

VYUŽITIE FINANČNEJ PÁKY V PODMIENKACH SLOVENSKEHO POĽNOHOSPODÁRSTVA

Tomáš Rábek, Zuzana Čierna, Marián Tóth

ÚVOD

Cieľom príspevku je poukázať na výsledky výskumu v oblasti finančnej analýzy súboru poľnohospodárskych podnikov so zameraním sa na finančnú páku ako spôsob zvyšovania rentability vlastného kapitálu. Vznik príspevku bol podporený finančnými prostriedkami z projektu VEGA 1/0867/13 Potenciál slovenského poľnohospodárstva v kontexte zelenej ekonomiky. Zadlženosť poľnohospodárskych podnikov má dve roviny. Na jednej strane hovoríme to tom, že cudzí kapitál sa považuje za lacnejší oproti vlastnému, na strane druhej treba rešpektovať otázky finančnej stability, voľnosti a problémy finančných ťažkostí. Okrem iného to znamená, že prílišná zadlženosť neprispieva k dobrému obrazu o finančnej situácii podniku, poľnohospodárske podniky nevyvímajúc. Poznáme viacero prístupov na optimalizáciu kapitálovej štruktúry podnikov [4], [5], teda v akom pomere by mal byť vlastný a cudzí kapitál. V dnešnej dobe je otázka kapitálovej štruktúre súčasťou strategického riadenie podnikov [6] a na potrebu zlepšenia kontroingu v poľnohospodárskych podnikoch poukazujú aj Váryová, I. – Košovská, I. – Ferenci-Vaňová, A. [10]. Jedným z možných prístupov je porovnať náklady na cudzí kapitál s rentabilitou celkového kapitálu. Ak sú tieto náklady nižšie ako rentabilita celkového kapitálu, je možné rastom stupňa zadlženosti zvyšovať, pôsobením efektu finančnej páky, rentabilitu vlastného kapitálu, čím vlastne rastie tržová hodnota firmy. Uvedené dokumentuje fakt, že rovnicu výpočtu rentability vlastného kapitálu možno pretransformovať s použitím jednotlivých kategórií zisku – zisk pred zdanením a úrokmi EBIT, zisk pred zdanením EBT a zisk po zdanení EAT. Potom možno napísať tento vzťah ako [3]:

$$RVK = \frac{EBIT}{CA} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{CA}{VI} * \frac{EAT}{EBT}$$

$$= \frac{EBIT}{TR} * \frac{TR}{CA} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{CA}{VI} * \frac{EAT}{EBT}$$

Z daného vzťahu vyplýva, že rentabilita vlastného kapitálu môže byť rozpísaná na päť samostatných ukazovateľov:

EBIT / TR – ziskovosť tržieb

TR / CA – obrat celkových aktív

EBT / EBIT – úroková redukcia zisku

CA / VI – finančná páka

EAT / EBT – daňová redukcia zisku

Z týchto vzťahov je zrejmé, že RVK je ovplyvňovaná rentabilitou celkového kapitálu, zdanením a úrovňou zadlženosti. Vplyv zadlženosti na rentabilitu vlastného kapitálu vyjadrujú dva z vyššie uvedených faktorov, úroková redukcia zisku a tzv. finančná páka, pričom tieto dva faktory pôsobia protichodne. To znamená, že zvýšenie podielu cudzieho kapitálu, teda zadlženosti, ktorá sa prejaví v raste ukazovateľa finančná páka, má podľa tohto vzťahu pozitívny vplyv na rentabilitu vlastného kapitálu. Avšak na druhej strane zvýšenie podielu cudzích zdrojov je spravidla sprevádzané zvýšením úrokov, ktoré znižujú podiel zisku plynúceho investorom a spôsobuje tým pokles ukazovateľa úroková redukcia zisku, a tým aj hlavného ukazovateľa, ktorým je rentabilita vlastného kapitálu [2]

Cieľom príspevku je určiť počet a podiel poľnohospodárskych podnikov na Slovensku podnikajúcich v oblasti primárnej produkcie v rokoch 2007 - 2011, ktoré spĺňajú toto kritérium, teda že rentabilita celkového kapitálu je vyššia ako náklady na cudzí kapitál.

