Analýza firem nefinančního sektoru na základě národních účtů [#]

Vít Pošta[**] *– Marta Nečadová*[*]

Roční národní účty jsou složeny z tokových a stavových účtů, které poskytují informace o celém národním hospodářství i jeho jednotlivých sektorech. Zde se soustředíme na sektor nefinančních podniků a dále pak na tři dílčí složky tohoto sektoru: soukromé národní podniky, veřejné podniky a soukromé podniky pod zahraniční kontrolou.

Národní účty obsahují bilance jednotlivých sektorů, které jsou analogické systému výkazů finančního účetnictví, tudíž by bylo možné provádět pro jednotlivé sektory a subsektory analogii vertikální a horizontální analýzy, čemuž se v příspěvku z důvodu úspory prostoru a rovněž jisté nadbytečnosti takové analýzy vyhýbáme. Naopak se soustředíme na analýzu prostřednictvím některých poměrových ukazatelů, které jsou buďto přímo přejaté ze standardní finanční analýzy, či upravené pro prostředí národních účtů.

Analýza přináší řadu užitečných informací o vývoji v sektoru nefinančních podniků (a jeho subsektorů) nejen v období ekonomické recese. Hlavním cílem příspěvku je však představit možnost analýz na základě národních účtů jako takových.

1. Základní pojmy z národních účtů

Z hlediska tokových veličin v níže uvedené analýze využíváme:

a) účet výroby, kde čerpáme informace o hrubé přidané hodnotě a spotřebě fixního kapitálu,

b) účet tvorby důchodů, kde získáme informaci o čistém provozním přebytku (jedná se o rozdíl mezi čistou přidanou hodnotou a náhradami zaměstnanců a čistými daněmi z výroby a dovozu),

c) účet užití disponibilního důchodu, kde získáme informace o čistém disponibilním důchodu resp. čistých úsporách (čistý disponibilní důchod je přibližně čistý provozní přebytek, který je očištěn o toky majetkových důchodů, primárních důchodů se zahraničím, důchodových a majetkových daní a toků sociálních plateb; vzhledem k tomu, že sektor nefinančních podniků nerealizuje výdaje na konečnou spotřebu, je čistý disponibilní důchod roven čistým úsporám),

d) účet pořízení nefinančních aktiv, kde čerpáme informace o tvorbě hrubého fixního kapitálu (a alternativně o spotřebě fixního kapitálu),

Ze stavových účtů využíváme konečnou bilanci celého sektoru a jeho tří subsektorů, které nám poskytují standardní informace o aktivech a pasivech. Bilance národních účtů nevykazuje z hlediska své struktury zásadní rozdíly ve srovnání s účetní bilancí z finančního účetnictví. Je však vhodné upozornit, že národní účty stále používají pojem čisté jmění (ekvivalent vlastního kapitálu z finančního účetnictví).

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Nová teorie ekonomiky a managementu organizací a jejich adaptační procesy registrovaného u MŠMT České republiky pod evidenčním číslem MSM 6138439905.

[**] Ing. Vít Pošta, Ph.D. – odborný asistent; katedra mikroekonomie, FPH, VŠE

[*] Ing. Marta Nečadová, Ph.D. – odborný asistent; katedra mikroekonomie, FPH, VŠE

Analýza vychází ze soustavy ročních národních účtů a soustředí se v letech 1995 – 2009 na vývoj sektoru nefinančních podniků a v letech 1995 – 2007 na tři subsektory: veřejné podniky, národní soukromé podniky a podniky pod zahraniční kontrolou. Podrobné informace o systému národních účtů je možné najít v [1]. Odkaz na soubor dat lze nalézt v [2].

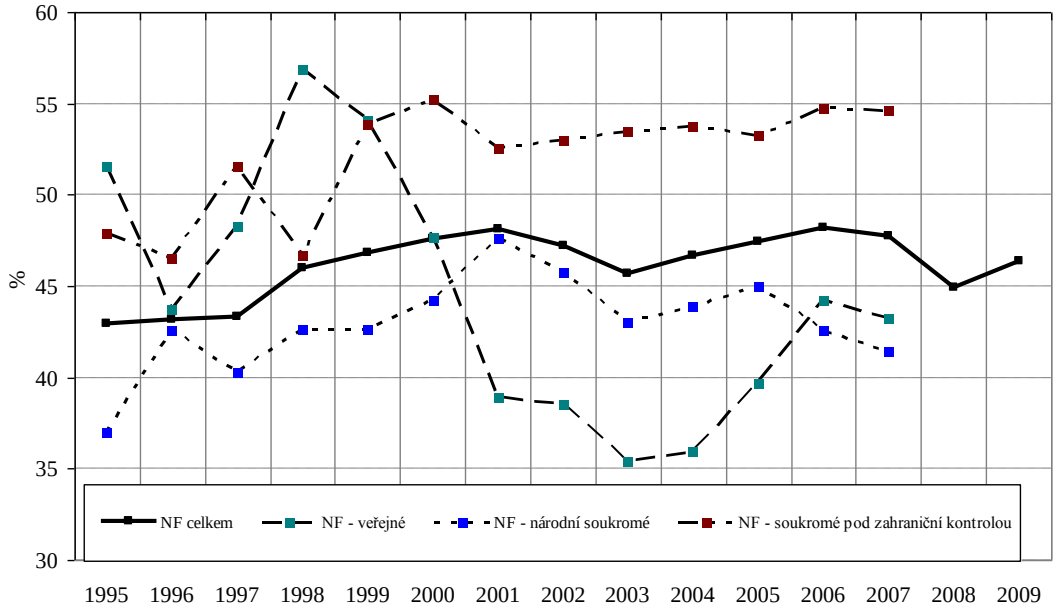
Cílem analýzy je zmapovat výkonnost celého sektoru a sledovaných subsektorů v daném období a rovněž identifikovat případná rizika plynoucí ze změn jejich finanční pozice a její struktury. Není-li uvedeno jinak, pracujeme s ohledem na povahu analýzy s nominálními veličinami.

2. Výsledky analýzy

2.1 Analýza ekonomické aktivity

Potenciál výkonnosti nefinančních podniků, která bude konkrétněji zachycena později, je možné vyjádřit mírou marže. Tu lze vypočítat jako podíl hrubého provozního přebytku a hrubé přidané hodnoty sektoru či daného podsektoru. Vývoj míry marže zachycuje obrázek 1.

