

Tendence současného vývoje dlouhodobého finančního managementu[#]

*Josef Valach**

I. Dlouhodobý finanční management a jeho specifika

Dlouhodobý finanční management je nesporně dominantní, integrální součástí finančního řízení podniku. Zabývá se strategií investování firmy do různých forem dlouhodobého majetku, rozhodováním o výběru různých alternativ investičních projektů s přihlédnutím k jejich očekávaným výnosům a riziku jakož i celkovou strategií financování obnovy a přírůstku dlouhodobého majetku., výběrem optimální varianty financování projektu s ohledem na náklady kapitálu a rizikové důsledky těchto variant.

Strategický finanční management je – na rozdíl od taktického finančního rozhodování – charakteristický několika významnými specifiky:

1. Rozhoduje se zde v dlouhodobém časovém horizontu, který zahrnuje např. u hmotných investic jejich přípravu, dobu výstavby a dobu životnosti. Dlouhodobý majetek, pořízený investicí, ovlivňuje běžné hospodaření podniku několik let a to jak z hlediska jeho výnosnosti, tak i z hlediska likvidity.
2. Dlouhodobý časový horizont nese s sebou větší možnost rizika odchylek od původních záměrů, jak pokud jde o očekávané kapitálové výdaje, tak i o očekávané peněžní příjmy z projektů a tím i očekávanou výnosnost.
3. Jde většinou o kapitálově náročné operace, vyžadující velké jednorázové vklady, často přesahující možnosti jednotlivých podnikatelských subjektů a vyžadující soustředování kapitálu od různých vkladatelů, věřitelů, účelových seskupení apod.
4. Příprava a realizace projektu je náročná na časovou a věcnou koordinaci různých účastníků investičního procesu (investor, inženýrská organizace, projektant, generální dodavatel, subdodavatelé, stavební dozor). Každý z nich sleduje své ekonomické zájmy a cíle, které je nutné respektovat a vzájemně sladit k dosažení investorského cíle.
5. Investování těsně souvisí s aplikací nových technologií, nových výrobků; prostřednictvím investic se uskutečňuje velká část technických a technologických inovací.
6. Některé investice mají závažné důsledky na infrastrukturu, ekologii, vynucují si různé další vyvolané investice v této oblasti a komplexní posuzování z mnoha různých hledisek. Někdy vznikají vysoké náklady na likvidaci dlouhodobého majetku.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903.

^{*} Prof. Ing. Josef Valach, CSc. – profesor; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3.

7. V souvislosti s globalizací světové ekonomicky vzrůstá úloha zahraničních investic přímých i portfoliových, do investičního a finančního rozhodování zasahují mnohem podstatněji měnové kurzy, národní difference v úrokových a daňových sazbách, nákladech kapitálu, diferencované ekonomická a politická rizika v jednotlivých zemích.

Uvedená specifika kladou určité požadavky na používané metody rozhodování o investicích a jejich financování:

- je nezbytné respektovat vždy faktor času, časovou hodnotu peněz,
- musí se přihlížet vždy k riziku, jeho charakteru, výši a snažit se toto riziko promítat do různých úvah o investicích a jejich financování,
- dlouhodobost a riziko investování si vynucují uvažovat v různých variantách, počítat v těchto variantách s různými možnými změnami poptávky, cen výrobků, surovin, daní, kurzů měn apod.,
- brát v úvahu nejen výnosnost investice v těsné souvislosti s jejím rizikem, ale i důsledky investičních rozhodnutí na okamžitou likviditu podniku.

Pro další vývoj dlouhodobého finančního managementu v ČR je nezbytné vycházet z tendencí, které se v této oblasti prosazují v průmyslově vyspělých zemích. Znalost těchto tendencí a jejich tvůrčí uplatnění v ekonomice ČR nabyla silně na významu v souvislosti se vstupem ČR do EU a s rostoucí ekonomickou spoluprací českých a zahraničních firem. V rámci tohoto příspěvku se soustředíme na světové vývojové tendence v následujících oblastech:

- a) vyhodnocování investičních projektů pomocí finančních kritérií jejich efektivnosti,
- b) struktura finančních zdrojů firemních investic,
- c) finanční podpora firemních investic státem a účast soukromých firem na financování investic státu.

