



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

# **PODNIKOVÉ FINANCE**

Studijní pomůcka pro distanční studium

DRAHOMÍRA PAVELKOVÁ  
ADRIANA KNÁPKOVÁ

---

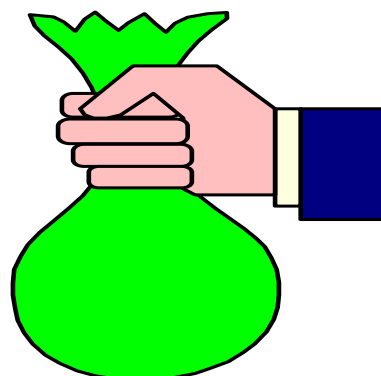
ZLÍN 2008

Recenzoval: Miroslav Nejezchleba

© Drahomíra Pavelková, Adriana Knápková, 2008

**ISBN 978 – 80 – 7318 – 732 – 3**

# Úvod



Vážení čtenáři,

máte před sebou studijní materiál s názvem „**Podnikové finance**“, který je určen pro studenty kombinovaného, resp. distančního studia na FaME UTB ve Zlíně, ale může být rovněž vhodnou pomůckou pro všechny ostatní, kteří se chtějí seznámit s řízením podnikových financí.

Rozhodování podniku o finančních otázkách je rozhodování komplexní, zasahuje do všech oblastí podnikové činnosti a je integrující složkou jeho vrcholového řízení. S postupným uplatňováním tržních principů v naší ekonomice se podstatně mění pojetí a úloha podnikového financování. Podmínky pro standardní chování managementu podniků v této pro podnik životně důležité oblasti řízení se však teprve tvoří. Jsou to především otázky vlastnictví podniku, podmínek na finančních trzích, ale i postupné odstraňování neznalosti teoretických přístupů k jednotlivým otázkám finančního řízení.

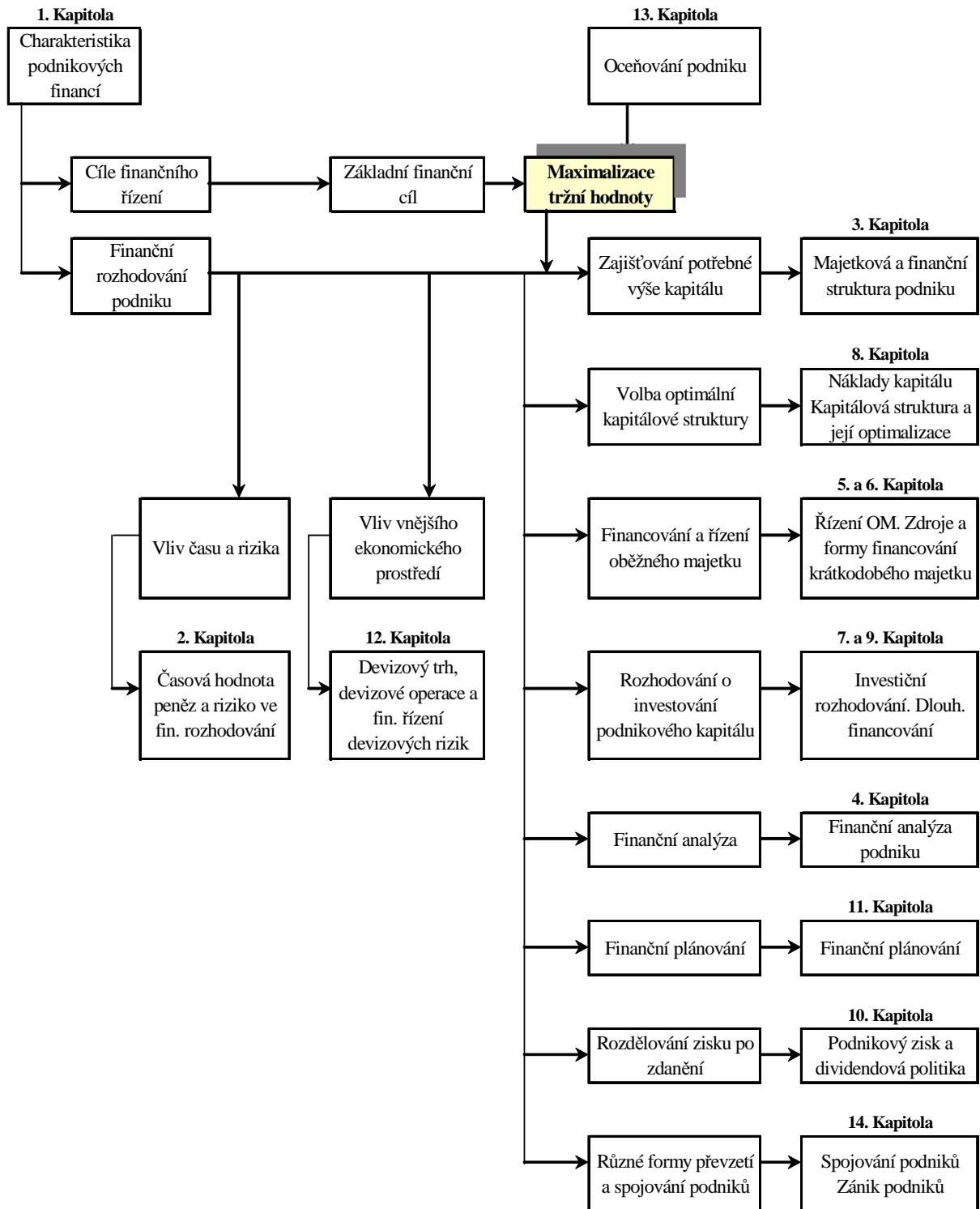
## **Jak studovat kurz „Podnikové finance“?**