Obr. 1: Míra marže



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

V rámci účtu tvorby důchodů pro sektor nefinančních firem je čistá přidaná hodnota rozdělena na náhrady zaměstnancům, saldo daní a dotací a čistý provozní přebytek. Růst míry marže je za předpokladu stabilního podílu salda daní a dotací na hrubé přidané hodnotě spojen s příslušným opačným vývojem podílu náhrad zaměstnancům a hrubé přidané hodnoty. Při dané zaměstnanosti lze pak při růstu míry marže předpokládat pokles jednotkových nákladů na práci.

Z obr. 1 je zřejmé, že míra marže za celý sektor reagovala v období poslední konjunktury svým růstem, přičemž vrcholu dosáhla v roce 2006. Podproporcionálně se vyvíjela míra marže subsektoru národních soukromých podniků. Naopak míra marže podniků pod zahraniční kontrolou, kde je vysoká koncentrace přímých zahraničních investic a kde je silná exportní orientace, dlouhodobě převyšuje průměr sektoru. Pokles míry marže pro sektor nefinančních podniků v roce 2008 lze vysvětlit meziročním nárůstem hrubé přidané hodnoty v běžných cenách a současně poklesem čistého provozního přebytku (o 5,4 %). V tomto roce

byla hrubá přidaná hodnota (HPH) sice nejvyšší za celé sledované období, vzrostla meziročně o 4,1 %, ale je nutné vzít v úvahu negativní dopady na finanční ukazatele nefinanční sféry v podobě prudkého nárůstu cen energií a ostatních vstupů, vyšší ceny práce v důsledku nedostatku pracovníků, zhoršení směnných relací a mírného poklesu domácí a zahraniční poptávky. Dopad těchto faktorů měl negativní vliv na míru marže zejména v 1. pololetí, jak je patrné z obrázku 2. Mírný nárůst míry marže v roce 2009 byl ovlivněn meziročním poklesem hrubé přidané hodnoty o téměř 2 %, přičemž čistý provozní přebytek se téměř nezměnil (a spotřeba fixního kapitálu vzrostla o 3,0 %). Pokles HPH byl zapříčiněn zejména nepříznivým vývojem HPH v průmyslu.

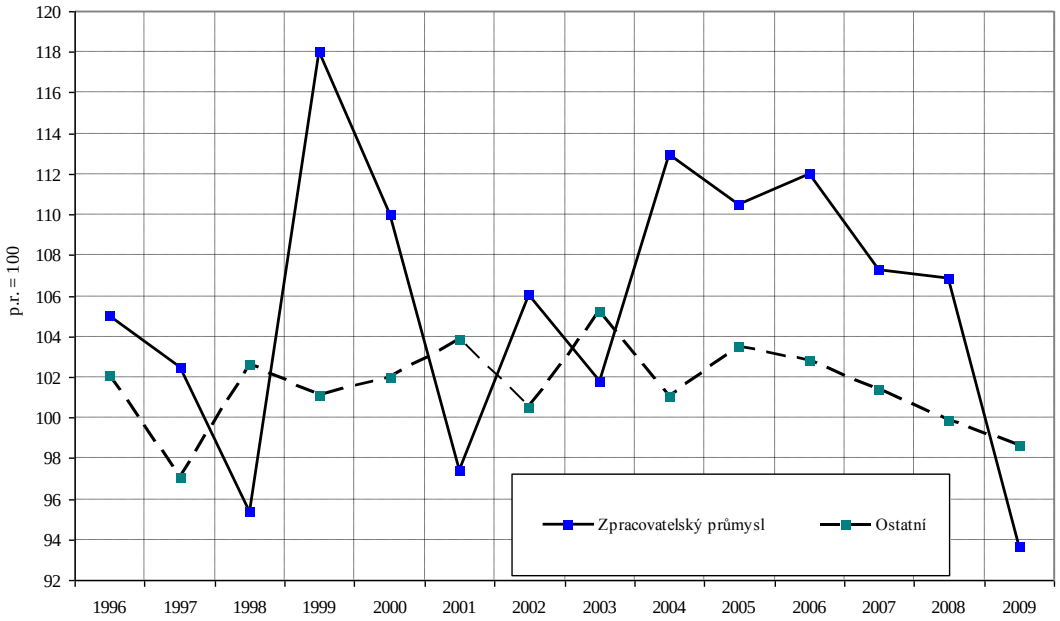
Obr. 2: Míra marže (mezičtvrtletní změny)

Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

V obrázku 2 jsou změny v míře marže zachyceny mezičtvrtletně na sezónně očištěných datech. Je zřejmé, že se míra marže ani počátkem roku 2010 nedostala na úroveň před rokem 2008.

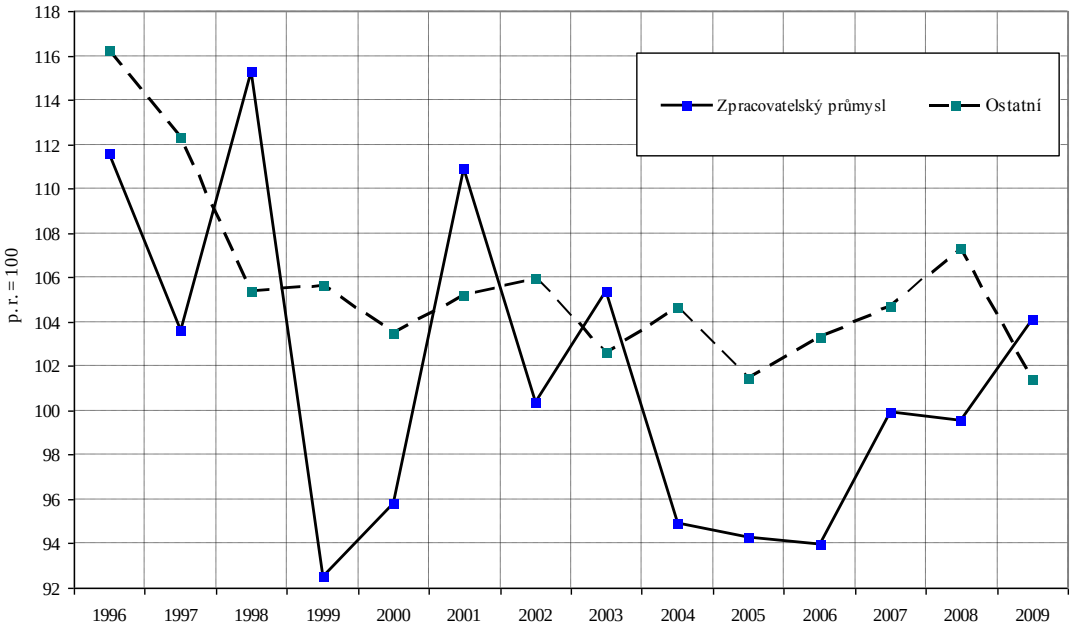
Obr. 3 zachycuje vývoj meziročních změn produktivity (počítané na základě hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti) a obr. 4 znázorňuje vývoj jednotkových nákladů práce (počítaných na základě produktivity a vztahu mezi vývojem mezd a platů a zaměstnanosti). Národní účty neumožňují propočet produktivity a jednotkových nákladů za sledovaný sektor a subsektory, nicméně s vědomím, že relativně vysoký podíl přímých zahraničních investic je soustředěn v odvětví zpracovatelského průmyslu, které je rovněž silně exportně zaměřeno, je možné toto odvětví považovat za odvětví pod zahraniční kontrolou. Vývoj produktivity i vývoj jednotkových nákladů za celou ekonomiku v zásadě koresponduje s výše uvedenou úvahou o vztahu mezi mírou marže a jednotkovými pracovními náklady. V rámci odvětví zpracovatelského průmyslu je vztah s ohledem na měnící se míru zaměstnanosti volnější. Výrazný propad produktivity v roce 2009 ve zpracovatelském průmyslu je dán vyšším poklesem HPH, než kolik činil pokles zaměstnanosti (ve zpracovatelském průmyslu byl zaznamenán pokles zaměstnanosti již ve 4. čtvrtletí 2008, ale tento fakt byl v rámci sektoru nefinančních podniků kompenzován nárůstem zaměstnanosti v sektoru služeb, kde se zaměstnanost zvýšila i v průběhu roku 2009).

