

Metody komplexního hodnocení podniku

2. aktualizované vydání

Marek Vochozka a kolektiv

finanční analýza, metody

bonitní a bankrotní modely

hodnota podniku, ukazatel EVA

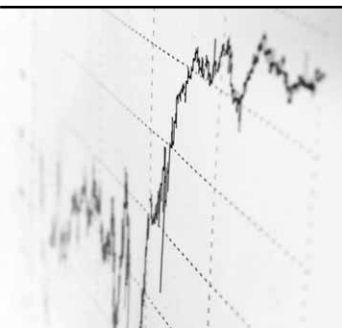
inovativní metody, umělé neuronové sítě

praktické příklady

Metody komplexního hodnocení podniku

2. aktualizované vydání

Marek Vochozka a kolektiv



finance

GRADA Publishing

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Edice Finanční řízení

prof. Ing. Marek Vochozka, MBA, Ph.D. a kolektiv

Metody komplexního hodnocení podniku

2. aktualizované vydání

Kolektiv autorů:

prof. Ing. Marek Vochozka, MBA, Ph.D.

Ing. Vojtěch Stehel, MBA, PhD.

Ing. Jaromír Vrbka, MBA, PhD.

Ing. Zuzana Rowland, MBA, PhD.

Mgr. Petr Šuleř, PhD.

Ing. Veronika Machová, MBA

Ing. Tomáš Krulický, BBA

Ing. Jakub Horák

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7

tel.: 234 264 401, fax 234 264 400

www.grada.cz

jako svou 7793. publikaci

Realizace obálky Zdeněk Dušek

Sazba Jan Šístek

Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Počet stran 480

Druhé vydání, Praha 2011, 2020

Vytiskla tiskárna PBTisk s.r.o., Příbram

© GRADA Publishing, a. s., 2020

ISBN 978-80-271-1891-5 (ePub)

ISBN 978-80-271-1890-8 (pdf)

ISBN 978-80-271-1701-7 (print)

Obsah

1. Proč hodnotit podnik	9
1.1 Hodnocení podniku podnikem samotným	9
1.2 Hodnocení z důvodu vlastnické změny ve společnosti	9
1.3 Hodnocení podniku ze strany externích subjektů	10
2. Historie metod komplexního hodnocení podniku	12
2.1 Historie finanční a poměrové analýzy	12
2.2 Historie metody Benchmarking	13
2.3 Historie Management by Objectives	13
2.4 Historie Altmanovo Z-score	14
2.5 Historie umělých neuronových sítí	14
3. Hodnota podniku a Management By Objective	16
3.1 Oceňování podniku	16
3.2 Management by Objectives	18
3.3 Balanced Scorecard	22
4. Finanční analýza	32
4.1 Finanční analýza – uživatelé	32
4.2 Finanční analýza – její vstupy	34
4.3 Základní metody finanční analýzy	39
5. Nástroje hodnocení podniku	57
5.1 Metodika tvorby modelů hodnocení podniku	57
5.2 Jednorozměrná analýza (univariate analysis)	58
5.3 Risk index modely	59
5.4 Vícenásobná diskriminační analýza	60
5.5 Modely podmíněné pravděpodobnosti	64
5.6 Problémy související s klasickými statistickými metodami	67
5.7 Neuronové struktury – NN	87
6. Bonitní a bankrotní modely	92
6.1 Finanční analýza – Schmallenbachova společnost	92
6.2 Dynamický stupeň zadlužení	93
6.3 Finanční hodnocení podniku: Bonitní modely	94
6.4 Finanční hodnocení podniku: Bankrotní modely	100
6.5 Finanční hodnocení podniku: Bankrotně bonitní modely	124
7. Benchmarkingové modely hodnocení podniků	136
7.1 Charakteristika a vysvětlení podstaty benchmarkingu	136
7.2 Jak benchmarking vznikl?	138
7.3 Klasifikace benchmarkingu	139
7.4 Postup procesu benchmarkingu	141
7.5 Benchmarking ve světě a v České republice	142
7.6 Benchmarkingové modely	143
8. Modely hodnocení podniků založené na umělých neuronových sítích	158
8.1 Základ ANN – inspirace v biologickém neuronu	158
8.2 Architektura ANN	160
8.3 Neuronová síť	161
8.4 Druhy neuronových sítí	168

8.5	Učení ANN	173
8.6	Využití neuronových sítí v oblasti ekonomie a financí	182
9.	EVA Entity – Economic Value Added Entity (Brealey, Myers, Allen, Kislingarová)	193
9.1	Základní struktura ukazatele EVA	193
9.2	Výpočet jednotlivých složek vzorce ukazatele EVA	193
9.3	Rozbor ukazatele EVA	197
10.	EVA Equity – Economic Value Added Equity (Neumaierovi)	198
10.1	WACC a ratingový model	201
11.	Další ukazatele hodnocení podniku (MVA, TSR)	205
11.1	Market Value Added	205
11.2	Total Shareholder Return (TSR)	212
11.3	Další vhodné metody oceňování akciových podniků	215
11.4	Exkurz do problematiky určování nadhodnocení a podhodnocení akcií	217
12.	Harry Pollak – hodnocení životaschopnosti podniku	218
13.	Vypovídací hodnota vybraných bankrotních modelů	226
13.1	Praktická část: aplikace na konkrétním podniku	237
13.2	Praktická část II: posouzení vypovídací hodnoty celého vzorku	241
13.3	Praktická část II: posouzení vypovídací hodnoty stavebních podniků	243
14.	Case study 1	247
14.1	Data	247
14.2	Neuronové sítě hlubokého učení – použité vrstvy	251
14.3	Neuronová síť s lineárními vrstvami	255
14.4	Rekurentní neuronová síť s vrstvou Basic Recurrent Layer	286
14.5	Rekurentní neuronová síť s vrstvou Gated Recurrent Layer	318
14.6	Rekurentní neuronová síť s jednou Long-Short Term Memory vrstvou	354
14.7	Rekurentní neuronová síť se dvěma Long-Short Term Memory vrstvami	390
15.	Case study 2	425
15.1	Data	425
15.2	Metodika	428
15.3	Modely sestavené se shodným počtem vzorů	431
15.4	Modely sestavené s daty respektujícími normální rozdělení	434
16.	Závěr	437
17.	Seznam použité literatury	439
	Seznam použitých zkratk	453
	Příklad 1	458
	Příklad 2	470
	Příklad 3	475
18.	Rejstřík	477

Poděkování

Autoři by rádi touto cestou vyjádřili velké poděkování Ing. Evě Kalinové, Bc. Kláře Skalníkové a Bc. Svatopluku Jankovi za jejich věcné připomínky, formální úpravy a pomoc s výběrem literárních zdrojů pro tuto publikaci.

1. Proč hodnotit podnik

V dnešní době, kdy hospodaření většiny firem u nás i ve světě významně ovlivnil nástup hospodářské krize, se téma hodnocení podniků stává opět více aktuálním a jeho význam roste – společnosti se transformují, prodávají, slučují, dostávají se do finanční tísně, krachují. Zpříšňují se podmínky poskytování úvěrů ze strany finančních institucí, pojišťovny se více zaměřují na analýzy rizik a odhalování pojistných podvodů, investoři investující do cenných papírů jsou opatrnější než v dřívější době, majitelé se staví zodpovědněji ke zprávám managementu o stavu jejich společnosti. Jak je z těchto skutečností patrné, důvodů pro hodnocení podniků je mnoho. Účel, k jakému má hodnocení sloužit, případně komu má sloužit, je základním kritériem majícím zásadní vliv na určení celého procesu hodnocení. V obecném pojetí můžeme definovat různé účely a způsoby hodnocení/ocenění podniku.

1.1 Hodnocení podniku podnikem samotným

K hodnocení podniku podnikem samotným, resp. managementem tohoto podniku, dochází z několika různých důvodů:

potřeba managementu – v některých společnostech je jedním kritériem hodnocení managementu např. dosažená hodnota společnosti (management má stanovenou tzv. cílovou hodnotu společnosti). Management využívá hodnocení podniku jako zpětné vazby své činnosti.

potřeba majitelů – majitelé podniku mají výrazný zájem na informaci, jakým směrem a také jakou rychlostí se vyvíjí jejich „bohatsví“. Z tohoto důvodu mají velký zájem na co nejpřesnějších informacích o aktuálním stavu své společnosti.

1.2 Hodnocení z důvodu vlastnické změny ve společnosti

Dochází-li k prodeji podniku nebo jeho části, k prodeji podílu ve společnosti nebo k fúzi společností, je pro prodávajícího i kupujícího důležité znát tržní hodnotu společnosti. Mařík (1998) píše, že „tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tuto tržní cenu je dále nutné upravit o subjektivní aspekty. Mnoho teoretiků oceňování se přiklání k názoru, že hodnotu podniku je třeba považovat za jedinečný jev. Hodnotou podniku tedy není prioritně pravděpodobná cena podniku na trhu, ale souhrn užitků konkrétního účastníka transakce.

Subjektivní aspekty se v praxi u prodávajícího a kupujícího významně liší i přes fakt, že bývají zpravidla alespoň částečně oboustranně objektivně podloženy. Prodávající do těchto aspektů zahrnuje například očekávání budoucího pozitivního vývoje společnosti z důvodu rozjednaných nových kontraktů či vývoje nového nebo inovovaného produktu. To bude mít ze strany prodávajícího vliv na zvyšování ceny nad rámec aktuálního (tržního) ocenění. Naproti tomu u kupujícího bude u subjektivních aspektů hrát významnou roli motiv koupě společnosti. Bude-li jeho motivem odstranění konkurence, nebude

výše zmíněným subjektivním aspektům přisuzovat takovou váhu jako prodávající. Další skutečností, mající vliv na váhu subjektivních aspektů v prodejní ceně, je případná existence či neexistence konkrétního zájemce. Je-li společnost nabízena k prodeji, aniž by byl znám konkrétní zájemce, pak nemůže prodávající klást subjektivním aspektům větší význam a je nucen držet se spíše tržního ocenění. Nicméně i to pro něho může být za určitých podmínek – např. v případě spíše negativního očekávání budoucího vývoje – výhodné.

Další skutečností, která bude mít u vlastnické změny společnosti vliv na celkovou hodnotu společnosti, je její právní forma a s tím související způsob ručení.

1.3 Hodnocení podniku ze strany externích subjektů

Další skupinou uživatelů informací ohledně hodnocení podniku jsou externí subjekty spolupracující s hodnoceným subjektem – dodavatelé, odběratelé, banky, pojišťovny, kooperující partneři, zaměstnanci, odborové a oborové organizace apod. Obecně se tato skupina, která v různých formách ovlivňuje hodnocený podnik a současně je i tímto podnikem ovlivňována, v moderní literatuře nazývá „stakeholderi“.

Mezi jednotlivými stakeholdery se asi nejdůkladněji oceněním podniků zabývají banky a jim podobné finanční instituce, které poskytují podniku finanční prostředky, ať už pro krátkodobé či dlouhodobé financování. Každý zájemce o úvěr je detailně zkoumán bankovními analytiky, kteří mj. využívají i informace od dalších subjektů – například ratingových a scoringových společností. Jejich společným cílem je snaha o predikci budoucího vývoje analyzovaného subjektu a následné dopady na jeho schopnosti plnit své závazky včas a v dostatečné míře. Banky používají vlastní osvědčené metody pro prověřování bonity klientely a dbají na co možná nejsilnější zajištění úvěrů. Využívají ke své práci nejrozumnější bankovní a bonitní modely a tyto doplňují a rozšiřují o své vlastní ukazatele. Z okruhu stakeholderů mají banky bezpochyby nejlepší přístup k informacím, které získávají v aktuálním čase přímo od hodnoceného podniku – klienta, což jim umožňuje ohodnotit daný subjekt s daleko větší spolehlivostí než ostatní subjekty mající zpravidla k dispozici pouze informace z řádné účetní závěrky (které v důsledku zákonných lhůt vymezených pro zveřejnění účetní závěrky nemusejí v momentu zveřejnění vypovídat o právě aktuálním stavu daného subjektu).

Dodavatelé v běžné praxi v drtivé většině případů poskytují svým zákazníkům určitý čas na úhradu svých závazků, čímž se řadí mezi subjekty podílející se na financování svých zákazníků. Zejména u dodavatelských subjektů s malým absolutním počtem zákazníků kombinovaných s dlouhými splatnostmi závazků z obchodního styku (v dnešní době se běžně setkáváme s 60denní, ale nezřídka kdy i se 120denní splatností) může být finanční tíseň jednoho zákazníka pro daného dodavatele likvidační. Z tohoto pohledu je pro dodavatele alespoň rámcová informace o finanční stabilitě svého zákazníka neméně důležitá, jako pro bankovní subjekty. Bohužel ve srovnání s nimi nemá dodavatel takový přístup k informacím o svých zákaznících a musí se spoléhat na již zmiňované finanční výkazy zveřejňované např. společně s účetní závěrkou.

Pro odběratele je stabilní finanční situace svých dodavatelů klíčová zejména z důvodu zajištění plynulého chodu své výroby. V dnešní době minimalizace skladových zásob

(v extrémních případech až existence nulových zásob) je pro odběratele stabilita svých dodavatelů klíčová. Závazek dodavatele k zákazníkovi ohledně pravidelného poskytování nejrůznějších informací (zejména ze své rozvahy) je dnes běžně zahrnován do rámcových dodavatelsko-odběratelských smluv.

2. Historie metod komplexního hodnocení podniku

Potřeba hodnotit podnik jak z hlediska jeho finančního zdraví, tak při potřebě predikce jeho vývoje či jeho ocenění, sahá až do historie, kde nyní běžně používané metody byly ve fázi vzniku a testování včetně jejich prvních aplikací. Vše se dělo na základě potřeby hodnotit podnik, ať již pro vlastní potřeby, či pro potřeby ostatních institucí či snaze zjistit, jak si stojí podnik oproti konkurenci. Právě historie těchto metod bude předmětem následující kapitoly. Do této kapitoly byly vybrány jedny z nejznámějších metod používaných pro hodnocení podniku.

2.1 Historie finanční a poměrové analýzy

Nejstarší stopy analýzy finančních výkazů se vyskytují v poslední polovině devatenáctého století, kdy se Amerika blížila vyspělosti průmyslu. V té době bylo řízení podniků převedeno z podnikatelských schopností na profesionálního manažera a finanční sektor se stal převládající silou v ekonomice. Obě tyto změny byly hlavní příčinou analýzy účetní závěrky. Ve vývojových drahách poměrové analýzy se významně překrývají účely věřitele a manažerské účely. Úvěrová analýza zaměřená na platební schopnost a manažerská analýza zdůrazňovala ziskovost. Vývoj poměru (ratia) pro použití v úvěrové analýze dominoval obecnému vývoji poměrové analýzy, takže je třeba se zaměřit především na úvěrovou analýzu, abychom pochopili vývoj poměrové analýzy (Anjum, 2011).

