

Mária Režňáková a kolektiv

prosperita
firmy

Řízení platební schopnosti podniku

- řízení platební schopnosti jako součást hodnotového managementu
- strategie řízení čistého pracovního kapitálu
- řízení obchodních úvěrů a zásob
- plánování příjmů a výdajů, cash management, řízení kursového rizika
- kombinace teorie a praktických aplikací

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**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umísťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.



Copyright © Grada Publishing, a.s.



Copyright © Grada Publishing, a.s.

Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc., a kolektiv

Řízení platební schopnosti podniku

Vydala Grada Publishing, a.s.

U Průhonu 22, 170 00 Praha 7

tel.: +420 234 264 401, fax: +420 234 264 400

www.grada.cz

jako svou 4198. publikaci

Autorský kolektiv:

Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc. – kapitoly 1, 2, 3, 5 kromě části 5.4, celková redakce knihy

Doc. Ing. Romana Nývltová, Ph.D. – kapitola 6

Ing. David Polák, Ph.D. – kapitola 5 kromě částí 5.5–5.7

Ing. Josef Šunka, Ph.D. – kapitola 4

Odborní recenzenti:

Prof. Ing. Ivan Jáč, CSc.

Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková

Vydání odborné knihy schválila Vědecká redakce nakladatelství Grada Publishing, a.s.

Odpovědný redaktor Mgr. Petr Mušálek

Sazba Jan Šístek

Počet stran 192

První vydání, Praha 2010

Výtiskla Tiskárna PROTISK, s. r. o., České Budějovice

© Grada Publishing, a.s., 2010

Cover design © Eva Hradiláková

ISBN 978-80-247-3441-5 (tištěná verze)

ISBN 978-80-247-7343-8 (elektronická verze ve formátu PDF) © Grada Publishing, a.s. 2012

Upozornění

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této publikace nesmí být reprodukována a používána v elektronické podobě, kopírována a nahrávána bez předchozího písemného souhlasu nakladatele.

Obsah

O autorech	8
Řekli o knize	10
Úvod	11
1 Koncept řízení hodnoty podniku	13
1.1 Hodnotový management	13
1.2 Ekonomická přidaná hodnota	14
1.3 Hodnota podniku	16
1.4 Cash flow	18
1.4.1 Základní terminologie	18
1.4.2 Přehled o peněžních tocích	21
1.4.3 Ukazatele cash flow	24
1.5 Platební neschopnost podniku a její důsledky	26
Použitá literatura	29
2 Řízení čistého pracovního kapitálu	31
2.1 Koloběh oběžného majetku a obrátový cyklus peněz	31
2.2 Čistý pracovní kapitál	34
2.3 Strategie řízení čistého pracovního kapitálu	36
2.4 Plánování čistého pracovního kapitálu	39
2.4.1 Plánování čistého pracovního kapitálu metodou obrátového cyklu peněz	40
2.5 Význam řízení čistého pracovního kapitálu	50
Použitá literatura	52
3 Řízení obchodních úvěrů	54
3.1 Výnos z poskytnutí obchodního úvěru	54
3.2 Riziko obchodního úvěru	56
3.3 Rozhodování o poskytnutí obchodního úvěru	58
3.3.1 Délka obchodního úvěru a skonto	61
3.3.2 Kalkulace množstevních rabatů	65
3.4 Hodnocení úvěrového rizika obchodního partnera	67
3.4.1 Úvěrové standardy neboli na jaké informace se zaměřit	68
3.4.2 Bodovací systém	69

3.4.3	Využití existujících bonitních a bankrotních modelů	71
3.4.4	Vývoj vlastního scoringového modelu	73
3.4.5	Použití metod shlukové analýzy	74
3.4.6	Obchodní rating	77
3.5	Způsoby minimalizace platebního rizika	79
3.5.1	Směnka	80
3.5.2	Šek	83
3.5.3	Dokumentární platební styk	85
3.5.4	Bankovní záruka	89
3.5.5	Pojištění obchodních úvěrů	89
3.5.6	Další možnosti minimalizace platebního rizika	91
3.6	Urychlování inkasa pohledávek	92
3.6.1	Factoring	92
3.6.2	Forfaiting	94
3.7	Organizace credit managementu v podniku	95
3.7.1	Úvěrové limity	97
3.7.2	Kontrola, sledování a vyhodnocování výsledků	98
3.7.3	Vymáhání pohledávek	100
3.7.4	Kapitalizace pohledávek	101
	Použitá literatura	102
4	Řízení zásob	105
4.1	Zásoby a jejich význam pro podnik	105
4.1.1	Postavení a funkce zásob v podniku	105
4.1.2	Riziko spojené s držením zásob v logistickém řetězci	106
4.1.3	Základní rozdělení zásob	107
4.1.4	Logistické náklady spojené se zásobami	108
4.1.5	Konflikty při řízení zásob	111
4.1.6	Ukazatele výkonnosti závislé na zásobách	111
4.2	Systémy řízení zásob	113
4.2.1	Základní model řízení zásob a typy zásob	113
4.2.2	Systém s pevným dodávkovým cyklem a proměnným dodacím množstvím	117
4.2.3	Systém s pevným objednacím množstvím a proměnným dodávkovým cyklem	118
4.2.4	Systém s proměnným dodávkovým cyklem a proměnným objednacím množstvím	119
4.3	Zásoby a jejich řízení dle materiálového toku	121
4.3.1	Zásoby hotových výrobků	121
4.3.2	Zásoby rozpracované výroby	124
4.3.3	Zásoby materiálů a nakupovaných dílů	125
4.4	Další nástroje snižování zásob	127
4.4.1	Metody založené na řízení a znalosti spotřeby	127
4.4.2	Diferenciace významu	127
4.4.3	Optimalizace objednáciho množství	128
4.4.4	Moderní nástroje snižování zásob	131