Obr. 3: Produktivita zpracovatelského průmyslu a zbytku ekonomiky



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Obr. 4: Jednotkové náklady zpracovatelského průmyslu a zbytku ekonomiky

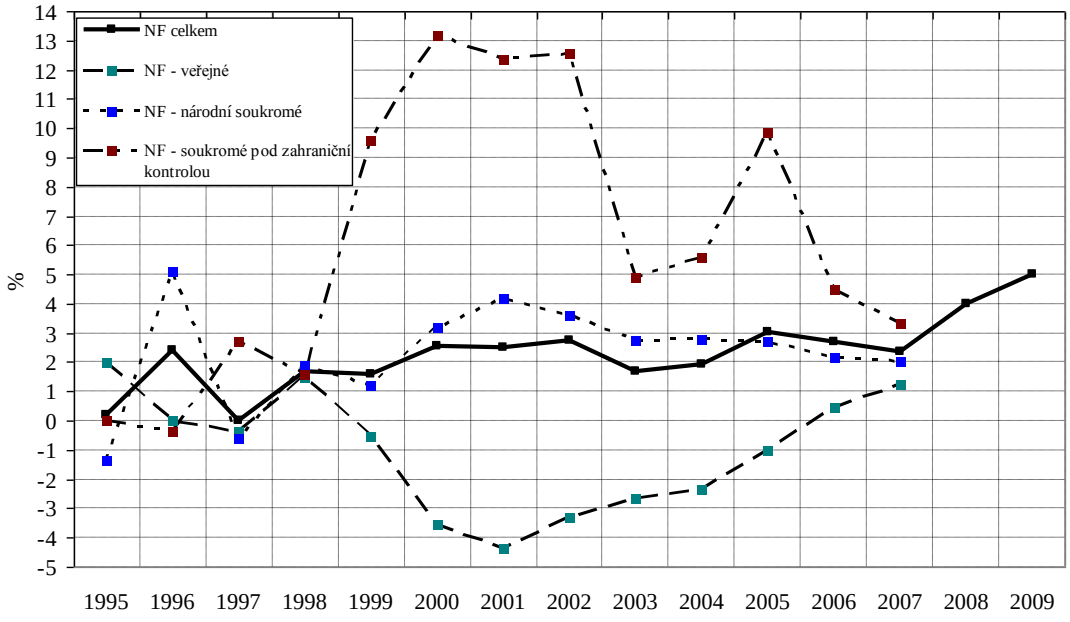


Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Z obr. 3 je zřejmé, že meziroční změny produktivity zpracovatelského průmyslu v průměru převyšují vývoj produktivity za zbytek ekonomiky. Dobře patrné jsou významné meziroční přírůstky v období poslední konjunktury. Spolu s vývojem míry marže se takový vývoj produktivity odráží ve vývoji jednotkových nákladů práce, které v období konjunktury meziročně klesaly a byly mnohdy významně pod vývojem jednotkových nákladů za zbytek ekonomiky.

Konkrétněji je možné vývoj výkonnosti a výnosnosti nefinančních firem vyjádřit s využitím stavových dat. Níže je propočítána analogie výnosnosti vlastního kapitálu, která se běžně vyjadřuje jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu. Z hlediska národních účtů používáme k vyjádření čistého zisku ukazatel čistého disponibilního důchodu (či čistých úspor) nefinančních podniků, který je saldem účtu druhotného rozdělení důchodů. Jedná se tedy o pojetí zisku před investiční činností (tvorbou hrubého fixního kapitálu). Analogií vlastního kapitálu je potom čisté jmění z rozvahy, které je dáno rozdílem aktiv (finančních a nefinančních) a závazků.