1 METODIKA

Podkladové údaje pre zhodnotenie vybraných pomerových ukazovateľov boli získané z Informačných listov MPRV SR za právnické osoby za roky 2007-2011. Kritériom pre zaradenie do výberového súboru bol predpoklad, aby sa dal v podniku vypočítať náklad na cudzí kapitál, teda aby podnik vykazoval hodnoty v položkách bankových úverov, či finančných výpomocí, ktoré tvorili menovateľ nami vytvoreného ukazovateľa na výpočet nákladu na cudzí kapitál. V čitateli sú zahrnuté nákladové úroky. Výpočtom takéhoto ukazovateľa nákladov na cudzí kapitál dostaneme nie presnú hodnotu nákladov na cudzí kapitál, skôr odhadovanú. Dôvodom je, že v menovateli zlomku je „stav“ úverov a finančných výpomocí a teda nie sú zohľadnené tie bankové úvery a finančné výpomoci, ktoré boli v priebehu roka čerpané a zároveň aj splatené. Teda tento ukazovateľ môže byť z časti nadhodnotený. Čiastočne by tento problém vyriešilo, ak by sme v menovateli použili priemerný stav účtov, ktorý by sme vypočítali ako stav z minulého roka a stav z bežného roka a výsledok podelili dvoma, podobne ako je to napr. pri ukazovateľoch aktivity. Uvedené však neaplikujeme vzhľadom na to, že v každom roku budeme pracovať s iným počtom podnikov, a nebudeme vytvárať tzv. panel dát.

Presná konštrukcia vzorca na výpočet nákladu na cudzí kapitál podľa Súvahy a Výkazu ziskov a strát pre rok 2011 je nasledovná:

$$\begin{aligned} & \text{Náklady na cudzí kapitál} \\ & \text{Nákladové úroky(39)} \\ = & \frac{\text{Fin.výp. + Bank. úvery}(S117+S118)}{\end{aligned}$$

Presná konštrukcia vzorca na výpočet rentability celkového kapitálu, ktorý je porovnávacím kritériom, je podľa Súvahy a Výkazu ziskov a strát pre rok 2011 je nasledovná:

$$\text{ROI} = \frac{\text{VH obd.před zdaň+nákl.úr.}(V59+V39)}{\text{Spolu vlast. imanie a záv.}(S066)}$$

V čitateli sme použili výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením, teda nielen výsledok hospodárenia z bežnej činnosti.

Dôvodom je to, že nadviažeme na naše doterajšie výskumy [2].

Ukazovateľ finančná páka vypočítame ako pomer celkového kapitálu k vlastnému kapitálu. Presná konštrukcia vzorca podľa súvahy platnej v roku 2011 je nasledovná:

$$\text{Finanční páka} = \frac{S066}{\text{Vlastné imanie (S067)}}$$

Prehľad o pôvodnom počte podnikov v základnom súbore, ako aj vo výberovom súbore (podniky po vyselektovaní) za roky 2007 až 2011 poskytuje tabuľka 1. Po vyselektovaní nevyhovujúcich podnikov vo výberovom súbore ostalo v každom roku viac ako 68 % podnikov. Najviac v roku 2008 (74,58 % podnikov). Tabuľka 1 zároveň poskytuje aj prehľad o veľkosti obhospodarovanej poľnohospodárskej pôdy podľa katastra. Vybrané podniky obhospodarujú dokonca 78,84 % p. p v roku 20011 a až 83,52 % p. p. v roku 2008. Reprezentatívnosť výberového súboru nie je potrebné ďalej charakterizovať, pretože pôvodný základný súbor obsahoval všetky poľnohospodárske podniky za právnické osoby. Tým, že sme podľa nášho kritéria vyradili niektoré podniky, sme dostali výberový súbor, v ktorom sú obsiahnuté všetky podniky. Teda tie, ktoré vo svojej účtovnej závierke vykázali nenulovú hodnotu bankových úverov, alebo krátkodobých finančných výpomocí.

2 VÝSLEDKY

Pre charakteristiku vývoja ukazovateľa „náklad na cudzí kapitál“ v rokoch 2007 až 2011 sme použili tri popisné štatistiky, a to dolný kvartil, medián a horný kvartil, ktorých hodnoty uvádzame v tabuľke 2. Z tabuľky môžeme pozorovať mierne klesajúci vývoj nákladov na cudzí kapitál za celé sledované obdobie, predovšetkým v dolnom kvartile a mediáne. Teda 50 percent podnikov dokázalo získať cudzí kapitál za úrok približne 6,81%. Zaujímavé vychádza porovnanie dolného a horného kvartilu, pričom podniky v hornom kvartile si požičiavajú až trojnásobne drahšie cudzí kapitál. Rozdiel medzi dolným kvartilom a mediánom nie je až taký veľký, ako rozdiel medzi mediánom a horným kvartilom.