II. Vývojové tendence v teorii a praxi rozhodování o efektivnosti investičních projektů

Základem moderní teorie hodnocení efektivnosti investičních projektů se stal koncept čisté současné hodnoty, poprvé formulovaný v díle I. Fischera (Fischer, 1930) v 30. letech minulého století. Pravidlo čisté současné hodnoty spojuje hodnocení projektů s hlavním cílem podnikání – maximalizací tržní hodnoty firmy. Za jinak neměnných podmínek každý projekt s kladnou čistou současnou hodnotou znamená ve svém důsledku růst tržní hodnoty firmy. Hodnocení projektů pomocí čisté současné hodnoty zajišťují manažeři plnění základních zájmů vlastníku: maximalizovat současné bohatství.

Kritérium čisté současné hodnoty je v současné teorii investičního rozhodování silně preferováno před ostatními kritérii (vnitřní výnosové procento, doba návratnosti, rentabilita investice) – viz Brealey – Myers (2003, s. 108-111), Levy – Sarnat (1999, s. 138-139) Valach (2006, s. 137). Je považováno za optimální řešení pro evaluaci a výběr investičních projektů firem za předpokladu, že lze s relativní přesností kvantifikovat očekávané budoucí peněžní toky z projektu a příslušnou požadovanou míru výnosnosti (náklad kapitálu).

Přes uvedenou vysokou preferenci čisté současné hodnoty v teorii investičního rozhodování, investiční praxe tuto preferenci zdaleka nepotvrzuje. Řada průzkumu o používání metod vyhodnocování investičních projektů v průmyslově vyspělých zemích

prokazuje, že firmy v praxi používají velice často jiné metody hodnocení efektivnosti projektů, zejména dobu návratnosti a vnitřní výnosové procento. Tak např. z průzkumu 100 velkých firem ve Velké Británii vyplynulo, že čistá současná hodnota je vždy využívána jen ve 33%, ale doba návratnosti v 62% a vnitřní výnosové procento v 54% (firmy používají často několik metod vedle sebe), viz Pike – Neale (1996). Závěr z jiných průzkumů v této oblasti konstatuje, že „ačkoliv v poslední době stále více větších firem přechází k časově diskontovaným ukazatelům hodnoty investic, používá pravděpodobně většina podniků metody, ke kterým patří např. doba návratnosti a účetní výnosové procento“. (Levy – Sarnat 1999, s. 219). V ČR průzkumy obdobného typu chybí, s určitou mírou tolerance však lze předpokládat, že jeho výsledky by pravděpodobně vedly ke stejným závěrům.

Co je příčinou odchýlného postupu praxe v investičním rozhodování od doporučení investičních teoretiků? Jde zřejmě o soubor celé řady příčin, zejména pak:

- a) *Historické důvody.* Metody opírající se o diskontování peněžních toků pro oceňování projektů začaly obchodní firmy používat až v 2. polovině 50. let. Do té doby jednoznačně převládalo hodnocení pomocí klasické doby návratnosti nebo pomocí ziskovosti projektu. K historickým důvodům můžeme přiřadit i změnu v pojetí hlavního finančního cíle podnikání. V minulosti byla zdůrazňována maximalizace účetního zisku podniku, teprve od 60. let se začala prosazovat v teorii (částečně i v systému řízení a motivace firem) maximalizace tržní hodnoty firmy, na kterou čistá současná hodnota projektu bezprostředně navazuje. Pro naši ekonomiku lze do těchto příčin zahrnout i skutečnost, že všechna finanční kritéria efektivnosti investičních projektů měla v direktivní, centrálně řízené ekonomice naprosto druhořadé postavení při rozhodování o investicích; dominovala různá kritéria hmotná (objemy produkce, plánovací technické ukazatele apod.), event. politická.
- b) *Mírně zvýšená matematická náročnost.* Čistá současná hodnota i vnitřní výnosové procento ve většině případů jsou spojovány s časovou aktualizací peněžních toků pomocí složeného úrokování, s odhadem pravděpodobnosti peněžních toků pomocí různých statistických metod a kvantifikací rizika projektu. Tato určitá „matematizace“ hodnocení efektivnosti investičních projektů, spojená s nutným využitím počítačové podpory, odrazuje zejména starší generaci ekonomů od širšího uplatnění těchto postupů v praxi.
- c) *Nepodstatné rozdíly mezi hodnocením projektů pomocí teoreticky doporučovaných přístupů a podle vžité praxe.* V některých konkrétních situacích skutečně dochází k tomu, že se výsledky příliš neliší. Tak tomu je např. v případech, kdy doba životnosti projektu je velice krátká a zároveň požadovaná míra výnosnosti nízká. Čas, ani požadovaná míra výnosu zde nehraje podstatnou úlohu a proto např. hodnocení dle doby návratnosti se bude silně přibližovat hodnocení podle čisté současné hodnoty. Za předpokladu anuitního peněžního toku je také např. prokázáno, že u projektů s vnitřním výnosovým procentem vyšším než 30% a ekonomickou životností delší než 10 let není podstatný rozdíl mezi hodnocením projektů pomocí vnitřního výnosového procenta a převrácené hodnoty doby návratnosti (Levy – Sarnat 1999, s. 213). Výše zmíněné situace však jsou při hodnocení projektů méně obvyklé.
- d) *Vážné nedostatky v plánování očekávaných peněžních toků* během životnosti projektu celkově i v jednotlivých letech. Pokud očekávané peněžní toky nejsou opřeny o solidní analýzy a prognózy jejich vývoje a jsou hrubými průměrnými odhady, pak přirozeně tyto závažné nedostatky mají zásadní vliv na hodnocení projektu. Přesnější metody, opírající se o faktor času nemohou tuto základní nepříznivou tendenci zvrátit. Teprve až je firma