Obr. 5: Míra výnosu čistého jmění



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

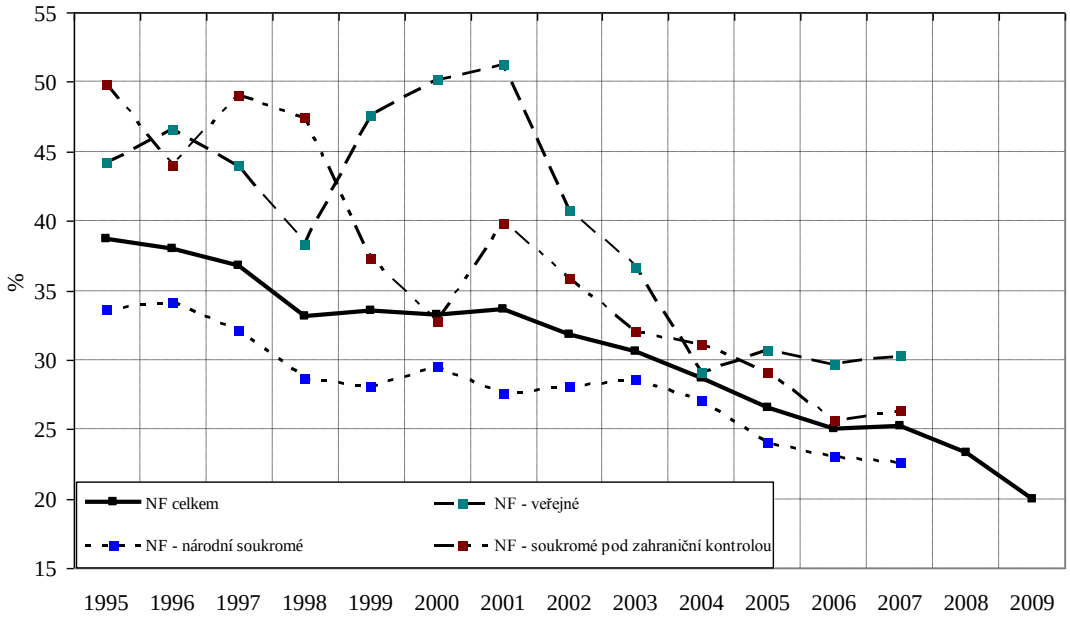
Z obr. 5 je patrné, že míra výnosu čistého jmění v období konjunktury nereagovala prudkým růstem – totéž lze konstatovat o vývoji míry marže. Míra výnosu čistého jmění je v případě subsektoru podniků pod zahraniční kontrolou opět vyšší, než kolik činí průměr za celý sektor. Nárůst míry výnosu v sektoru nefinančních podniků v roce 2008 byl dán vyšším nárůstem čistých úspor (o 85,9 %) ve srovnání s nižším meziročním navýšením čistého jmění (o 10,2 %). V roce 2009 navýšení míry úspor vysvětluje nárůst čistých úspor (o 24,6 %) a mírný pokles čistého jmění (o 0,15 %). Mírný pokles čistého jmění v rámci mírně rostoucích celkových aktiv znamená, že došlo k mírnému růstu podílu závazků na celkových aktivech.

2.2 Analýza finanční pozice

Nyní zaměříme pozornost na hodnocení finanční pozice sledovaného sektoru a její struktury. Vývoj změny finanční pozice (vývoj čistých půjček/výpůjček) sektoru plyne ze vztahu vývoje úspor a investic. Obr. 5 a 6 zachycují vývoj míry úspor a míry investic pro sledovaný sektor a subsektory. Míra úspor je vyjádřena jako podíl hrubých úspor a hrubé přidané hodnoty, přičemž hrubé úspory jsou dány součtem čistých úspor (což je pro sektor nefinančních firem totéž jako čistý disponibilní důchod) a spotřeby fixního kapitálu. Míra investic je vyjádřena podílem tvorby hrubého fixního kapitálu a hrubé přidané hodnoty. Obecně lze očekávat, že míra úspor převyšující míru investic se bude projevovat kladnou změnou finanční pozice (sektor či subsektor v daném období sníží objem závazků), a naopak míra investic převyšující míru úspor se projeví v podobě záporné změny finanční pozice.

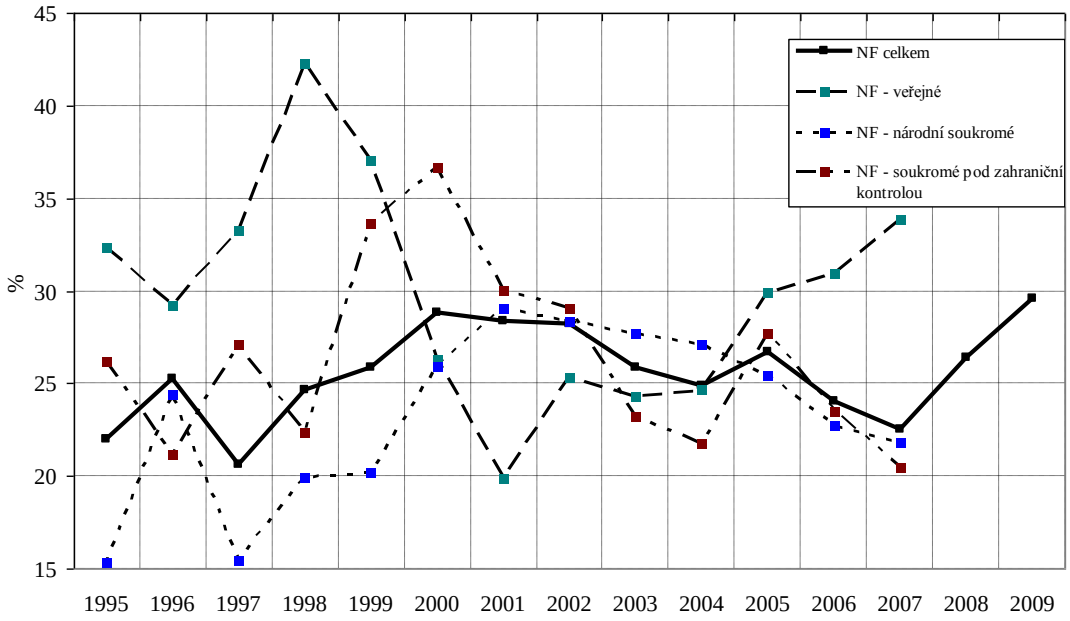
Míra úspor v období konjunktury vykazovala klesající tendenci s výjimkou veřejných podniků. Obecně lze říci, že pokles míry úspor v období konjunktury byl dán nižším tempem růstu hrubých úspor, než kolik činilo tempo růstu hrubé přidané hodnoty. Lze však poukázat na meziroční pokles hrubých úspor národních soukromých podniků v roce 2006 o téměř 20 % a relativně mírný pokles hrubých úspor celého sektoru v roce 2008. Mírný pokles hrubé přidané hodnoty v roce 2009 umocnil dopad nárůstu čistých úspor na míru úspor, která dosáhla nejvyšší hodnoty za sledované období.

