Interní zdroje a některé nové přístupy k financování podnikových investic[#]

*Josef Valach**

Charakteristika finančních zdrojů v účetnictví a financích podniku

I když kategorie „finanční zdroje podniku“ je velice frekventovaným pojmem každé publikace o financích a finančním řízení a o účetnictví podniku, její vymezení bývá velice vágní a velmi různorodé.

V účetnictví se obvykle setkáváme s tím, že finanční zdroje jsou ztotožňovány s pojmem „pasiva“ nebo kapitál¹. Mají se tedy jimi na mysli jednotlivé složky pasiv, zahrnující vlastní zdroje (základní kapitál, zisk, přijaté dotace) a zdroje cizí (dluhy v různých formách, rezervy).

V publikacích o financích podniku a finančním řízení se můžeme setkat s dvojím pojetím finančních zdrojů. V užším slova smyslu jsou finanční zdroje chápány identicky jako v účetnictví: jde o různorodé druhy pasiv v rozvaze podniku. V tomto užším slova smyslu nejsou tedy do finančních zdrojů podniku zahrnovány takové zdroje financování podnikových potřeb jako je rozhodující část tržeb podniku sloužící k obnovení pracovní síly, krátkodobého i dlouhodobého majetku. Mimo pozornost stojí i specifické zdroje financování, získané prostřednictvím leasingu.

V širším významu jsou finanční zdroje podniku ve finanční teorii chápány odlišně. Rozumí se jimi souhrn všech peněz, který podnik získá za určité období inkasem za své realizované výrobky, služby, event. za svůj nepeněžní majetek, dále růstem různých forem vlastního kapitálu, dluhů výjimečně i nenávratných dotací. Za speciální finanční zdroj je nutné považovat i leasing².

Základní rozdíl mezi užším a širším pojetím finančních zdrojů firem spočívá fakticky v tom, jak se chápou interní zdroje financování. Užší pojetí do nich zahrnuje jen zisk (event. zadržený zisk). Širší pojetí jimi rozumí celkové inkasované tržby podniku. Část těchto tržeb musí být použita k úhradě osobních výdajů (obnova pracovních sil), část k financování obnovy krátkodobého majetku (zásob, pohledávek apod.), část k financování obnovy dlouhodobého majetku (budov, zařízení, strojů), zbývající část k financování daňových závazků vůči státu, financování rozvoje podniku a nároků vlastníků za vložení kapitálu a podstoupené riziko podnikání.

[#] 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; <valach@vse.cz>.

¹ „V širším smyslu se pojem „pasiva“ používá jako synonymum pojmu „zdroje“, jako krátké označení zdrojů vůbec (vlastních i cizích)“. Kovanicová – Kovanic (1995, s. 19).

² S takovým pojetím finančních zdrojů podniku se setkáváme v publikacích autora tohoto příspěvku (např. Valach (1999, s. 13). Zabývá se jím i poslední učebnice slovenských autorů Vlachynský (2002, s. 67). Analogicky chápe finanční zdroje i Wöhe (1986, s. 661). Ve starší finanční literatuře byl jeho stoupencem Tuček (1965, s. 65).

Domníváme se, že zúžené pojetí interních finančních zdrojů podniku jen jako zisku (event. zadrženého zisku), které je někdy označováno za důchodové pojetí interních zdrojů, není teoreticky opodstatněné. Finanční řízení podniku se nemůže zaměřovat jen na zisk podniku a event. jeho rozdělení k různým účelům. Musí se soustavně zabývat celkovými tržbami podniku, jejich inkasem, použitím na obnovu pracovní síly, krátkodobého a 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 zbývajících – podstatnou část nikoliv. Praxe finančního řízení se přece neorientuje jen na dynamiku zisku a jeho rozdělení, ale i na běžnou schopnost podniku finančně krýt permanentně, krátkodobě či dlouhodobě se obnovující majetek a pracovní sílu v odpovídajícím rozsahu, struktuře a času. Praktické finanční plánování se 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.

Odpisy jako interní zdroj financování a některé tendence ve vývoji financování dlouhodobého majetku

Různé pojetí interních finančních zdrojů má svůj odraz i v charakteristice odpisů dlouhodobého majetku a v pojetí interních zdrojů financování dlouhodobého fixního majetku.