Použitá literatura	131
5 Cash management	133
5.1 Důvody držení hotovosti	135
5.2 Náklady držení hotovosti	137
5.3 Modely řízení hotovosti	138
5.3.1 Baumolův model	138
5.3.2 Miller-Orrův model	139
5.4 Automatizované systémy cash managementu – cash pooling	140
5.4.1 Členění cash pooling	141
5.4.2 Fiktivní cash pooling	142
5.4.3 Reálný cash pooling	145
5.4.4 Víceúrovňové cash poolingové struktury	146
5.4.5 Potřeba úvěrování v rámci cash pooling	148
5.4.6 Výhody cash pooling	149
5.4.7 Legislativní aspekty cash pooling v ČR	152
5.5 Plánování příjmů a výdajů	156
5.5.1 Finanční plán	156
5.5.2 Plán peněžních toků	157
5.6 Financování krátkodobých výkyvů v peněžních tocích	160
5.7 Závěrem	162
Použitá literatura	163
6 Řízení kursového rizika	166
6.1 Kótování devizového kursu	166
6.2 Kursové riziko a kursové rozdíly	170
6.3 Devizová pozice a devizová expozice	171
6.4 Měření kursového rizika	173
6.5 Možnosti řízení kursového rizika	175
6.5.1 Interní metody zajištění kursového rizika	176
6.5.2 Externí metody zajištění kursového rizika	178
6.5.3 Řízení jednotlivých typů devizové expozice	186
Použitá literatura	187
Shrnutí, summary	188
Rejstřík	189

0 autorech

doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Je absolventkou VŠE v Bratislavě, odbor Ekonomicko-matematické výpočty, na které i po ukončení studia působila. Od roku 1996 pracuje na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně, v současnosti jako proděkanka fakulty a docentka Ústavu financí. V roce 2001 obhájila habilitační práci na téma Strategické finanční řízení podniků v ČR. Je garantem předmětů Finanční management, Finance podniku, Finanční řízení a investování a dalších, zabývajících se problematikou finančního řízení podniku. Má bohaté zkušenosti s výukou v rámci studijních programů Executive MBA ve spolupráci s Nottingham Trent University ve Velké Británii a Dominican University v Chicago v USA, resp. LL.M. – Obchodní právo ve spolupráci Právnické fakulty Masarykovy university a Nottingham Trent University. Publikovala množství odborných a vědeckých článků, je autorkou a spoluautorkou dvaceti vysokoškolských učebních textů, spoluautorkou osmi knižních publikací. V rámci výzkumu se dlouhodobě zabývá problematikou hodnocení výkonnosti podniků a finančního řízení podniků.



doc. Ing. Romana Nývtová, Ph.D.

Vystudovala Fakultu podnikatelskou Vysokého učení technického v Brně, kde v roce 2005 obhájila disertační práci na téma Finanční management nadnárodních podniků. Habilitační práci obhájila v roce 2008 na Fakultě podnikohospodářské Vysoké školy ekonomické v Praze. Působí jako docentka Ústavu financí Fakulty podnikatelské VUT v Brně a rovněž jako vedoucí Institutu účetnictví a finančního řízení podniku Škoda Auto, a. s., Vysoká škola. Vyučuje a garantuje předměty podnikových financí v bakalářských i magisterských studijních oborech a pravidelně přednáší i v rámci finančních modulů středoevropských studií Executive MBA Dominikánské univerzity v Chicago a VUT v Brně. Kromě pedagogické činnosti absolvovala tříměsíční studijní stáž ve finském Tampere, odborné stáže v podnikové praxi a podílela se na řešení několika grantových projektů. Je autorkou či spoluautorkou tří monografií, skript a řady konferenčních příspěvků.



Ing. David Polák, Ph.D.

Po absolvování bakalářského studijního programu Fakulty ekonomické Západočeské univerzity v Plzni pokračoval ve studiu na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně. Na této fakultě v roce 2009 obhájil disertační práci na téma Cash pooling jako efektivní nástroj řízení hotovosti podniku. V rámci studia absolvoval roční studijní pobyt na Národohospodářské fakultě na Universität Mannheim (2000), zahraniční studijní pobyt na University of Wisconsin, Whitewater v USA (2003) a pracovní stáže mimo jiné v odděleních strategického controllingu a Global Transaction Banking controllingu v Deutsche Bank AG ve Frankfurtu nad Mohanem. V roce 2006 nastoupil do Citibank, a. s., v Praze jako Global Transaction Services analytik a od roku 2008 pracuje jako Market Specialist pro správu a settlement cenných papírů v Citigroup Global Markets Deutschland AG ve Frankfurtu nad Mohanem.