Obr. 6: Míra investic



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Obr. 7: Míra úspor

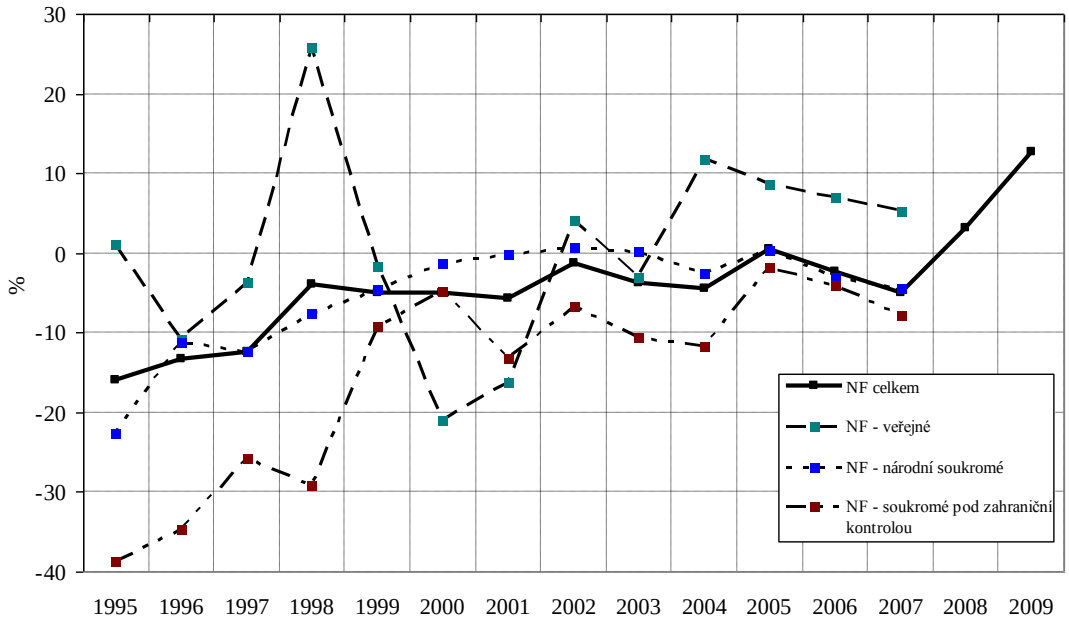


Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

I míra investic vykazovala v období konjunktury pokles. Také zde lze obecně vývoj hodnotit tak, že tvorba hrubého kapitálu v průměru vykazovala nižší tempo růstu než hrubá přidaná hodnota. Za povšimnutí však stojí cca 14 % meziroční pokles tvorby hrubého fixního kapitálu v subsektoru národních soukromých podniků v roce 2006. V roce 2008 došlo k meziročnímu poklesu tvorby hrubého fixního kapitálu o cca 4 % za celý sektor nefinančních podniků. Tento pokles byl ještě hlubší v „krizovém“ roce 2009 – o 16 %. V tomto roce mírný pokles hrubé přidané hodnoty pouze nepatrně zmírnil trend poklesu míry investic.

Obr. 7 zachycuje, jak se vývoj míry úspor a investic odrazil na změně finanční pozice v jednotlivých letech. Míra čistých půjček/výpůjček je vyjádřena podílem čistých půjček/výpůjček na hrubé přidané hodnotě.

Obr. 8: Míra čistých půjček/výpůjček



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Období konjunktury (2005 – 2007) znamenalo pro celý sektor nefinančních podniků mírnou negativní změnu finanční pozice. I když došlo k poklesu míry investic, míra úspor se snížila ještě významněji. Nicméně veřejné podniky v období konjunktury snižovaly objem svých závazků – zatímco míra úspor se zvyšovala, míra investic stagnovala, a proto se finanční pozice měnila uspokojivě, tj. klesal objem závazků. V letech 2008 a 2009 dochází ke změně trendu ve vývoji míry čistých půjček/výpůjček – poklesla míra investic a zvýšila se míra úspor, a proto došlo k pozitivní změně ve vývoji finanční pozice.

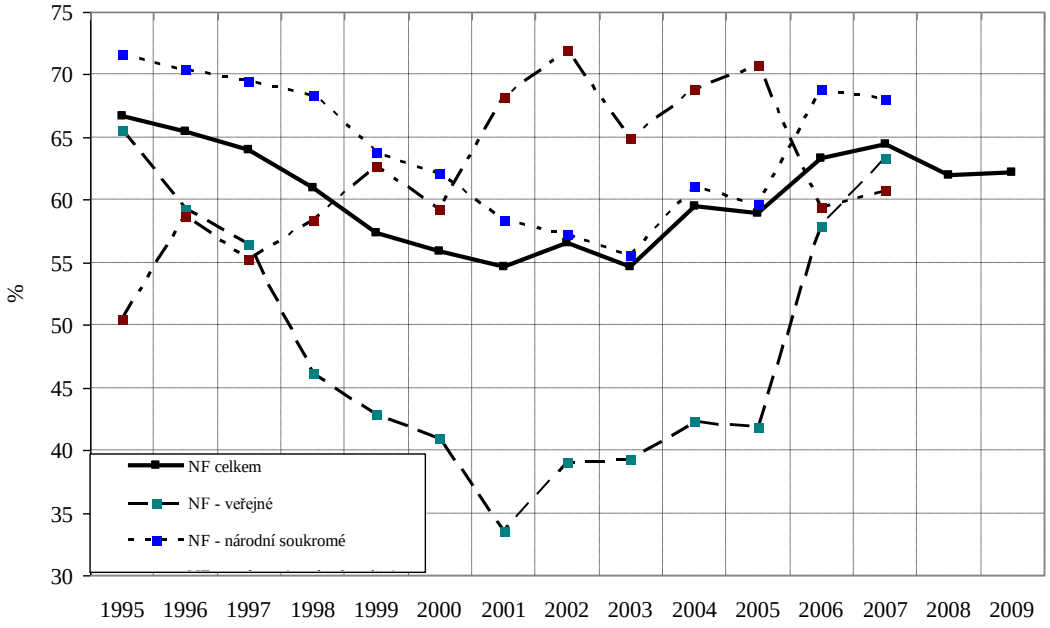
Z obrázku je rovněž zřejmé, že úvaha o vztahu mezi mírou úspor a investic a jejich dopadem na míru čistých půjček a výpůjček neplatí beze zbytku. Např. v roce 2001 dosáhla míra úspor pro národní soukromé podniky 29,1 % a míra investic 27,5 %, přičemž míra čistých půjček/výpůjček byla záporná. Důvodem je skutečnost, že mezi čistý disponibilní důchod a vlastní zdroje, které slouží pro tvorbu hrubého fixního kapitálu, vstupují salda kapitálových transferů, kapitálových daní, investičních dotací a ostatních kapitálových transferů.

Obr. 8 zachycuje změny finanční pozice ve smyslu změn salda finančních aktiv a finančních závazků. Nyní bude zaměřena pozornost na strukturu finančních aktiv a závazků.