V účetnictví se naprostá většina autorů kloní k názoru, že odpisy dlouhodobého majetku představují přenesení původní ceny aktiv do provozních nákladů a odpisy nejsou zdrojem financování podnikových potřeb³. Odpisy nejsou hromadou peněz čekající na využití.

Teorie i 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 (event. jako přibližné peněžní vyjádření opotřebení dlouhodobého majetku), zdůrazňuje jejich významnou úlohu jako interního zdroje financování⁴. V okamžiku inkasa za realizované výrobky a služby vždy představují peníze, které mohou být použity libovolně, neexistuje účelové financování podnikových potřeb. V dlouhodobém horizontu však dobře fungující podnik musí jinak vázané odpisy vrátit do obnovy (zpravidla částečné – v důsledku inflace) dlouhodobého majetku.

Domníváme se, že teoreticky ani prakticky neexistují proto žádné vážné důvody pro nezahrnování odpisů mezi interní zdroje financování potřeb podniku. To, že jsou nákladem,

³ „Odpisy představují pouze alokaci původní ceny aktiv do období, v nichž jsou tato aktiva užívána – nic víc a nic méně“. Kovanicová – Kovanic (1996, s. 26). „Ztotožnění odpisů s finančním zdrojem je chybné ... Odpisy představují jen částku zadrženou (nezdaněnou) podnikem“ Freiberg (1990, s. 138).

⁴ „Odpisy jako nepeněžní náklad, nejsou výdajem, jsou naopak součástí celkových bto příjmů podniku v podobě inkasovaných tržeb. Spolu s inkasovaným ziskem tvoří obvykle (pod společným názvem „provozní peněžní tok“, nebo uvnitř vytvořená hotovost“, „interní generovaný fond“) dominantní zdroj krytí kapitálových požadavků firem na obnovu, event. rozšíření fixního majetku ve většině průmyslových zemí“. Valach (2001, s. 304). „Odpisy jsou instrumentem k vyjádření poklesu hodnoty majetku.... A jsou také způsobem vytváření disponibilních finančních zdrojů jsou zvláštní finanční kategorií – jsou nákladem i zdrojem“. Pelc (1998, s. 17). „Mezi interní zdroje zahrnujeme zisk po zdanění, snížený o dividendy, odpisy z investičního majetku a ...“ Vlachynský (2002, s. 69). „K interním zdrojům řadíme zisk a odpisy“ Kislingerová (2005, s. 285). „Interní vytvořené prostředky byly vypočítány přičleněním odpisů k nerozdělenému zisku. Odpis je nepeněžní náklad. Nerozdělený zisk proto podhodnocuje peněžní tok, který je k dispozici pro investice“. Brealey – Myers (2000, s. 364).

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 konečném důsledku představuje výrazný zdroj financování. Odpisy jako zdroj financování vystupují přirozeně jen tehdy, jestliže firma generuje dostatečné tržby na pokrytí nákladů produkce.

I podnikový zisk charakterizujeme jednak jako rozdíl mezi tržbami a náklady, zároveň však nepochybujeme o tom, že je interním zdrojem financování. Rozdíl je jen v tom, že odpisy představují zdroj, který v konečném důsledku směřuje k obnovovacím investicím, zisk pak je novým finančním zdrojem, umožňujícím financovat rozvoj podniku – čisté investice. (Je dobré v této souvislosti si uvědomit, že tzv. obnovovací investice představují ve většině zemí rozhodující část hrubých investic – 60-70 %.)

Odpisy jako výrazný, dokonce jako dominantní zdroj interního financování, plně potvrzují i statistické údaje o financování kapitálových výdajů nefinančních korporací. Interně generované zdroje (tj. odpisy a nerozdělený zisk) amerických nefinančních korporací v 90. letech minulého století tvořily 75-90 % všech zdrojů, používaných k financování investic těchto firem. Dokazují to následující údaje:

Tab. 1: Zdroje a užití fondů nefinančních společností v USA (v % z ročních investic)

