

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 361

Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Expozé místopředsedy vlády a ministra financí ČR k návrhu státního rozpočtu ČR na rok 1994 1

Rolf GRÜNWALD: Zisk v popředí zájmu 11

Jan HANOUSEK—Zdeněk TŮMA: Makroekonomický model české ekonomiky: návrh možného přístupu 18

Recenze

Jiří JONÁŠ: Barrova Makroekonomie — počtvrté (J. R. Barro) 30

Z historie

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: Nástin vývoje peněz a měny na našem území do roku 1945 — 2. část 38

Přehled — Survey

Tabulka č. 1 Konsolidované bilance příjmů a výdajů veřejných rozpočtů (včetně zdravotních pojišťoven) 43

Tabulka č. 2 Bilance příjmů a výdajů státního rozpočtu ČR 43

Tabulka č. 3 Bilance příjmů a výdajů okresních úřadů a obcí 45

Table 1 Consolidated General Budget (including Health Insurance) 46

Table 2 Central Budget 46

Table 3 Local Budget 47

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: *Veřejné finance v teorii a praxi* (16. část): ss. 489—512

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

CONTENTS

Exposé of the Deputy Prime Minister and Minister of Finance of the Czech Republic to the Proposal of the State Budget for 1994 1

Rolf GRÜNWALD: Profit in the Limelight 11

Jan HANOUSEK—Zdeněk TŮMA: Macro-Economic Model of the Czech Economy: Proposal of the Possible Approach 18

Book-Review

Jiří JONÁŠ: Barro's Macroeconomics — for the fourth time (J. R. Barro) 30

History

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: The Outline of the Development of Money and Currency on our Territory till 1945 — 2nd Part 38

Survey

Table 1 Consolidated General Budget (including Health Insurance) (in Czech) 43
(in English) 46

Table 2 Central Budget (in Czech) 43
(in English) 46

Table 3 Local Budget (in Czech) 45
(in English) 47

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: *Public Finance in Theory and Practice* (Part XVI): pp. 489—512

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovský, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., PhD. Jan Švejnar, doc. dr. František Vencovský, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

Zisk v popředí zájmu

Rolf GRÜNWARD*

Při centrálním řízení ekonomiky nebyla absolutní výše zisku nebo ztráty předmětem zájmu podnikového kolektivu a neměla vypovídací schopnost ani pro posuzování efektivnosti podniku z národohospodářského hlediska. Zvýšení podílu zisku ve výkonech (mnohdy cestou nenápadného zvyšování cen) mělo význam jen jako „vata“ usnadňující plnění a překračování plánovaných výkonů jako ukazatele regulace mezd.

V tržní ekonomice je zisk a zhodnocování majetku cílem podnikání.

Zisk vzniká při přebytku výnosů nad náklady. *Ziskové rozpětí* je tak používáno jako nástroj obchodní i finanční politiky.

Vlastníci posuzují vytvořený zisk jako výdělek z investovaného kapitálu. Proto se *rentabilita vlastního kapitálu* stává klíčovým kritériem výnosnosti podnikání.

Vývoj tržní ceny akcií je reakcí investorů na hospodářský výsledek a na riziko jeho dalšího vývoje. *Zisková výnosnost* akcií odráží momentální názor kapitálového trhu na vyhlídky podniku.

Akcionářům záleží na růstu tržní ceny akcií, neboť se tak zvyšuje jejich bohatství. Suma hodnoty všech akcií v oběhu tvoří tržní hodnotu podniku, která se liší od účetní hodnoty, vyjadřované vlastním jměním. Poměr *tržní a účetní hodnoty* podniku je také výrazem úspěšnosti podnikání.

Jde o čtyři přístupy k analýze zisku, které se navzájem doplňují a spolu souvisejí. Pokusíme se zde zvýraznit význam provozního ziskového rozpětí, rozšířit spektrum faktorů zkoumaných při rozkladu rentability vlastního jmění, vysvětlit vypovídací schopnost ziskové výnosnosti akcií a ozřejmit vzájemné vztahy mezi rentabilitou vlastního jmění, ziskovou výnosností a poměrem tržní a účetní hodnoty podniku.

Ziskové rozpětí

Vztah zisku před zdaněním výkonů a nákladů se u nás donedávna vyjadřoval ukazatelem nákladovost (náklady k výkonům) nebo nákladová rentabilita (zisk k nákladům). V tržních ekonomikách je dnes obvyklejší poměřovat zisk k tržbám pomocí ukazatele ziskovost (angl. profitability) nebo ziskové rozpětí (profit margin). Ve jmenovateli ukazatele jsou tržby. V čitateli se objevuje zisk před zdaněním, zisk po zdanění, zisk před úroky a daněmi nebo provozní zisk.