Tab. 1: Charakteristika výberovej vzorky podnikov

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Početnosť podnikov VS	930	933	940	818	770
Početnosť podnikov ZS	1 359	1 251	1 268	1 131	1066
% podiel	68,43 %	74,58 %	74,13 %	72,33 %	72,23 %
Obhospodarovaná p. p. podľa katastra VS v ha	1 230 220	1 238 972	1 228 197	1 135 811	1 076 263
Obhospodarovaná p. p. podľa katastra ZS v ha	1 539 767	1 483 530	1 497 667	1 411 992	1 365 052
% podiel	79,90 %	83,52 %	82,01 %	80,44 %	78,84 %

Zdroj: databáza údajov MPRV SR, vlastné výpočty

Poznámka: VS – výberový súbor; ZS – základný súbor, p. p. – poľnohospodárska pôda

Tab. 2: Náklady na cudzí kapitál

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Dolný kvartil	5,02 %	5,06 %	4,18 %	4,14 %	4,12 %
Medián	8,85 %	8,17 %	6,73 %	7,05 %	6,81 %
Horný kvartil	15,54 %	14,41 %	12,30 %	12,46 %	13,00 %

Zdroj: databáza údajov MPRV SR, vlastné výpočty

Naším porovnávacím kritériom je rentabilita celkového kapitálu. V čitateli zlomku sme použili výsledok hospodárenia pred zdanením a nákladové úroky. Týmto vieme vzájomne lepšie komparovať podniky s rôznou kapitálovou štruktúrou a s rôznym daňovým zaťažením v oblasti priamych daní. Podľa Bojňanského, J. a kol. (2012) daňové zaťaženie daňou z príjmov u poľnohospodárskych podnikov sa v priemere pohybovalo v intervale 4,40 až 9,86 eur na hektár poľnohospodárskej pôdy, pričom vyššiu úroveň dosiahlo v roku 2007 a 2008, čo súviselo s celkovo dobrými hospodárskymi výsledkami poľnohospodárskych podnikov v tomto období. Naopak, najnižšiu úroveň dosiahlo toto zaťaženie v roku 2009 v súvislosti s prehlbujúcou sa finančnou krízou. V prípade dane z príjmov ide o druhé najvýznamnejšie daňové zaťaženie. Uvedené konštatovanie je však značne individuálne a závisiace od

hospodárenia konkrétneho poľnohospodárskeho podniku. V porovnaní so situáciou do roku 2000 však možno pozorovať diametrálne ťaživejší dopad tejto dane na finančné hospodárenie poľnohospodárskych podnikov. Toto bolo spôsobené skutočnosťou, že od roku 2000 došlo zo strany zákona o daniach z príjmov k podstatnej zmene v prístupe k zdaňovaniu prijatých investičných a prevádzkových dotácií, ktoré sa od tohto roka v plnej výške stávajú základom dane, čo následne viedlo k podstatnému zvýšeniu daňovej povinnosti z titulu dane z príjmov.

Z tabuľky 3 vyplýva, že rok 2009 sa naozaj javí ako najhorší v dosahovaní rentability celkového kapitálu. O niečo lepšie hodnoty sú už v roku 2010 a v roku 2011 sa situácia už stabilizovala. Pritom je potrebné poukázať na fakt, že u prvých 25 % podnikov v rokoch 2009 a 2010 bola strata taká vysoká, že aj po pripočítaní

nákladových úrokov vychádzajú záporné hodnoty. Teda tieto podniky nie sú schopné zo svojej hospodárskej činnosti uhradiť svojim

veriteľom tieto náklady. Preto museli hľadať iné finančné zdroje a rezervy.

Tab. 3: Rentabilita celkového kapitálu

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Dolný kvartil	1,22 %	0,80 %	-7,03 %	-2,47 %	0,38 %
Medián	3,07 %	2,61 %	0,88 %	1,44 %	2,51 %
Horný kvartil	7,51 %	5,74 %	3,22 %	4,03 %	5,85 %

Zdroj: databáza údajov MPRV SR, vlastné výpočty

Konečne vzájomnou komparáciou týchto dvoch ukazovateľov sa dopracujeme k objektívnym výsledkom, ktoré sú prezentované v tabuľke 4. Sú v nej zobrazené početnosti podnikov, ktoré spĺňajú stanovené kritérium, že rentabilita celkového kapitálu je vyššia ako náklady na cudzí kapitál v absolútnom aj relatívnom vyjadrení za roky 2007 až 2011. Najlepší sa javí rok 2007, kedy to bolo až 24,4 % podnikov, naopak najhorším je rok 2009, kedy to bolo necelých 13 % podnikov. Druhým najlepším rokom je rok 2011, kedy toto kritérium spĺňalo 22,34 %. Celkovo však vidíme, že iba veľmi málo podnikov splnilo túto podmienku.