	1990	1991	1993	1995	1997	1999	2000
Zdroje							
1. Kapitálové výdaje	87,1	104,5	87,3	77,6	81,0	80,4	86,6
2. Investice do čistého pracovního kapitálu a jiných potřeb	12,9	- 4,5	12,7	22,4	19,0	19,6	13,4
3. Celkové investice: v %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
v mld. USD	498	412	567	789	880	1 116	1 162
Užití							
4. Interně generované zdroje	86,8	108,6	90,2	78,7	82,7	72,1	76,7
5. Finanční deficit	13,2	-8,6	9,8	21,4	17,3	27,9	23,3
Pokrytí finančního deficitu:							
6. Emise akcií (%)	-12,7	4,4	3,8	-7,4	-13,0	-12,9	-14,3
7. Přírůstek dluhů (%)	25,9	-13,0	6,1	28,8	30,3	40,8	37,6

Zdroj: Brealey – Myers (2003, s. 378)

Podíl odpisů na těchto interních zdrojích se pohybuje mezi 70-90 % (Block – Hirt, s. 138).

Také údaje za průmyslové a obchodní společnosti ve Velké Británii dokazují dominantní úlohu interních zdrojů při financování investic (Pike – Neale, s. 465). I v ČR je podíl interních zdrojů a v rámci nich odpisů na financování investic nefinančních korporací rozhodující, i když poněkud menší. Podíl vlastních zdrojů (v ČR jde vlastně jen o interní zdroje, protože externí zdroje ve formě emisí akcií jsou minimální) se v roce 2000 pohyboval okolo 60 %. Při

tehdejší nízké ziskovosti podniku lze kvalifikovaně odvodit že dominantní úlohu zde hrály odpisy (ČSÚ, 2002, s. 74-75).⁵

Tab. 2: Zdroje dlouhodobého financování průmyslových a obchodních společností ve Velké Británii (v %)

Rok	Interní zdroje	Obligace a prioritní akcie	Kmenové akcie	Bankovní úvěry netto	Jiné půjčky
1986	58,5	4,8	10,6	17,5	7,9
1987	49,5	4,8	10,6	17,5	7,9
1992	60,7	4,3	10,4	-3,5	28,1
1993	62,8	3,8	18,6	-14,6	29,4

Zdroj: Pike – Neale (1996, s. 465)

Na základě všech výše uváděných argumentů i údajů z praxe o financování investic se domníváme, že odpisy je třeba chápat nejen jako způsob přenášení ceny dlouhodobého majetku do provozních nákladů, ale také jako výrazný interní finanční zdroj, který se podstatným způsobem podílí na financování dlouhodobého majetku.

Tuto skutečnost potvrzují i četné návrhy podnikatelské sféry v ČR preferovat v rámci hospodářské politiky státu vůči podnikatelskému sektoru růst odpisů před snižováním daní ze zisku. Také nahrazení dosavadních investičních odpočtů u nově nabytého dlouhodobého majetku zvýšeným odpisem v 1. roce odpisování od r. 2005 posiluje úlohu odpisů ve financování potřeb podniku.

Jestliže ve výše uvedeném pojetí považujeme odpisy za finanční zdroj, vzniká přirozeně otázka, jak vymezit náklady na takový zdroj a jak ovlivňují tyto náklady průměrné náklady kapitálu.

Naprostá většina teoretických publikací o finančním řízení se touto otázkou vůbec nezabývá a nenajdeme v nich tedy žádnou odpověď. Do kalkulace průměrných nákladů kapitálu se prostě s „náklady odpisů“ neuvažuje, i když odpisy – jak jsme výše uváděli – tvoří dominantní část interního financování podnikových investic.

Je tento postup správný? Domníváme se, že ano, jen chybí logika zdůvodnění takového postupu.

Vycházíme z toho, že zdroje generované prostřednictvím odpisů jsou – za obvyklých situací – použity jako zdroj krytí kapitálových, investičních potřeb podniku. (Ne vždy to tak musí být; odpisy nemusí být přirozeně použity na obnovu aktiv, ale např. ke splácení dluhu nebo k rozdělení mezi akcionáře aj.) Zdroje generované prostřednictvím odpisů zobrazují vlastně návratnost dlouhodobého majetku (za určitých zjednodušených podmínek lze vlastně konstatovat, že návratnost investice do dlouhodobého majetku je vždy zajištěna prostřednictvím realizovaných odpisů). Dlouhodobý majetek, který je odepisován, byl financován v podstatě stávající strukturou zdrojů, stávajícím vlastním a cizím kapitálem, který

⁵ Statistické údaje o investicích a zdrojích jejich financování v ČR jsou velmi skoupé a poměrně málo spolehlivé.

má své průměrné náklady kapitálu. Je proto zdůvodnitelné za náklady odpisů jako finančního zdroje považovat průměrné náklady kapitálu podniku.