**Ing. Josef Šunka, Ph.D.**

Vystudoval Fakultu elektrotechniky a informatiky se zaměřením na elektrické pohony a výkonovou elektroniku a Fakultu podnikatelskou VUT v Brně se zaměřením na ekonomiku a řízení průmyslu. V rámci postgraduálního studia absolvovala část studia na Technické universitě v Drážďanech (2002). Pracoval v Adamovských strojárnách v Adamově, kde se zabýval logistikou a v podniku Škoda Auto Mladá Boleslav, kde se zabýval simulací výrobních procesů. Od roku 1998 pracuje na Fakultě podnikatelské, v současnosti jako externí spolupracovník, v rámci výuky předmětů Řízení výroby, Logistika a dalších. Od roku 2005 pracuje jako výkonný ředitel výrobní firmy Eckelmann, s. r. o., v Břeclavi.



Řekli o knize

Předkládaná publikace se zaměřuje na hodnotový či finanční management a je rozdělena do 6 bloků, které popisují uceleným způsobem jednotlivá témata a v souhrnu vytvářejí jistý synergický efekt.

Velmi „užitečný“ je blok o tzv. pracovním kapitálu, který slouží ve všech svých formách k zásadním zdrojům financování určité – pokud možno převážné části oběžného majetku.

Jeho možné varianty použití naznačuje podkapitola o strategii řízení NWC, včetně výhod i extrémní polohy – negativní výše čistého pracovního kapitálu s následnými třemi obecnými polohami variant řízení NWC. V grafickém vyjádření by tyto tři přístupy naznačily možné difference řízení NWC s preferovanou „filozofií“ finančního manažera či samého vlastníka. Je zde vyložena i metoda obrátového cyklu peněz s poměrně detailním rozbořem stanovení jednotlivých komponent tohoto postupu.

Další blok se věnuje řízení obchodních úvěrů s rozhodováním o poskytnutí obchodního úvěru včetně hodnocení úvěrového rizika. V této kapitole jsou předvedeny i platební instrumenty s jejich poměrně detailní charakteristikou. Nechybí ani vybrané modely bonitního a bankrotního cílení.

Zařazení problematiky řízení zásob sice lze pojmut i jako „samostatnou“ činnost, ale v případě takto koncipované publikace je její „součinnost“ logicky odůvodněná přímým působením na platební schopnost (či neschopnost) podniku.

Zařazení cash managementu s akcentem na cash pooling je velmi užitečným přínosem pro uváděnou publikaci a poskytuje řadu „formátů“ této kategorie včetně legislativních aspektů cash poolingů v ČR.

Řízení kursového rizika je dalším pozitivním počinem autorů ke zvýšení „využitelnosti“ této publikace jako komplexní a kompaktní studijní podpory s přesahem pro praktické aplikace.

Závěrem lze prohlásit, že tato publikace bude jistě využitelná a inspirační pro širší škálu čtenářů nejen z akademické úrovně, ale i podnikové sféry.

prof. Ing. Ivan Jáč, CSc.

vedoucí Katedry podnikové ekonomiky

Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci

Předkladaný text je kompletným spracovaním problematiky riadenia platobnej schopnosti podniku. Na veľmi dobrej úrovni prezentuje poznatky, vychádzajúce zo znalosti domácej i zahraničnej literatúry, praktických skúseností autorov a prezentuje i výsledky výskumnej práce.

Monografia je rozdelená do šiestich kapitol, ktoré predstavujú relatívne uzavreté, no na seba nadväzujúce problémové okruhy riadenia pracovného kapitálu. Autori vhodne zaplňajú medzeru v rozpracovaní problematiky riadenia platobnej schopnosti podniku. Pozitívne hodnotím, že sa autori zamerali nielen na vysvetlenie princípov a podstaty jednotlivých postupov a metód, ale že názorne uvádzajú príklady výpočtov. Monografia vyvolá záujem aj širšej odbornej verejnosti a môže byť využitá aj ako vysokoškolská učebnica ale aj pre potreby podnikovej sféry.

doc. Dr. Ing. Anna Polednáková

Fakulta podnikového manažmentu

Ekonomická univerzita v Bratislave

Úvod

Řízení platební schopnosti podniku považujeme za jednu ze stěžejních oblastí řízení podniku, proto jsme se rozhodli věnovat této problematice odpovídající pozornost. Většina rozhodnutí vedení podniku je přijímána z hlediska vlivu na hodnotu podniku: Bude mít přijímané rozhodnutí pozitivní vliv na hodnotu podniku, nebo může naopak způsobit její pokles? Prosperující podnik, zvyšující svou hodnotu, přináší hodnotu i pro své zákazníky, uspokojuje potřeby svých zaměstnanců, odvádí část vytvořené hodnoty do veřejných rozpočtů a tím umožňuje rozvoj společnosti. Naopak, ztrátový podnik je nucen propouštět své zaměstnance, stává se nespolehlivým pro své dodavatele a věřitele, ale i pro své zákazníky, protože nemusí být schopný dostát svým smluvním závazkům v čase a kvalitě. Tím snižuje svou hodnotu i výnos pro vlastníky. A co je potřebné k tomu, aby podnik prosperoval? Investovat disponibilní zdroje do „správných“ činností, vyrábět žádaný produkt, umět jej prodat, efektivně řídit podnikové činnosti a být hodnověrným partnerem, schopným dostát svým závazkům. Z toho důvodu je řízení platební schopnosti podniku považováno za strategický úkol nejen finančního manažera, ale celého vedení podniku a z krátkodobého hlediska má prioritu před řízením výnosnosti.