schopna seriózně prognózovat výši a časové rozložení peněžního toku, má přechod na přesnější metody hodnocení projektu s pomocí časového faktoru a zohlednění rizika podstatný a nezbytný význam. Použití přesnějších metod hodnocení projektu na hrubé odhady jejich peněžních toků nezajistí samo o sobě zlepšení ve vyhodnocování projektů. Jestliže jsou prognózy peněžních toků silně zkreslené, i nejopatrnější uplatnění pravidla čisté současné hodnoty nemůže tento nedostatek eliminovat.

- e) *Preference peněžního toku z projektu* (u teorií doporučovaných metod hodnocení projektu) *před účetními tradičními kategoriemi nákladů, výnosů a zisku z projektu*. Čistá současná hodnota i vnitřní výnosové procento považují za relevantní použití peněžních toků z projektu, který se sice opírá o náklady a výnosy z projektu, ale není s nimi identický. Tak např. kapitálové výdaje projektu jsou chápány podstatně širěji, než investiční náklady v účetnictví : zahrnují i výdaje na event. přírůstek oběžného majetku vyvolaný projektem, výdaje na zapracování nových pracovníků v důsledku nového projektu. Podobně očekávané peněžní příjmy z projektu nejsou identické s očekávanými zisky z projektu. Musí se upravovat především o odpisy, o event. změny oběžného majetku spojeného s investičním projektem v průběhu životnosti, či příjmy z prodeje dlouhodobého majetku koncem životnosti. V případě závažných finančních důsledků projektu (velké zadlužení, vysoké náklady emise na získání event. akciového kapitálu, dotace od státu) je zapotřebí uplatňovat tzv. upravenou čistou současnou hodnotu. Není vždy jednoduché převést účetní údaje na peněžní toky.
- f) *Existence řady investičních rozhodnutí, která si objektivně nevynucují hodnocení a srovnávání pomocí peněžních toků z projektu*, ale jen pomocí úspor provozních a investičních nákladů. Zde máme na mysli hodnocení a srovnávání projektů, které zajišťují stejnou produkci při stejných realizačních cenách a liší se jen velikostí investičních a provozních nákladů (např. rozhodování mezi dvěma typy strojů), nebo srovnávání projektů, jejichž cílem je jen úspora nákladu (např. investice do úspor energie, tepla apod.) V těchto případech stačí pro posouzení projektů nákladová kritéria (diskontované náklady projektu, roční průměrné náklady projektu).

Přestože moderní teorie hodnocení efektivnosti projektů opírající se o peněžní toky projektu, respektování faktoru času a rizika není ještě – zejména v naší hospodářské praxi – dostatečně uplatňována, objevují se v posledních letech další nové přístupy k hodnocení projektu, které běžná praxe nepoužívá buď vůbec, nebo jen zcela výjimečně.