Jestliže přijmeme logiku toho zdůvodnění, není pak důvod zahrnovat odpisy do nákladů kapitálu. Pro účely kvantifikace kapitálu mohou být zdroje generované prostřednictvím odpisů ignorovány. Při vynakládání kapitálových výdajů však musíme u výdajů financovaných z odpisů požadovat stejnou výnosnost jako u výdajů financovaných jinými alternativními zdroji.

Podobné je to se zdroji podniku získanými event. prodejem majetku podniku. Jaké jsou jejich náklady kapitálu? Představují průměrné náklady kapitálu podniku, se kterými byl majetek získán, a nemusí být proto v propočtu průměrných nákladů kapitálu brány v úvahu.

V souvislosti s charakteristikou finančních zdrojů, interních zdrojů a odpisů podnikatelských subjektů je možné charakterizovat i celkové tendence ve financování podnikových investic, které se v ČR i v průmyslově vyspělých zemích poměrně jednoznačně projevují (viz Valach, 2003).

1. Jako rozhodující zdroj financování investic nefinančních korporací vystupují ve většině zemí interní zdroje, zahrnující nerozdělený zisk a odpisy. Jejich podíl vysoce překračuje 50 % objem investic; v USA se např. pohybuje mezi 75 – 90 %.
2. Rozhodujícím interním zdrojem financování jsou odpisy dlouhodobého majetku. V USA za poslední dvě desetiletí podíl odpisů kolísá okolo 70 % všech interních zdrojů, v ČR podíl odpisů tvoří více než 58 % interních zdrojů.
3. Třetí tendence se týká externích zdrojů financování investic. V tomto případě je zřetelný rozdíl mezi USA a evropskými zeměmi. Zatím co v USA jako externí zdroje financování investic vstupují podnikové akcie a obligace různého typu, v Evropě a Japonsku jsou to 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 %, zatím co emise cenných papírů (jde převážně jen o obligace) jen 2 %.
4. Velice dynamicky se v posledních letech rozvinulo leasingové 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 %. V tomto směru předstihla ČR řadu vyspělých trhů v západní Evropě a je plně srovnatelná s průměrem průmyslově vyspělých zemí.

Některé nové přístupy k financování investic

V posledních desetiletích minulého století se ve světové praxi financování investic začaly širší uplatňovat některé, předtím jen nahodile používané přístupy. Jsou charakteristické tím, že zde dochází k těsnějšímu spojení zadavatele projektu a jeho zhotovitele. Zadavatelem bývají většinou organizační jednotky veřejného sektoru (ministerstva, regionální úřady aj.), někdy i soukromý podnik. Jako zhotovitel vystupuje soukromý přímý dodavatel, nebo soukromá speciální servisní společnost, zajišťující přípravu a realizaci projektu. Těsnější vztah zadavatele a zhotovitele spočívá v tom, že zhotovitel zajišťuje nejen realizaci projektu, ale podílí se i na jeho financování, eventuálně jeho dalším provozování či údržbě.

Dále budeme stručně charakterizovat dva takové přístupy:

1. Financování projektů, generujících úspory energií (Energy Performance Contracting – EPC).
2. Financování projektů veřejno-soukromého partnerství (Public Private Partnership – PPP)⁶.

Financování projektů metodou EPC spočívá v tom, že se na jejich krytí podílí spolu se zadavatelem i zhotovitel. Jedná se o projekty, zajišťující různé formy energetických úspor (spotřeby elektrické energie, tepla, plynu apod.). Jsou to projekty, jejichž konečné efekty jsou poměrně přesně kvantifikovatelné a prověřitelné. Financování projektu má zde dva zvláštní charakteristické rysy:

- Je těsně svázáno s dosažením konkrétně měřitelných energetických úspor, generovaných projektem.
- Na financování projektu a úsporách, které vytváří se podílí zadavatel i zhotovitel.