V 90. letech 20. století bylo vyvinuto několik poměrů. Během této doby se vyvinula praxe srovnávání oběžných aktiv účetní jednotky a jejích krátkodobých závazků. Tento vztah se stal známým jako current ratio a měl na analýzu finančních výkazů významnější a dlouhodobější dopad než jakýkoli jiný poměr. Použití poměrů ve finančním výkazu začalo příchodem current ratia. V období mezi lety 1900–1919 došlo k několika důležitým událostem. Nejprve byla vyvinuta poměrně velká řada poměrů. Za druhé, začala se objevovat kritéria absolutního poměru, jako je například současné poměrové kritérium 2:1 (Anjum, 2011).

V roce 1919 Alexander Wall (1919) provedl studii, ve které sestavil velké prohlášení o finančních výkazech. Tato studie se stala katalyzátorem pro vývoj poměrové analýzy a byla provedena v reakci na zjevnou potřebu více typů poměrů a na relativní poměrová kritéria. Firmy byly ve studii stratifikovány podle odvětví a geografického umístění. Ačkoli by jeho výsledky byly podle dnešních standardů citlivé na kritiku, jeho studie je významná, protože šlo o čtené a výrazné odklonění od obvyklého použití jediného ukazatele s absolutním kritériem.

Wall popularizoval myšlenku použití mnoha poměrů a použití empiricky stanovených kritérií relativního poměru.

Další důležitý vývoj v manažerském využití poměrů nastal přibližně ve stejnou dobu. Společnost DuPont zahájila nejdůležitější komplexní manažerské využívání ukazatelů, jako jsou zisky / celkové jmění, zisky / prodeje a tržby / celkové jmění. To slibovalo, že bude sloužit jako základ pro rámec, kde by se poměry mohly rozvíjet logicky. Během dvacátých let se zájem o poměry výrazně zvýšil. V důsledku toho bylo publikováno

mnoho článků na téma poměrové analýzy. Analytici tohoto období se snažili přivést určitou míru sofistikovanosti k poměrové analýze (Anjum, 2011). Bliss (1923) vyvinul první koherentní systém poměrů, které byly spojeny dohromady logickým, deduktivním způsobem. Ukazatele považoval za ukazatele stavu vztahu k podnikání. Z tohoto předpokladu vyvinul model firmy, který se skládal výhradně z poměrů. Ačkoli jeho model byl naivní, představoval slibný začátek pro vývoj teorie poměrové analýzy.

V roce 1961 Beaver analyzoval finanční ukazatele, aby předpověděl selhání společností. Tato studie měla silnější statistickou techniku, která se stala modelem, který bude hojně využíván pro budoucí studie. Díky této studii byly studovány vlivy ocenění zásob a vlivu kapitálu na finanční indexy (Horrigan, 1968).

2.2 Historie metody Benchmarking

Jedna klasická definice benchmarkingu spočívá v tom, že je to hledání osvědčených postupů v oboru, které směřují k větší výkonnosti (Camp, 1989). Benchmarking vzrostl na konci 80. a začátkem 90. let 20. století do značné míry v důsledku dobře publikovaného úspěchu společnosti Xerox (Madsen, 2017).

Benchmarking rychle dosáhl statusu „buzzword“ v komunitě managementu a stal se celosvětovým fenoménem. Asi před deseti lety Karlöf a Lövingsson (2005) poznamenali, že benchmarking se roznesl jako požár z anglosaských zemí do zbytku světa.

Ačkoli se benchmarking stal buzzwordem až na konci 80. a 90. let, praxe benchmarkingu existuje již dlouhou dobu. V předchozím výzkumu bylo zjištěno, že embryonální formy benchmarkingu lze nalézt až v devatenáctém století (Kyrö a Kulmala, 2004). Počátky „moderního benchmarkingu“ byly vysledovány až do 40. let 20. století (Watson, 1993). Od svého vzniku se benchmarking výrazně vyvíjel v několika generacích nebo fázích. Ve srovnávací literatuře panuje obecná shoda, že benchmarking získal svůj „velký zlom“ v 70. letech, kdy Xerox Corporation propagovala používání benchmarkingu (Camp, 1989; Watson, 1994) a tato firma je často úzce spojena s termínem benchmarking (Watson, 1994). Elmuti (1998) tvrdí, že „benchmarking“, který vznikl v módě, byl vytvořen na konci 80. let v souvislosti s prací společnosti Xerox s benchmarkingem.

2.3 Historie Management by Objectives

Termín Management by Objectives (MBO) byl vytvořen Peterem Druckerem v roce 1954. Drucker zdůraznil, že takový program je vynikajícím systémem, pomocí kterého lze integrovat aktivity a vyvážit cíle organizace. Později Douglas McGregor (1957) obhajoval Management by Objectives jako systém managementu a zdůraznil, jak by jej mohli nadřízení použít k objektivnějšímu hodnocení podřízených. Od svého založení před dvěma desítkami let byl MBO různě popsán jako: proces stanovování cílů, systém hodnocení výkonu, systém rozvoje řízení, nástroj užitečný při určování odměn exekutivy, systém plánování pracovní síly atd. Tyto četné popisy toho, co MBO „opravdu je“, naznačují, že řízení podle cílů je něco jiného, něco nového a něco „úžasného“, pokud je správně implementováno v organizaci (LaFollette a Fleming, 2017).

2.4 Historie Altmanovo Z-score

Altman (1968), s využitím jednoho z prvních modelů diskriminační analýzy aplikovaných na ekonomicko-finanční společenské vědy, zkombinoval tradiční proměnné finančního výkazu s novými a výkonnějšími statistickými technikami a s pomocí časných vydání počítačů s hlavním rámcem, vytvořil originální model Z-Score. Původní model, který se skládal z pěti finančních ukazatelů, z nichž čtyři vyžadovaly pouze roční účetní závěrku a jeden vyžadující hodnoty akciového trhu, prokázal vynikající výdrž vzorku s přesností typu I (předpovídání bankrotu) a typu II (předpovídání mimo bankrot) na základě odvozeného přístupu založeného na mezních bodech a finančních údajů z jednoho ročního výkazu před bankrotem. Původní vzorek firem využíval pouze výrobní společnosti, které požádaly o úpadek v rámci „starého“ systému zvaného kapitola X nebo XI. Všechny firmy byly veřejně drženy a vzhledem k ekonomice v USA před rokem 1966 měly všechny aktiva do 25 milionů USD. Velikost vzorků byla malá, pouze 33 v každé skupině, což je pozoruhodné v tom, že model je stále používán značně 50 let po jeho zavedení ve firmách všech velikostí, včetně podniků s miliardami aktiv (Altman, 2019).

Původní model Z-Score byl lineární a nevyžadoval více než jednu sadu účetní závěrky. Po jeho zavedení byly zavedeny podobné modely využívající lineární a nelineární variabilní struktury a různé klasifikační techniky, jako jsou kvadratické, logitové, probitové a rizikové struktury modelů, aby se pokusily nejen klasifikovat firmu jako bankrot nebo ne, ale také vyjádřit výsledek z hlediska pravděpodobnosti selhání na základě charakteristik vzorku firem použitých při vývoji model (Altman, 2019).

2.5 Historie umělých neuronových sítí

První krok k umělým neuronovým sítím přišel v roce 1943, kdy Warren McCulloch, neurofyziolog a mladý matematik, Walter Pitts, vyvinuli první modely neuronových sítí. Napsali referát *The Logical Calculus of Ideas Immanent in Nervous Activity* o tom, jak by neurony mohly fungovat (McCulloch, 1943). Jejich sítě byly založeny na jednoduchých prvcích, které byly považovány za binární zařízení s pevnými prahy. Výsledkem jejich modelu byly jednoduché logické funkce s charakterem „vše-nebo-žádný“ nervové aktivity. V roce 1944 Joseph Erlanger spolu s Herbertem Spencerem Gasserem identifikovali několik druhů nervových vláken a vytvořili vztah mezi rychlostí akčního potenciálu a průměrem vlákna (Macukow, 2016).

V roce 1949, psycholog Hebb (1949), napsal *The Organization of Behavior*, práci, která poukázala na skutečnost, že nervové dráhy jsou posíleny pokaždé, když jsou použity, což je koncept zásadně důležitý pro to, jak se lidé učí. V roce 1958 provedl psycholog Rosenblatt (1958) ranou práci na perceptronech. Perceptron byl elektronický přístroj, který byl zkonstruován v souladu s biologickými principy a ukázal schopnost učit se. Dalším systémem byl systém ADALINE (ADaptive LInear Element), který byl vyvinut v roce 1960 dvěma elektrickými inženýry Widrow a Hoff (1960). Metoda použitá pro učení se lišila od metody Perceptronu, použila pravidlo učení nejmenších-středních čtverců. V roce 1962 Widrow a Hoff vyvinuli postup učení, který zkoumá hodnotu před tím, než ji váha upraví. Klopff v roce 1972 vyvinul základ pro učení v umělých neuronech založený na biologickém principu. Paul Werbos v roce 1974 vyvinul metodu učení zpětného šíření, ačkoli její význam nebyl plně oceněn až v roce 1986. Fukushima (1975) vyvinul postupně vycvičenou vícevrstvou neuronovou síť pro interpretaci ručně

psaných znaků. Původní práce *Cognitron: Samoorganizovaná vícevrstvá neuronová síť* byla vydána v roce 1975. O rok později v roce 1976 Grossberg v článku *Adaptivní klasifikace vzorů a univerzální kódování* uvedl adaptivní rezonanci jako teorii zpracování lidských kognitivních informací (Macukow, 2016). Neuronové sítě si prošly mnoha fázemi zájmu o ně samotné. I přes fakt, že nyní jsou velmi hojně využívány a přikládá se jim velká váha při zpracování komplexích dat, zažily neuronové sítě i takzvané období ticha, ve kterém se o neuronových sítích prakticky nemluvalo a nebyly takřka vůbec využívány. Naštěstí doba se změnila a nyní máme možnost setkat se s problematikou neuronových sítí takřka na každém rohu.

3. Hodnota podniku a Management By Objective

Téma zhodnocování podniku je poměrně široké a lze na něj nahlížet z mnoha hledisek, jak je ostatně uvedeno v úvodní kapitole textu. Větší specifikací je tak pojetí zhodnocování podniku podle Managementu by Objectives, tedy dle podnikových cílů, kterých hodlá management dosáhnout. K tomu je nutno vypracovávat podnikových strategických plánů. Z toho důvodu je v textu využita metoda Balanced Scorecard (BSC), která je ke stanovení těchto cílů, v souvislosti se strategickým plánováním, a jejich revizi stále žádoucí, jak připomínají mnozí akademičtí pracovníci. Velká část textu je věnována tzv. Value Based Managementu (VBM), jehož cílem je zvyšování hodnoty podniku pro vlastníky, což je stále primární ekonomický cíl managementu podniků. V této souvislosti je důležité zmínit výzkum metody EVA, neboť té je i dvacet let po jejím uvedení věnována velká pozornost a důvěra. EVA zároveň tvoří pomyslný vrchol VBM.

Cílem této rešerše je přijetí nových akademických příspěvků na téma zhodnocování podniku v pojetí Managementu by Objectives. Kostra tohoto příspěvku je tvořena, dá se říci, notorietami na poli podnikových a ekonomických publikací. Zbytek textu je doplněn akademickými příspěvky publikovaných v posledních deseti letech v renomovaných vědeckých publikačních databázích.

3.1 Oceňování podniku

Oceňování podniku se využívá ve specifických případech. Určení hodnoty podniku je důležité právě tehdy, kdy se zasahuje do majetkových dispozic podniku. Může to být v případě vypořádávání pozůstalosti, odchodu společníka z podniku, změně právní formy, likvidace společnosti nebo fúze s jinou společností. Tyto skutečnosti patří mezi nejčastější důvody oceňování daného podniku (Synek a kol., 2015). Dalším důvodem může být i zpětná vazba manažerům, popř. vlastníkům podniku (akcionáři, společníci apod.), jak bude v textu uvedeno dále.

Oceňování podniku probíhá zpravidla na základě těchto metod:

1. Účetní – podnik je hodnocen na základě účetních, tedy historických údajů.
2. Substanční – podnik je hodnocen na základě věcné hodnoty podniku, tzn. na základě reprodukčních cen veškerých majetkových složek podniku očištěných o amortizaci.
3. Výnosové – tzv. metoda peněžního toku (cash flow). Lze sem zahrnout metody DCF (metoda diskontovaného cash flow, podnik je hodnocen na základě budoucích cash flow), DFCF (uvažuje i investice realizované v průběhu existence podniku) a jiné.
4. Burzovního ocenění – metoda, která vychází z hodnocení akcií emitovaných podnikem. Lze ji využít u podniků na burzovním trhu (Synek a kol., 2011).

Důležité je zmínit, že ani jedna z těchto metod nedochází k jednomu unikátnímu řešení, tedy k jednomu společnému výsledku ocenění podniku. Každý přístup má svůj specifický výsledek (Stancu a kol., 2017). Jedním z řešení by mohlo být využití více

metod ocenění a následné korekce vhodnými statistickými nástroji, jako je např. vážený aritmetický průměr apod. Často se využívá prosté porovnávání výsledků.

Ve světě oceňování podniků jsou nejvyužívanější tři přístupy. Prvním přístupem, je oceňování na základě výnosu podniku, druhým přístupem je oceňování na základě aktiv podniku a konečně třetím přístupem je oceňování na základě tržní hodnoty. V České republice je nejrozšířenější přístup oceňování podniku dle jeho výnosů (Vochozka, Rowland a Šuleř, 2019; Blake, 2016). Tato v České republice tradiční oceňovací metoda, přesněji známá jako metoda diskontovaného volného cash flow (Discounted Free Cash Flow), která je označovaná zkratkou DFCF, je rozvedena níže. Nutno zmínit, že její obliba je značná i v zemích tzv. Západního světa, jak uvádí Synek a kol. (2015):

$$FCB = EBIT * (1 - t) + odpisy \pm \text{změna pracovního kapitálu} - \text{investice} \quad (1)$$

Tržní hodnota podniku – tzv. férová hodnota podniku (Fair Market Value) využívá součet cash flow za období 5 let, od 6. roku se počítá věčný výnos (tzv. perpetuita). Dle Synka a kol. (2015) jsou uvedeny rovnice (2) a (3):

$$FMV = DFCF \text{ za pět let} + \text{současná hodnota FCF v 5. roce} \quad (2)$$

$$\text{Hodnota věčné renty v roce 5} = \frac{CFC \text{ v roce 6}}{i - g} \quad (3)$$

kde i je diskontní úroková míra přizpůsobená riziku,
 g je tempo růstu cash flow (očekávané).

Model DCF získal v posledních letech oblibu v případě oceňování podniků. Jeho principem je odhad současné hodnoty podniku na základě budoucích peněžních toků, míry růstu a diskontní úrokové sazby (Takacs, Ulbert a Fodor, 2019):

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)} + \frac{TV_n}{(1+k)} \quad (4)$$

kde FCF – očekávaný cash flow,
 TV – konečná hodnota (tzv. terminal value),
 k – diskontní úroková míra.