Celkovou zadluženost nefinančních podniků je možné zhodnotit na základě podílu celkových závazků na celkových aktivech. Z obr. 9 je vidět, že zadluženost nefinančních podniků v období konjunktury mírně, avšak zdá se pouze dočasně vzrostla, přičemž se dlouhodobě udržuje v přibližně 5-ti bodovém pásmu okolo 60 %. Zadluženost podniků pod zahraniční kontrolou v období konjunktury významně klesla o cca 10 p.b., zatímco zadluženost veřejných firem razantně vzrostla z cca 40 % na cca 65 %.

Rizikovost zadlužení je možné hodnotit z mnoha pohledů. Jednou z často kladených otázek je, jak moc jsou krátkodobé závazky sladěny s krátkodobými aktivy. Špatná sladěnost poukazuje na problémy s likviditou. Otázkou je, co přesně započítat do krátkodobých aktiv. Níže uvedená krátkodobá aktiva byla vyjádřena jako součet: zásob, oběživa a vkladů, cenných papírů jiných než účasti (tj. kromě dlouhodobých cenných papírů), krátkodobých vkladů, pojistných technických rezerv a ostatních pohledávek (převážná část je tvořena obchodními úvěry a zálohami). Mezi krátkodobé závazky byly zařazeny: cenné papíry jiné než účasti (kromě dlouhodobých cenných papírů), krátkodobé půjčky a ostatní závazky.

Obr. 9: Celková zadluženost

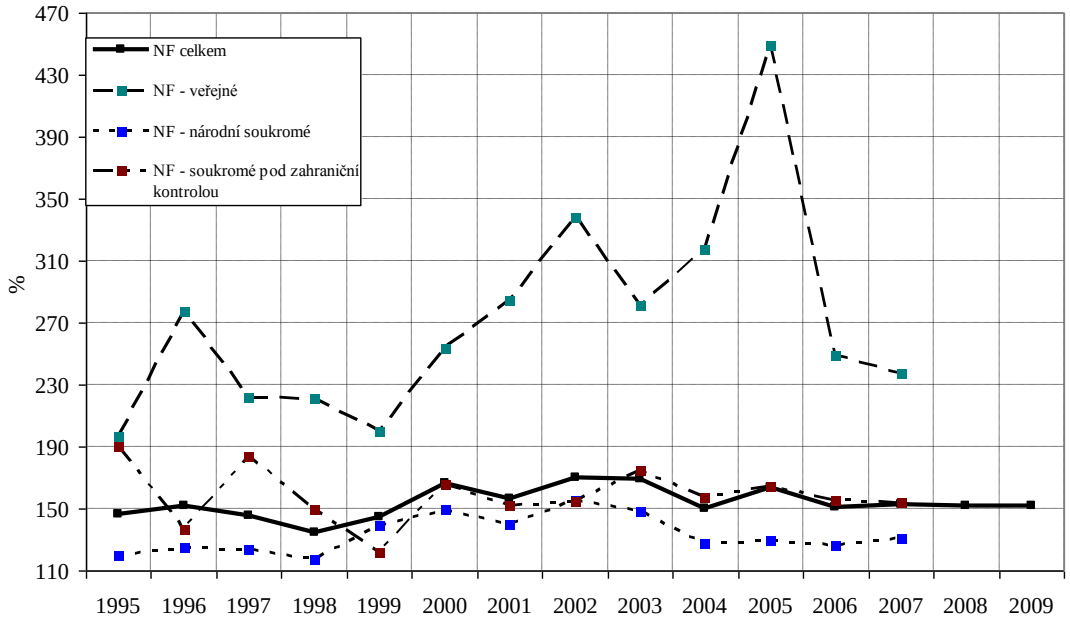


Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Z obr. 10 je patrné, že za celý sektor krátkodobá aktiva o cca 50 % převyšují krátkodobé závazky, což poskytuje i jistý prostor pro případné přísnější vymezení krátkodobých aktiv v příslušném ukazateli likvidity. Podniky pod zahraniční kontrolou se pohybují blízko hodnotě za celé odvětví, zatímco veřejné podniky vykazují podstatně vyšší hodnotu a národní podniky naopak nižší hodnotu. Průměr za celý sektor je možné hodnotit spíše až jako vysoký a může poukazovat buď na silnou averzi k riziku nebo špatný krátkodobý finanční management, protože výnosnost krátkodobých aktiv je zpravidla nižší než výnosnost dlouhodobých aktiv. Na druhou stranu je možné ex post tento stav hodnotit spíše pozitivně, protože dobrá pozice v likviditě musela představovat pro podniky výhodnou pozici v období pozdější recese. Ani v období recese nedošlo ke změně poměru mezi krátkodobými aktivy a závazky.

Pokud bychom uvažovali výše uvedené vymezení krátkodobých aktiv, avšak bez zásob, došli bychom k závěru, že krátkodobá aktiva převyšují krátkodobé závazky v průměru o 10 %, přičemž tento podíl v roce 2009 mírně vzrostl. Tato data zde neuvádíme.

Obr. 10: Likvidita



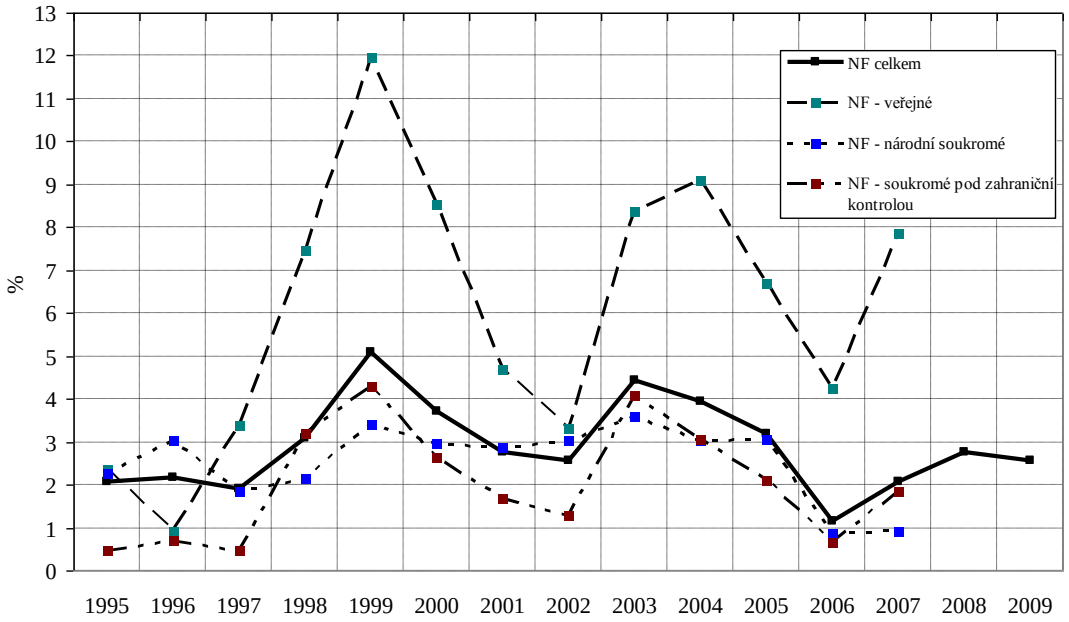
Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Z hlediska struktury finančních aktiv a závazků budou ještě zhodnoceny dva jevy: podíl cenných papírů a účastí na finančních aktivech a podíl krátkodobých a dlouhodobých půjček na závazcích. První ukazatel signalizuje vývoj míry angažovanosti podniků na kapitálovém trhu. Druhý ukazatel vypovídá o rizikovosti financování aktiv.