Naši zvýšenou pozornost si nyní zaslouží provozní ziskové rozpětí (operating profit margin), které lze při novém uspořádání účtu zisků a ztrát (výsledovky) vy-

* Doc. ing. Rolf Grünwald, CSc., pracovník katedry financí podniku VŠE Praha

Příspěvek redakce obdržela 4. 10. 1993.

jádřit poměrem provozního hospodářského výsledku k výkonům. Provozní hospodářský výsledek je dán rozdílem mezi výkony a provozními náklady. K provozním nákladům patří spotřeba materiálu, osobní náklady a odpisy investičního majetku, nikoli však finanční náklady.

Vývoj provozního hospodářského výsledku není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů (podílem úročených cizích zdrojů). Je to proto ideální ukazatel vyjadřující výdělkovou schopnost (earning power) provozu. Ve finančních zprávách patří provozní zisk (operating profit) k citovaným charakteristikám výkonnosti podniku.

Empirické pozorování ukazuje, že různé firmy, byť z téhož odvětví, vykazují rozdílná zisková rozpětí, avšak v časové řadě se firmy většinou přidrží určitého rozpětí, které odpovídá jejich postavení na trhu (tržby) a jejich výrobním možnostem (náklady). Porovnání skutečného provozního ziskového rozpětí firem, jež dodávají na tentýž trh, může charakterizovat jejich konkurenční sílu.

Provozní zisk dosažený v měřítku celého podniku je sumou zisku z prodeje jednotlivých výrobků a jejich skupin. Podnikový sortiment se nutně skládá z výrobků úspěšných a méně zdařilých, z výrobků v různých stadiích své tržní životnosti, z výrobků nesterajně náročných na investiční vybavení, z výrobků hlavní a doplňkové činnosti. Ziskové rozpětí podniku jako celku je váženým průměrem nadprůměrně i podprůměrně ziskových výrobků.

Jednotné ziskové rozpětí v podniku bylo neuskutečnitelným přáním direktivního plánování: velkoobchodní ceny neměly ovlivňovat nabídku ani míru plnění plánu. V tržních podmínkách se musí každý podnik snažit využívat kapacitu tak, aby výrobky *společnou rukou* pokrývaly fixní náklady a přispívaly k vytváření prostředků na úroky, daně a zisk. I ty nejmenší příspěvky na úhradu fixních nákladů jsou výhodné pro vlastníky podniku, jeho věřitele i pro státní pokladnu.

Rentabilita vlastního jmění

Vlastní jmění je rozvahovou položkou, která v akciových společnostech zahrnuje výtěžek z emise akcií (z jejich prodeje na primárním trhu) a fondy vytvořené postupně ze zisku nerozděleného na dividendy. Vlastní jmění představuje účetní hodnotu majetku momentálních vlastníků akcií.

Zisk po zdanění (earnings after taxes) je celý (nejen dividendy) legitimním výdělkem z kapitálu vloženého vlastníky. Používaným měřítkem výnosnosti vloženého vlastního kapitálu je *rentabilita vlastního jmění* (return on equity):

$$RVJ = \frac{Z}{VJ} \quad (1)$$

RVJ ... rentabilita vlastního jmění

Z ... zisk po zdanění

VJ ... vlastní jmění

Rentabilita vlastního jmění má vazbu na provozní ziskové rozpětí. V metodice finanční analýzy je jeho obdobou *ziskovost tržeb* jako poměr zisku před úroky a daněmi (earnings before interest and taxes) k tržbám z prodeje.

Zisk použitelný pro rozdělení mezi akcionáře je tím větší, čím menší podíl ze zisku před úroky a daněmi připadne věřitelům (úroky) a státu (daně):

$$Z = ZUD \cdot \frac{Z}{ZD} \cdot \frac{ZD}{ZUD} \quad (2)$$

ZUD zisk před úroky a daněmi
ZD zisk před zdaněním
Z/ZD koeficient daňové redukce zisku
ZD/ZUD . . . koeficient úrokové redukce zisku

Zisk před úroky a daněmi vyplývá ze ziskovosti tržeb a z výše tržeb:

$$ZUD = \frac{ZUD}{T} \cdot T \quad (3)$$

T tržby z prodeje
ZUD/T . . . ziskovost tržeb

Dosazením vzorce (3) do vzorce (2) získáme výraz:

$$Z = \frac{ZUD}{T} \cdot \frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{Z}{ZD} \cdot T \quad (4)$$

Výše tržeb je tím vyšší, čím rychlejší je obrat majetku (aktiv) a čím větší jsou aktiva v poměru k vloženému kapitálu:

$$T = \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VJ} \cdot VJ \quad (5)$$

A . . . aktiva (majetek = celkový kapitál)
T/A . . . obrat aktiv
A/VJ . . . finanční páka

Využitím cizích zdrojů se dosáhne zvýšení majetku nad úroveň vlastního jmění a pak celý majetek je schopen produkovat tržby na úrovni obratu větších aktiv. Tento jev se nazývá *finanční páka* (v USA financial leverage, ve Velké Británii gearing).