Publikace je kombinací teorie a praktických aplikací. Pochopení finanční teorie je nutností pro každého manažera či vlastníka, který připravuje strategii efektivního financování, strategii poskytování úvěrů, ale i investování disponibilních zdrojů a řízení rizik. Samotná teorie je však nepostačující k úspěšnému zvládnutí problematiky, proto je doplněna příklady ilustrujícími aplikaci teorie v praxi.

Kniha začíná prezentací základního konceptu ekonomického řízení podniku, tj. hodnotového managementu. Pozornost je dále věnována zdůraznění významu řízení cash flow z hlediska řízení hodnoty podniku a rizikům plynoucím ze zanedbaní či podcenění této oblasti řízení. Autoři jsou přesvědčeni, že řízení peněžního toku podniku má svou dlouhodobou dimenzi, která spočívá v zabezpečení časového a věcného souladu mezi disponibilními zdroji financování a jejich investováním. Kategorie, která tento soulad umožňuje vyjádřit, je čistý pracovní kapitál, jehož řízení je věnována další kapitola publikace.

Nejdůležitějším zdrojem příjmů podniku je jeho vlastní činnost, tj. poskytování služeb zákazníkům, ať už ve formě hmotných dodávek nebo nehmotných služeb. V podmínkách trhu kupujícího jsou podniky nuceny hledat různé způsoby podpory prodeje. Za standard se považuje poskytnutí záruky včetně pozáručního servisu, zaškolení, ale zejména poskytnutí obchodního úvěru. Výrobce se však poskytnutím úvěru vystavuje úvěrovému riziku, které spočívá v riziku neschopnosti, případně neochoty protistrany plnit své závazky. Negativní důsledky úvěrového rizika se projevují v nedostatku hotovosti a při vyšším výpadku i ve ztrátě schopnosti platit závazky. Proto je řízení úvěrového rizika a nástrojům zabezpečujícím, případně urychlujícím inkaso od zákazníka věnována významná pozornost.

Snižování náročnosti potřeby zdrojů financování vyžaduje i efektivní řízení zásob a hotovosti. Zásoby jsou jednak hmotným majetkem podniku, na druhé straně – pokud nejsou proměněné v hotovost – mohou se stát majetkem s nulovou hodnotou. Jejich nákup může mít negativní dopad

na cash flow podniku, neboť tento nákup nemusí být kompenzován příjmem v případě neprodejnosti. Proto je řízení zásob z hlediska hodnoty podniku a platební schopnosti velice důležité.

Řízení hotovosti ve smyslu řízení zůstatků na bankovních účtech, ale i získávání krátkodobých zdrojů financování je věnována další část publikace. Neefektivní řízení hotovosti přináší ztráty dvojího druhu: jednak jsou to ztráty z nevyužití disponibilní hotovosti, ale i ztráty ve formě placených úroků při čerpání úvěrů. Vedení podniku, sledující cíl růstu hodnoty, se musí neefektivnosti v řízení hotovosti vyvarovat.

Poslední část publikace je věnována řízení kursového rizika, kterému jsou v současnosti přímo či nepřímo vystaveny všechny podniky a které v případě odchylek od očekávaného vývoje kursu může mít výrazný vliv na peněžní toky podniku.

Cílem autorů je prezentovat, jak dílčí oblasti řízení podniku spolu souvisejí a jak mohou rozhodujícím způsobem ovlivňovat cash flow podniku, a tím být nápomocné k růstu hodnoty podniku. Věříme, že se nám tento cíl povedlo alespoň částečně naplnit. Přes veškerou snahu o kvalitní zpracování publikace jsme se s vysokou pravděpodobností nedokázali vyvarovat chybám, ať už z důvodu „profesní slepoty“ nebo z nepozornosti. Uvítáme veškeré vaše připomínky a náměty, které přispějí do diskuse k pojednávanému tématu.

Děkujeme svým spolupracovníkům za podporu, kterou nám poskytli, a svým nejbližším za trpělivost.

Za cenné rady a připomínky děkujeme oponentům, jejichž postřehy nám umožnily text upravit do výsledné podoby.

Za autory Mária Režňáková

1 Koncept řízení hodnoty podniku

Schopnost podniku generovat v budoucnu výnosy je rozhodujícím ekonomickým kritériem investorů při investování svých dočasně volných zdrojů do projektů. Mírou zhodnocení investovaného kapitálu jsou ukazatele rentability, které mohou mít různou formu – kupříkladu rentabilita investovaného kapitálu (*ROC – Return on Capital*, resp. *ROCE – Return on Capital Employed*), rentabilita vlastního kapitálu (*ROE – Return on Equity*), rentabilita aktiv (celkových zdrojů, tj. *ROA – Return on Assets*). Tyto ukazatele poměřují:

- Vytvořený výsledek hospodaření, který může mít formu provozního výsledku hospodaření (zisku), zisku před zdaněním (*EBT – Earnings before Tax*), zisku po zdanění (*EAT – Earnings after Tax*), případně při použití mezinárodních účetních standardů zisku před úroky a zdaněním (*EBIT – Earnings before Interest and Tax*) nebo zisku před odpisy, úroky a daní (*EBITDA – Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*). Kromě výsledku hospodaření se může v čitateli ukazatelů rentability vyskytovat i ukazatel cash flow.
- Investovaný kapitál, tj. vlastní kapitál (*E – Equity*), dlouhodobé zdroje (*C – Capital*), případně tzv. zpoplatněné zdroje (zpoplatněný kapitál), tj. cizí zdroje financování, které jsou explicitně úročeny, a vlastní kapitál. Cena vlastního kapitálu patří do kategorie tzv. implicitních nákladů, tj. nákladů ušlé příležitosti (podrobněji viz např. Mařík a kol., 2007, Kislingerová a kol., 2007, Dluhošová, 2006, Pavelková, 2009, Režňáková, 2005 a další).

Použití ukazatelů rentability je velice rozšířené, má však určité nedostatky. Problémem je zejména:

- statický charakter ukazatele,
- měření krátkodobé výnosnosti vyvolávající orientaci na krátkodobé cíle,
- závislost hodnoty všech kategorií výsledku hospodaření na způsobu účtování,
- nezohledňování rizika investování.

Uvedené nedostatky podněcovaly zájem o hledání výstižnějších ukazatelů měření schopnosti podniků generovat výnosy.

1.1 Hodnotový management

Nejrozšířenějším konceptem řízení podniku je koncept hodnotového managementu (*Value Based Management*), který vychází z předpokladu, že cílem podnikání je růst hodnoty podniku (Damodaran, 2006, Brigham, Ehrhardt, 2008, McKinsey a kol., 2005, Mařík a kol., 2007, Kislingerová a kol., 2007 a další). Tento koncept vychází z teze, že hodnota podniku se odvozuje

od jeho schopnosti generovat budoucí výnosy. To znamená, že je závislá na faktorech, jako jsou jedinečnost a kvalita nabízeného produktu, postavení podniku na trhu, úroveň efektivního řízení nákladů, inovační schopnost zaměstnanců podniku, které se promítají do ekonomických výsledků podniku. Koncept hodnotového managementu má v sobě zabudovaný prvek dlouhodobosti, spočívající v dosažení trvale udržitelného rozvoje (*going concern princip*), a zainteresovanosti subjektů účastnících se podnikání na dosahovaných výsledcích.

Koncept hodnotového managementu se rozvíjí ve dvou základních formách:

- Koncept *shareholder value*, tj. tvorby hodnoty pro vlastníky, zdůrazňuje nutnost respektovat právo na výnos v závislosti na míře podstupovaného rizika. Je rozšířený zejména v anglosaských zemích, které jsou založeny na tzv. *M-typu finančního systému*. Podstatou tohoto systému je orientace podniků na získávání finančních zdrojů z kapitálového trhu, doprovázená orientací domácností na investování do instrumentů kapitálového trhu, zejména do akcií a investičních fondů.
- Koncept *stakeholder value*, tj. tvorby hodnoty pro všechny zainteresované subjekty podílející se na podnikání. Podstata tohoto konceptu vychází z vnímání podniku jako množiny vztahů osob zainteresovaných na podnikání, tj. vlastníků, zaměstnanců, odběratelů, dodavatelů, věřitelů a státu – viz např. Blažek (2005). I když zájmové skupiny mohou sledovat rozdílné cíle, jejich společným jmenovatelem je trvale udržitelný rozvoj a tím i tvorba hodnoty podniku. Koncept *stakeholder value*, označovaný taky jako teorie spoluúčasti a koaliční teorie, je typický pro evropské země, založené na *B-typu finančního systému*. Tento systém využívá dominantní roli bank jako finančního zprostředkovatele, ať už jako poskytovatele podnikových zdrojů financování nebo jako příjemce úspor domácností. Jako příklad lze uvést Českou republiku: 75 % aktiv finančního sektoru náleží bankovnímu sektoru.

Uvedené koncepty se nevylučují: pokud budou vlastníci prostřednictvím manažerů objektivně existující zájmy subjektů podílejících se na podnikání respektovat a efektivně je ovlivňovat, tj. vyplácet mzdy a motivovat zaměstnance k vyšší výkonnosti, prodávat kvalitní produkt za přiměřenou cenu, obdobně motivovat dodavatele ke kvalitním dodávkám, ale i platit daně státu, který se spolupodílí na tvorbě podnikatelského prostředí, mohou harmonizovat své cíle se svými vlastnickými zájmy.

1.2 Ekonomická přidaná hodnota

Pokud je vlastník, resp. manažer schopen měřit vytvořenou hodnotu a přesně určit podíl jednotlivých subjektů na celkovém výsledku, pak je schopen objektivně odměňovat a motivovat. Společný cíl tak odstraňuje konflikty všech spoluúčastníků podnikání: díky růstu hodnoty vlastníků zhodnocuje svůj vklad, jsou uspokojováni věřitelé, zákazníci dostávají hodnotu, kterou požadují, zvyšují se mzdy zaměstnanců a odvádí se i poplatky státu.

