a činnost BCPP) pro získání dodatečného kapitálu.

Ceny akcií jsou na nízké úrovni, další emise akcií by posílily nabídku a mohly by cenu dále snížit. Je-li navíc cena akcie pod účetní hodnotou, potom by podnik z dodatečné emise získal ztrátu.

Kapitálová struktura podniků se bude v současnosti vyvíjet ve prospěch navýšení cizího kapitálu. Tak si podniky mohou obstarat relativně rychle a pružně dodatečný kapitál s delší dobou splatnosti, než je obvyklá doba splatnosti dlouhodobých úvěrů. To znamená, že je možné počítat s delší dobou splatnosti, než je pět let. Ve vztahu k vysoké míře zdanění jsou půjčky a obligace levnějším financováním než emise akcií. Mezi nevýhody emise obligací patří vyšší emisní poplatky, vyšší úrokové sazby a zpětný nákup.

Předpokladem zvýšení úvěrové páky bude mít omezený spočívající především ve vyšší úrovni rizika majetku podniků, protože většina podniků si budou nová postavení na nových trzích. Předpokladem průniku na trh jsou nové zajímavé výrobky; a právě z tohoto důvodu musejí podniky disponovat vysokou úrovní nehmotného majetku. Z celkové struktury majetku má nehmotný majetek nejvyšší míru rizika.

Dvěma základními souhrnnými faktory míry rizika jsou hospodářské cykly a provozní páka. V empirických studiích se potvrdilo, že korporace vystavené hospodářským cyklům a vysoké provozní páce (nebo-li vysokým fixním platbám) mají vysoké tržní riziko. Nebezpečí finanční tísně ovlivňuje kapitálovou strukturu a zvyšuje podíl vlastního kapitálu. Převážně vysoká vázanost fixního majetku v majetkové struktuře podniků na počátku devadesátých let a vy-

soké fixní platby nutně vytvářejí tlak na vysokou míru využití majetku. V podmínkách recese ekonomického vývoje byla možnost dostatečně využít majetku velmi malá; proto vznikalo i vysoké riziko finanční tísně a nákladů úpadku.

Na nedokonalé trhy na počátku devadesátých let reagovali finanční manažeři dosti silnou obrannou strategií a výrazně se snažily o nízkou míru zadlužení. Podle tržní ceny akcií je však tržní cena mnoha podniků pod úrovní účetní hodnoty. V posledních měsících došlo na BCPP k poklesu ceny cenných papírů a i přes krátkodobý růst se stále čeká na oživení poptávky. Pokud bude cena akcií podniků nižší, než je účetní hodnota, potom míra zadlužení bude mít vyšší úroveň. Úvěrová páka (poměr mezi dlouhodobými a střednědobými úvěry k tržní hodnotě majetku) je u celé řady podniků tak vysoká, že pokud nedojde ke zvýšení cen jejich akcií, potom by velká část podniků měla úroveň zadlužení vysokou.

Stěžejní je očekávaná základní proporce kapitálové struktury: zda bude převládat zájem o emisi jmění, nebo o emisi dluhu. Zájem manažerů emitovat jmění-akcie a dluh-obligace vymezuje nabídku cenných papírů na kapitálovém trhu. Pro vytváření kapitálové struktury je přirozené také významné, zda se investoři budou více poptávat po akciích, nebo po obligacích. Podle Mertona Millera neexistuje optimální poměr dluhu ke jmění pro jednu určitou firmu. Podle jeho modelu je důležitý zájem trhu o celkové množství dluhopisů nabízených na kapitálovém trhu. Žádná jednotlivá firma nemůže ovlivnit ani celkovou poptávku, ani celkovou nabídku na kapitálovém trhu.

Velmi nízká míra zadlužení podniků bude přirozenou pohnutkou k získání dodatečného kapitálu prostřednictvím bankovních půjček nebo emisí dluhopisů. Současně i vysoká úroveň zdanění zisku podpoří poptávku po půjčkách. Zejména v závěru roku 1994 a začátkem roku 1995, kdy ceny akcií byly na velmi nízké úrovni, došlo s oživením ekonomického vývoje k růstu investic a vznikl vyšší tlak na rychlé, pružné a relativně levné opatření dodatečného kapitálu. Dlouhodobě však tento růst poptávky po dluhových zdrojích bude limitován dosavadním sklonem k financování z vlastních zdrojů, vysokým podílem rizikového nehmotného majetku a působením nezbytných výrobních a technologických inovací. Zejména tyto vlivy budou důvodem pro opatřování si dodatečného kapitálu emisí akcií. Ve finanční strategii kapitálové struktury podniků lze přes určité výkyvy očekávat převážný podíl vlastního kapitálu.

LITERATURA

BRADLEY, M.—JARREL, G. A.—KIM, E. H.: On the Existence of an Optimal Capital Structure. *Journal of Finance* 1984, s. 857—78.

BREALEY, R. A.—MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha, Victoria Publishing, 1993.

BENNETT, M.—DONELLY, R.: The Determinants of Capital Structure: Some UK Evidence. *British Accounting Review*, 25, 1993, s. 43—59.

CASTANIAS, R.: Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, prosinec 1983, s. 1617—35.

Ekonom, 1994, č. 40, s. 34—5 (čl. Konjunkturální průzkum v průmyslu).

GRÜNWARD, R.: Zisk v popředí zájmu. *Finance a úvěr*, 1994, č. 1, s. 1—17.

Hospodářské noviny 28. 11. 1994 — příloha „Cenné papíry — komodity — kurzy“.

KRAUSEOVÁ, J.: Likvidita českých podniků v období renesance tržní ekonomiky. *Finance a úvěr*, 1993, č. 1.

- KRAUSEOVÁ, J.: Vybrané postupy finanční restrukturalizace korporací. *Finance a úvěr*, 1994, č. 10. Kupónová privatizace, 1994, č. 23.
- LONG, M. S.—MALITZ: Investment Patterns and Financial Leverage. In: B. M. Friedman (ed.): *Corporate Capital Structure in the United States*. University of Chicago 1985.
- MARSH, P.: The Choice between Equity and Debt: an Empirical Study. *Journal of Finance*, březen 1982, s. 121—144.
- MARKOVITZ, H. M.: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, březen 1952.
- Risk Measurment Service. Publ. Institute of Finance and Accounting, London Business School, březen 1993.
- ROSS, S.: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, prosinec 1977.
- SCOTT, D.: Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Structure. *Journal of Finance*, březen 1977, s. 1—19.
- SHARPE, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, září 1964.
- TITMAN, S.—WEELS, R.: The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, březen 1988, s. 1—19.
- Zákon 586/1992 Sb., o daních z příjmu.
- Zákon 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů.

SUMMARY

Capital Structure Analysis of Czech Firms

Jaruše KRAUSEOVÁ, Department of Business Economics, Prague School of Economics

This study describes the capital structure of firms in the period from 1990—1993 and reviews the validity of previous empirical studies. The data used in this study was compiled in the March 1994 edition of the Voucher Privatization Bulletin. The study examines the risk portion of financial returns and the wide variations in the use of financial leverage in both industries and between individual firms in each industry. The study found that the average capital structure was geared away from debt, in particular less long-term debt, and towards more short-term debt.

Criteria used to analyze the firms included sales unstability, asset structure, operating leverage, low growth rate, low profitability, high taxes, conservative management attitudes, and financial flexibility.