Pan a Xu (2020) sledují vztah burzovních analytiků, určujících hodnoty podniků na akciovém trhu, k odhadu budoucích cash flow a výdělku. Pokud dojde v analytické predikci k syntéze těchto dvou veličin, dosáhnou analytici daleko přesnějších odhadů hodnoty podniků. Prognózy cash flow pak mají hodnotu užitečnou, neboť mohou dát lepší informace o potenciálním investičním potenciálu firmy.

Metody cash flow mají značnou výhodu. Tou je reflektování horizontálního pojetí, neboť obecná forma cash flow, stejně jako různé její deriváty, které jsou v textu výše zmíněny, využívají působení času. V historických analýzách cash flow je možnost dalšího využití spojením s neuronovými sítěmi. Tato rozvíjející se metoda by mohla pomoci v budoucích predikcích cash flow na základě studie historických dat. Budoucnost by se v případě plánování budoucích investičních akcí podniku učila na základě různých

proměnných, které měly v minulosti vliv právě na cash flow. Využití neuronových sítí má multidimenzionální využití. Někteří akademici je využívají i v případě predikce likvidity a rizik s ní spojenými (Vrbka a Ashmarina, 2019).

3.2 Management by Objectives

Určování hodnoty podniku je nutno vnímat i v jiných dimenzích než finančních. Finanční cíle jsou zjevné a samozřejmé, neboť manažeři by měli zvyšovat hodnotu podniku pro vlastníky – tzv. shareholder value (tímto se bude text dále zabývat v případech ukazatelů EVA a MVA). Řízení podle cílů (MBO) je klasická metoda řízení. Vzhledem k tomu, že první články o této problematice pocházejí z poloviny 20. století, je tato metoda silně podporována a dobře známa nejen mezi vědci, ale i odborníky. Řízení podle cílů (MBO) nebo řízení podle cílů a sebeovládání vychází z klasických metod řízení a jeho široký rozsah použití zahrnuje měření efektivity týmové práce (Hoffmann-Burdzińska a Flak, 2016). Pojetí Managementu by Objectives (MBO) přináší širší pohled na problematiku oceňování, neboť sleduje i nefinanční ukazatele, které mají velmi zásadní vliv na efektivitu podniku a jeho následnou hodnotu. Tyto ukazatele souvisí jednak s podnikem a jeho vnitřními procesy a také jeho okolím. MBO je stále založen na racionálním cílovém modelu z hlediska svého důrazu na nastavení cílů a měření, zapojení zaměstnanců, kde úsilí o spolupráci je také nedílnou součástí jeho filozofie. Jako takový MBO lze považovat za první pokus o sloučení dvou kontrastních paradigmat (model racionálního cíle a model lidských vztahů) a představuje to, co je popisováno jako hlavní posun v manažerském myšlení k modelu lidských vztahů (Dinesh a Palmer, 1998).

MBO lze definovat jako management cílů, které jsou žádoucí pro etabliaci a následný rozvoj podniku (Synek a kol., 2015). Cíle lze z hlediska jejich působnosti dělit na:

1. Cíle podle významu.
2. Cíle podle rozsahu.
3. Cíle podle časového hlediska.
4. Působnosti mezi cíli.
5. Cíle podle obsahu.

3.2.1 Cíle podle významu

Cíle v podnicích mohou mít mnoho úrovní. Primární cíle jsou tvořeny souborem cílů podřadných a tzv. mezicílů. Dílčí cíle nesmí zásadně být v rozporu s cíli primárními. Důležité je zmínit, kde, resp. na jakých úrovních podniků jednotlivé cíle vznikají. Jistou logikou je možno usoudit, že cíle primární vznikají v nejvyšších úrovních podniku (např. představenstvo společnosti). Za vznik a implementaci primárních cílů je právě odpovědné představenstvo. Dílčí cíle vznikají na nižších úrovních společností. Snížení nákladů na skladování bude dílčím cílem, jehož tvůrcem bude oddělení logistiky. Bude tak kooperovat s cílem primárním – tj. s eliminací přebytečných nákladů, který vzejde z představenstva. Odpovědnost za eliminaci přebytečných skladových nákladů bude mít oddělení logistiky, odpovědnost za úvodní cíl eliminací přebytečných nákladů bude mít představenstvo společnosti. Takto vypadá systém (MBO). Každý z pracovníků

(zejména ti vedoucí pracovníci) musí reflektovat soustavu cílů, které ve společnosti vznikají. Manažeři jsou tedy zodpovědní za plnění cílů, tvorbu dílčích cílů a mezicílů a jejich delegaci na nižší úrovně managementu. Dále jsou odpovědní za interpretaci cílů zaměstnancům, jejich motivování v plnění cílů (ztotožnění zaměstnanců s cíli). Tímto postupem manažeři zvyšují efektivnost firmy a její hodnotu (Synek a kol., 2015). Ve svém důsledku je MBO velice úzce související s výše zmíněným pojetím zhodnocování podniku, tzv. Value Based Managementem (VBM).

3.2.1.1 Cíle podle rozsahu

Na základě kritéria rozsahu je možné cíle následně řadit podle toho, zda je managementem předem stanovena jejich hodnota nebo nikoli. Jsou-li cíle nastavené na určitou hodnotu, pak se jedná o omezené cíle (např. stanovení nákladů na skladování). Naopak neomezené cíle nemají přesně stanovenou limitu hodnoty, např. spokojenost zákazníků, (Synek a kol., 2015). Cíle podle rozsahu lze také dále členit na cíle maximalistické a minimalistické. V maximalistickém pojetí cílů management hledá nejefektivnější možný nástroj k dosažení výsledku. Nevýhodou tohoto pojetí je určité riziko v prodlévání času, neboť management hledá tak dlouho to nejlepší řešení, až začne docházet k časovému deficitu a z něj vyplývají následné potíže (Kupkovič, 1997).

3.2.1.2 Cíle podle časového hlediska

Zde se cíle dělí podle časového působení, během kterého má dojít k jejich naplnění. Toto působení často má svůj vztah k podnikové hierarchii. Dlouhodobé cíle vznikají na úrovni vrcholového managementu podniku a jsou komplexnější. Mají delší čas k naplnění, obvykle kolem 3 let. Střednědobé cíle vypracovává střední management společnosti (např. vedoucí management logistiky – snižování nákladů na skladování) v horizontu 1–3 let. Nejoperativnější cíle vznikají na nejnižší úrovni managementu, tj. na operativní úrovni. K jejich naplnění bývá dán časový horizont 1 roku a méně (Synek a kol., 2015).

Další selekce cílů je podle časové dimenze. Stavové cíle požadují žádoucí stav nebo výsledek k určitému okamžiku (např. k 5. dni v měsíci mít ukončenou mzdovou agendu). Dále se určují cíle intervalové. Ty vyžadují v určitých časových etapách naplnění stanovených kritérií (např. stanovení peněžních zůstatků v časových periodách). Pokud cíle reflektují působení času, pak jsou dynamické, v opačném případě jsou statické. Nakonec, trvalé cíle lze definovat jako cíle primární, přechodné jako podřadné primárním (Wöhe a Kislingerová, 2007)

3.2.1.3 Cíle podle působnosti

Mezi cíli mohou vznikat závislé vztahy. Naplňováním jednoho cíle zároveň dochází k naplňování cíle druhého (např. snížení nákladů na skladování vede ke zvyšování zisku), nebo naopak, naplňováním jednoho cíle dochází ke snížení naplňování cíle druhého (např. vyšší výdaje do robotizace výroby zlepší podnikové výrobní procesy, ale výrazně zvýší náklady). První případ je referencí tzv. komplementárních cílů, druhý cílů konkurenčních. Extrémní podobou konkurenčních cílů jsou cíle protikladné, kdy jeden cíl eliminuje druhý. Cíle, které nemají žádný vztah na naplňování ostatních cílů, jsou tzv. indiferentní cíle (Synek a kol., 2015).

3.2.1.4 Cíle podle obsahu

Kritériem tohoto členění cílů je to, čeho se ve svém obsahu týkají. Ve svém naplnění míří k požadovaným ekonomickým, technickým a sociálním podnikovým výsledkům. Ekonomickou sféru cílů lze klasifikovat podle výkonnostních (objem výroby apod.), finančních (ekonomické ukazatele – likvidita apod.) a výsledkových kritérií (cash flow, náklady apod.). Technické cíle naplňují strategické plány v oblasti rozvoje podnikových technologií, dále se zaměřují na technickou stránku výrobků a dalších technický podnikových záležitostí. Sociální cíle míří na okolí podniku. Jejich hlavním smyslem je cílení na zaměstnance, a to i zaměstnance potenciální. Měly by tak vézt ke zlepšování pracovních podmínek a pověsti podniku v očích veřejnosti (Synek a kol., 2015).

Další charakteristiky podnikových cílů

Jedním z rizik, se kterými se mohou firmy potýkat, je plýtvání časem v pracovních procesech a zbytečně vzniklé náklady. Podnikové cíle musí být nastaveny a posléze plněny. Pokud je třeba zajistit, aby došlo ke zlepšení firemních procesů, nelze se vyhnout změnám. Standardy, které definují přispění manažerů ke kvalitativním řízením, jsou: udělování bonusů, výběr zásluh, výběr personálu pro komunikaci uvnitř podniku, formulace strategie rozvojového řízení. Z hlediska pracovních výsledků je důležité stanovit tzv. pracovní standardy. Jedná se o sledování výstupů z minulých období, vyhodnocení přesnosti výkonnostních standardů, vytvoření systému benchmarkingu při vyhodnocování stanovených cílů, a nakonec vyhodnocení pracovních postupů ovlivňující výkonnost. Standardy nastavené v podniku musí být přesné. Rozlišují se celkem tři úrovně standardů – volné, realistické a těsné. Dále je žádoucí stanovení cílů, kterých má podnik dosáhnout, jak bylo zmíněno. Tyto cíle jsou realistické, optimistické a pesimistické. Nejméně žádoucí jsou cíle pesimistické, neboť mají na podnik a jeho následnou výkonnost negativní, až patologický vliv (Odiorne, 1987). Souhrnně řečeno, důležitá je racionalita vlastníků, kteří disponují exekutivní mocí (manažeri). Stanovení cílů, pevné nastavení procesů, dobrá komunikace a měřitelnost jsou v podniku velmi důležitá témata, kterým není doporučeno se vyhýbat.

Nahuma a Carmeli (2020) se zabývají zapojením statutárního orgánu společností, představenstva společnosti (BOD – Board of Directors), do strategických činností. Tyto činnosti mají za úkol zvyšování hodnoty podniku, je žádoucí je tak zařadit do soustavy managementu podle cílů. Proces zapojování členů BOD je v podniku často dán rutinou, tedy zvyklostí zavedenou do podnikového klimatu na základě dřívějšího precedentu. Dalšími možnostmi jsou většinou dotazy, které plynou z určitých nejasností, nebo žádostmi o podání informací směřující od člena (členů) BOD, jenž jsou adresovány managementu podniku. Styl vedení předsedy představenstva a jeho nadšení jsou také důležité elementy k vytvoření optimálního pracovního prostředí pro celé BOD. Za těchto okolností má představenstvo společnosti vše podstatné, aby fungovalo jako kolektivní orgán, který vytváří podnikové strategie na základě cílů, které jsou důležité k dosažení stanovených výsledků.

Strategické řízení, které vede k naplnění podnikových cílů v 50-90 % selhává. Tento údaj je nutno dále sledovat v potenciálních studiích z důvodu aktuálnosti a kontextu jeho výpovědi, což je důležité zmínit. K tomuto selhání dochází buď ve fázi počátku implementace strategie, nebo v jejím průběhu. Z těchto hledisek začalo vznikat mnoho

studií, které se snažily identifikovat implementační překážky. Na úspěšnost podnikové strategie má vliv mnoho proměnných. Ty lze zahrnout do dvou množin. První množinu lze pojmenovat jako organizační faktory. Sem je možno zahrnout velikost podniku, odvětví, vlastníci a styl řízení. Druhá množina je proměnlivost prostředí. Tu tvoří hospodářské, kulturní a sociální souvislosti. Některé strategické selhání jsou obtížněji definovatelná jako jiná. Pomoci by měla hloubková analýza. Jako šablona této analýzy slouží pět aspektů, které jsou vhodné k diskuzím o strategii uvnitř podniku. Prvním aspektem je analýza již zmíněných organizačních faktorů a proměnlivosti prostředí. Touto analýzou se vytvoří kontext klimatu selhání. Druhým aspektem hloubkové analýzy je detailní popis a typ strategie. Třetím aspektem je přesné stanovení hodnotících kritérií úspěchu nebo neúspěchu strategie. Posledním, čtvrtým aspektem je metodologie, od které se odvíjí míra určování selhání nebo naplnění strategie. Metodologie procesů slouží k identifikaci a kvantifikaci výsledků strategie. Akademici budou pravděpodobně nadále doporučovat vypracování vyváženého BSC (Balanced Scorecard) k optimalizování podnikových cílů a z nich plynoucích strategií (Candido a Santos, 2015). Metoda BSC je v textu zmíněna dále. Shrnutí, primární cíle k dosažení požadovaných výkonnostních kritérií v podniku je možno dělit dle využití teoretického a praktického. Teoretické výsledky budou možná spíše k dispozici zájmům akademických pracovníků. Je důležité říci, že se teoretické výzkumné aplikace často setkávají s praktickým využitím, které využívají kompetentní pracovníci v podniku, zpravidla manažeři na nejvyšších úrovních. Splynutí těchto dvou přístupů je v případě tzv. shareholder ukazatelů (EVA, MVA), dále v případě sledování maximalizace zisku (Synek a kol., 2015). Akademické práce mají tak mnoho využití i v následujících praktických aplikacích, využívaných managementem společností.

Implementace MBO

Jak se obchodní akceptování principů MBO stalo rozšířeným, byla vyvinuta řada kroků implementace MBO, které umožňují konzistentní aplikaci MBO napříč organizacemi. Tyto kroky jsou dle Dinesh a Palmer (1998):

1. Identifikace organizační strategie.

Všechny organizace by měly začít určováním svých dlouhodobých strategických cílů.

2. Stanovení cílů spolupráce.

Cíle by měly být stanoveny ve spolupráci s nadřízenými a podřízenými. Tyto cíle by měly být konzistentní na všech úrovních organizace.

3. Odměny spojené s cíli.

Je třeba se pokusit propojit odměny s jednotlivými cíli vyvinutými systémem MBO. Výzkum spojování odměn s měřením ukazuje, že stanovení cílů spolupráce a odměn je jako motivační nástroj úspěšné.

4. Vypracování akčních plánů.

Akční plán pomáhá identifikovat problémové oblasti a pomáhá při přidělování zdrojů. Akční plány povzbuzují inovace a zmocňují podřízené, a měli by je znovu rozvíjet podřízené ve spolupráci s jejich nadřízenými.