Ukazatelem měřícím tvorbu hodnoty podniku v ročním časovém horizontu je ukazatel ekonomická přidaná hodnota (*EVA – Economic Value Added*), definovaný dle jednotlivých autorů několika způsoby. Základní způsob výpočtu je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot CE$$

kde:

- EVA* – *Economic Value Added*, tj. ekonomická přidaná hodnota,
NOPAT – *Net Operating Profit After Tax*, tj. provozní zisk po zdanění,
WACC – *Weighted Average Costs of Capital*, tj. průměrné vážené náklady na kapitál,
CE – *Capital Employed*, tj. kapitál používaný k financování provozně nutného majetku, potřebného k dosažení NOPAT.

V některých případech se místo symbolu „CE“ používá i označení *NOA* (*Net Operating Assets*), tj. kapitál použitý k financování provozně nutného majetku, přičemž provozně nutným majetkem je jednak dlouhodobý majetek, který podnik používá k dosahování provozních výnosů, ale i provozně nutný oběžný majetek. Označení kapitál je použito pro vymezení úročených zdrojů financování, tj. vlastního kapitálu a explicitně úročených cizích zdrojů financování.

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) představuje výstup podniku dosahovaný z provozní činnosti, tj. výsledek dosahovaný základní podnikatelskou aktivitou (*core business*) s vyloučením výsledků dosahovaných finančními, mimořádnými a dalšími aktivitami. Pokud je působnost podniku multioborová, je nutné kvantifikovat ekonomickou přidanou hodnotu za každý obor podnikání. Důvodem je rozdílná rizikovost a výnosnost dosahovaná v závislosti na oboru podnikání.

Jiným způsobem výpočtu ukazatele EVA je:

$$EVA = (RONA - WACC) \cdot CE$$

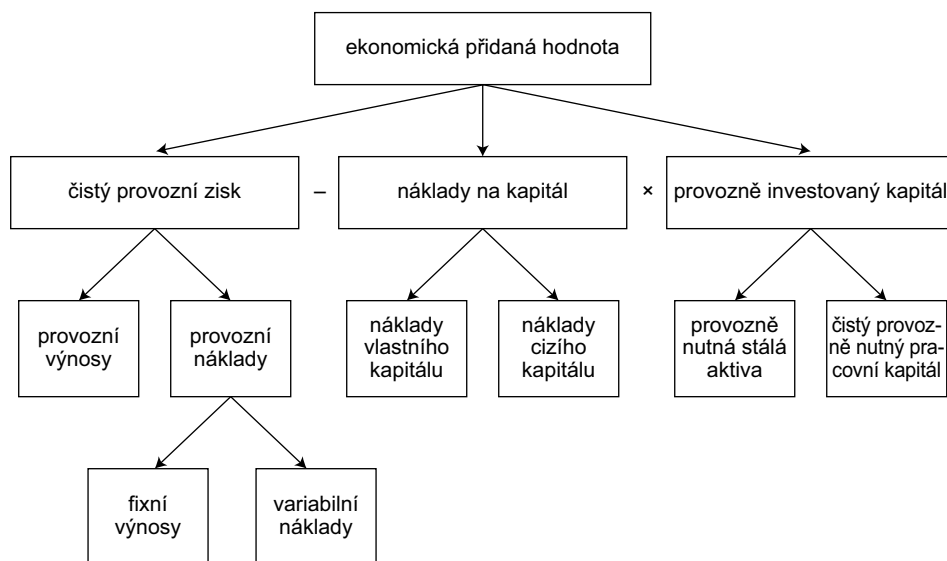
kde:

- RONA* – *Return on Net Operating Assets*, tj. výnosnost investovaného provozně nutného kapitálu (někteří autoři používají i označení *ROCE* – *Return on Capital Employed*).

Z definice ukazatele je zřejmé, že je žádoucí, aby ukazatel ekonomická přidaná hodnota nabýval kladné hodnoty. K tomu je nutné identifikovat faktory, které ovlivňují její výši. Ve své podstatě jsou to dílčí položky, vstupující do výpočtu ukazatele. Identifikovat složky ukazatele ekonomické přidané hodnoty je možné dekompozicí ukazatele na dílčí položky – viz obr. 1.1. Jsou to zejména:

- Tržby – tvoří hlavní položku provozních výnosů.
- Provozní marže, tj. rozdíl tržeb a provozních nákladů. Výše provozní marže závisí na struktuře nákladů a jejich řízení. Provozní náklady se člení na:
 - variabilní náklady, které se mění v závislosti na objemu výroby;
 - fixní náklady, které jsou v určitém časovém horizontu neměnné a jsou nejčastějším zdrojem úspor nákladů.
- Náklady kapitálu, které závisí na:
 - Riziku podnikání. Tímto pojmem se obecně rozumí riziko, že se skutečné výnosy z podnikání budou odchylvat od očekávaných výnosů. Měří se rozptylem očekávaných výnosů, resp. jejich směrodatnou odchylkou – podrobněji viz zejména Mařík a kol., 2007.
 - Struktuře kapitálu, tj. na míře zadlužení. Při rozhodování o míře zadlužení je nutné volit kompromis mezi výhodností smíšeného financování spočívající v možnosti rychlejšího růstu podniku, efektu úrokového daňového štítu a růstu výnosnosti vlastníků na jedné straně a riziku neschopnosti splácet úročené zdroje na straně druhé. Riziko ztráty platební schopnosti se promítá do požadavků investorů a věřitelů na vyšší ceny za poskytnuté zdroje financování.