Jedním z nich, který je široce diskutovaným zejména v akademické sféře, je *opční přístup k hodnocení projektu*. Často se v této souvislosti mluví o reálných opcích (na rozdíl od finančních opcí, které jsou standardizovány a obchodovány na kapitálových trzích). Protože však i finanční opce mají reálný charakter používá se pro opce, uplatňované u investic do hmotného a nehmotného majetku někdy označení kapitálově-investiční opce.

Podstata opčního přístupu k vyhodnocování investičních projektů spočívá v tom, že usiluje o zohlednění pružnosti (flexibility) investičních projektů v průběhu jejich realizace a fungování. Klasický koncept čisté současné hodnoty projektu je postaven na pevné strategii realizace a fungování investice opírající se o plánovaný peněžní trh z projektu, požadovanou míru výnosnosti a předpokládané riziko, které se v míře výnosnosti zohledňuje. Neuvažuje se zde změna strategie v průběhu realizace či fungování investice. Např. rozšíření projektu při jeho vysoké úspěšnosti, nebo naopak event. skončení projektu, když jeho realizací hrozí neúspěch z důvodu změněných podmínek oproti původně předpokládanému peněžnímu toku).

Opční přístup k hodnocení projektu je naopak založen na tom, že v průběhu realizace a fungování investic může docházet k četným změnám ve výrobních i technologických inovacích, k změnám předpokládané poptávky po výrobcích, k změnám v předpokládaném riziku. Změny tohoto typu jsou v dnešních ekonomických podmínkách (zejména v některých oborech podnikání – např. farmaceutický průmysl, elektrotechnika, elektronika) velice časté a je nezbytné s nimi při rozhodování o projektech uvažovat. Podle povahy projektu mohou manažeři aktivně zasáhnout do projektu v průběhu jeho realizace či životnosti v závislosti na nových informacích o činitelích, ovlivňujících projekt. Mohou např. urychlit nebo odložit realizaci projektu, zvýšit nebo snížit původně projektovanou kapacitu, předčasně ukončit projekt či jej prodat apod. Možnost tohoto aktivního zásahu do projektu je závislá na povaze projektu samotného, na jeho vlastní flexibilitě. Některé projekty jsou méně flexibilní (např. silně účelově zaměřené technologie, nepoužitelné pro jiné účely) a v těchto případech klasické hodnocení projektů pomocí čisté současné hodnoty je dostačující. V případě projektů, které jsou svou povahou dost flexibilní (umožňují např. uplatnit různé technologie), klasické hodnocení projektů většinou nedoceňuje plně jejich efektivnost, protože nepřihlíží k možnosti aktivními zásahy měnit projekt v závislosti na změnách podmínek.

Opční přístup uplatňují manažeři intuitivně zejména v těch případech, kde se klasická čistá současná hodnota projektu – bez přihlédnutí k jeho flexibilitě – pohybuje blízko nuly nebo je mírně záporná. Zkušený manažeři však cítí u těchto projektů, že v případě jejich flexibility a nejistoty prostředí je možné dodatečnými zásahy do projektu jejich celkový přínos změnit a proto je mechanicky nezavrhují.

Teorie reálných opcí nezavrhne a nenahrazuje klasické nástroje investičního rozhodování v podobě čisté současné hodnoty, či vnitřního výnosového procenta. Naopak: opírá se o ně a jen jejich vypovídací schopnost rozšiřuje a zkvalitňuje tím, že zdůrazňuje význam flexibility projektu a její zohlednění při realizaci či fungování projektu. Souhrnná (strategická) čistá současná hodnota projektu je pak dána standardní čistou současnou hodnotou, zvýšenou o hodnotu reálné opce.

Hodnota reálné opce je silně přímo závislá na stupni flexibility investičního projektu a na stupni rizika budoucích příjmů projektu. Pro její kvantifikaci jsou doporučovány obdobné postupy, jako je tomu u finančních opcí (např. Black – Sholesův model oceňování opcí, event. diskrétní binomický model). Je si však třeba uvědomit, že mezi finančními opcemi a reálnými opcemi existují významné rozdíly: nižší míra obchodovatelnosti podkladových aktiv u reálných opcí, větší složitost reálných opcí, vliv konkurence u reálných opcí (u oborů bez vstupních bariér). Proto ocenění reálných opcí pomocí metod oceňování finančních opcí je třeba brát v úvahu jen jako přibližný postup, který však u silně flexibilních projektů může podstatně zkvalitnit hodnocení projektu a kvalitu celého procesu investičního rozhodování.