5. Kumulativní pravidelné přezkoumání podřízených výsledků v porovnání s cíli.

Vedení musí být průběžně informováno o pokroku a neočekávaných problémech, aby v případě problémů s podřízenými mohli poskytovat koučovací a podpůrnou roli. Z tohoto důvodu zahrnuje systém MBO pravidelné kontroly výkonu. Přezkum by měl být zaměřen na rozdíly mezi stanovenými cíli a skutečným výkonem. Přezkum by měl zahrnovat pochvalu a uznání v oblastech, kde podřízený fungoval dobře, jakož i diskuse o oblastech, v nichž by se podřízený mohl zlepšit

6. Přezkum výkonnosti organizace.

Posledním krokem implementace MBO je pravidelné přezkoumání celého systému, které se vrací zpět do prvního kroku. Celkový přehled poskytuje příležitost k zajištění toho, aby byly organizační plány prováděny podle očekávání a aby zůstaly středem zájmu strategické cíle.

3.3 Balanced Scorecard

Cílem každého systému měření výkonu je zlepšení výkonu. Společnost nemůže řídit to, co nelze měřit. Proto je důležité, aby každá organizace změřila své činnosti, aby určila silné a slabé stránky svých operací. V průběhu historie podnikání existuje mnoho systémů řízení výkonu, které byly použity k hodnocení výkonnosti organizací. Některá z těchto systémových opatření však trpí svou neschopností pokrýt všechny prvky spojené s úspěšnou organizací, což následně vedlo k absenci kritických a důležitých prvků v operaci měření (Salem, Hasnan a Osman, 2012).

Mohobbot (2004) shrnul slabiny tradičních systémů řízení účetnictví:

1. Nedostatek prediktivní schopnosti vysvětlit budoucí výkonnost.
2. Nelze na jejich základě ihned jednat a poskytují málo informací o hlavních příčinách nebo řešení problémů.
3. Jedním z těchto prvků je propojení mezi těmito systémy a strategií organizace.
4. Jsou příliš agregované a zaměřené na řídicí akce.
5. Nedostatečné úvahy o obtížném vyčíslení „nehmotných“ aktiv, jako je intelektuální kapitál.
6. Nezachycení klíčové obchodní změny, dokud nebude příliš pozdě. (7) Odměňování za krátkodobé nebo nesprávné chování. Navíc tato měření postrádají vazbu na strategii organizací.

Kaplan a Norton (1992) představili BSC (Balanced Score Card) v roce 1992 jako odraz nedostatečnosti tradičních systémů řízení a jejich závislosti na finančních opatřeních, která jsou zpožděnými ukazateli, které informují o výsledcích minulých akcí. Některé tradiční měřicí systémy, které zahrnují nefinanční opatření, jsou navíc spojením se strategií organizace.

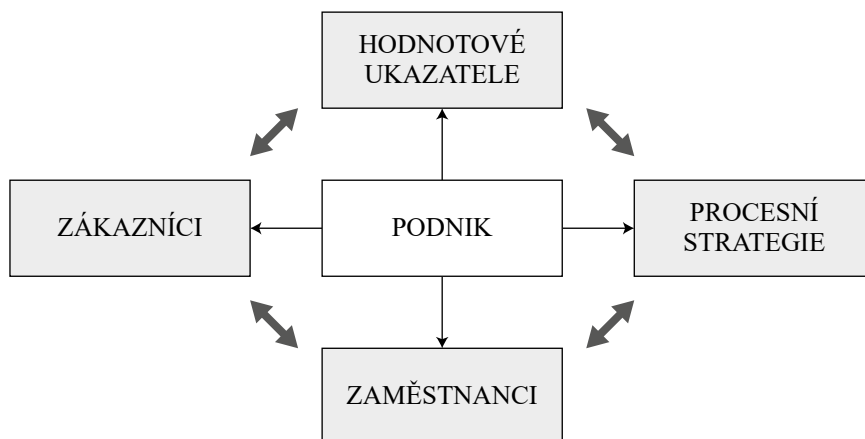
Banker a kol. (2004) vysvětlili BSC tak, že základním aspektem BSC je spojení vazeb mezi výkonnostními opatřeními a strategickými cíli, jakmile je pochopení vazby pochopitelné, strategické cíle mohou být dále převedeny do opatření, která mohou být činná, aby pomohla organizacím zlepšit výkonnost.

BSC se zaměřuje na měření výkonu ze čtyř perspektiv, finančních, zákaznických, interních procesů a aktivit učení a růstu. Každá z těchto perspektiv poskytuje relevantní zpětnou vazbu o tom, jak dobře se strategický plán provádí, takže je možné podle potřeby provést úpravy. Kaplan a Norton věřili, že čtyři perspektivy BSC mohou vytvořit rovnováhu mezi mnoha důležitými věcmi, jako je mezi požadovanými výstupy a výkonovými faktory těchto výstupů a mezi tvrdými cíli a subjektivnějšími opatřeními. Přestože Balanced Scorecard zdůrazňuje především finanční rozměr, může integrovat další aspekty udržitelnosti, jako jsou sociální a environmentální aspekty (Salem, Hasnan a Osman, 2012).

Metoda Balanced Scorecard (BSC) vznikla v souvislosti se zajímavým zjištěním. Podniky neměly problém vypracovávat své cíle (strategické záměry), měly však problémy s jejich realizováním. Příspěvkem metody BSC je transformace cílů do horizontální (podnikové útvary na stejné organizační úrovni), vertikální úrovně podniku (řídící útvary podniku – od vysokého po operativní management) a mimofinančních ukazatelů (zákazníci, změny podnikových procesů, nové znalosti, inovace apod.). BSC vymezuje čtyři témata (subsystémy neboli perspektivy):

1. Hodnotové ukazatele – Co udělat k uspokojení vlastníků?
2. Zákazníci – Jak mne vnímají zákazníci?
3. Zaměstnanci – Jak vést a motivovat zaměstnance, aby byli produktivnější?
4. Podnikové procesy – Jak zlepšit klíčové podnikové procesy vedoucí ke spokojenějším zákazníkům a vlastníkům?

Sledování a hodnocení těchto témat má pozitivní vliv na rozvoj podniku (Hindls a kol., 2003). Schéma je zobrazeno na *Obrázku 1*.



Obrázek 1 Schéma subsystémů BSC

Zdroj: Hindls (2003).

Nové obchodní přístupy od podniků vyžadují jasně definované obchodní procesy a vlastníky (příslušné manažery), kteří za tyto procesy zodpovídají. Důležité je dále přesné stanovení obchodních cílů a činností k nim vedoucích. V případové studii malých

a středních průmyslových podniků v Srbsku byly určeny cíle ve čtyřech nezávislých perspektivách: perspektivy učení a rozvoje, perspektivy vnitřních procesů, perspektivy uživatele a finanční perspektivy. Za využití metody BSC a FDM (Fuzzy Dolphi Method) byly určeny čtyři cíle, které je nutno v případě zmíněných perspektiv zlepšit. Výsledná doporučení hovoří o zlepšení systému řízení kvality, větší podpoře informačních a komunikačních technologií (ICT), zlepšení služeb směřujících k zákazníkům a z finančního hlediska zvyšování podnikové likvidity (Pravdic a kol., 2020).

Sanchez-Marquez a kol. (2020) v případě BSC dochází k závěru, že je tato metoda příliš složitá svou rozvinutostí. Tvrdí, že příliš velké množství klíčových výkonnostních indikátorů (KPI) není ve využití této metody příliš efektivní. Navrhují řešení, ve kterém výrazně redukuje KPI na velmi malou sadu tak, aby nedocházelo ke kvalitativnímu snížení výsledků BSC při zachování vah KPI, které v BSC mají. Aplikační část pozměněné metody BSC proběhla ve Španělsku ve spolupráci s nadnárodní společností, která je jednou z předních společností působící v automobilovém průmyslu se stovkami tisíc zaměstnanců na celém světě, kde byly výsledky práce implikovány do budoucích strategií tohoto podniku.

Kaplan a Norton (1992) v BSC uvádí, že splňuje několik manažerských potřeb. Zaprvé, scorecard spojuje v jediné zprávě o řízení mnoho zdánlivě nesourodých prvků konkurenční agendy společnosti: stát se orientovaným na zákazníka, zkracovat dobu odezvy, zlepšovat kvalitu, zdůrazňovat týmovou práci, zkracovat časy uvedení nových produktů a dlouhodobě spravovat období. Za druhé, scorecard chrání před suboptimizací. Vynucením vedoucích manažerů, aby společně zvážili všechna důležitá provozní opatření, umožňuje jim vyvážená bodová karta zjistit, zda zlepšení v jedné oblasti mohlo být dosaženo na úkor jiné. I ten nejlepší cíl lze dosáhnout špatně. Společnosti mohou zkrátit čas na uvedení na trh například dvěma velmi odlišnými způsoby: zlepšením správy zavádění nových produktů nebo uvolňováním pouze produktů, které se postupně liší od stávajících produktů. Výdaje na nastavení lze snížit buď zkrácením doby nastavení, nebo zvětšením velikosti šarže. Podobně se může zvýšit produkce a výtěžky prvního průchodu, ale zvýšení může být způsobeno posunem v sortimentu produktů k standardnějším, snadno vyrobitelným produktům s nižším rozpětím.

3.3.1 Ad Procesy

Agrawal, Singh a Murtaza (2016) tvrdí, že vyváženost BSC pomáhá manažerů v růstu a udržování finanční a provozní efektivnosti podniku. Napomoci těmto efektivnostem může i vhodný outsourcing, který sledovali a hodnotili v případě tzv. zpětné logistiky. Logistické společnosti jsou spokojené s přijetím outsourcingu zpětné logistiky, neboť jim z toho plyne řada výhod ve formě především nízkých nákladů, menší míry nejistoty, nižších kapitálových investic, jejichž úsporou je možno provádět vyšší investice do kmenových zájmů podniku a nových technologií. Outsourcing je v posledních letech čím dál tím více populární. V případě zpětné logistiky má kromě ekonomických výhod plynoucích pro podnik i výhody v podobě působení na eliminaci ekologické zátěže, čímž je působeno na snižování negativních externalit, které pramení z vedlejší podnikové produkce. Ekologické myšlení zlepšuje pověst podniku vůči jeho okolí.

Podniky mohou být statické nebo dynamické. Tato terminologie vychází z myšlenky J. A. Schumpetera, který v případech podniku dynamických nabídl pojem tzv. dyna-

mické efektivnosti. Dynamické podniky udržují a dále rozvíjejí svou inovační činnost, nejčastěji skrze R &D oddělení (Research and Development). Inovativní činnost lze definovat jako soubor chování, při kterém je vyžadována aplikace určité energie a chuti k vytváření a implementaci nových nápadů a řešení vedoucích na trhu ke konkurenční výhodě. Mnoho otázek si klade za cíl nelézt odpovědi k identifikaci hybných inovačních sil. Lidský kapitál by mohl být lepším inovačním elementem než podnikatelské zkušenosti vlastníku podniku. Tato z části potvrzená premisa má zatím výzkumné rezervy. Nicméně je v ní příležitost využít spolupráce podniků s univerzitami na smysluplném a udržitelném vývoji podniků. Zde je v této souvislosti zmíněna i možnost podpory podnikatelských aktivit ze strany veřejných politik (Audretsch, Kuratko a Link, 2016).

Zajímavé je sledovat inovační proces u podniků, které vzešli z dob centrálně plánovaného hospodářství. Toto se týká zároveň podnikových aktérů – manažerů. Centrálně plánované hospodářství je možné definovat téměř učebnicovým monopolem, kdy na trhu existuje pár podniků a s nimi i tzv. mrtvé váhy. Vůle ke generování hodnoty podniku je málo, neboť podniky kontroluje stát, který je i vlastní. Generace hodnoty je nulová, neboť konkurenti neexistují. Motivace manažerů dosahuje hodnoty nula. Tyto historické zkušenosti má Česká republika, v současnosti malá otevřená ekonomika – nástupnický stát Československé republiky. V kontextu Evropy patří podniky v Česku k velmi malým inovátorům. Inovační iniciativa je vedena ze zahraničí prostřednictvím nadnárodních společností. Tyto společnosti mají zpočátku poměrně vysokou inovační úroveň při vstupu do transformační ekonomiky, postupem času ji však ztrácejí. Po vstupu České republiky do EU se inovační aktivita podniků značně zvýšila. SME podniky se do inovací zapojovali méně, oproti větším konkurentům však do inovační aktivity více investovaly. Oproti Audretschovi, Kuratkovi a Linkovi (2016) je vložena větší skepse do podpory inovačních aktivit ze strany veřejných politik, neboť ty v České republice ve sledovaném období (1998-2008) nevedly k relevantním inovačním výstupům (Vokoun, 2016).

K dosažení stanovených cílů je vhodné využívat ICT systémů, podobně jak hovoří Pravdic a kol. (2020). V současné době se dá říci, že je využití těchto technologií prakticky nevyhnutelné. Jejich vhodná optimalizace, konkrétně tzv. Internet of Things (IoT) v případě toků velkých dat, zvyšuje produktivitu práce, snižuje mezní náklady, zvyšuje kvalitativní stránku informací a zároveň usnadňuje a automatizuje procesy rozhodování. Nicméně optimalizační systém není vždy jednoduchý, musí dojít k synchronizaci mnoha subjektů jako lidského faktoru, strojů, softwaru (zde je kladen důraz na častější využívání umělé inteligence) a mnoha dalších (Ammirato a kol., 2019). Del Giudice (2016) sleduje narůstající počet studií týkajících se IoT. Je přesvědčen, že technologie IoT bude v následujících letech využívána v daleko větším měřítku. Dále tvrdí, že ji lze využít v podstatě u všech typů podniků z důvodu snadné instalace, komplexnosti, konfigurace a snadného servisu. Z těchto důvodů je velmi kladně hodnocena úroveň přispění IoT do procesní řízení podniků, kdy je možné snadněji dosahovat strategických cílů.

3.3.2 Ad Zákazníci

Enviromentální témata ve vztahu k organizaci a spokojenosti zákazníků SME podniků naopak negativně hodnotí Cantele a Zardini (2018). Mezi reputací společností vůči okolí jejich působnosti nenacházejí žádný významný vztah. Zároveň dodávají, že toto zjištění obsahuje mnoho limit, neboť jejich zkoumaný vzorek obsahuje pouze několik vybraných italských SME podniků. Z tohoto důvodu navrhuji pro další výzkumníky nahlížet na

problematiku enviromentálních témat v širších souvislostech. Může se jednat o různou typologii podniků dle jejich činností a geografické působnosti apod.

Sociální sítě jsou v současné době neopomenutelnou součástí vztahu mezi podnikem a jeho zákazníky. Tuto skutečnost si podniky uvědomují a tento systém sdílení využívají. V některých případech jsou dokonce zákazníci skrze sociální sítě zapojováni do inovačního procesu produktů a služeb. Sociální sítě prohlubují vztahy se zákazníky a v mnohých případech, jak bylo zmíněno, zapojují zákazníky přímo do podnikového dění Marolt a kol. (2020). Podobně hovoří i Ainin a kol. (2015). Využitím Facebooku jako komunikačního kanálu mezi podnikem a zákazníky se zvyšuje finanční výkonnost SME podniků. Další výhodou je snižování nákladů na marketing služby zákazníkům. Využití sociálních sítí zároveň nevyžaduje vysoké nároky na ICT znalosti. Po přihlédnutí k těmto pozitivním efektům je třeba zhodnotit primární výsledek využití sociální sítě. Tím jsou spokojení, informovaní a často i participovaní zákazníci.