- Souladu mezi dobou, po kterou může vedení podniku disponovat s příslušným zdrojem financování, a dobou vázanosti kapitálu v majetku, vyjádřenou jeho ekonomickou životností.
- Provozně investovaný kapitál. Jeho výše závisí jednak na oboru podnikání, což výrazně ovlivňuje výši dlouhodobého majetku používaného k podnikání (zejména technologické vybavení), dále na efektivnosti používání tohoto majetku a na způsobu řízení čistého pracovního kapitálu.



Obr. 1.1 Zjednodušená dekompozice ukazatele ekonomická přidaná hodnota

1.3 Hodnota podniku

Z koncepce hodnotového managementu plyne, že cílem podnikání je hodnota podniku, která je závislá na jeho schopnosti generovat budoucí výnosy. To znamená, že závisí na oboru podnikání a schopnostech managementu inovovat produkty podniku, vyhledávat nové investiční příležitosti, efektivně využívat disponibilní zdroje, tj. řídit procesy a činnosti v podniku.

Rozhodujícím pro růst hodnoty podniku je výběr vhodných investičních záměrů, které bude podnik realizovat. Univerzálním ukazatelem sloužícím k výběru investičních projektů pozitivně přispívajících k hodnotě podniku je ukazatel čistá současná hodnota (*NPV – Net Present Value*). Ukazatel představuje rozdíl mezi diskontovanými očekávanými příjmy z realizovaného investičního záměru a výdaji na investiční záměr. Pouze projekty, u nichž platí $NPV \geq 0$, tj. čistá současná hodnota je nezáporná, přispívají k udržení, případně k růstu hodnoty podniku.

Realizované investiční projekty se promítají do majetkové struktury podniku a zásadním způsobem ji ovlivňují. Tomu musí být přizpůsobena i struktura financování tak, aby bylo dodržováno základní pravidlo financování, tj. dodržování časového souladu vázanosti majetku a disponibil-

ních zdrojů. Majetek podniku by měl být financován zdroji se stejnou dobou splatnosti, jako je jeho životnost. Je zřejmé, že neoběžný majetek (stálá aktiva) má dlouhodobý charakter. Pokud by nedošlo k přizpůsobení časové (ale i vlastnické) struktury zdrojů financování (kapitálu), mohlo by se stát, že část dlouhodobého majetku je financována krátkodobými zdroji, jejichž splatnost je kratší, než je doba potřebná k proměně investic pořizovaného majetku v hotovost. To může vyvolat minimálně napjatost v řízení příjmů a výdajů společnosti, ale může vést i k platební neschopnosti podniku.

Nutné je ještě připomenout, že i část oběžného majetku má dlouhodobý, resp. trvalý charakter a vyvolává financování dlouhodobým kapitálem. Důvodem tohoto stavu je zabezpečení plynulosti reprodukčního cyklu podniku, existence zásob, ale i existence obchodních úvěrů.

Konkrétní stanovení hodnoty podniku je pak závislé na způsobu definování budoucích výnosů podniku a na použitém modelu (metodě) ocenění. V teorii i praxi se z výnosových metod aplikují přístupy vycházející z (podrobně viz zejména Mařík a kol., 2007):

- cash flow – nejvíc je rozšířena metoda diskontovaného volného cash flow (*FCF – Free Cash Flow*);
- kapitalizovaných čistých výnosů (*Ertragswertverfahren*), používáno v německy mluvících zemích;
- ekonomické přidané hodnoty (*EVA – Economic Value Added*).

Model hodnoty podniku metodou diskontovaného cash flow je následující:

$$H = \sum_{t=1}^K \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_{K+1}}{(i-g) \cdot (1+i)^K}$$

kde:

- H* – hodnota podniku (brutto),
FCF – volné cash flow, generované podnikem v jednotlivých letech existence,
i – diskontní sazba (kalkulovaná úroková míra, určená jako průměrné vážené náklady kapitálu),
K – délka (počet let) první fáze životnosti podniku,
g – očekávané tempo růstu volného cash flow v druhé fázi životnosti podniku (tj. od roku *K+1* do nekonečna).

Uvedený model vychází z následujících předpokladů:

- Doba existence podniku je rozdělena na dvě fáze. V první fázi je sestaven podrobný finanční plán, jehož výstupem je v každém roce volné cash flow. Délka první fáze závisí zejména na délce inovačního cyklu v oboru, ve kterém podnik působí, dále na období (fázi) životního cyklu podniku ovlivňující generované výnosy (doba pro uvedení do provozu v strategii vymezených investičních záměrů) a na délce prognózovaného období. Druhá fáze by měla být obdobím stabilního trvalého růstu, charakterizovaného tempem (mírou) růstu *g*.
- Volné cash flow je definováno jako provozní cash flow snížené o investice do provozně nutného kapitálu (stálých aktiv a čistého pracovního kapitálu). Vypočítá se následujícím způsobem:

$$FCF_t = NOPAT - \Delta NOA$$

kde:

NOPAT – *Net Operating Profit After Tax*, tj. zisk z operativní činnosti po zdanění, nebo přesněji upravený (korigovaný) provozní zisk po zdanění,

ΔNOA – čisté rozvojové investice do dlouhodobého provozně nutného majetku.