Iba u týchto podnikov by sme odporúčali ďalšie zadlžovanie, čím by sa pôsobením finančnej páky zvyšovala rentabilita vlastného kapitálu, a tým aj trhovú hodnotu firmy. Samozrejme s rešpektovaním ďalších faktorov, ako sú likvidita, finančná stabilita, voľnosť, či problémy finančných ťažkostí. U ostatných podnikov by sme naopak odporúčali zvyšovať stupeň samofinancovania, čo by opäť prostredníctvom finančnej páky zlepšovalo rentabilitu vlastného kapitálu. A práve toto tvrdenie možno považovať za benchmark pre poľnohospodárske podniky v oblasti zadlženosti.

Tab. 4: Počet podnikov s väčšou ROI oproti nákladom na cudzí kapitál

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Počet podnikov spolu	930	933	940	818	770
Počet podnikov s väčšou RCK oproti nákladom na cudzí kapitál	227	174	122	135	172
% podiel	24,41 %	18,65 %	12,98 %	16,50 %	22,34 %

Zdroj: databáza údajov MPRV SR, vlastné výpočty

Pre ukazovateľ finančnej páky je typické aj to, že ide vlastne o obrátený pomer ukazovateľa stupňa samofinancovania. Ukazovateľ samofinancovania vyjadruje do akej miery dokáže podnik kryť svoje potreby z vlastných zdrojov. Čo sa týka výstupu tohto ukazovateľa, je možné skonštatovať, že čím je vyššia hodnota, tým je menšia závislosť na veriteľoch. Znižovanie tohto ukazovateľa, vedie obvykle k zvyšovaniu nákladov na získanie a viazanie

celkového kapitálu. Výsledky analýzy ukazovateľa finančná páka sú obsiahnuté v tabuľke 5. Z tabuľky 5 vyplýva, že vývoj v dolnom a hornom kvartile, ale aj v mediáne je počas celého sledovaného obdobia vyrovnaný. U podnikov zaradených do mediánu dosahuje finančná páka hodnoty okolo 2, teda na jedno Euro vloženého vlastného kapitálu pripadajú približne 2 Eurá celkového kapitálu. U podnikov zaradených v hornom kvartile

působí finanční páka najsilněji, teda pokiaľ je u nich splnená podmienka, že rentabilita celkového kapitálu je vyššia ako náklady na cudzí kapitál, tak je to najvyšší pozitívny efekt na rentabilitu vlastného kapitálu. Ale ak podmienka vyššej rentability celkového kapitálu

oproti nákladom na cudzí kapitál nie je splnená, opäť je u týchto podnikoch (v hornom kvartile) najvyšší, ale negatívny efekt na rentabilitu vlastného kapitálu.

Tab. 5: Finančná páka

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Dolný kvartil	1,40	1,49	1,52	1,49	1,5
Medián	1,95	2,00	2,16	2,06	2,09
Horný kvartil	3,34	3,53	3,72	3,81	3,83

Zdroj: databáza údajov MPRV SR, vlastné výpočty

ZÁVER

Zvyšovanie rentability pre vlastníka podniku je jedným zo základných podnikových finančných cieľov. Rentabilita vlastníka (ROE) je ovplyvnená viacerými faktormi. Samozrejme hlavným faktorom je zvyšovanie úspešnosti podniku formou zvyšovania podielu na trhu. My sme sa v článku zaoberali možnosťou zvyšovania ROE rastom podielu cudzieho kapitálu. Tento spôsob vychádza zo vzájomného vzťahu nákladov na vlastný a cudzí kapitál. Analýzu sme uskutočnili na výberovom súbore podnikov poľnohospodárskej prvovýroby na Slovensku za obdobie rokov 2007-2011. Zamerali sme sa na zhodnotenie počtu a percenta podnikov, v ktorých by zvýšenie cudzieho kapitálu prispelo k rastu úžitku pre vlastníka meraného ukazovateľom ROE. Zistili sme, že len v prípade cca. 20% podnikov je zmysluplné zvyšovať podiel cudzieho kapitálu za účelom rastu rentability vlastného kapitálu.

Obdobie od roku 2008 je charakteristické poklesom úrokových sadzieb pod vplyvom všeobecného poklesu základných úrokových sadzieb centrálnych bánk. Zníženie nákladov na cudzí kapitál zvyšuje jeho atraktivnosť a vedie ku rastu podielu cudzieho kapitálu na financovaní potrieb podnikov.