Dosazením výrazu (5) do vzorce (4) dospíváme k rozkladu rentability vlastního jmění na příčinné faktory:

$$\frac{Z}{VJ} = \frac{Z}{ZD} \cdot \frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{ZUD}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VJ} \quad (6)$$

faktory: daně úroky ziskovost obrat finanční
 aktiv páka

Pokud se finanční páka zakládá na využívání *úročených* cizích zdrojů, má to vliv na koeficient úrokové redukce zisku. Vliv obou faktorů působí protichůdně: zvýšení finanční páky zlepšuje rentabilitu vlastního jmění, ale souběžné zvýšení úroků ji snižuje. Kombinovaný vliv obou faktorů vyjadřuje jejich součin:

$$e = \frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{A}{VJ} \quad (7)$$

e . . . ziskový účinek finanční páky

Jestliže součin ve vzorci (7) je větší než jedna, je ziskový účinek pozitivní: využívání cizích zdrojů zvyšuje rentabilitu vlastního jmění.

Zbývající tři součinitele ve vzorci (6) vyjadřují rentabilitu celkového kapitálu (return on assets), tedy rentabilitu majetku vyjádřeného aktivy:

$$RCK = \frac{Z}{ZD} \cdot \frac{ZUD}{T} \cdot \frac{T}{A} = \frac{ZUD}{A} \cdot \frac{Z}{ZD} \quad (8)$$

RCK . . . rentabilita celkového kapitálu

Výraz (8) je ekvivalentní obvyklejšímu zápisu

$$RCK = \frac{Z + U(1 - d)}{A} = \frac{ZUD(1 - d)}{A} \quad (9)$$

U úroky

$1 - d$. . . koeficient daňové redukce zisku, neboť

$$1 - d = 1 - \frac{D}{ZD} = \frac{ZD - D}{ZD} = \frac{Z}{ZD}$$

Vztah mezi rentabilitou vlastního jmění a rentabilitou celkového kapitálu je závislý na ukazateli ziskový účinek finanční páky:

$$RVJ = RCK \cdot e \quad (10)$$

Je-li ziskový účinek finanční páky větší než jedna, je rentabilita vlastního jmění větší než rentabilita celkového kapitálu a použití cizích zdrojů pomáhá vlastníkům k vyšším ziskům, než jaké by dosahovaly, kdyby veškerý kapitál tvořilo vlastní jmění.

Navržený vzorec (6) pokládáme za výhodné rozšíření obvyklého tvaru pyramidového (Du Pontova) rozkladu rentability vlastního jmění, protože

- zahrnuje vliv proměnlivého daňového a úrokového zatížení,
- vychází ze ziskovosti tržeb na úrovni srovnatelné s provozním ziskem,
- dovoluje testovat ziskový účinek finanční páky,
- umožňuje zprůhlednit vztah rentability vlastního jmění a rentability celkového kapitálu.

Nespornou předností rentability vlastního jmění je naprostá určitost účetních údajů dosazovaných do čitatele a jmenovatele. Jeho nevýhodou je nesrovnatelnost ocenění vlastního jmění a zisku. Vlastní jmění odpovídá kupní síle měnové jednotky v době jeho tvorby: majetek tehdy pořízený má dnes zcela odlišnou reprodukční cenu, pokud došlo k inflaci nebo technickému pokroku. Naproti tomu zisk odpovídá současnému nebo nedávnému ocenění vstupů (kromě odpisů) a výstupů. Je proto třeba při posuzování vývoje rentability brát v úvahu, že rozvahové položky jsou vyjádřeny v historických nákladech.

Rentabilita vlastního jmění v českých odvětvích průmyslu a stavebnictví v průměru klesla z 5,2 % v r. 1991 na 1,81 % v r. 1992. Pokles lze jistě připsat v mnoha podnicích na vrub odbytových potíží a nižšího využití kapacit. Nelze ovšem ani vyloučit vliv absence reálných vlastníků v odstátněných, avšak fakticky ještě nezprivatizovaných akciových společnostech. Chyběl subjekt zájmu na nízkých nákladech a vysokém zisku, takže se otevřel prostor pro snažší uspokojování mzdových požadavků a pro značné úrokové zatížení.