Pro úspěšné zvládnutí podnikových financí je nutné nejen získat určité množství teoretických poznatků, ale především umět tyto poznatky využít pro řešení konkrétních situací, které v životě podniku mohou nastat. Studijní text by Vám měl přiblížit oblasti finančního řízení, které jsou důležité, dát Vám o nich základní přehled a upozornit na souvislosti s dalšími oblastmi řízení podniku.









Text je rozdělen do 14 základních kapitol pojednávajících o jednotlivých oblastech finančního řízení. Strukturu studijního materiálu znázorňuje schéma na další straně.




# Podnikové finance

## (struktura studijního materiálu)



## Pro úspěšné zvládnutí problematiky „Podnikové finance“ je potřeba:

- ✓ v úvodu každé kapitoly pozorně přečíst **cíle**  , kterých byste měli po nastudování kapitoly dosáhnout. K základnímu seznámení se s kapitolou by Vám mělo pomoci **blokové schéma kapitoly**  , které zobrazuje strukturu kapitoly a současně také obsahuje základní pojmy
- ✓ pečlivě prostudovat **studijní text**  a pochopit řešené příklady 
- ✓ vyřešit **kontrolní úkoly**  , které jsou obsaženy ve studijním textu
- ✓ samostatně se **zamyslet nad problémy**  , které jsou v průběhu studijního textu nastoleny a pokusit se je vyřešit
- ✓ ověřit si na klíčových slovech úroveň jejich zvládnutí (v případě jejich neznalosti je nutné znovu prostudovat předcházející studijní text)
- ✓ zodpovědět **kontrolní otázky**  (v případě, že nebudete schopni zodpovědět na tyto otázky, je možné si vyhledat odpověď v textu nebo konzultovat s přednášejícím učitelem)
- ✓ pomocí **sebehodnotících cvičení**  ověřit stupeň porozumění dané látce (správné odpovědi jsou uvedeny na konci skript). Ve studijním materiálu jsou využity různorodé typy cvičení - doplňování jednotlivých slov; cvičení pravda/nepravda; spojování pojmů, které spolu souvisí; ...

Studijní materiál byl vytvořen tak, aby Vám usnadnil studium. Za tímto účelem je celý studijní text provázen řadou krátkých **komentářů**  . Záměrně jsou v celých skriptech použity větší okraje, které by měly sloužit k Vaším poznámkám. Na konci každé kapitoly následuje **shrnutí**  $\Sigma$  toho nejpodstatnějšího. Rovněž tak na konci kapitoly je volný prostor, který je opět určen pro Vaše poznámky k tématu. Na konci skript jsou pak uvedeny **výsledky k sebehodnotícím cvičením**  z každé kapitoly. Nechybí ani **seznam literatury**  , určený především těm z Vás, kteří se budou chtít detailněji seznámit s některou oblastí z podnikových financí.