3.3.3 Ad Zaměstnanci

Swanson a kol. (2020) přidávají nové poznatky v oblasti leader managementu v sektoru služeb – konkrétně v hotelnictví. Prokazují, že sdílení znalostí manažerů se svými zaměstnanci zvyšuje jejich pracovní výkon a loajalitu vůči podniku. Jako další výzkum doporučují prozkoumat roli sdílených znalostí v souvislosti s jejich typem.

Výkon manažerů v hotelnictví, zejména jejich vůdčí schopnosti a organizační kultura podniku, mají vliv na zaměstnance a následně i na jejich pracovní výkon, který může vést k vyšším tržbám. Naslouchání personálu, odměňování, pochvala za pracovní výkony a obecná péče o jejich blaho – to jsou prvky organizační kultury, které nakonec pozitivně cílí na zákazníky. Spokojený zákazník zvyšuje opět příjmy podniku, zvyšuje zároveň jeho konkurenceschopnost. Dále lze hovořit o schopnosti kritického myšlení manažera, zdokonalování jeho vlastních schopností, znalosti prostředí, self – managementu. Tyto prvky nakonec vedou též ke zmíněným výsledkům zhodnocující podnik (Asree, Zain a Razalli, 2010).

3.3.4 Ad Hodnotové ukazatele: Value Based Management

Cílem Value Based Managementu (VBM) je zvyšování hodnoty podniku. Vychází z premisy, že vlastníci kapitálu (akcionáři, společníci) nenabízejí svůj kapitál bezplatně, neboť očekávají výnosnost svých investic vložených do podniku. Tím se VBM liší od účetní metody oceňování podniku, která na tento logický požadavek vlastníků nepamatuje (Synek a kol., 2011).

Motorem VBM jsou manažeři vrcholového managementu. Někteří výzkumníci si kladli otázku, kdo konkrétně z vrcholového managementu je realizátorem VBM. Na tuto otázku hledají odpověď i Burkert a Lueg (2013). Mohlo by se zdát, že onou hybnou silou jsou generální ředitelé podniků (CEO). Na základě výsledků se však jedná právě o finanční ředitele (CFO), kteří mají na svědomí promyšlenost VBM. Převážně CFO jsou tedy odpovědní za celý VBM.

Firk, Schmidt a Wolff (2019) ve světle zjištění důležitosti CFO pro VBM uvažují nad situací, kdy v podniku dojde k personální změně CFO. Kladou si otázku, jak bude nadále pokračovat nastavené VBM s novými osobami v pozici finančního ředitele, vzhledem k tomu, že se neúčastnili prvotní implementace VBM. Odpověď není příliš pozitivní,

neboť noví CFO kladou menší důraz na postupy nastavené jejich předchůdci. Řešením je nástupnické finanční ředitele kompenzovat s vázaností na původní VBM. Podnik by měl žít pro systém nastavených hodnot, nikoli pro osobu finančního ředitele.

3.3.4.1 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

K měření finanční výkonnosti podniku je možno využít různých metod. Pro finanční měření výkonnosti z hlediska hodnoty je velmi využívána ekonomická přidaná hodnota EVA (z anglického Economic Value Added). Tato metoda je technikou řízení, která byla vytvořena poradenskou skupinou Stern Stewart & Company (Stern a kol., 1995). Poprvé se EVA začala objevovat již v 80. letech, a v 90. letech se rozšířila mezi podniky. Technika EVA byla přijata významnými firmami jako je například Coca Cola, DuPont, Polaroid, Whirlpool (Tortella a Brusco, 2003). Ehrbar (1998) se k metodě EVA vyjadřuje tak, že pokud se EVA stane jedinečným zaměřením na všechna rozhodnutí, vytvoří jasné a odpovědné vazby mezi strategickým myšlením, kapitálovými investicemi (ekonomická návratnost), provozními rozhodnutími (účetní výnosy) a hodnotou akcionářů (návratnost akcionářů).

Jiríček (2008) se k metodě EVA staví tak, že ekonomická přidaná hodnota vyjadřuje míru zhodnocení investovaného kapitálu. Díky této metodě je možné analyzovat rentabilitu investic na základě ocenění užití vlastního či cizího kapitálu firmou. Každý subjekt má dvě eventuality – vlastník kapitálu může jako akcionář investovat do akcií, či jako věřitel do jistých cenných papírů – obligací. Firma tyto finance pak používá jako cizí kapitál. Investice do akcií nesou určité riziko – akcionář požaduje vyšší výnos než držitel obligací. Vystupujeme zde z takzvaných průměrných vážených kapitálových nákladů (WACC), kdy vlastní kapitál je ohodnocen sazbou akciového trhu – rentabilitou dividendy.

Aconomic Value Added je ukazatelem poměrně mladým. Byl vytvořen v první polovině 90. let ekonomy Joelem Sternem a Bennetem Stewardem (rovněž jako ukazatel Market Value Added – MVA). Důležitá je schopnost EVA reflektovat tzv. oportunitní náklady, které odečítá od účetního zisku (vyjádřeno ve WACC). V tomto tkví výjimečnost tohoto ukazatele (Synek a kol., 2011). EVA je tak součástí Value Based Managementu (VBM). Obecný tvar vzorce je dle Synka a kol. (2011):

$$EVA = NOPAT - C * WACC \quad (5)$$

kde C – celkový využitý provozní kapitál,
 $WACC$ – průměrné náklady na cizí a vlastní kapitál.

Dále lze rozvézt:

$$NOPAT = EBIT * (1 - t) \quad (6)$$

tj. ziskem očištěným o daňovou sazbu t .

$$WACC = k_0 = W_i k_i * (1 - t) + W_p k_p + W_e k_e \quad (7)$$

kde W_i, W_p, W_e – váhy složek kapitálu,
 k_i – úroková míra pro cizí kapitál (týká se úvěrů, dluhopisů apod.),
 t – daňová sazba,
 k_p – míra nákladů na akcie (preferenční),
 k_e – míra nákladů na nerozdělený zisk a základní kapitál.

Stehel a Vochozka (2016) spatřují v ukazateli EVA potenciál zobrazovat výkony podniku na trhu, z čehož lze posléze odvodit, jak úspěšný vlastně podnik je. V této souvislosti zmiňují vhodnost jeho další aplikaci v benchmarkingových analýzách. Manažerům dává benchmarking možnosti porovnat výkonnosti svých podniků s přímými konkurenty. Z toho vyplývá přímá korelace mezi vlivem EVA a motivací manažerů vést podnik správným směrem, neboť manažeri kontrolují výkonnost podniku a zároveň jsou kontrolováni vlastníky podniku. Manažerský trh tak funguje jako dobře namazaný stroj.

Guermat, Misirliogu a Al-Omush (2019) hovoří o manažerech využívající ukazatel EVA jako o lidech, kteří jej aplikují na své rozhodovací pravomoci. Právě manažeri jsou aktéři rozhodovacích rolí v podniku. Ty jsou využity v případě zvyšování hodnoty podniku, tedy jeho výkonnosti, skrze investice do čistého pracovního kapitálu. Toto zjištění opomíjí výplatu akcionářům skrze dividendy jako apriorní cíl manažerů. Kapitál navíc je nutno investovat zpět do firmy, nikoli vlastníkům. Rozvoj firmy může nakonec nepřímo zvýšit dividendy, čímž lze investory tak či tak uspokojit.

Behera (2020) klasifikuje ukazatel EVA jako široce oblíbený prakticky ihned po jeho uvedení. Poukazuje na velké množství akademických prací, které jeho užití hodnotí kladně. Podobně jako Stehel a Vochozka (2016). A to i v souvislosti s určováním hodnoty akcií společností. EVA má zjevný úzký vztah korelující s hodnotou akcií. To je prezentováno na případu společností ATaT a Cocal – Cola, jejichž manažeri koncem 90. let měli prohlásit, že zhruba 27% nárůst hodnoty EVA zvyšuje návratnost akcií jejich firem přibližně o 200 %.

Optimismus ve využití metody EVA je tedy od jejího vzniku více než zřejmý. Drobná výtka je vložena ve statičnost tohoto ukazatele, neboť hodnota podniku je v čase více či méně volatilní. Vzorec je tak z hlediska horizontálního pojetí upraven o hodnoty časového působení. Obecná forma vzorce vypadá dle Behera (2020) takto:

$$EMVE = BVE + \text{současné hodnoty EVA} \left(\frac{\Delta EVA}{r_e} \right) \quad (8)$$

tedy,

$$EMVE \text{ v roce } t = BVE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t / r_e}{(1+r_e)^t} \quad (9)$$

kde BVE – hodnota vlastního kapitálu,
 r_e – požadovaná míra výnosnosti.

Míra návratnosti v tomto vyjádření je konstantní, čímž nereflektuje potenciální požadavek na změnu výnosnosti. Sčítají se tedy různé výsledky EVA v t letech při neměnění se hodnotě r_e . Pokud by investoři v budoucích letech vyžadovali jinou míru výnosnosti pak vzorec, přizpůsoben časovému působení, bude mít tvar dle Behera (2020):

EMVE v roce t :

$$t = R_t + \frac{R_{t+1}}{(1+r_{t+1})} + \frac{R_{t+2}}{(1+r_{t+1}) * (1+r_{t+2})} + \dots + EVA_t + \frac{EVA_{t+1}}{(1+r_t) * (1+r_{t+1})} + \frac{EVA_{t+2}}{(1+r_t) * (1+r_{t+1}) * (1+r_{t+2})} + \dots \quad (10)$$

kde R – zisky v letech $t, t+1, t+2, \dots$,
 r – tržní míra výnosnosti v letech $t, t+1, t+2, \dots$
 EVA equity a EVA entity

Vrbka a Ashamira (2019) demonstrují nové využití ukazatele EVA na podniku v průběhu let 2011 až 2015. Ukazatel EVA rozděluje na EVA equity a EVA entity, čímž vznikají nové, specifitější možnosti sledování výkonnosti podniků. EVA equity je metoda oceňování investic vhodná jak pro vlastníky podniku, tak pro věřitele nabízející společnosti svůj kapitál. Hodnotí správnost investice vzhledem k alternativním investicím, které by bylo možno jinak na trhu realizovat. Pokud je $EVA \text{ equity} \leq 0$, pak je vhodné, aby investor zvážil svou investici. EVA entity je vhodná k analýze pro vlastníky podniků, tak pro věřitele, čímž lze spatřit podobnost s EVA equity. Její výsledek by měl také nabývat kladných hodnot, jinak je investice zájmových skupin ohrožena.

V příkladu sledování vývoje zmíněných EVA ukazatelů na datech konkrétního subjektu v letech 2011 až 2015 hodnota EVA equity vykazuje vyšší hodnoty než EVA entity s výjimkou roku 2014. Průměrné náklady na kapitál (WACC) naopak ve sledovaném období v případě EVA equity nabývaly nižších hodnot než u EVA entity. Vysvětlení je v rozdílném vyjádření WACC, neboť u EVA entity je využita metoda CAPM, která zohledňuje tržní prémii za riziko.

Vrbka a Ashamira (2019) soudí, že ukazatele EVA equity a entity lze bez větších potíží aplikovat na průměrný průmyslový podnik. Na závěr je důležité zmínit, že aplikace EVA equity a EVA entity je v současné době podrobena poměrně detailnímu akademickému výzkumu k bližšímu pochopení jejich vztahů a využití v praxi.

3.3.4.2 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Podobně jako EVA lze výkonnost podniku měřit podle ukazatele Market Value Added (MVA). Využití MVA je ovšem limitováno na vyhodnocování podniků, které jsou obchodovatelné na akciové burze (tzn. akcie s veřejným úpisem). MVA se vypočítává jako rozdíl mezi tržní hodnotou akcií (hodnota, kterou akcie aktuálně mají) a hodnotou investovaného kapitálu (hodnota, kterou akcionáři vložili do akcií podniku od založení). Synek a kol. (2011) uvádí tvar vzorce:

$$MVA = \text{aktuální hodnota akcií} - \text{celkový kapitál vložený akcionáři} = (\text{množství akcií} * \text{aktuální tržní cena akcií}) - \text{kapitál vložený akcionáři do podniku} \quad (11)$$

V některých případech se MVA vypočítává jako prostá tržní hodnota podniku minus částka vložená všemi akcionáři do podniku. V tomto případě se hodnota podniků určí

podle údajů o cenách akcií na burze, zbytek z účetnictví. Dluhy se určují též podle tržních údajů. Pokud chybí nebo nejsou zcela kompletní, pak se využije opět účetních údajů.

Pokud hodnota MVA nabývá záporných hodnot, pak je označována jako MVL-lost (Synek a kol., 2011).

Podobnosti a odlišnosti v metodách MBO a BSC

Dinesh a Palmer (1998) se k podobnostem a odlišnostem metod staví tak, že procesy řízení popsané pro Balanced Scorecard jsou velmi podobné prvkům systému MBO a šesti implementačním krokům. Oba systémy jsou v podstatě založeny na shodě cílů v celé organizaci a každý podrobně popisuje iterační proces založený na spolupráci mezi všemi úrovněmi organizace a uvnitř ní.

Pokud jde o manažerská paradigma, zdá se, že Balanced Scorecard, stejně jako MBO, má ve svém jádru racionální model cílů (jasná opatření a cíle) rozšířený o model lidských vztahů (vyžadující spolupráci). Další podobnost mezi oběma systémy spočívá v tom, že opatření Balanced Scorecard byla vázána na odměny a pobídky jako užitečný motivační nástroj (Kaplan a kol., 1996).

Jeden pozoruhodný rozdíl mezi dvěma systémy je jejich míra explicitnosti. MBO je otevřený systém řízení založený na společném určování cílů a opatření (bez podrobností o tom, jaké tyto cíle a opatření by měla být). Balanced Scorecard je také založen na společném stanovení cílů a opatření, ale je více zaměřen než MBO, protože předepíše čtyři kategorie spokojenosti zákazníků, interní procesy, inovace a učení a finanční opatření (Dinesh a Palmer, 1998).

Tvůrci Balanced Scorecard tvrdí, že taková jednoznačnost je nutná, protože používání otevřených systémů vedlo k příliš velkému zaměření na snadno kvantifikovatelné finanční prostředky (Kaplan a Norton, 1992). Tvůrci tvrdí, že konkrétní zaměření na nefinanční podniky připomíná řízení dalších stejně důležitých obav.

Souhrnně se zdá, že MBO a Balanced Scorecard jsou v zásadě podobné. Oba jsou založeny na vývoji strategických měření (ačkoli Balanced Scorecard je jasnější o tom, co tato strategická měření jsou). Oba se zaměřují na kongruenci cílů (model racionálních cílů) a na spolupráci na všech úrovních firmy (model lidských vztahů). Stejně tak oba naznačují teorii Y, protože předpokládají, že zaměstnanci budou motivováni odměnami a pobídkami spojenými s cíli, které jim pomohli určit (Dinesh a Palmer, 1998).