Zisková výnosnost akcií

Forma akciové společnosti umožňuje snadný prodej a koupi vlastnických práv, ztělesněných v majetkovém cenném papíru — v akci. Na kapitálovém trhu vzniká tržní cena akcie (kurz) podle vztahu nabídky a poptávky. Vlastníci akcií nebo

zájemci o jejich získání posuzují výnosnost kapitálu vloženého do akcie některého podniku podle tržní ceny jedné akcie k zisku po zdanění na jednu akcii:

$$\text{price earnings ratio} = \frac{P}{E}$$

P ... tržní cena (kurz) jedné akcie — (price)

E ... zisk po zdanění na jednu akcii — (earnings per share, zkr. EPS)

Tomuto hledisku akcionářů odpovídá z hlediska podniku zisková výnosnost (earnings yield) akcií, což je poměr zisku určeného k rozdělení (zisk po zdanění) k celkové hodnotě obvyčejných akcií za současnou tržní cenu:

$$ZV = \frac{E}{P} = \frac{a \cdot E}{a \cdot P} = \frac{Z}{M} \quad (11)$$

ZV ... zisková výnosnost

a ... počet akcií v oběhu

M ... tržní hodnota podniku

Zisková výnosnost akcií je reciproční hodnota k price earnings ratio P/E .

Zdálo by se, že zisková výnosnost akcií dává správnější informaci o úspěšnosti podniku než rentabilita vlastního jmění. Ve skutečnosti zobrazuje názor trhu cenných papírů na riziko investování do daného odvětví a podniku. Nemění-li se názor kapitálového trhu na riskantnost dané akcie, reaguje burza na zvýšení zisku na jednu akcii nejspíše zvýšením kurzu a ukazatel ziskové výnosnosti zůstane víceméně stabilní.

Zisková výnosnost jako ukazatel rizika vhodně doplňuje rentabilitu vlastního jmění jako ukazatel zisku.

Poměr tržní a účetní hodnoty podniku

Tržní hodnotou (market value) akciové společnosti je úhrnná hodnota akcií v oběhu při platném kurzu. Účetní hodnota (book value) se rovná rozdílu majetku a závazků, tedy vlastnímu jmění. Poměr tržní a účetní hodnoty (market-to-book ratio) je vlastně syntézou rentability vlastního jmění a ziskové výnosnosti:

$$\frac{M}{VJ} = \frac{RVJ}{ZV} = \frac{Z}{VJ} \cdot \frac{P}{E} \quad (12)$$

protože

$$\frac{RVJ}{ZV} = \frac{Z/VJ}{Z/M} = \frac{Z/VJ}{E/P}$$

Z údajů o rentabilitě vlastního jmění a o ziskové výnosnosti (resp. o price earnings ratio) lze určit poměr tržní a účetní hodnoty podniku.

Moderní finanční teorie spatřuje finanční cíl podnikání v maximalizaci tržní hodnoty podniku, nikoli v maximalizaci zisku či maximalizaci rentability vlastního jmění. V duchu této teorie lze poměr tržní a účetní hodnoty zařadit na přední místo mezi kritéria finanční analýzy. Jako poměrový ukazatel může být využit při porovnávání různých podniků a také k hodnocení podniku v časové řadě. Poměr lze interpretovat z hlediska faktoru zisku a faktoru rizika. Rozkladem rentability vlastního jmění se dále rozšíří řetězec nejrůznějších faktorů, které spolupůsobily na vývoj poměru tržní a účetní hodnoty.