LITERATURA

[1] BOJŇANSKÝ, J. – TÓTH, M. – SERENČEŠ, P.: Vplyv verejných financií na finančné hospodárenie

podnikov poľnohospodárskej výroby. In: Acta oeconomica et informatica, ročník 15, 2012, č.1, vedecký časopis pre ekonomiku a informatiku v poľnohospodárstve, SPU: Nitra, s. 14-17. ISSN 1336-9261 (online), ISSN 1335-2571 (tlačené vydanie)

[2] ČIERNA, Z., RÁBEK, T. Možnosti zvyšovania rentability vlastného kapitálu pôsobením finančnej páky v poľnohospodárskych podnikoch. In: Ekonomika poľnohospodárstva. Roč. 12, č. 2 (2012), s. 31–40. ISSN 1335-6186.

[3] HOLEČKOVÁ, J. – GRUNWALD, R. 2001. Finanční analýza a plánování podniku. 2. vydání. Praha: VŠE, 2001, 197 s. ISBN 80-7079-587-5

[4] HRDÝ, M. – KERCHOVSKÁ, M. 2013. Podnikové finance v teorii a praxi. 1. vydanie. Praha: Wolters Kluwer ČR, ISBN 978-80-7478-011-0

[5] KOTULIČ, Rastislav - KIRÁLY, Petrer - RAJČÁNIOVÁ, Miroslava. 2010. Finančná analýza podniku. 2. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. 238 s. ISBN 978-80-8078-342-6

[6] LANČARIČ, D., SAVOV, R. Firemné plánovanie. Nitra : Slovenská poľnohospodárska univerzita,

[7] Pogranová, Zuzana - Savov, Radovan - Lančarič, Drahošlav - Lenčéšová, Lucia. 2011. Benchmarking - nástroj zlepšovania riadenia podnikateľskej činnosti. Nitra : Slovenská poľnohospodárska univerzita, 2011. 87 s. ISBN 978-80-552-0672-

[8] SAVOV, R., LANČARIČ, D., PAŠKA, L. Strategický manažment kvality v podmienkach agropodnikateľských subjektov na Slovensku. Nitra : Slovenská poľnohospodárska univerzita, 2011. 117 s. ISBN : 978-80-552-0705-6

[9] SERENČEŠ, P. et al. Financie v poľnohospodárstve. Nitra : Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre, 2010. 183 s. ISBN : 978-80-552-0438-3

[10] VÁRYOVÁ, I. – KOŠOVSKÁ, I. – FERENCI-VAŇOVÁ, A., 2012: Informačné nástroje riadenia nákladov v podnikoch poľnohospodárskej prvovýroby. In: Ekonomika poľnohospodárstva, ročník XII. 3/2012. ISSN 1338- 6336

[11] ZALAI, Karol a kol. 2008. Finančno-ekonomická analýza podniku. 6. vyd. Bratislava : Sprint, 2008. 385 s. ISBN 978-80-8908-599-6

Autoři:

Ing. Tomáš Rábek, PhD.

Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre
Fakulta ekonomiky a manažmentu
Katedra financií
tomas.rabek@uniag.sk

Ing. Zuzana Čierna, PhD.

Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre
Fakulta ekonomiky a manažmentu
Katedra financií
zuzana.cierna@uniag.sk

Ing. Marián Tóth, PhD.

Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre
Fakulta ekonomiky a manažmentu
Katedra financií
marian.toth@uniag.sk

UTILIZATION OF FINANCIAL LEVERAGE IN SLOVAK AGRICULTURAL PRIMARY PRODUCTION

Tomáš Rábek, Zuzana Čierna, Marián Tóth

Abstract: The aim of this paper is to highlight the results of research in the field of financial analysis focusing on leverage as a way to increase return on equity. Analysis was conducted on the sample of agricultural enterprises in Slovakia for the period 2007-2011. We aimed to assess the number and percentage of firms, in which increase of liabilities would contribute to growth in benefit for the owner measured by ROE. We found that only in the case of approx. 20% of businesses, it makes sense to increase the share of foreign capital in order to increase return on equity. The period since 2008 is characterized by a decrease in interest rates under the influence of the drop in the interest rates of central banks. Reducing the cost of foreign capital increases its attractiveness and leads to the growth of the share of foreign capital to finance business needs.

Key words: Financial leverage, ROE, ROI, agriculture, cost of capital.

JEL Classification: G32