Salem, Hasnan a Osman (2012) však porovnávají rozdíly mezi MBO a BSC ještě detailněji a tvrdí, že rozdíly jsou velmi znatelné. Dle jejich názoru v MBO je každý cíl určen konzultací mezi manažery a podřízenými. Celkový cíl se skládá z cílů sekce a cíl každé sekce se skládá z cílů jednotlivce. Důraz je kladen na účast zaměstnanců a bere v úvahu motivaci zaměstnanců. Pokud MBO vyžaduje osm oblastí v podnikání (postavení na trhu, inovace, produktivita, fyzické a finanční zdroje, ziskovost, výkonnost a rozvoj manažera, výkon pracovníků a odpovědnost veřejnosti), BSC vyžaduje tři až pět opatření pro každou ze svých čtyř oblastí. Díky tomu je MBO složitější než BSC. Navíc MBO trpí určitými omezeními; zdůrazňuje stanovení cílů při označování plánu jako hybné síly výsledků, zanedbávání důležitosti environmentálních rozdílů a hodnocení zaměstnanců jejich porovnáváním s „ideálními“ zaměstnanci.

Jak BSC, tak MBO jsou ovlivňovány čtyřmi funkcemi řízení; plánování, organizování, vedení a kontrola (Fayol, 1916). BSC má oproti MBO výhody, protože BSC se zaměřuje pouze na čtyři obchodní oblasti a v každé oblasti se zaměřuje pouze na nejdůležitější ukazatele výkonnosti.

4. Finanční analýza

Dříve, než se budeme věnovat metodám komplexního hodnocení podniku, bych chtěl zaměřit vaši pozornost k finanční analýze jako takové. V prostředí České republiky je jejím propagátorem především profesor Synek, potažmo profesorka Kislingerová. Vycházejí z přístupu, který definovala v Německu Schmallenbachova společnost.

Její výhodou je možnost analytického a systémového přístupu k jednotlivým činnostem podniku. Můžeme hodnotit samostatně likviditu, aktivitu či rentabilitu. Tento přístup však klade zásadní důraz na znalosti a zkušenosti hodnotitele. Měl by umět interpretovat nejen jednotlivé ukazatele, ale měl by z takovýchto střípků poskládat mozaiku, která předá příslušným skupinám informaci o stavu společnosti. Navíc se mnohdy setkáváme s tím, že hodnotitelé vybírají ukazatele, které nemají přímou vazbu na jejich zájmy a motivy.

Finanční analýza je formalizovanou metodou, která umožňuje získat představu o finančním zdraví podniku. Její tvorba spadá do kompetencí finančního manažera a také vrcholového vedení podniku. Je prováděna především před investičním či finančním rozhodováním v podniku. Pouze na základě zůstatků či obrátů jednotlivých účtů se nelze zcela správně rozhodnout. Údaje získané z účetních výkazů mají praktický smysl až při porovnání s ostatními číselnými údaji. Finanční analýza přezkoumává minulost i současnost a přináší tak informace o výkonnosti podniku a o potenciálních rizicích, které vyplývají z jeho fungování. Zároveň se zabývá i dalším vývojem podniku a jeho budoucími kroky. Porovnáním jednotlivých ukazatelů v čase a prostoru vzniká hlavní přínos finanční analýzy.

4.1 Finanční analýza – uživatelé

Informace o finančním zdraví podniku nevyužívají pouze manažeři a vrcholové vedení. Uživatelé finanční analýzy lze rozdělit na externí a interní. Mezi externí uživatele patří:

- stát a jeho orgány,
- investoři,
- banky a jiní věřitelé,
- obchodní partneři,
- konkurence, apod.

Interními uživateli finanční analýzy jsou:

- manažeři,
- zaměstnanci,
- odboráři.

4.1.1 Stát a jeho orgány

Stát se zaměřuje především na kontrolu vykazovaných daní a dále využívá informace o podnicích pro různé statistické průzkumy, rozdělování finančních výpomocí (subvence, dotace, atd.), kontrolu podniků se státní účastí a sleduje finanční zdraví podniků, kterým byly v rámci veřejné soutěže svěřeny státní zakázky.

4.1.2 Investoři

Investoři jsou jinými slovy poskytovatelé kapitálu a využívají zprávy o finanční výkonnosti podniku především proto, aby získali dostatečné množství informací pro rozhodování o potenciálních investicích. Sledují především míru rizika a výnosů spojených s vloženým kapitálem. Dále také získávají informace, jak podnik nakládá s prostředky, které do podniku vložili. Tento aspekt je důležitý hlavně u akciových společností, kde vlastníci kontrolují manažery, jak hospodaří.

4.1.3 Banky a jiní věřitelé

Věřitelé využívají informace z finanční analýzy proto, aby získali představu o finančním zdraví budoucího či existujícího dlužníka. V počáteční fázi se věřitel rozhoduje, zda úvěr poskytne, v jaké výši a za jakých podmínek. Součástí úvěrových smluv bývá pravidelné předávání zpráv o finanční situaci podniku (dlužníka).

4.1.4 Obchodní partneři

Obchodní partneři se zaměřují zejména na schopnost podniku dostát svým závazkům z daných obchodních vztahů. Proto sledují především zadluženost, solventnost a likviditu podniku. Tyto ukazatele jsou projevem krátkodobého zájmu zákazníků a dodavatelů. Neméně důležité je však i hledisko dlouhodobé, které představuje dlouhodobou stabilitu obchodních vztahů.

4.1.5 Manažeři

Manažeři potřebují finanční analýzu pro potřeby operativního a strategického finančního řízení podniku. Ve většině podniků jsou jistě jejími zpracovateli, protože mají přístup i k informacím, které nejsou veřejně dostupné externím uživatelům (banky, stát, investoři, atd.). Výstupy z finanční analýzy využívají manažeři ke každodenní práci a snaží se tak naplánovat základní cíle podniku.

4.1.6 Zaměstnanci

Zaměstnanci mají přirozený zájem na prosperitě a stabilitě podniku. Jedná se zejména o prosperitu a jistotu zaměstnání, o stabilitu v oblasti mzdové a sociální.

4.1.7 Další uživatelé

Uvedený výčet uživatelů finanční analýzy není zcela úplný a je tedy zřejmé, že se význam finanční analýzy nesmí podceňovat. V současnosti je sestavování a vyhodnocování finančních ukazatelů běžnou součástí činnosti podniku.

4.2 Finanční analýza – její vstupy

Hlavním zdrojem informací pro vypracování finanční analýzy je účetní závěrka. Dle Kislingerové (2007) „v České republice upravuje tuto oblast především zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a dále od 1. 1. 2003 soubor opatření, kterými se stanoví účetní osnova a postupy účtování“.

Základní typy účetní závěrky jsou následující:

- řádná účetní závěrka (dle zákona č. 563/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů „roční účetní závěrka“),
- mimořádná účetní závěrka,
- mezitímní účetní závěrka.

Řádná účetní závěrka je nejčastěji zmiňovaná, protože ji podniky zpracovávají k poslednímu dni běžného účetního období. K tomuto dni se uzavírají účetní knihy a výstupy slouží pro výpočet daně z příjmu. Někdy je též nazývána jako „konečná účetní závěrka“.

V ostatních případech se stavuje mimořádná účetní závěrka. Její tvorba je tedy závislá na mimořádných okolnostech, např. vstup společnosti do insolvenčního řízení.

Mezitímní účetní závěrka se sestavuje v průběhu běžného účetního období a hlavním rozdílem mezi ní a řádnou účetní závěrkou je, že nedochází k uzavírání účetních knih a inventarizace se provádí jen pro účel vyjádření ocenění majetku. Mezitímní účetní závěrka je sestavována např. při přeměně společnosti.

Dalším cenným zdrojem při zpracování finanční analýzy může být výroční zpráva. Zpracovávají ji ty účetní jednotky, které podle § 21 zákona o účetnictví podléhají auditu.

Účetní závěrka je tvořena následujícími účetními výkazy:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty,
- výkaz cash flow (přehled o peněžních tocích),
- příloha k účetní závěrce.

4.2.1 Rozvaha

Rozvaha je písemným přehledem majetku a zdrojů podniku k určitému datu. Názvy jednotlivých položek a jejich hodnoty vycházejí z jednotlivých účtů účetní osnovy a postupů účtování. Jinými slovy rozvaha zachycuje majetkovou a zdrojovou strukturu podniku. Aktiva jsou majetkem, kterým podnik disponuje, a pasiva jsou zdrojem kapitálu, ze kterého byly jednotlivé majetkové položky pořízeny. Základním vztahem v rozvaze je princip bilanční rovnosti, který lze vyjádřit následovně:

$$\text{Aktiva} = \text{vlastní kapitál} + \text{dluhy} \quad (12)$$

Aktiva jsou vložené prostředky, které mají podniku přinést určitý ekonomický efekt a vznikly na základě minulých rozhodnutí. Dluhy jsou veškeré současné závazky podni-

ku, které budou v budoucnosti snižovat ekonomický efekt aktiv zapojených do činnosti podniku.

4.2.1.1 Aktiva

Majetek se dělí na tři základní skupiny – na stálá aktiva (dlouhodobý majetek), krátkodobý oběžný majetek a třetí skupinu tvoří specifická skupina přechodných aktiv (časové rozlišení).

Tabulka 1: Základní struktura aktiv

Označení	AKTIVA	Běžné účetní období			Minulé období
		Brutto	Korekce	Netto	
	AKTIVA CELKEM				
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek				
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva				
C.I.	Zásoby				
C.II.	Dlouhodobé pohledávky				
C.III.	Krátkodobé pohledávky				
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek				
D.	Časové rozlišení				

Zdroj: Kislingerová a kol. (2007).

Dlouhodobý majetek je tvořen především dlouhodobým hmotným a nehmotným majetkem. Do hmotného dlouhodobého majetku patří nemovitosti (pozemky, stavby a budovy, vodní díla atd.), byty, technické rekultivace, předměty z drahých kovů a ložiska. Další důležitou složkou jsou samostatné movité věci s užitnou dobou delší než jeden rok. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří zřizovací výdaje, nehmotné výsledky vědy a výzkumu, software a ocenitelná práva. Jeho doba užití je také delší než jeden rok. Proces postupného jak fyzického, tak i morálního opotřebení dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku je vyjádřen formou odpisů. Finanční majetek je poslední částí dlouhodobého majetku. Tvoří ho cenné papíry a podíly s dobou držení delší než 12 měsíců, majetkové účasti a realizované cenné papíry a podíly, dlužné cenné papíry držené do splatnosti.

Oběžná aktiva zastávají v podniku jinou roli než stálá aktiva. Mění svoji podobu a zajišťují plynulost reprodukčního procesu. Existují v podobě věcné (materiál, suroviny, rozpracovaná výroba, hotové výrobky) a v podobě peněžní (peníze v pokladně, na účtu, pohledávky a krátkodobé cenné papíry).

Poslední položkou stálých aktiv je časové rozlišení, jehož rozsah použití se značně liší. Patří sem náklady příštích období (např. nájem placený dopředu), příjmy příštích období (výnosy běžného období, které zatím nebyly přijaty), atd.

4.2.1.2 Pasiva

Pasiva jsou tvořena třemi základními položkami: vlastním kapitálem, cizími zdroji a časovým rozlišením.

Tabulka 2: Základní struktura pasiv

Označení	PASIVA	Stav běžného účetního období	Stav v minulém účetním období
	PASIVA CELKEM		
A.	Vlastní kapitál		
A.I.	Základní kapitál		
A.II.	Kapitálové fondy		
A.III.	Rezervní fondy		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let		
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období		
B.	Cizí zdroje		
B.I.	Rezervy		
B.II.	Dlouhodobé závazky		
B.III.	Krátkodobé závazky		
B.IV.	Bankovní úvěry		
C.	Časové rozlišení		

Zdroj: Kislingerová a kol. (2007).

Vlastní kapitál je v rozvaze první hlavní částí pasiv. Jeho základní položkou je základní kapitál. Vytváří ho především obchodní společnosti v souladu se zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. Povinně ho musí vytvářet komanditní společnost (min. 5 000 Kč), společnost s ručením omezeným (min. 200 000 Kč) a akciové společnosti (min. 2 mil. Kč, u společností založených s veřejnou nabídkou akcií min. 20 mil. Kč). Další položkou vlastního kapitálu jsou kapitálové fondy, které obsahují emisní ážio. Ostatní kapitálové fondy jsou fondy tvořené ze zisku (zákonný rezervní fond a ostatní fakultativní fondy, jejichž režim se řídí stanovami společnosti.). Poslední položkou vlastního kapitálu je výsledek hospodaření z minulých let (tj. neuhrazená ztráta nebo nerozdělený zisk) a výsledek hospodaření běžného účetního období.

Cizí zdroje jsou zdroje, které si podnik zapůjčil od jiných právnických či fyzických osob na určitou dobu a za zapůjčení platí cenu tzv. úrok. Úrok je tedy z pohledu podniku náklad, který musel vynaložit v souvislosti s užitím cizího kapitálu.

Základní struktura cizího kapitálu je shrnuta v Tabulce 2: Základní struktura pasiv. Oproti vlastnímu kapitálu mají cizí zdroje nespornou výhodu a to, že lze cenu těchto zdrojů financování (nákladový úrok) zahrnout do nákladů. Pro podnik je to úspora a efekt, které lze vyjádřit pomocí následujícího vzorce:

$$\text{úrok} \times (1 - \text{sazba daně z příjmu}) \quad (13)$$

První rozsáhlou složkou cizích zdrojů jsou rezervy, které podnik tvoří pro případ nenadálých změn v hospodaření nebo pro očekávaný rozsáhlý jednorázový výdaj v budoucnosti. V souladu s účetními postupy se rezervy člení na:

- **Rezervy zákonné**, které se tvoří podle obecně platných předpisů, zejména podle zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. Jsou to rezervy vytvářené především na opravu hmotného majetku, který je daňově odepisován a na pěstební činnosti prováděné v porostech do čtyřiceti let jejich věku atd.
- **Rezervy účetní**, které se tvoří v souladu se zákonem o účetnictví, jejichž tvorba se nepovažuje za daňový náklad (viz zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů). Mohou to být např. rezerva na daň z příjmu, rezerva na rizika a ztráty, rezerva na důchody a podobné závazky atd.

Rezervy se tvoří buď v absolutních částkách, nebo pomocí procent z určeného základu. Tvorba rezerv je prováděna na vrub nákladů (tj. snižuje výsledek hospodaření) a jejich čerpání je naopak ve prospěch výnosů (tj. zvyšuje se výsledek hospodaření).

Dlouhodobé a krátkodobé závazky se dělí na závazky z obchodního styku, závazky ke společníkům a sdružení, závazky vůči zaměstnancům, vůči státu, závazky ze sociálního zabezpečení, závazky vůči podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem a jiné. Do dlouhodobých závazků řadíme i dluhopisy (obligace). Bankovní úvěry a finanční výpomoci také dělíme z hlediska času na dlouhodobé a krátkodobé. Časové rozlišení zahrnuje výdaje příštích období (nájemné placené pozadu, provize, atd.), výnosy příštích období (nájemné přijaté dopředu, služby hrazené předem, atd.) a kursové rozdíly pasivní.