Čisté rozvojové investice do dlouhodobého provozně nutného majetku jsou složeny ze dvou částí:

- z rozvojových investic do provozně nutných stálých aktiv,
 - z investic do provozně nutného čistého pracovního kapitálu (*ΔNWC*).
- Hodnota druhé fáze je určena tzv. Gordonovým vzorcem, tj. jako současná hodnota nekonečného konstantně rostoucího volného cash flow. Výpočet probíhá ve dvou krocích: nejdříve se vypočte hodnota rostoucí perpetuity, tj. hodnota cash flow od roku ($K + 1$) do nekonečna, která se pak v druhém kroku diskontuje na současnou hodnotu. Pro použití Gordonova vzorce musí platit předpoklad, že $i > g$.
 - Hodnota diskontní sazby musí být stanovena v závislosti na definování cash flow. Pokud je cash flow definováno jako provozní cash flow, diskontní sazba je stanovena na úrovni vážených nákladů kapitálu podniku (podrobněji viz Mařík a kol., 2007). Zjednodušeně se může použít jednotná diskontní sazba pro celé období životnosti podniku.

1.4 Cash flow

1.4.1 Základní terminologie

Pojem **cash** vyjadřuje prostředky na běžných účtech u bank a pokladní hotovost. Jako český ekvivalent se používá označení hotovost. Na rozdíl od toho ukazatel **krátkodobý finanční majetek**, který je položkou rozvahy, zahrnuje hotovost, tj. peníze na pokladně a běžných účtech, krátkodobé cenné papíry a podíly splatné do jednoho roku, sloužící k dočasnému uložení volné hotovosti (tj. *cash and cash equivalents*). Ukazatel krátkodobý finanční majetek vstupuje do výpočtu ukazatelů likvidity.

Pojem **cash flow**, který se už téměř nepřekládá, je používán ve dvou rozdílných významech:

- přehled o peněžních tocích, ať už minulých či plánovaných;
- ukazatel, charakterizující sumu nebo zůstatek příjmů a výdajů určité kategorie; nejčastěji se jedná o provozní cash flow, investiční cash flow, finanční cash flow, ale i volné cash flow, čisté cash flow apod.

Cash management pak označuje řízení hotovosti, tj. řízení stavu peněz na účtech a v pokladně. V těchto významech už zdomácněl a zpravidla se nepřekládá.

Dalšími pojmy, které se v souvislosti s řízením peněžního toku podniku vyskytují, jsou termíny likvidita, likvidnost, solventnost a platební schopnost, jejichž obsah se někdy zaměňuje. Proto považujeme za důležité uvést jejich interpretaci (porovnej např. Kislingerová, 2007, Kralovič a Vlachynský, 2006, Valach, 1999, Zalai a kol., 2010 a další).

Likvidnost

Likvidnost vyjadřuje míru obtížnosti a rychlosti přeměny majetku na peněžní hotovost. Je obecnou charakteristikou majetku a liší se dle druhu majetku, tj. je spojena s jednotlivými majetkovými složkami a je jejich neoddělitelnou charakteristikou. Nejlikvidnější složkou podnikového majetku je krátkodobý finanční majetek; nejméně likvidní složkou je dlouhodobý majetek, který přenáší svou hodnotu do hodnoty produktů, a do peněžní formy se vrací po dobu několika let.

Likvidita

Likvidita označuje schopnost podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky. Likvidita je mírou schopnosti a připravenosti podniku uhradit stávající krátkodobé peněžní závazky včas a v plné výši. Měří se poměrovými ukazateli finanční analýzy:

- **Běžná likvidita** (*Current Ratio*)¹, označovaná taky jako likvidita 3. stupně, měří, kolikrát oběžný majetek podniku převyšuje krátkodobé závazky. Složky oběžného majetku – zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek – jsou v krátkém časovém horizontu schopny proměnit se v hotovost, a tedy jsou „připraveny“ k úhradě závazků.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{zásoby} + \text{pohledávky} + \text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

Hodnota ukazatele je závislá na struktuře oběžného majetku a ocenění zásob (nakupovaných, vlastní výroby) a zejména na oboru podnikání. V každém případě by měla být hodnota ukazatele vyšší než 1. Průměrné hodnoty ukazatelů za zpracovatelský průmysl a stavebnictví jsou uvedeny v tab. 1.1.

Tab. 1.1 Průměrné hodnoty ukazatele běžná likvidita v ČR

Ukazatel	Zpracovatelský průmysl			Stavebnictví		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Běžná likvidita	1,46	1,42	1,38	1,31	1,35	1,61

Zdroj: MPO (2010)

- **Pohotová likvidita** (*Quick Ratio, Acid Test*), označovaná taky jako likvidita 2. stupně, poměřuje krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek ke krátkodobým závazkům:

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{pohledávky} + \text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

¹ V označování ukazatelů likvidity se slovenská a česká literatura mírně odlišují. Ukazatel běžná likvidita je slovenskými autory označován jako „celková likvidita“, ukazatel pohotová likvidita je ve slovensky psané literatuře označován jako „běžná likvidita“ a ukazatel hotovostní likvidita je označován jako „pohotová likvidita“. Podrobněji viz např. Kralovič a Vlachynský (2006), Zalai a kol. (2010).