III. Vývojové tendence ve financování podnikových investic.

Financování podnikových investic představuje další významnou oblast dlouhodobého finančního managementu. Zabývá se specifiky různých alternativních finančních zdrojů, použitelných k financování rozvoje podniku, náklady kapitálu na jejich pořízení, volbou optimální kapitálové struktury a problémy spojenými s její konkrétní identifikací.

Pokud jde o strukturu alternativních zdrojů financování podnikových investic je možné, s určitou mírou opatrnosti, formulovat následující dlouhodobě se projevující tendence.

1. Jako rozhodující zdroje financování investic nefinančních korporací vystupují ve většině průmyslově vyspělých zemích interní zdroje. Jejich podíl dlouhodobě vysoce překračuje 50% objemu investic; v některých zemích přesahuje hranici 75%. Tak na příklad interně generované zdroje se v roce 2000 podílely na celkových investicích nefinančních společností v USA více než 76% (Brealey – Myers 2003, s. 378). Podobné analýzy provedené ve Velké Británii konstatují, že interní zdroje v roce 1990 tvořily takřka 63% všech zdrojů dlouhodobého financování průmyslových a obchodních společností (Pike – Neale 1996, s. 465).

Také v ČR je podíl interních zdrojů na financování nefinančních korporací rozhodující, i když poněkud menší. Podíl vlastních zdrojů (v ČR to jsou víceméně jen interní zdroje, protože externí vlastní zdroje ve formě emisí akcií jsou minimální) se v roce 2000 pohyboval okolo 60% (viz ČSÚ 2002, s. 74-75. Statistické údaje o investicích a zdrojích jejich financování v ČR jsou velmi skoupé a poměrně málo spolehlivé.).

2. *Rozhodujícím interním zdrojem financování jsou odpisy dlouhodobého majetku.*

Tak např. v USA za poslední dvě desetiletí podíl odpisů kolísá okolo 70% všech interních zdrojů; v ČR podíl odpisů v posledních letech tvoří více než 60% interních zdrojů (Valach 2006, s. 260).

Někteří autoři, zejména účetních publikací, nepovažují odpisy za finanční zdroj. Zdůrazňují, že odpisy představují pouze alokaci původní ceny aktiv do období, v nichž jsou tato aktiva užívána – nic víc a nic méně.

Teorie a praxe finančního managementu se však k odpisům dlouhodobého majetku staví odchylně. Vedle toho, že odpisy chápe jako systematický způsob přenášení ceny dlouhodobého majetku do provozních nákladů, zdůrazňuje i jejich významnou úlohu jako interního zdroje financování. Interní zdroje financování nejsou chápány jen jako zisk (event. zadržený zisk), ale šířeji jako celkové inkasované tržby podniku. Část těchto tržeb musí být použita k úhradě osobních výdajů, část k financování obnovy krátkodobého majetku, část k financování obnovy dlouhodobého majetku a zbývající část k úhradě daní, financování rozvoje podniku a nároků vlastníků za vložení kapitálu a postoupené riziko podnikání.

Finanční řízení podniku se nemůže zaměřovat jen na zisk podniku, event. jeho rozdělení k různým účelům. Musí se soustavně zabývat celkovými tržbami podniku, jejich inkasem, použitím na obnovu pracovní síly, krátkodobého i dlouhodobého majetku. Jen podstatně menší část interních finančních zdrojů je používána k rozšiřování podnikového majetku; rozhodující část jde na obnovu majetku a pracovní síly. Nevidíme proto důvod část tržeb podniku (v podobě jeho zisku) do interních finančních zdrojů zahrnovat a zbývající podstatnější část – nikoliv. Praktické finanční řízení a plánování se také nesoustřeďuje jen na plánování zisku firmy a jeho rozdělení. Dlouhodobě i krátkodobě se plánují celkové tržby, jejich inkasa, použití tržeb na osobní výdaje, obnovu zásob, pohledávek, na obnovu dlouhodobého majetku. Teoreticky ani prakticky neexistují žádné vážné důvody pro nezahrnování odpisů mezi interní zdroje financování potřeb podniku. To, že jsou nákladem, že vyjadřují přenesení původní ceny dlouhodobého majetku nevylučuje skutečnost že – protože nejsou zároveň výdajem – je třeba je chápat jako tu součást tržeb, která ve svém důsledku představuje výrazný zdroj financování. Rozdíl oproti zisku je v tom, že odpisy představují zdroj, který v konečném důsledku směřuje k obnově dlouhodobého majetku, zisk je pak novým finančním zdrojem, umožňujícím financovat