Hlavní principy financování projektů metodou EPC lze vyjádřit v následujících bodech:

1. Speciální servisní společnost připraví projekt, zajistí jeho realizaci (buď svými kapacitami, nebo pomocí dodavatelů) a zabezpečí také profinancování projektu ze svých zdrojů, často pomocí kombinace s úvěrem.
2. Servisní společnost poskytuje zadavateli příslušné dlouhodobé záruky za projekt a udržuje instalované zařízení.
3. Za své služby dostane servisní společnost zapláceno jen tehdy, jestliže projekt přináší předpokládané úspory energií.
4. Platby zadavatele ve prospěch servisní společnosti mají charakter podílu na úsporách, generovaných projektem. Při nižších než plánovaných úsporách rozdíl nese servisní společnost; při vyšších úsporách jde rozdíl částečně ve prospěch servisní společnosti, částečně ve prospěch zadavatele.
5. Konkrétní způsob rozdělení realizovaných úspor je dán písemnou dohodou mezi servisní společností a zadavatelem.

Smyslem takového způsobu financování projektů je především zainteresovanost zhotovitele na zajištění očekávaných efektů projektu ve formě energetických úspor, tedy na kvalitní přípravě a realizaci celého projektu. Zadavatel nemusí peněžní prostředky na projekt vydávat najednou, ale postupně na základě úspor, které byly projektem dosaženy.

Předpokladem uplatnění tohoto způsobu financování je konkrétní, reálná identifikace úspor, generovaných projektem tak, aby pokryly splátky servisní společnosti a přinesly ještě zisk pro zadavatele i servisní organizaci.

V ČR je tento způsob financování rozšířen jen málo. Od poloviny 90. let minulého století se začíná uplatňovat u projektů úspor energie zejména pro zdravotnická zařízení, školy aj. organizační složky veřejné správy.

⁶ Terminologie v této oblasti není ještě v ČR ustálená. Nadále budeme proto pro označení obou postupů používat jejich zkrácené anglické označení.

Financování projektů veřejno-soukromého partnerství (PPP) spočívá v tom, že na financování projektů uskutečňovaných vládou nebo místními orgány, se podílí soukromý sektor. Zadavatelem je státní orgán; zhotovitelem (někdy i provozovatelem) soukromá společnost.

Účast soukromého sektoru na financování projektů státní správy se v průmyslově vyspělých zemích začala intenzivně rozvíjet od 80.-90. let minulého století. Některé její prvky se však uplatnily již mnohem dříve, zejména v USA při stavbách transkontinentálních železnic, energetických infrastrukturálních projektů, při výstavbě vodovodů a kanalizací. V 30. letech se však značně posílila úloha státu při řešení důsledků hospodářské krize a rozsáhlé projekty infrastrukturálního charakteru převzala na sebe vláda. Obdobně, i když s menší intenzitou, se situace vyvíjela i v Evropě.

Velký rozmach PPP projektů v posledních dvou desetiletích ve světě je způsoben zejména tím, že permanentně ve většině zemí rostou rozpočtové deficity a veřejné dluhy, vyvolané tlakem zainteresovaných stran na poskytování a zkvalitňování veřejných služeb, které jsou důležité pro další rozvoj ekonomiky a kvality života jednotlivců. Veřejná správa některých zemí začala proto zapojovat do financování řady svých projektů soukromé zdroje (zejména Velká Británie, Irsko, Španělsko, Portugalsko, Chile, Francie).

Rozmach PPP projektů je vyvolán i tím, že dlouhodobé zkušenosti prokazují nižší efektivnost budování a fungování projektů, zajišťovaných veřejným sektorem. Soukromý sektor vytváří většinou silnější tlak na efektivnost při výstavbě i následnému provozování projektů, na dodržování časových i rozpočtových parametrů staveb.

PPP můžeme obecně charakterizovat jako soubor metod spolupráce veřejného a soukromého sektoru při přípravě, výstavbě, financování a provozování větších investičních projektů zajišťovaných pomocí dlouhodobých smluv a koncesí.

Hlavním cílem PPP je zajistit potřebné projekty veřejných služeb kofinancováním pomocí zdrojů soukromého sektoru a diverzifikovat tak rizika těchto projektů.