Věříme, že předkládaný studijní materiál přispěje k pochopení principů finančního řízení podniku všem studujícím na Fakultě managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně. Všem studentům přejeme hodně trpělivosti, vytrvalosti a především chuti do studia. Za všechny připomínky, které pomohou tento studijní materiál zlepšit, předem děkujeme.

Autorky

*Pozn. autorek:*

Za pomoc při vypracování 12. kapitoly předkládaného studijního materiálu (Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik) děkujeme našemu kolegovi doc. Ing. Miloši Král'ovi, CSc.

# 1 Charakteristika podnikových financí

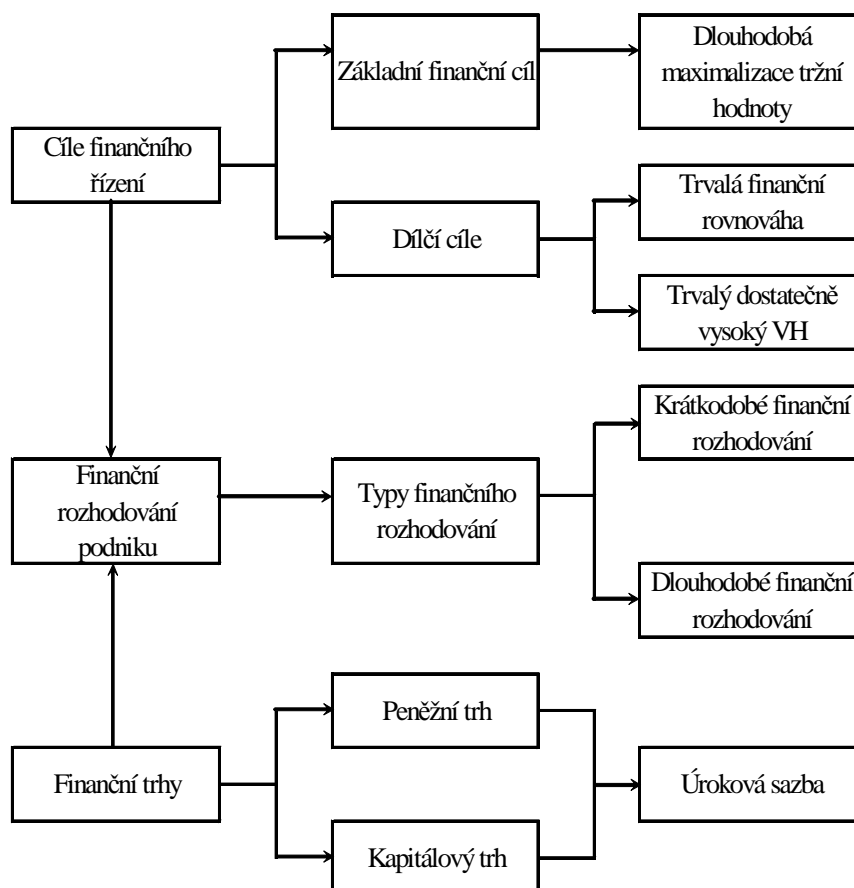
## CÍLE:

### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ definovat cíle finančního řízení (základní finanční cíl, dílčí cíle)
- ✓ definovat hlavní oblasti finančního managementu
- ✓ vysvětlit problematiku finančního rozhodování
- ✓ rozlišit nejvýznamnější druhy rozhodovacích situací v oblasti krátkodobého i dlouhodobého financování podniku
- ✓ vysvětlit, jaký vliv má finanční trh na podnikové finance



**Blokové schéma kapitoly**





*V úvodu 1. kapitoly se seznámíte s teoretickým zázemím finanční teorie. Dozvíte se, co je z finančního hlediska hlavním cílem každého podniku, a že vedle hlavního cíle existují i některé dílčí cíle, které jsou základní podmínkou pro fungování podniku v tržní ekonomice. Získáte také základní informace o hlavních oblastech finančního řízení podniku. Jejich detailnější studium bude potom obsaženo v dalších kapitolách.*

## 1.1 Cíle finančního řízení



Úkolem finančního řízení podniku je poskytovat přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku. Jde o souhrn činností, jejichž cílem je řídit finanční hospodaření podniku. Těžištěm je zajišťování finančních zdrojů, zajištění jejich optimální struktury a jejich užití z hlediska cílů firmy.