rozvoj podniku. Je dobré si v této souvislosti uvědomit, že tzv. obnovovací investice představují ve většině zemí rozhodující část hrubých investic – 60-70%.

3. *Třetí tendence ve financování podnikových investic se týká externích zdrojů financování.* V tomto případě je zřetelný rozdíl mezi USA a většinou evropských zemí. Zatímco v USA jako dominantní externí zdroj financování vystupují podnikové obligace a akcie různého typu, v Evropě a Japonsku dominují dlouhodobé bankovní úvěry. Také v ČR je zcela dominantní externí zdroj financování hmotných a nehmotných investic u nefinančních podniků bankovní úvěr (V roce 2000 se podílel na financování investic více než 22%, zatímco emise cenných papírů (jde převážně o podnikové obligace) jen 2%) – viz ČSÚ (2002, s. 74-75).
4. *Poslední tendencí, kterou lze z různých analýz prokázat je velký rozvoj leasingového financování investic,* zejména dopravních prostředků. Pro poslední léta se odhaduje, že na investicích do strojů, zařízení a dopravních prostředků se leasing v USA, Evropě i ČR podílí více než 30% (Gerža 2006, s. 6). Rozvoj leasingu v ČR bude zřejmě pokračovat zejména v oblasti operativního leasingu, jehož využití v ČR je prozatím menší, než ve vyspělých evropských zemích a také v leasingu nemovitostí.

V budoucnosti lze – v souvislosti s globalizací ekonomik a vstupem ČR do EU, jakož i s růstem a zkvalitněním kapitálového trhu v ČR předpokládat, že dojde ke zvýšení významu rizikového kapitálu při financování některých vysoce inovativních investic a také k zvýšení podílu externího financování prostřednictvím emise akcií a obligací na úkor dlouhodobých bankovních úvěrů. K tomu je však nezbytné vytvořit odpovídajících podmínek na kapitálovém trhu a v oblasti zdanění. Přes zvýšenou úlohu emisí a obligací při financování investic zůstanou interní zdroje financování investic rozhodujícím zdrojem financování podnikového rozvoje ve většině podnikatelských jednotek.

IV. Tendence ve státní podpoře podnikových investic a účasti soukromých firem na financování investic státu

Ve všech zemích s tržní ekonomikou spočívá těžiště financování firemních investic v interních zdrojích, kombinovaných s rozmanitými formami financování externími zdroji v podobě bankovních úvěrů, emise obligací či akcií či leasingu.

Financování investičních aktivit podniku s výraznou angažovaností státu dominovalo v centrálně řízených ekonomikách v průběhu 50.-80. let minulého století. Historický vývoj prokázal jednoznačně jeho nevhodnost. Takový způsob financování byl jednou z hlavních příčin neefektivnosti tehdejších převážně státních podniků i celé ekonomiky.

Přesto je možné v praxi financování investic firem, působících v plně tržním prostředí, setkávat se s účastí státu na tomto financování. Účast státu je velmi diferencovaná, podle míry státního intervencionismu v ekonomikách (USA x Francie, Německo).

Státní podpory investic jsou zdůvodňovány nutností podporovat hospodářský růst, nedostatečným rozvojem některých regionů či oborů podnikání, existencí externalit na trhu, nutností podpory malého a středního podnikání. Při jejich uplatňování je stát omezen nejen výší prostředků státního rozpočtu, ale i nutností respektovat tržní konformnost těchto podpor, tj. zajistit, aby zásadně nenarušovaly tržní podnikatelské prostředí, zajišťovaly přibližně stejné podmínky podnikání a to i v mezinárodním měřítku.