Financování projektů veřejno-soukromého partnerství lze charakterizovat následujícími hlavními znaky:

1. Státní orgány vyberou pomocí otevřeného výběrového řízení soukromou firmu pro realizaci, financování, event. i provozování projektu veřejných služeb.
2. S firmou jsou uzavřeny dlouhodobé smlouvy (20-30 let), v nichž jsou podrobně specifikovány povinnosti obou stran při přípravě, realizaci, financování a provozování projektu. Státní orgán zde formuluje požadované dlouhodobé výstupy projektu, jeho rozsah a odpovídající standardy. K tomu má nejlepší odborné i společenské předpoklady. Soukromá firma naopak zajišťuje optimální kombinaci investičních vstupů (variantní projekty, kapitál, varianty realizace, včetně provozu i údržby), které jsou z hlediska očekávaných přínosů a nákladů nejvhodnější. K tomu má lepší předpoklady, než státní orgán. Výchozí úlohu ve smlouvách PPP mají dlouhodobé výstupy, na rozdíl od tradičních způsobů sjednávání státních zakázek, kde převládá krátkodobý charakter a výchozí úlohu mají spíše investiční vstupy.
3. Soukromá firma plně financuje pořízení projektu s využitím různých zdrojů (včetně úvěru).

4. Soukromá firma je plně odpovědná za řízení projektu, jeho kvalitu, úroveň požadovaných služeb a zaručuje, že projekt bude dokončen v dohodnutých lhůtách. Firma tak sdílí podstatnou část rizik spojených s projektem. (Klíčovým principem PPP je přesun rizika projektu na toho účastníka, který je schopen riziko nejlépe zvládat, při nejmenších nákladech.)
5. Za realizovaný projekt získává soukromá firma od státu (event. od konečných uživatelů) předem dojednané splátky po dohodnutou dobu.
6. Po vybudování investice, event. po skončení smlouvy přechází obvykle majetek na veřejný sektor; může však také zůstat ve vlastnictví soukromého sektoru.

V propojení veřejného a soukromého sektoru metodou PPP mají významnou úlohu i banky – poskytují úvěry soukromé firmě na příslušné kapitálové výdaje.

Projekty v rámci PPP mohou mít řadu různých variant. Liší se způsobem splátek, ukončením smluv aj. specifiky. Základní variantou je model DBFO (Design-Build-Finance-Operate), kdy soukromý partner projektuje, realizuje, financuje a poté sám provozuje investici. Stát platí splátky a po uplynutí smlouvy přechází majetek na stát. Časté jsou i modifikované modely, např. BOO (Build-Own-Operate), kdy soukromá firma postaví danou investici ze svých zdrojů a provozuje ji podle koncesní dohody. Stát (event. konečný uživatel) platí pouze poplatky za používání investice. Majetek nepřechází do vlastnictví státu.

Nejvíce se projekty PPP uplatňují ve Velké Británii, zejména při budování železniční infrastruktury. (Nejznámější je vybudování tunelu pod kanálem La Manche.) Podle odhadu pokrývají 15 % státních investic.

V ČR byl první pokus s PPP uskutečněn při výstavbě dálnice D 47 do Ostravy. Stát ale nakonec odstoupil od původní smlouvy s izraelskou firmou pro údajně špatně připravený projekt. V menším měřítku jsou projekty PPP uplatňovány při modernizaci některých nemocnic. V současnosti je připravován zákon o PPP (koncesní zákon). Kromě ministerstva financí, které se zabývá metodikou a regulací projektů PPP, existuje Centrum pro implementaci PPP v podobě a. s.. Připravuje standardizované smlouvy, pomáhá s pilotními projekty, radí zadavatelům apod.

Potencionální předností financování PPP projektů ve srovnání s projekty plně řízenými a financovanými státem jsou především:

1. Dočasné snížení nároků na rozpočtové zdroje, používané k financování infrastruktury a veřejných služeb.
2. Vytvoření většího tlaku na snižování kapitálových a provozních výdajů a urychlení doby výstavby⁷.
3. Lepší řízení a rozložení rizik velkých projektů na zadavatele a zhotovitele (veřejný sektor je klientem a obvykle nemusí řešit technické a organizační problémy).
4. Zkvalitnění služeb poskytovaných v rámci PPP projektů a rychlejší uplatňování inovací a nových technologií.

⁷ „Britští experti tvrdí, že jakmile svěřili veřejné služby soukromým firmám, stát tím ve většině případů ušetřil 15-20 % nákladů oproti tomu, kdyby je provozoval či budoval stát“. Nováková (2003).