Všechny podniky mají společný jeden obecný cíl. Tím je uspokojivá výnosnost kapitálu při trvale příznivé platební schopnosti a při zachování dlouhodobé existence a dále snaha o zajištění dlouhodobého rozvoje podniku. Finanční řízení zde sehrává nezastupitelnou roli.

Cílem podniku je maximalizace jeho tržní hodnoty

V tržní ekonomice se za základní finanční cíl podniku považuje **dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty**. Rozhodující dílčí cíle podniku potom jsou:

- **trvalá finanční rovnováha**

Dlouhodobá finanční stabilita podniku je podmíněna jak správnou strukturou zdrojů (optimálním poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem) a výběrem nejvhodnějších zdrojů financování, tak i správnou alokací finančních zdrojů, tj. optimální strukturou aktiv.

- **trvalý dostatečně vysoký výsledek hospodaření (VH)**, tj. schopnost podniku produkovat efekty pro vlastníky v požadované výši (4,19).

Základním cílem podnikové činnosti je tedy produktivní využití vlastního i cizího kapitálu k maximalizaci *tržní hodnoty* podniku během delšího časového období. Copeland, Koller a Murrin (6) říkají: „V posledním desetiletí se za hlasitého

Zajišťování platební schopnosti (likvidity) je základní podmínkou fungování podniku



## 1. Charakteristika podnikových financí

---

třesku střetly dva samostatné proudy myšlení a činnosti – firemní finance a firemní strategie. Firemní finance však již nejsou exkluzivní rezervací finančníků a podniková strategie již není doménou ovládanou výkonnými řediteli společností. Vazba mezi strategií a financemi se stala velmi těsnou a zjevnou. Nová realita představuje výzvu manažerům: musí řídit hodnotu.“

Růst tržní ceny podniku je závislý na řadě činitelů. Mezi základní činitele, jež může management podniku ovlivnit, patří zejména (21):

- růst podnikového zisku a dosahované výnosnosti z investovaného kapitálu
- politika rozdělování zisku (s ohledem na uchování majetkové podstaty podniku)
- ekonomicky efektivní struktura aktiv a pasív podniku.



*Mezi hlavní oblasti finančního managementu proto v tržní ekonomice patří:*

- a) zajišťování potřebné výše kapitálu;
- b) volba optimální kapitálové struktury s přihlédnutím ke struktuře majetku, nákladům na pořízení kapitálu a k finančnímu riziku;
- c) financování a řízení oběžného majetku - zásob, pohledávek, peněžních prostředků a výběr optimální formy krátkodobého financování;
- d) rozhodování o investování podnikového kapitálu do dlouhodobého majetku a výběr optimální formy dlouhodobého financování;
- e) finanční analýza činnosti podniku zaměřená na analýzu likvidity a rentability vloženého kapitálu;

- f) finanční plánování tvorby a užití interních a externích finančních zdrojů z hlediska krátkodobého i dlouhodobého (44).

**Finanční řízení každého podniku je jiné**

Finanční řízení nelze provádět podle univerzálního návodu. Liší se jak mezi jednotlivými podniky, tak i mezi jednotlivými průmyslovými odvětvími. Ve stavebnictví je výrobní a obchodní cyklus mnohem delší než například v oboru služeb. Odrazem rozdílů v délce finančního a výrobního cyklu je i míra rizika, kterou každé odvětví podstupuje. Tomu odpovídá i struktura a způsob financování konkrétních podnikatelských aktivit.



**Problém k zamýšlení 1-1:**

Analyzujte postavení finančního řízení v podniku v souvislosti s ostatními oblastmi podnikového řízení.



*Finanční cíle výrazně ovlivňují finanční rozhodování podniku, se kterým se blíže seznámíte v této části kapitoly. Je potřeba mít neustále na paměti, že veškerá rozhodnutí musí podnik hodnotit z hlediska maximalizace tržní hodnoty firmy při udržování platební schopnosti.*



## **1.2 Finanční rozhodování podniku**

Základem moderního řízení je rozhodování, tedy výběr jedné možnosti z mnoha variant řešení. Nejjednodušším případem je rozhodování s jednoznačným řešením. V takové situaci se volí varianta, která vede k nejlepšímu možnému výsledku při daném kritériu rozhodování. Ve finančním řízení se setkáváme zpravidla se složitějšími situacemi, kdy výsledek závisí na faktorech, které nejsou měřitelné, nebo o nichž máme z jistých důvodů jen částečnou informaci.