4.2.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty informuje o dosaženém hospodářském výsledku. Zachycuje vztah mezi výnosy dosaženými za určité období a náklady souvisejícími s jejich vytvořením. Vztah mezi výnosy a náklady lze vyjádřit následovně:

$$\text{výnosy (tržby)} - \text{náklady} = \text{zisk} \quad (14)$$

Výnosy jsou peníze, které podnik získal z veškerých činností za dané účetní období bez ohledu na to, zda došlo k jejich inkasu. Oproti tomu **náklady** představují peněžní částky, které podnik v daném účetním období funkčně vynaložil na získání výnosů. K jejich skutečnému vynaložení nemusí dojít právě v daném účetním období. Z výše uvedeného vyplývá, že náklady a výnosy se neopírají o skutečné peněžní toky (příjmy a výdaje) a tudíž neodráží skutečnou hotovost získanou hospodařením podniku.

V České republice má výkaz zisku a ztráty stupňovitou podobu, tzn., rozlišuje se část provozní, finanční a mimořádná, přičemž všechny součásti tvoří výsledný výsledek hospodaření. Výsledek hospodaření z provozní činnosti je rozdílem provozních výnosů a provozních nákladů. Výnosy z provozní činnosti jsou především tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb. Na něj navazuje výsledek hospodaření z finanční činnosti, která je tvořena finančními výnosy a náklady. Finanční náklady tvoří především nákladové úroky. Třetí složkou je výsledek hospodaření z mimořádné činnosti, rozdíl mezi mimořádnými výnosy a mimořádnými náklady. Součet výše uvedených dílčích výsledků hospodaření pak vytváří výsledek hospodaření za účetní období. Ten se následně očistí o nákladové položky, které nejsou dle zákona o dani z příjmu daňově uznatelné. Takto upravený výsledek hospodaření je konečným výsledkem hospodaření před zdaněním.

V samotné finanční analýze se můžeme setkat s různými podobami zisku. Níže je uveden jejich zestručněný jmenný přehled.

Tabulka 3: *Různé formy zisku*

Český název	Anglický název	Zkratka
Zisk pro držitele kmenových akcií	Earnings Available for Common Stock Holders	EAC
Čistý zisk (dle účetních výkazů ČR – Výsledek hospodaření za účetní období)	Earnings after Taxes	EAT
Zisk před zdaněním	Earnings before Taxes	EBT
Zisk před zdaněním a úroky	Earnings before Interest and Taxes	EBIT
Zisk před zdaněním, úroky a odpisy	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Charges	EBITDA
Čistý provozní zisk po zdanění	Net Operating Profit after Taxes	NOPAT
Ekonomický zisk	Economic Profit	

Zdroj: Vlastní.

Tabulka 4: *Nejpoužívanější kategorie zisku*

ZISK Výsledek hospodaření za účetní období (EAT) + daň z příjmů za mimořádnou činnost + daň z příjmů za běžnou činnost = Zisk před zdaněním (EBT) + nákladové úroky = Zisk před úroky a zdaněním (EBIT) + odpisy = Zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA)
--

Zdroj: Kislingerová a kol. (2007).

4.2.3 Výkaz cash flow

Výkaz cash flow zachycuje vznik a použití peněžních prostředků. Jinými slovy jde o přehled příjmů a výdajů podniku za dané období, přičemž je žádoucí, aby příjmy převyšovaly výdaje. Svou náplní je doplňkem rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Určení zdrojů a užití peněžních prostředků se znázorňuje pomocí toku finančních prostředků, který je důsledkem realizace rozhodovacích a investičních procesů v podniku. Výkaz cash flow popisuje nejen vývoj finanční situace podniku, ale také identifikuje příčiny změn této situace. Výkaz slouží také jako nástroj pro posouzení likvidity podniku. Základem výkazu je krátkodobý likvidní majetek – peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty (peníze v pokladně, ceniny, peníze na účtu, peníze na cestě).

Sestavit výkaz cash flow lze pomocí dvou metod – přímé a nepřímé. Přímá metoda je založena na vykazování hlavní skupiny peněžních příjmů a výdajů. Základem pro nepřímou metodu jsou změny v rozvaze, nepeněžní transakce a další operace prováděné podnikem.

V České republice se více využívá nepřímá metoda výpočtu. Stejně jako ve výkazu zisku a ztráty se i přehled cash flow člení na část provozní, investiční, finanční. Do provozní části patří peněžní toky vycházející ze zisku z běžné činnosti před zdaněním. Zisk je dále upraven o nepeněžní operace (odpisy, oprávky, výplata dividend, atd.). Na peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním navazuje část, která monitoruje změny pracovního kapitálu (změna stavu pohledávek z provozní činnosti, krátkodobých závazků z provozní činnosti, změna stavu zásob). Čistý peněžní tok z provozní činnosti získáme odečtením daně z příjmu a dalších analogických položek. Peněžní toky z investiční činnosti tvoří výdaje spojené s pořízením dlouhodobých aktiv a dále půjčky a úvěry spřízněným osobám. Poslední částí jsou peněžní toky z finanční činnosti. Zvýšení peněžních prostředků je zde spojeno zejména se zvýšením základního kapitálu, se zvýšením krátkodobých a dlouhodobých závazků a s přijatými dividendami a podíly na zisku.

4.3 Základní metody finanční analýzy

4.3.1 Absolutní ukazatele

Pro finanční analýzu se používají dvě základní techniky rozboru, a to tzv. procentní rozbor a poměrová analýza. Základem obou technik jsou absolutní ukazatele, tj. stavové i tokové veličiny, které tvoří obsah účetních výkazů.

4.3.1.1 Vertikální a horizontální analýza

Technika procentního rozboru počítá procentní podíl jednotlivých položek rozvahy na aktivech a položek výkazu zisku a ztráty na tržbách (výnosech). O výkazech, jež jsou sestaveny tímto způsobem, hovoříme jako o výkazech sestavených ve společném rozměru. Analýza na nich založená se nazývá jako vertikální analýza. Procentní poměry jsou srovnávány v čase, s plánem, mezi podniky, odvětvím nebo s normovanými (doporučenými) hodnotami. Srovnávání ukazatelů v čase je označováno jako analýza horizontální.

Vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů představuje stěžejní bod v rámci zpracování celkové finanční analýzy podniku. V rámci horizontální analýzy tedy sledujeme vývoj zkoumané veličiny v čase, zpravidla ve vztahu k minulému účetnímu období. Vertikální analýza zase sleduje strukturu rozvahy, výkazu zisku a ztráty či výkazu o peněžních tocích ve vztahu k určité veličině (například celková bilanční suma).

V případě, že chceme prostřednictvím **horizontální analýzy** kvantifikovat meziroční změny, můžeme využít různé indexy a difference. Jejich aplikací získáme odpovědi na otázky, o kolik procent se oproti minulému roku změnil jednotlivé položky bilance (v případě indexace) nebo o kolik se změnil jednotlivé položky v absolutních číslech (difference).

Indexy lze formalizovat následujícím způsobem, kde je i bilanční položka, hodnota bilanční položky v čase t je označena jako $B_i(t)$ a $I_{1/t-1}^i$ je index, který odráží vývoj položky v relaci k minulému časovému období:

$$I_{1(t-1)}^i = \frac{B_i(t)}{B_i(t-1)} \quad (15)$$

Podstata **vertikální analýzy** spočívá v tom, že se na jednotlivé položky finančních výkazů pohlíží v relaci k určité veličině. Když bude hledaný vztah označen jako P_i , pak formalizovaný výpočet bude následující (B_i představuje velikost položky bilance, $\sum B_i$ označuje sumu hodnot položek v rámci určitého celku):

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i} \quad (16)$$

Pokud analyzujeme rozvahu, pak je volba sumy položek v podstatě jednoznačná, a sice bilanční suma. Jednotlivé rozvahové položky pak v rámci tohoto poměru odráží, z kolika procent se podílejí na celkové bilanční sumě. Bilanční suma přitom nemusí znamenat pouze součet všech položek rozvahy, ale i různých podpoložek jako oběžná aktiva, cizí zdroje apod. Záleží, co bude chtít konkrétní podnik analyzovat. Zpravidla se však vždy začíná analýzou celkové bilanční sumy a až následně se vybírají podpoložky pro dílčí analýzu.

Vertikální a horizontální analýza patří mezi v praxi nejrozšířenější nástroje finanční analýzy. Autorkou, která v českém prostředí podrobně zpracovává ve svých publikacích princip a způsob výpočtu dvou výše uvedených analýz je Eva Kislingerová. Orientuje se především na zpracování vlastní aplikace těchto metod hodnocení finanční výkonnosti podniku.

Pomocí absolutních ukazatelů lze také vypočítat některé další tzv. **rozdílové ukazatele**. Jedním z nejdůležitějších z této skupiny ukazatelů je ukazatel čistého pracovního kapitálu (Net Working Capital, NWC). Základem jeho výpočtu je účetní výkaz rozvaha. Pro potřeby finanční analýzy je nutné pracovat se dvěma pojmy, a to s pracovním kapitálem brutto (oběžná aktiva celkem) a pracovním kapitálem netto, který se vypočte následovně:

$$NWC = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (17)$$

tedy,

$$NWC = (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé závazky}) - \text{stálá aktiva}$$

Obě z výše uvedených rovnic přináší uživateli stejný výsledek čistého pracovního kapitálu v absolutní hodnotě. Význam čistého pracovního kapitálu je spjat s krátkodobým financováním podniku a zajišťováním plynulosti hospodářské činnosti. Pracovní kapitál reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. Jinými slovy čistý pracovní kapitál měří relativně volnou část kapitálu, která není vázaná na krátkodobé závazky. Každý podnik potřebuje čistý pracovní kapitál, aby mohla být zajištěna nezbytná míra likvidity. Ukazatel pracovního kapitálu úzce souvisí s rozsahem podnikatelské činnosti měřené pomocí tržeb. Funguje-li podnik optimálně a má rozumně nastavený pracovní kapitál, pak platí, že se pracovní kapitál mění v závislosti na tržbách. Proto je také důležité sledovat, které části se růst pracovního kapitálu týká (struktura WC), ve kterých položkách se růst odehrává (kvalita WC).

4.3.1.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou založena na praktických zkušenostech ve vytváření kapitálové struktury. Nejedná se o pravidla v pravém slova smyslu. Jde spíše o doporučení, kterými by se mělo vedení podniku řídit, aby bylo dosaženo dlouhodobé finanční rovnováhy.

4.3.1.3 Zlaté bilanční pravidlo

Význam zlatého bilančního pravidla je ve sladění časového horizontu částí majetku s časovým horizontem zdrojů, ze kterých je financován. Platí tedy, že dlouhodobý majetek je financován zejména z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů a krátkodobý majetek z odpovídajících krátkodobých zdrojů.

4.3.1.4 Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika

Toto pravidlo požaduje, aby poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům byl 1:1, nebo aby vlastní zdroje byly vyšší. Tím se ovšem snižuje nejen věřitelské riziko, ale také i působení finanční páky. Poměr vlastní kapitál : cizí zdroje se využívá také pro vyjádření stupně zadluženosti podniku.

4.3.1.5 Zlaté pari pravidlo

Obsahem je vztah dlouhodobého majetku a vlastních zdrojů, kde by měl být dlouhodobý majetek kryt pouze vlastním kapitálem.

4.3.1.6 Zlaté poměrové pravidlo

V zájmu udržení finanční rovnováhy podniku by nemělo tempo růstu investic přesáhnout tempo tržeb, a to ani v krátkodobém časovém horizontu.

4.3.2 Poměrové ukazatele

Předchozí kapitola byla zaměřena na absolutní ukazatele. Aby bylo možné analyzovat vzájemné vazby mezi ukazateli, je nutné dávat jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Tak vznikají **poměrové ukazatele**. Z poměrových ukazatelů jsou vytvářeny soustavy, které mají uspořádání buď pyramidové, nebo paralelní.

4.3.2.1 Paralelní uspořádání

V případě paralelního uspořádání mají ukazatele stejný význam, jsou brány rovnocenně a jsou z nich vytvářeny bloky ukazatelů měřících určitý aspekt finanční situace podniku. Pyramidové soustavy jsou určeny pro rozklad jednoho ukazatele. Smyslem pyramidy je vyložit změny chování vrcholového ukazatele a určit sílu působení jednotlivých činitelů na vrchol.

Nejčastěji se můžeme setkat s následujícími základními skupinami ukazatelů:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele kapitálového trhu.

4.3.2.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability, někdy též označovány jako ukazatele výnosnosti, návratnosti atd., vyjadřují poměr konečného hospodářského výsledku dosaženého podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům, kapitálu nebo tržbám. Všechny ukazatele rentability se dají vykládat obdobně, protože udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Skupina ukazatelů rentability by měla obsahovat následující čtyři základní ukazatele:

Rentabilita investovaného kapitálu (*ROCE – Return of Capital Employed*) vyjadřuje, kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním dosáhl podnik z jedné koruny investované věřiteli a akcionáři.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastní kapitál + Rezervy + Dlouhodobé závazky + Bankovní úvěry dlouhodobé} \quad (18)$$

Rentability aktiv (*ROA – Return on Assets*) je považována za klíčové měřítko rentability. Poměruje různé formy zisku s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na to, jestli byla financována z vlastního kapitálu nebo cizích zdrojů. Lze se setkat s následujícími strukturami:

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (19)$$

$$ROA = \frac{EBIT (1 - t)}{Aktiva} \quad (20)$$

$$ROA = \frac{EAT}{Aktiva} \quad (21)$$

$$ROA = \frac{EAT + úroky (1 - t)}{Aktiva} \quad (22)$$

Za souhrnný ukazatel lze považovat první tvar, kde je v čitateli použit EBIT (zisk před zdaněním a nákladovými úroky).

Rentabilita vlastního kapitálu (*ROE – Return on Equity*) vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu kapitálu investovaného akcionářem.

$$ROE = \frac{\check{C}istý\ zisk}{Vlastní\ kapitál} \quad (23)$$

V případě tohoto tvaru je nutné vymezit vlastní kapitál, který v sobě zahrnuje nejen základní kapitál, ale i emisní ážio, zákonné a další fondy vytvářené ze zisku a i zisk z běžného období.

Rentabilita tržeb (*ROS – Return on Sales*) je velmi důležitá z hlediska efektivnosti podniku. V praxi se využívají minimálně dvě obměny konstrukce, které se liší v čitateli, kde lze použít buď čistý zisk, a nebo EBIT. Ve jmenovateli je možné použít tržby anebo výnosy.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{Tržby z prodeje zboží}} \quad (24)$$

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{Tržby z prodeje zboží}} \quad (25)$$

4.3.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují podnik, jak nakládá a využívá jednotlivé části majetku. Lze pracovat se dvěma formami tohoto ukazatele, a sice s dobou obratu nebo s ukazatelem počtu obrátů. Počet obrátů znamená počet obrátů za rok a doba obratu vyjadřuje počet dní. Ukazatele aktivity pracují s jednotlivými částmi majetku, které jsou následně poměřovány k tržbám, k výnosům nebo k jiným dalším položkám. Evropská unie se v rámci sjednocování postupů v současnosti kloní spíše k využívání ukazatelů obratu.