TABULKA č. 1 ČÍSELNÝ PŘÍKLAD K POUŽITÝM VZORCŮM

VÝCHOZÍ ÚDAJE			
z výsledovky	(1) tržby T (2) úroky U (3) daň z příjmů D (4) zisk po zdanění Z		8 000 800 90 110
z rozvahy	(5) vlastní jmění VJ (6) aktiva A		5 000 10 000
o akciích	(7) počet akcií v oběhu a (8) tržní cena (kurz) akcie P		1 000 1,1
ANALÝZA			
(9) rentabilita vlastního jmění	$\frac{Z}{VJ}$	$\frac{(4)}{(5)}$	2,2 %
(10) daňová redukce	$\frac{Z}{D}$	$\frac{(4)}{(4) + (5)}$	0,55
(11) úroková redukce	$\frac{ZD}{ZUD}$	$\frac{(4) - (3)}{(4) + (3) + (2)}$	0,2
(12) ziskovost tržeb	$\frac{ZUD}{T}$	$\frac{(4) + (3) + (2)}{(1)}$	12,5 %
(13) obrat aktiv	$\frac{T}{A}$	$\frac{(1)}{(6)}$	0,8 : 1
(14) finanční páka	$\frac{A}{VJ}$	$\frac{(6)}{(5)}$	2,0 : 1
(15) ziskový účinek finanční páky	$\frac{ZD}{ZUD} \cdot \frac{A}{VJ}$	(11) · (14)	0,4
(16) rentabilita celkového kapitálu	$\frac{ZUD}{A} \cdot \frac{Z}{D}$	$\frac{(4) + (3) + (2)}{(6)} \cdot (10)$	5,5 %
(17) zisková výnosnost ZV	$\frac{Z}{a \cdot P}$	$\frac{(4)}{(7) \cdot (8)}$	0,1
(18) tržní hodnota podniku M	$a \cdot P$	(7) · (8)	1 100
(19) poměr tržní a účetní hodnoty podniku	$\frac{M}{VJ}$	$\frac{(18)}{(5)}$	0,22 : 1
(20) rozklad poměru M/VJ	$\frac{RVJ}{ZV}$	$\frac{(9)}{(17)}$	0,22 : 1

Obchodování s kuponovými akciemi dává první signály o poměru jejich tržní a účetní hodnoty. Akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč představují spolu s deseti-procentním podílem na rezervním fondu vlastní jmění na jednu akcii 1 100 Kč. Tržní cenu akcie je možné poměřovat k této částce. Většina akcií zaznamenává na kapitálovém trhu kurz značně nižší než 1 100 Kč. Ovšem nabídka a poptávka mají zatím spíše spekulativní a spekulativní charakter. Jednak není přístup k potřebným informacím, jednak širší veřejnosti chybějí znalosti a erudice k jejich vyhodnocování.

* * *

V tabulce č. 1 jsou z údajů smyšlené účetní závěrky a z volně zvolených informací o akciích odvozeny ukazatele popisované v předchozím textu.

Při interpretaci ukazatelů se finanční situace podniku nejeví příznivě. Vlivem příliš vysokých úroků při dané úrovni ziskovosti tržeb je úvěr z hlediska rentability vlastního jmění nevýhodný. Ziskový účinek finanční páky je menší než jedna, a proto rentabilita vlastního jmění je nižší než rentabilita celkového kapitálu.

Tržní hodnota podniku je mnohem nižší než jeho hodnota účetní. Příčina není v rizikovosti, protože zisková výnosnost 10 % naznačuje, že kapitálový trh důvěřuje v budoucnost podniku: kurz akcie se pohybuje na desetinasobku ročního zisku. Důvodem nízkého poměru tržní a účetní hodnoty je tedy nízká rentabilita vlastního jmění.

Závěr

Na scéně tržní ekonomiky vystupuje zisk v hlavní roli, neboť je základním cílem podnikání nebo jeho součástí. Provozní zisk podniků (resp. zisk před úroky a daněmi) je nejen zdrojem výdělků vlastníků z investovaného kapitálu, ale i pramenem příjmů věřitelů a státní pokladny.

Po skončení první vlny kuponové privatizace se v mnoha akciových společnostech dotváří zájmové pole podnikatelských subjektů. Předpokladem finančně zdravého podniku je poučený management, který pečuje o rozvoj faktorů ziskovosti, střeží žádoucí vztahy mezi ziskem a vloženým kapitálem, rozumí závislosti mezi rentabilitou a kurzem akcií.

Autorským záměrem bylo přispět k lepšímu objasnění vazeb mezi kategoriemi vztahujícími se k zisku. Zdůrazňuje se tu klíčový význam provozního zisku pro utváření hospodářského výsledku, doporučuje se úplnější formule rozkladu vlastního jmění na prvočinitele, vysvětluje se vztah rentability vlastního jmění k rentabilitě celkového kapitálu a ke vzájemnému poměru tržní a účetní hodnoty podniku.

SUMMARY

Profit in the Limelight

Rolf GRÜNWARD, lecturer at the Firm Finance Dpt. of the Prague School of Economics

Profit is gaining importance in privatized firms and deserves increased attention. Recent planning routine of monitoring profit/cost ratio needs revision.

Corporate earnings can be evaluated by means of profit margin, return of capital and earnings yield.

Operating profit margin is recommended as a priority way of measuring revenue surplus over expenses. As for the Du Pont analysis, additional components are suggested to provide easy insight into financial leverage impact on profit as well as into relationship between return on equity and return on assets. Market-to-book ratio is presented as a product of return on equity and price earnings ratio, reflecting thus aspects both of profit and risk.