**Rozhodovací proces** je složen ze sekvence kroků od zjištění a formulace problému, přes rozbor podkladů a informací a návrh variant, až k výběru nejvhodnější varianty na základě stanovených kritérií a k formulaci rozhodnutí.

**Formulace problému** pro finanční rozhodování musí mít finanční dimenzi, i když je zřejmá věcná příčina.

**Analýza výchozí situace** je nezbytná proto, že rozhodování probíhá vždy v konkrétní situaci, která je dána jednak stavem ekonomického okolí, jednak vnitřní situací samotného podniku.

**Identifikace variant** představuje nalezení všech možných variant řešení problémů a zjištění všech omezení, se kterými se u nich setkáváme a které nelze překonat ani odstranit.

**Kritériu rozhodování** se rozumí hlediska, jimiž se posuzuje vhodnost variant pro dosažení stanovených cílů. Kritéria finančního rozhodování se vztahují k finančním aspektům řešeného problému, tedy k hospodářskému výsledku, struktuře aktiv a pasiv a k vývoji disponibilních peněžních prostředků.

Vymezení problému, rozbor podkladů, stanovení variant a stanovení kritérií ve svém souhrnu slouží deskripci rozhodovacího problému. Hodnocení variant je již prvním krokem v procesu vlastního řešení.

**Hodnocením variant** zjišťujeme, zda splňují cíle, které pro ně stanovujeme. Při hodnocení jsou často používány pouze kvantitativní faktory, tj. ty, které je možné měřit pomocí numerických veličin. Jestliže jsou však při výběru přehlíženy neměřitelné či kvalitativní faktory, může dojít k ohrožení úspěšnosti vybrané varianty. Aby bylo možné hodnotit a porovnávat kvalitativní faktory, musí manažeři tyto faktory nejprve poznat a určit, zda je možné jim přiřadit přiměřenou kvalitativní veličinu. V případě, že to není možné, měli by se pokusit ohodnotit jejich významnost a posoudit společně s kvantitativními faktory jejich pravděpodobný vliv na dosahování požadovaných výsledků, a pak teprve provést konečné rozhodnutí.

Při hodnocení variant je možné použít techniku marginální analýzy, která porovnává přírůstky příjmů, dosažené na základě dodatečných nákladů. Vhodnou variantu mohou manažeři vybrat na základě zkušeností, experimentů nebo výzkumu a analýzy. Výzkumně-analytický přístup představuje řešení problému

**Rozhodovací proces se skládá ze sekvence kroků**

prostřednictvím jeho poznání. Zahrnuje výzkum vztahů mezi významnými proměnnými a výzkum omezení a předpokladů souvisejících s daným cílem. Hlavním krokem při výzkumně-analytickém přístupu je sestavení modelu, simulujícího daný problém.



**Problém k zamyšlení 1-2:**

Zvolte konkrétní problém finančního řízení podniku a demonstруйте na něm jednotlivé kroky rozhodovacího procesu.

S každým  
rozhodnutím je  
spojeno riziko

Každé rozhodnutí v sobě zahrnuje určité **riziko**. Finanční rizika, která v sobě zahrnují riziko platební neschopnosti, riziko úrokových změn, daní aj. se spolu s dalšími riziky (tržním, provozním, inovačním a investičním) podílí na celkovém podnikatelském riziku a to se projevuje v tržní ceně podniku. Existuje mnoho moderních technik pro zdokonalení rozhodování, mezi ty nejvýznamnější patří analýza citlivosti, simulační analýza a technika rozhodovacích stromů (4, 11, 51). Podstatou *analýzy citlivosti* ve finančním rozhodování je vyjádření hotovostních toků s ohledem na neznámé proměnné a následný propočet důsledků špatného odhadu těchto proměnných. Obvykle se analýza citlivosti zaměřuje na změny týkající se omezujících podmínek a kriteriální funkce. *Simulační analýza* (např. Monte Carlo) nebere v úvahu jednotlivé faktory izolovaně, ale zvažuje jejich působení ve vzájemné souvislosti. *Rozhodovací strom* umožňuje zobrazit logický vývoj časově návazných možností z hlediska alternativních rozhodnutí a potenciálních výsledků. Rozhodovací strom zobrazuje okamžiky rozhodování, uzly větvení a pravděpodobnosti přiřazené různým možným postupům. Umožňuje takto vidět přinejmenším hlavní varianty a to, jak rozhodování o jejich výběru může záviset na budoucích událostech. Pomocí doplnění rozhodovacího stromu o pravděpodobnosti (pravděpodobnosti, že nastanou jednotlivé události) může

manažer zjistit, jaká je pravděpodobnost, že jeho rozhodnutí povede k požadovanému výsledku.