Základními předpoklady pro využití výše uvedených potencionálních 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 není mezi ekonomy jednoznačně přijímáno. Často jsou zdůrazňována některá jeho rizika a nevýhody, především:

1. Dochází k zakrývání a podhodnocení zadluženosti státu či místních veřejných orgánů (ve srovnání např. s emisí obligací), což může být velice atraktivní zejména pro politickou sféru, zvláště kdy dluh veřejného sektoru z PPP není transparentně vykazován.
2. Předpokládá se dlouhodobá koncepce veřejných financí s ohledem na to, že projekty PPP jsou značně dlouhodobé. Její sestavení na tak dlouhou dobu je mimořádně obtížné, zejména s ohledem na vývoj cen a požadovaných standardů.
3. Náklady, spojené s využitím PPP jsou pro stát vyšší, než náklady, spojené s event. emisí dluhopisů, kterými by bylo možné projekty financovat.
4. Projekty realizované v rámci PPP vedou k nižší kvalitě poskytovaných veřejných služeb, protože soukromá společnost ochotně obětuje kvalitu, pokud jí to zajistí vyšší zisk.

Řešení uvedených rizik a nevýhod spočívá ve zdokonalení metodiky vykazování veřejného dluhu na úrovni státu i nižších orgánů, v zajištění vysoce kvalitních smluv mezi zadavatelem a zhotovitelem ohledně požadovaných výstupů projektů a v jejich důsledné kontrole. Vyšší požadovanou výnosnost soukromých firem je pak třeba srovnávat nejen s alternativními náklady státních obligací, ale i s celkovými úsporami investičních i provozních nákladů, které projekty PPP generují⁸.

Hlavní závěry

1. Finanční zdroje podniku je třeba chápat širěji, než jen jako souhrn různých pasiv v bilanci podniku.
2. Odpisy nejsou jen přesunem původní ceny dlouhodobého majetku do nákladů. Jsou zároveň výrazným interním finančním zdrojem, který, u rozvíjejícího se podniku, by měl být využíván především k obnově dlouhodobého majetku.
3. Náklady odpisů, jako zdrojů financování podnikového majetku jsou determinovány průměrnými náklady kapitálu.
4. Základní tendence ve financování investic nefinančních korporací se projevuje v rozhodujícím podílu interních zdrojů financování na velkých kapitálových výdajích a v rozhodujícím podílu odpisů na interních zdrojích. Je prokazatelná na údajích o struktuře financování investic nefinančních korporací v průmyslově vyspělých zemích i v ČR.

⁸ „Nejnovější britský průzkum tradičního sjednávání veřejných zakázek, tj. způsobů odvozených od vstupů upozornil na průměrný dodatečný růst nákladů téměř o 40 %... a na značná nejruznější zpoždění. Když se pak zkoumalo sjednávání veřejných zakázek ve Velké Británii metodou PPP, bylo zjištěno že 75 % projektů bylo dokončeno včas a v souladu se státním rozpočtem“. Gepard (2004)

5. Ve světové praxi financování investic se v posledních letech začínají intenzivně uplatňovat systémy financování investičních projektů, při nichž dochází k těsnějším spojení zadavatelů projektu a jeho zhotovitele. Patří mezi ně především systém Energy Performance Contracting – EPC u projektů zajišťujících energetické úspory a Public Private Partnership – PPP u projektů uskutečňovaných vládou nebo místními orgány. Jsou charakteristické zejména tím, že na financování projektu se ve značném rozsahu podílí zhotovitel, který je tím silně motivován na včasné a efektivní realizaci projektu.
6. Uplatnění těchto metod předpokládá zajištění vysoce kvalitních smluv mezi zadavatelem a zhotovitelem, zdokonalení metodiky plánování a vykazování veřejného dluhu na úrovni státu i nižších orgánů, důslednou kontrolu průběhu i konečné realizaci staveb.

Přínos těchto nových systémů financování se projevuje zejména ve větším tlaku na plnění předpokládaného harmonogramu a úspor investičních i provozních nákladů, generovaných projektem.