Obrat aktiv je měřítkem celkového využití aktiv, v jiném slova smyslu informuje, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}} \quad (26)$$

Ukazatel obratu aktiv by měl dosahovat co nejvyšších hodnot. Minimálně by měl být roven hodnotě 1. Někdy se ukazatel používá v obráceném tvaru, který vypovídá o vázanosti aktiv. Zájemem podniku je, aby relativní vázanost klesla, tudíž by měla být výsledná hodnota co nejnižší.

Obrat dlouhodobého majetku měří efektivitu využívání jednotlivých částí dlouhodobého majetku. Informuje, kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok. Jestliže se tento ukazatel použije v rámci mezipodnikového srovnání, musí se vzít v úvahu i míra odepsanosti aktiv a metody odpisování. Vysoká odepsanost zlepšuje hodnotu ukazatele. Ocenění jednotlivých částí majetku také ovlivňuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele.

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (27)$$

Obrat zásob přináší přehled, kolikrát je každá položka zásob v průběhu běžného období prodána a znovu naskladněna. Pokud je hodnota ukazatele vyšší než průměry, nemá firma zbytečné nelikvidní zásoby, které by vyžadovaly nadbytečné financování. V opačném případě disponuje podnik přebytkovými zásobami, které jsou neproduktivní a vážou na sebe prostředky, které musí být profinancovány. Tím se zároveň zvyšuje vázanost kapitálu, který nepřináší podniku žádný výnos.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad (28)$$

Doba obratu zásob je ukazatel vyjadřující průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby či do doby jejich prodeje. Je-li zásobou myšlen hotový výrobek nebo zboží, je doba obratu zásob i indikátorem likvidity. Vyjadřuje počet dnů, za něž se zásoba přemění na hotovost či pohledávku.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/360} \quad (29)$$

Doba splatnosti pohledávek udává počet dnů, které uplynou mezi vystavením faktury za prodej zboží či hotových výrobků a okamžikem připsání peněžních prostředků na účet. Čím je doba delší, tím déle poskytuje podnik svým obchodním partnerům bezplatný obchodní úvěr.

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360} \quad (30)$$

4.3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizuje základní proporce vlastního a cizího kapitálu a také zadluženost vlastního kapitálu. První ukazatel zadluženosti se vyjádří následovně:

$$\text{Zadluženost I.} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní zdroje}} \quad (31)$$

Tímto ukazatelem je tedy vyjádřena proporce cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Obvykle je doporučován poměr 1:1. Při zohlednění finančního rizika se za základní bezpečnou míru zadlužení bere 40 % cizího kapitálu v poměru k vlastnímu.

Ukazatel věřitelského rizika je další formou vyjádření zadlužení a vypočítá se takto:

$$\text{Zadluženost II.} = \frac{\text{Celkové cizí zdroje}}{\text{Aktiva}} \quad (32)$$

Zadluženost II. vyjadřuje míru věřitelského rizika, protože poměruje cizí zdroje k celkové hodnotě aktiv.

Ukazatel úrokového krytí je posledním, o kterém se zmíníme. Jeho výpočet zní:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (33)$$

Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát může klesnout hodnota zisku, aby byl podnik stále ještě schopen udržet cizí zdroje na stávající úrovni. Jestliže tento ukazatel dosáhne hodnoty 1, pak to znamená, že celý zisk podniku bude použit k úhradě úroků.

4.3.2.5 Ukazatele likvidity

Likvidita je důležitým faktorem pro dlouhodobé fungování podniku. Je však v přímém střetu s rentabilitou. K tomu, aby byl podnik likvidní, musí mít vázány určité finanční prostředky v oběžných aktivech, zásobách, pohledávkách a na účtech. Tyto prostředky na sebe váží kapitál, a tudíž musí být profinancovány, a to i s náklady, které jsou s profinancováním spojeny. Oběžný majetek z hlediska likvidnosti dělíme do tří stupňů:

- krátkodobý finanční majetek (nejvyšší),
- krátkodobé pohledávky,
- zásoby.

Při sestavování ukazatelů likvidity se v čitateli vychází z oběžného majetku, který je uspořádán z pohledu likvidity, a to od nejméně likvidních (zásoby) přes pohledávky až po nejlíživější peníze v pokladně.

Níže jsou uvedeny základní ukazatele, se kterými se lze setkat:

- běžná likvidita,
- pohotová likvidita,
- hotovostní (peněžní) likvidita.

Běžná likvidita ve svém čitateli zahrnuje všechny složky oběžného majetku. Ukazatel měří, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky podniku. Z praktického hlediska to znamená, kolikrát by byl podnik schopen uspokojit věřitele, kdyby veškerá oběžná aktiva proměnil na hotovost. Je obtížné určit její optimální hodnotu. Podle průměrné strategie pro řízení pracovního kapitálu by se běžná likvidita měla pohybovat v intervalu 1,6–2,5. Nikdy by neměla klesnout pod hodnotu 1.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (34)$$

Pohotová likvidita do svého čitatele nezahrnuje nejméně likvidní část oběžných aktiv zásoby, a tak je přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Čítec by měl být ještě upraven o nedobytné pohledávky nebo o pohledávky, jejichž dobytnost je sporná. Obecně je lepší sledovat pohotovou likviditu v určitém časovém úseku, než ji srovnávat s jinými hodnotami. Stejně jako u běžné likvidity i zde je obtížné určit optimální výši ukazatele. Doporučená hodnota se pohybuje v intervalu 0,7–1,0. Jestliže je ukazatel roven přesně 1, znamená to, že by byl podnik schopen dostát svým závazkům bez nutnosti prodeje svých zásob. Je-li hodnota příliš vysoká, pak podnik váže příliš mnoho aktiv ve formě pohotových prostředků, které přinášejí minimální úrok.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktivita} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (35)$$

Hotovostní likvidita je poslední z této skupiny ukazatelů. Tento ukazatel je nejpřesnější, protože hodnotí schopnost uhradit krátkodobé závazky podniku v daný okamžik.

V čitateli jsou pouze peněžní prostředky, mezi které řadíme peníze v pokladně, peníze na účtu, krátkodobé cenné papíry, šeky apod. Doporučená hodnota ukazatele se má pohybovat okolo 0,2.

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (36)$$

Při výpočtu vyvstává u všech tří výše uvedených ukazatelů stejný problém. Jejich výsledek je statický a také historický a snižuje se tak jejich vypovídací schopnost. Všeobecně se proto doporučuje doplnit analýzu likvidity o ukazatel pracovního kapitálu, který je obsahem kapitoly 2.3.1, Absolutní ukazatele. Pracovní kapitál lze chápat jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků a pro podnik je dobré, když má k dispozici větší objem pracovního kapitálu.

4.3.2.6 Ukazatele kapitálového trhu

Součástí finanční analýzy je i analýza poměrových ukazatelů, které využívají informace z kapitálového trhu. Je důležitá zejména pro stávající i potenciální investory, kteří chtějí vědět, zda bude mít jejich investice přiměřenou návratnost. Návratnost může být dosažena pomocí dividend nebo růstem ceny akcií. Pro podnik samotný mají ukazatele kapitálového trhu význam, když chce získat zdroje financování na kapitálovém trhu.

Účetní hodnota akcie (*BV – Book Value*) je účetní hodnota, která odráží výkonnost podniku v minulosti. Účetní hodnota akcie představuje hodnotu vlastního kapitálu v přepočtu na 1 akcii. Jestliže účetní hodnota akcie roste, pak se podnik těší dobrému finančnímu zdraví. Jde o vyjádření zisku minulého či běžného období, který je rozdělen mezi stát, vlastníky a podnik.

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Počet emitovaných kmenových akcií}} \quad (37)$$

Čistý zisk na akcii (*EPS – Earnings Per Share*) bývá často uváděn ve finančním tisku, jako jedna ze základních charakteristik podniku. Ukazatel informuje akcionáře o výši zisku na jednu kmenovou akcii, který by mohl být vyplacen v podobě dividend za předpokladu, že podnik nemá žádné investiční příležitosti. Při mezipodnikovém srovnání je problém, že hodnota zisku je ovlivněna účetní politikou podniku, např. metodami oceňování majetku, pravidly pro tvorbu rezerv apod.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Počet emitovaných kmenových akcií}} \quad (38)$$

Dividendový výnos (*Dividend Yield*) je v pro investory motivací pro nákup, prodej nebo držbu akcií daného podniku. Ukazatel je procentním vyjádřením zhodnocení investice akcionáře. Jestliže roste tržní cena akcie a výše dividend se mění, stává se taková akcie pro investora méně atraktivní.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Tržní cena akcie}} \times 100 \quad (39)$$

Výplatní poměr (*Payout Ratio*) vyjadřuje, jak velká část čistého zisku po zdanění je vyplacena akcionářům a jak velká část je použita na reinvestice do podniku. Tento ukazatel je součástí dividendové politiky podniku.

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Čistý zisk na akcii (EPS)}} \quad (40)$$

Dividendové krytí (*Dividend Cover*) je převrácenou hodnotou výplatního poměru. Vyjadřuje, kolikrát je dividenda pokryta na ní připadajícím ziskem.

$$\text{Dividendové krytí} = \frac{\text{Čistý zisk na akcii (EPS)}}{\text{Dividenda na akcii}} \quad (41)$$

Aktivační poměr (*Plowback Ratio*) vypovídá o tom, jaká část ze zisku je znovu reinvestována zpět do podniku.

$$\text{Aktivační poměr} = 1 - \text{Výplatní poměr} \quad (42)$$

$$\text{Aktivační poměr} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Čistý zisk na akcii}} \quad (43)$$

Poměr tržní ceny akcie (*P/E – Price Earnings Ratio*) na jednu stranu vyjadřuje dobu návratnosti investice a na straně druhé vypovídá o rentabilitě této investice. Jinými slovy informuje o tom, kolik jsou akcionáři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku na akcii. Nebo kalkuluje, kolik let je třeba ke splacení ceny akcie jejím výnosem za předpokladu, že výše zisku a ceny je konstantní.

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk na akcii}} \quad (44)$$

4.3.2.7 Pyramidové uspořádání

Pyramidová soustava finančních ukazatelů je založena na postupném rozkladu vrcholného ukazatele na ukazatele dílčí, jejichž prostřednictvím je rozhodujícím způsobem ovlivněn. Zpravidla se na pozici vrcholného ukazatele vkládá rentabilita vlastního kapitálu nebo ekonomická přidaná hodnota, pro které je charakteristické, že postihují základní cíl podniku. Výpočet vlivu dalších ukazatelů se provádí pomocí tzv. logaritmické metody prostřednictvím určitého softwaru. Úloha osoby provádějící vlastní rozbor pak tedy spočívá pouze v interpretaci výsledků a vznesení návrhů na změnu, která spočívá v aplikaci určitých opatření ke zlepšení výkonnosti firmy. Pyramidovou soustavu ukazatelů používáme často buď při hodnocení vývoje podniku v čase, nebo v rámci mezipodnikového srovnání.

Dílčí ukazatele mohou být ovlivněny dvěma vazbami, a sice:

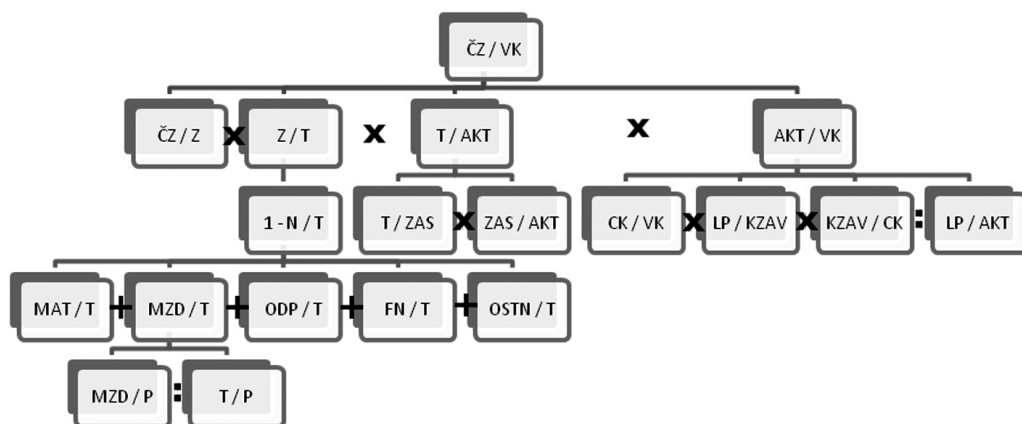
- vazbou multiplikativní (v sobě zahrnuje operace násobení a dělení),
- vazbou aditivní (v sobě zahrnuje operace sčítání a odčítání).

Výše uvedené vazby ukazují, jakým způsobem dílčí ukazatele působí na vrcholový ukazatel. Jestli je to cestou sloučení vlivu jednoho ukazatele s jiným (aditivní vazba) nebo tím, že dílčí ukazatel znásobí vliv jiných činitelů (multiplikativní vazba). Úroveň rozkladu však může pokračovat směrem dolů. To znamená, že dílčí ukazatel v rámci pyramidového rozkladu může být dále rozložen a může tak být vytvořena nová pyramida na nižší úrovni. V tomto tkví zásadní výhoda pyramidové soustavy. Pokud se v rámci určitého rozkladu objeví dílčí ukazatel, který má zásadní vliv na vrcholový ukazatel, je možné jej dále zkoumat prostřednictvím rozkladu nižšího stupně.

Snad nejznámější pyramidovou soustavou ukazatelů je takzvaný Du Pontův rozklad ukazatele ROE. V praxi je pyramidová soustava Du Pont používána poměrně často, ačkoliv se tento způsob přístupu k analýze podnikové finanční výkonnosti stále nedočkal širší akceptace mezi uživateli. Důvodem této skutečnosti je fakt, že uživatelé považují paralelní soustavu ukazatelů a bonitní a bankrotní indexy za jednodušší pro použití. Laici jsou schopni lépe interpretovat výsledky těchto alternativ, naproti tomu u pyramidového rozkladu je třeba chápat dobře jeho vlastní logiku.

V České republice je známý pyramidový ukazatelový systém INFA, jehož autory jsou Inka a Ivan Neumaierovi (2002). Dle Neumaierové a Neumaiera (2006) dokáže systém INFA svému uživateli ukázat:

„velikost podnikem tvořené čisté současné hodnoty, tzn. odpovědět na otázku, jak hodně bonitní podnik pravděpodobně je (slovo „pravděpodobně“ je zde ponecháno z toho důvodu, že do propočtu čisté současné hodnoty vstupuje veličina alternativního nákladu na vlastní kapitál a ještě nikdo nevynalezl způsob stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál, který by nebyl odhadem)“,



Obrázek 2: Du Pontův rozklad ukazatele ROE

Zdroj: Kislingarová a Hnilica (2008).