Finanční podpory podnikových investic se uskutečňují různými formami:

- a) přímé investiční podpory (investiční dotace v rozpočtu centrálních fondů),
- b) nepřímé investiční podpory (daňové sazby, úlevy, daňové prázdny).

Investiční podpory formou investičních dotací jsou spojeny s některými negativními jevy (plýtvání s peněžními prostředky, zneužívání na jiné účely, nízký tlak na efektivnost investic, široký prostor pro korupci). Stát se zde brání účelovostí dotací, administrativními kontrolami apod.

V evropských zemích jsou rozšířeny v zemědělství, železniční dopravě, městské hromadné dopravě a při výrobě energií z obnovitelných zdrojů. Mnohem intenzivněji jsou využívány malými a středními podniky. Od roku 2004 mohou české podniky žádat o dotace ze strukturálních fondů EU prostřednictvím různých operačních programů. V oblasti investic se soustřeďují na pomoc začínajícím podnikům, na podporu zvyšování technologické úrovně malých a středních podniků, jakož i na podporu inovačních projektů.

Začátkem 90. let minulého století začaly mít ve stimulaci podnikových investic (zejména přímých zahraničních investic) významnou úlohu nepřímé investiční podpory ve formě různých daňových úlev, celních osvobození apod. Zahrnují se do tzv. investičních pobídek.

Průkopníky investičních pobídek byli v Asii Singapur, v Evropě Irsko. V současné době se vyskytují nejen v rozvojových a středně rozvinutých, ale i v průmyslově vyspělých zemích (např. v roce 2000 firma Honda v USA obdržela 105 tis. USD na jedno vytvořené pracovní místo) viz Srholec (2004, s. 130).

Také v ČR existuje od roku 2000 zákon o investičních pobídkách jako jedné z forem veřejné podpory. Nesmí narušovat hospodářskou soutěž a pobídky nesmí přesáhnout stanovenou část hodnoty investice.

Názory ekonomů na uplatňování investičních pobídek nejsou jednotné. Někteří zdůrazňují jen jejich přínosy (získání nových technologií, kapitálu, know-how, tvorbu pracovních míst aj.), jiní je silně zpochybňují. Domníváme se, že pokud ostatní země systém investičních pobídek uplatňují, nemůže ČR tuto podporu investic opustit. Je však třeba usilovat o jeho zdokonalení (rozšířit je i pro menší investice, orientovat je na inovativní investice, investice posilující export a omezovat dovozní náročnost nových investic). Nelze předpokládat, že ve střednědobém horizontu investiční pobídky přestanou být v evropském ekonomickém prostoru využívány.

Významným fenoménem v oblasti financování investic se v posledních 10-15 letech stává financování projektů veřejno-soukromého partnerství (Public Private Partnership). Na rozdíl od firemní podpory podnikových investic státem jde v tomto případě o opačný jev: na financování projektů uskutečňovaných vládou nebo místními orgány se podílí soukromý sektor. Zadavatelem je státní orgán, zhotovitelem (někdy i provozovatelem) soukromý sektor. Dochází zde k těsnějšímu spojení zadavatele projektu a jeho zhotovitele. Zhotovitel (soukromá firma) zajišťuje nejen realizaci projektu, ale podílí se i na jeho financování, event. na dalším jeho provozování či údržbě.

Velký rozmach PPP projektů v posledních dvou desetiletích ve světě je způsoben rostoucími deficity státních rozpočtů a veřejnými dluhy, tlakem obyvatelstva na poskytování a zkvalitňování veřejných služeb a také tím, že dlouhodobé zkušenosti prokazují nižší

efektivnost budování a fungování projektů zajišťovaných a financovaných jen veřejným sektorem. Soukromý sektor vytváří většinou silnější tlak na efektivnost při výstavbě i následném provozování projektů.

Spoluúčast soukromého sektoru na financování státních projektů se rozšířila v posledních letech zejména ve Velké Británii, Irsku, Španělsku, Francii. Ve Velké Británii pokrývají podle odhadu 15% státních investic.

Potencionální předností financování PPP projektu spočívají v dočasném snížení nároků na rozpočtové zdroje, ve vytvoření většího tlaku na snižování kapitálových a provozních výdajů a na urychlení doby výstavby a v optimálním rozložení rizik projektů na zadavatele a zhotovitele.