Literatura

- [1] Block, S. B. – Hirt, G. A. (1994): *Foundation of Financial management*. Homewood, Irwin, 1994.
- [2] Brealey, R. A. – Myers, S. C. (2000): *Teorie a praxe firemních financí*. Praha, Computer Press, 2000.
- [3] Brealey, R.A. – Myers, S. C. (2003): *Principles of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill, 2003.
- [4] Freiberg, F. (1990): *Cash flow – řízení likvidity podniku*. Praha, Management Press, 1990.
- [5] Gepard, M. B. (2004): *Privatizace rizika na vstupu*. Ekonom, 2004, roč. 48, č. 6, s. 43.
- [6] ČSÚ (2002): *Hrubé hmotné a nehmotné investice v ČR v roce 2000*, Praha, ČSÚ, 2002.
- [7] Kislingerová, E. aj. (2005): *Manažerské finance*. Praha, C. H. Beck, 2005.
- [8] Kovanicová, D. – Kovanic, P. (1995): *Poklady skryté v účetnictví. Díl I*. Praha, Polygon 1995.
- [9] Kovanicová, D. – Kovanic, P. (1996): *Poklady skryté v účetnictví. Díl III*. Praha, Polygon, 1996.
- [10] Nováková, P. (2003): *Státní pokladně má ulehčit britský nápad*. MF DNES, 30. 10. 2003, s. 4.
- [11] Pelc, V. (1998): *Odpisy – strategie pro podnikatelskou praxi*. Praha, Grada, 1998.
- [12] Pike, R. – Neale, B. (1996) *Corporate finance and investment*. Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1996.
- [13] Tuček, M. (1965): *Socialistické finance*. Praha, NPL, 1965.
- [14] Valach, J. aj. (2003): *Hodnocení efektivnosti investic a návrh koncepce jejich financování na podporu začlenění českého průmyslu do světové ekonomiky. (Výzkumný projekt GA ČR – závěrečná zpráva)*. Praha, VŠE, 2003.
- [15] Valach, J. aj. (1999): *Finanční řízení podniku*. Praha, Ekopress, 1999.

Valach, J.: *Interní zdroje a některé nové přístupy k financování podnikových investic*.

[16] Valach, J. (2001): *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha, Ekopress, 2001.

[17] Vlachynský, K. aj. (2002): *Podnikové financie*. Bratislava, Súvaha, 2002.

[18] Wöhe, G. (1986): *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftshere*. München, VFV, 1986.

Interní zdroje a některé nové přístupy k financování podnikových investic

Josef Valach

ABSTRAKT

Finanční zdroje podniku je třeba chápat širěji, než jen jako zdroje zahrnované do pasiv rozvahy podniku. Patří sem celkové inkasované tržby, přírůstky vlastního a cizího kapitálu, dotace i leasing. Interní zdroje financování podniku zahrnují nejen jeho zisk, ale celkové tržby, včetně odpisů. Interní zdroje jsou dominantním zdrojem financování investic ve většině nefinančních společností v zahraničí i v ČR. Rozhodující váhu v interních zdrojích financování mají odpisy. Náklady odpisů, jako zdrojů financování dlouhodobého majetku, jsou determinovány průměrnými náklady kapitálu firmy. Ve světové praxi financování projektů, uskutečňovaných vládou nebo místními orgány, se v posledních letech rozšířil systém Public Private Partnership – PPP. Má vytvářet větší tlak na včasnou realizaci projektů a úsporu investičních nákladů. Předpokladem jeho širšího uplatnění jsou vysoce kvalitní smlouvy mezi státem a soukromou firmou, zdokonalení metodiky plánování a vykazování veřejného dluhu a také důsledná kontrola průběhu a konečné realizace projektu.

Klíčová slova: Finanční zdroje; Interní zdroje; Odpisy; Financování projektů.

Internal resources and some new accesses to investment's financing

ABSTRACT

Firm's financial resources must be characterized in other way than resources included to liability of balance sheet. Financial resources are created by total receipts, increase of equity and debt capital, subsidies and leasing. Internal resources of firm include not only its profit, but total receipts, inclusive depreciation. Internal resources are the dominating investment's resources in majority of non-financial firms in foreign countries, also in Czech Republic. Depreciation plays the crucial share in internal resources of investment. Cost of depreciation, as the resource of long-term financing, is determined by average firm's cost of capital. In world practice of project's financing in last years is often used Public Private Partnership system. This system is expected to create the stronger pressure on timely project's implementation and on cost savings. Necessary condition of its application is the high quality contract between state and private firms, improvement of planning and reporting of public debt and also consistent control on project's implementation.

Key words: Financial resources; Internal recourses; Depreciation; Project financing.

JEL classification: G31