Obr. 11 a 12 zachycují podíly cenných papírů resp. účastí na finančních aktivech. Za sektor nefinančních podniků vzrostl podíl cenných papírů a účastí na finančních aktivech z cca 15 % v roce 2005 na 25 % v roce 2008. Ačkoliv se jedná stále spíše o mírné hodnoty, svědčí vývoj daných ukazatelů o vyšší míře angažovanosti nefinančních firem na kapitálovém trhu. Je zřejmé, že za nefinanční podniky celkem oba podíly v posledních letech vzrostly, byť v případě cenných papírů je po mírném nárůstu v letech 2006 - 2008 zřejmé mírné snížení v roce 2009, u podílu účastí došlo po mírném navýšení v letech 2007 a 2008 ke stagnaci v roce 2009.

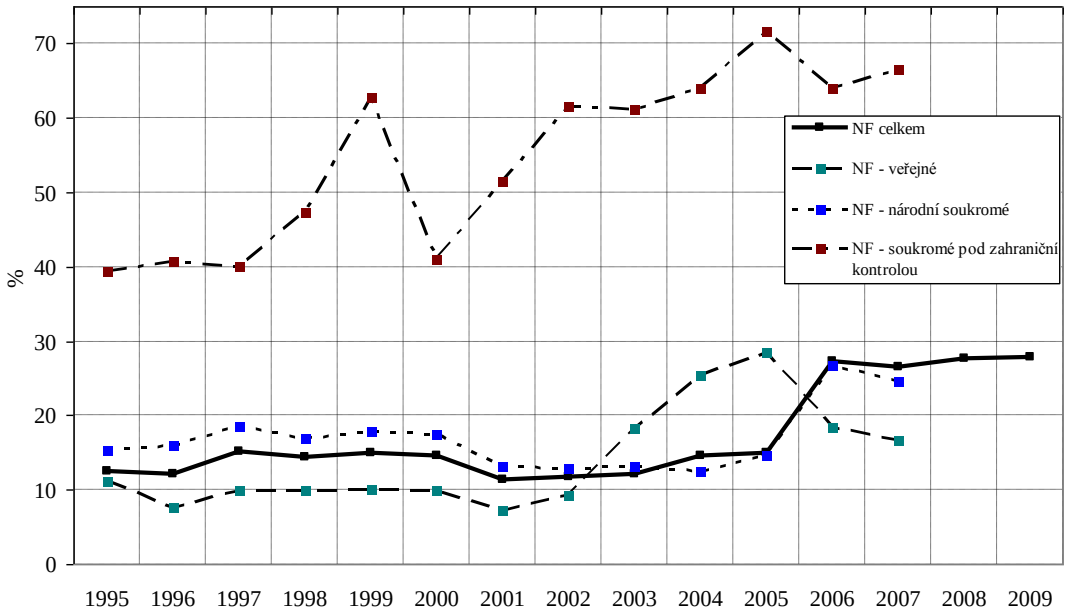
Z obr. 13 a 14 je patrné, že se v posledních letech před recesí podíly krátkodobých a dlouhodobých půjček na celkových závazcích zvýšily. Jednalo se však o mírné nárůsty blízko hodnoty 2 p.b. Z tohoto nárůstu podílu dlouhodobých půjček plynou velmi nízká rizika. Krátkodobé půjčky jsou rizikovějším nástrojem financování aktiv, avšak z ukazatele podílu krátkodobých aktiv a krátkodobých závazků nevyplynulo, že by krátkodobé půjčky byly používány k financování dlouhodobých aktiv. Tento způsob financování by byl zejména v období recese pro firmy velmi rizikový. V roce 2009 podíl krátkodobých i dlouhodobých půjček na závazcích poklesl přibližně o 1 procentní bod, což lze celkově hodnotit pozitivně. Otázkou je, nakolik je tento výsledek ovlivněn řízením likvidity a aktiv ze strany podniků, a nakolik zhoršeným přístupem podniků k úvěrům v důsledku zpřísnění podmínek ze strany bank.

Obr. 11: Podíl cenných papírů na finančních aktivech



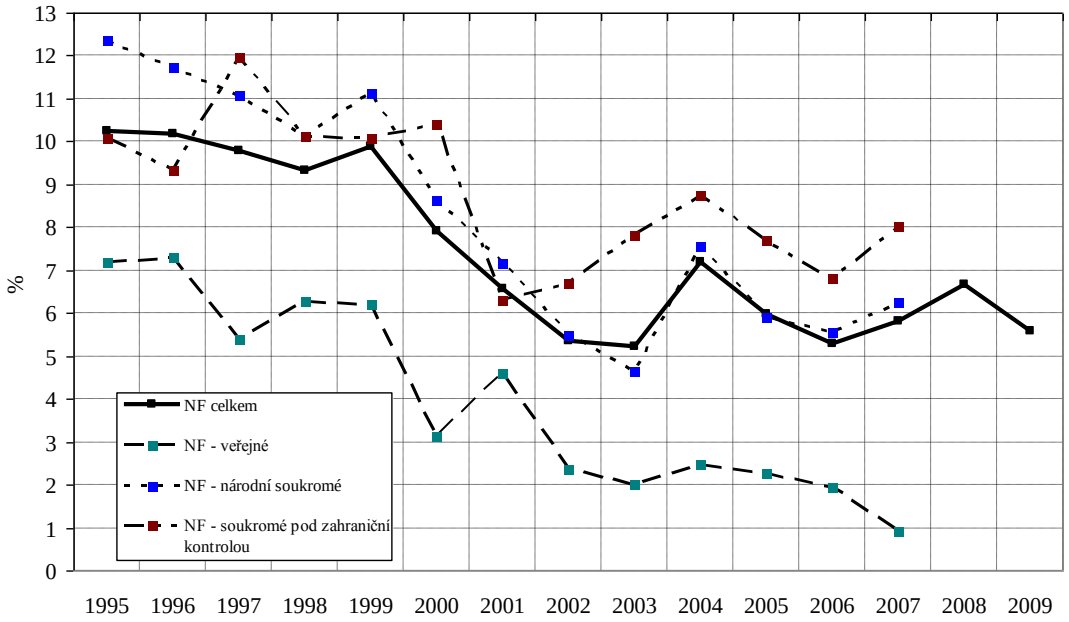
Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Obr. 12: Podíl účastí na finančních aktivech