Základními předpoklady pro využití výše uvedených potenciálních předností jsou transparentní kritéria pro výběr PPP projektů, solidně vymezené standardy veřejných služeb, kvalitní koncesionářské smlouvy a podrobná ekonomická analýza projektu, prokazující jeho ekonomický přínos ve srovnání s projekty řízenými a financovanými jen státem.

Financování projektů podle pravidel PPP má přirozeně i svá rizika a nevýhody. Dochází zde k určitému zakrývání a podhodnocování zadluženosti státu či místních veřejných orgánů.

Je nutná dlouhodobá koncepce veřejných financí, protože PPP projekty jsou značně dlouhodobé (15-30 let). Sestavení koncepce na tak dlouho dobu je mimořádně obtížné s ohledem na vývoj cen a požadovaných standardů. Hrozí zde i nižší kvalita poskytovaných veřejných služeb, protože soukromá společnost může obětovat kvalitu ve prospěch vyššího zisku. PPP projekty kladou značné nároky na kvalitu smluv mezi zadavatelem a zhotovitelem.

Praktická zkušenost z uplatňování PPP projektů zejména ve Velké Británii dokazuje, že potlačují dodatečný růst nákladů a zpoždování realizace projektů (podrobněji viz Gerrard, 2004). V ČR po prvním neúspěšném pokusu (stavba dálnice z Hranic do Ostravy) se teprve větší projekty tohoto typu připravují.

Je zřejmé, že financování projektů metodou veřejno-soukromého partnerství přináší některé pozitivní momenty, pokud jsou vytvořeny odpovídající podmínky pro jeho realizaci. Bylo by však iluzorní spatřovat v něm rozhodující nástroj zefektivnění investic státního sektoru.

Závěr

Investiční projekty silně determinují budoucí vývoj podniku, jeho efektivnost, finanční zdraví a stabilitu jakož i celkovou hodnotu podniku. Proto je rozhodování o nich jedním z nejdůležitějších finančně-ekonomických rozhodnutí vlastníků, které musí zajistit nejen přežití firmy, ale její další rozvoj a tím i růst její hodnoty, který je podstatným cílem podnikání. Růstu hodnoty firmy musí být proto především podřízena investiční strategie, výběr investičních variant, metod jejich hodnocení i alternativ jejich financování. Je samozřejmé, že zvolená investiční a finanční strategie musí přitom respektovat omezující zákonné podmínky podnikání v daném ekonomickém prostředí.

Literatura:

- [1] Brealey, R. A. – Myers, S. C. (2003): *Principles of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill, 2003
- [2] ČSÚ (2002): *Hrubé hmotné a nehmotné investice v ČR v roce 2000*. Praha, ČSÚ, 2002.
- [3] Fischer, I. (1930): *The Teory of Interest*. New York; Macmilan, 1930.
- [4] Gerrard, M. B. (2004): *Privatizace rizika na vstupu*. Ekonom, 2004, roč. 48, č. 7.
- [5] Gerža, M. (2006): *Leasing se stále těší široké oblibě*. Ekonom, 2006, roč. 50, č. 23 (komerční příloha).
- [6] Levy, H. – Sarnat M. (1999): *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha, Grada Publishing, 1999.
- [7] Pike, R. – Neale, B. (1996): *Corporate Finance and Investment*. Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1996.
- [8] Srholec M. (2004): *Přímé zahraniční investice v ČR*. Praha, Linde, 2004.
- [9] Valach J. (2006): *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha, Ekopress, 2006.

Tendence současného vývoje dlouhodobého finančního managementu

Josef Valach

ABSTRAKT

Článek se zabývá specifiky dlouhodobého finančního managementu. Zvláštní pozornost je věnována vývojovým tendencím v teorii a praxi rozhodování o efektivnosti investičních projektů, ve financování podnikových investic a ve státní podpoře podnikových investic a účasti soukromých firem na financování investic státu.

Klíčová slova: Dlouhodobý finanční management; Investiční kritéria; Finanční struktura; Finanční podpora.

Present development trends of long-term financial management

ABSTRACT

The paper deals with special long-term financial management problems. Attention is devoted to development (in theory and in practice) of investment decision-making process, long-term financial sources and state financial support of firm investment including public private partnership.

Key words: Long-term financial management; Investment criteria; Financial structure; Financial support.

JEL classification: G30.