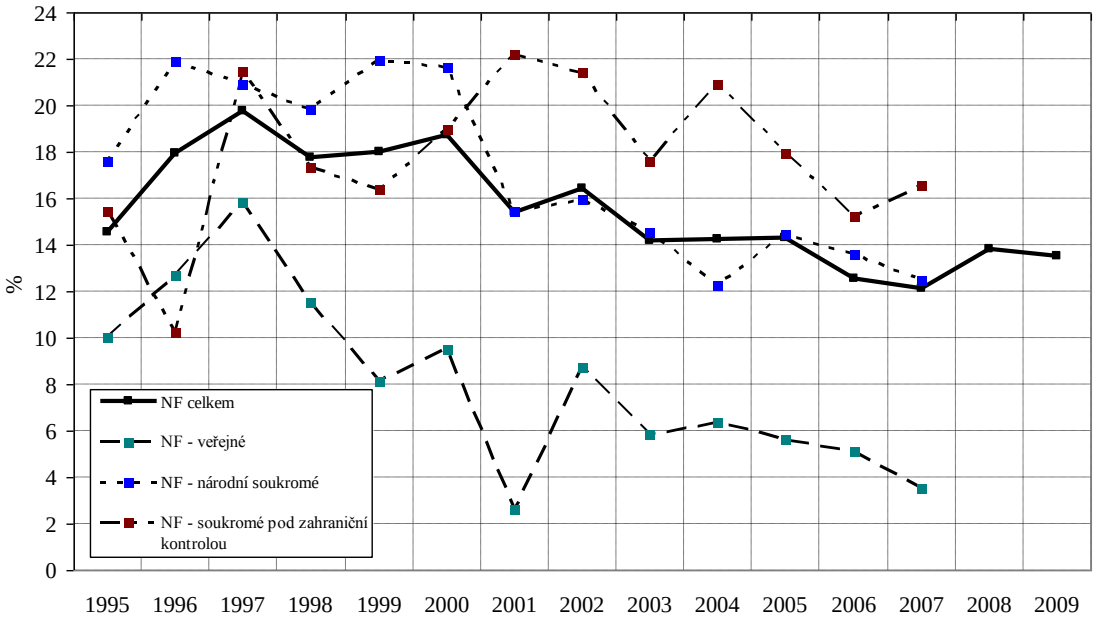
Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Obr. 13: Podíl krátkodobých půjček na závazcích



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Obr. 14: Podíl dlouhodobých půjček na závazcích



Zdroj: ČSÚ – národní účty (vlastní zpracování)

Závěr

Cílem příspěvku bylo představit možnosti využití národních účtů při hodnocení vývoje sektoru podniků, přičemž naše pozornost byla upřena na nefinanční podniky. Obdobné analýzy je však možné uplatnit i na finanční instituce či například na sektor domácností.

Analýzu jsme rozdělili do dvou částí. První se týkala analýzy ekonomické výkonnosti nefinančních firem, kde jsme se soustředili na zachycení míry marže a následně míry

výnosnosti čistého jmění, přičemž jsme ukazatel zisku aproximovali čistým disponibilním důchodem. Druhá část se týkala analýzy finanční pozice nefinančních firem. Nejprve jsme formulovali změny finanční pozice na základě vzájemného vztahu míry úspor a míry investic, následně jsme hodnotili strukturu aktiv a pasiv bilance z pohledu zadluženosti a likvidity.

Závěry analýzy jsou dva. První (praktický) závěr je ten, že pozice nefinančních firem byla před recesí relativně dobrá. V případě, že se v dohledné době nevrátí recese, není třeba se obávat o „finanční zdraví“ firem v nefinančním sektoru. Druhý závěr je metodologické povahy a týká se skutečnosti, že národní účty poskytují značné množství užitečných dat i pro analýzy, které mohou být orientovány primárně na určité skupiny podniků. Národní účty tedy mohou být užitečné pro analýzy mikroekonomického charakteru. Jak je z analýzy patrné, nevýhodou je značné zpoždění dat na úrovni jednotlivých subsektorů. Na druhou stranu v mnoha ohledech neexistuje konkurenční zdroj dat.

Literatura:

[1] Eurostat: *Evropský systém účtů ESA 1995*, <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.indexnu>

[2] Český statistický úřad: *HDP. Národní účty.* <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_narodni_ucty>

Analýza firem nefinančního sektoru na základě národních účtů

Vít Pošta – Marta Nečadová

ABSTRAKT

Příspěvek představuje možnosti analýzy jednotlivých sektorů nefinančních firem s využitím dat z ročních národních účtů. V příspěvku jednak vysvětlujeme některé agregáty národních účtů, ale zejména se soustředíme na aplikaci standardních nástrojů především finanční analýzy na data z národních účtů. S ohledem na rozsah článku neuvádíme možnosti analýzy v celé šíři. Analýza se soustředí především na vývoj v posledních letech, kdy byla česká ekonomika zasažena ekonomickou recesí.

Klíčová slova: Národní účty; Nefinanční firmy; Recese

Analysis of Non-Financial Corporations Based on National Accounts

ABSTRACT

The paper focuses on the analysis of the particular sectors of non-financial corporations based on mainly yearly national accounts. We explain some of the aggregates of the national accounts but the focus of the paper is placed on the application of standard tools of financial analysis on the data from national accounts. Regarding the length of the paper, we do not present the full scope of the analysis. The analysis centers especially on the development in the last years when the Czech economy was hit by economic recession.

Key words: National accounts; Non-Financial Corporations; Recession

JEL classification: D22, E01, L00