Grünwald (14) říká, že *při výběru nejvhodnější finanční varianty* na základě předem stanovených kritérií je použití exaktních, např. optimalizačních metod problematické. Každá budoucnost je nejistá a subjekt rozhodování musí vzít na sebe odpovědnost za správné ocenění šancí a rizik. Znalosti, zkušenost a intuice ve spojení s pečlivou analýzou situace na základě dostupných informací – to jsou předpoklady úspěšného finančního rozhodování. U každé varianty si subjekt rozhodování vytváří názor o kombinaci výhod, nevýhod, vedlejších účinků a rizik. Tento subjekt pak zaujme k množině variant stanovisko podle vlastních, obtížně algoritmizovatelných subjektivních hledisek.

Manažeři musí nejen správně rozhodovat, ale musí uskutečňovat rozhodnutí pokud možno tehdy, kdy jsou třeba a pokud možno co nejekonomičtěji. Vzhledem k tomu, že taková situace nastává velmi často, je vhodné jako kritéria pro určení priority a náročnosti rozhodování použít relativní významnost rozhodnutí. Méně důležitá rozhodnutí nevyžadují důkladnou analýzu a výzkum. Významnost rozhodnutí závisí také na rozsahu odpovědnosti. Jestliže rozhodnutí zavazuje podnik k velkým kapitálovým výdajům a závazek je plněn dlouhou dobu, pak by takové rozhodnutí měl učinit vrcholový management. Některá rozhodnutí je možné snadno měnit, některé jsou sestavovány s ohledem na možné změny v budoucnu, a jiné naopak obsahují činnosti, jejichž změna je obtížná. Je jasné, že rozhodnutí, které zahrnuje těžko měnitelné postupy činností, musí být posuzováno mnohem pečlivěji a na vyšší úrovni řízení než rozhodnutí, které lze snadno změnit.

Finanční rozhodování patří ke složitým řídicím procesům. Každé rozhodnutí předpokládá dobrou znalost ekonomické podstaty řízeného jevu, jeho souvislostí s jinými řízenými i nezávislými veličinami, zhodnocení dostupných informací a prognóz, zvážení rizik a nejistot. Existují však některé obecné postupy, které jsou použitelné bez ohledu na věcný obsah podnikání a to finanční analýza jako formalizovaná metoda a finanční plánování. Hlavním úkolem finanční analýzy je pokud možno komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví) podniku, posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnu a připravit podklady k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů (20). Budoucí

finanční situace se promítne do budoucích finančních výkazů (rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu cash flow). Finanční rozhodování se snaží projektovat budoucí finanční situaci v podobě finančního plánu.

**Finanční rozhodování podniku** můžeme tedy charakterizovat jako proces výběru optimální varianty získávání podnikového kapitálu a jeho užití z hlediska základních finančních cílů podnikání, s přihlédnutím k různým omezujícím podmínkám.

### 1.2.1 Typy finančního rozhodování podniku

Nejvýznamnějšími typy *rozhodovacích situací* v oblasti financování podniku jsou (44):

1. *Rozhodování o celkové výši potřebného kapitálu* podniku v návaznosti na úvahu o předpokládané velikosti majetku, odvozenou od očekávaných tržeb.
2. *Rozhodování o struktuře podnikového kapitálu*, tj. např. o podílu vlastního a cizího kapitálu, různých formách vlastního a cizího kapitálu. Zde je třeba přihlížet zejména k majetkové struktuře, ceně různých druhů kapitálu (nákladům na jeho pořízení) a k finančnímu riziku.
3. *Rozhodování o struktuře podnikového majetku*, o podílu oběžného a dlouhodobého majetku a o podílu jednotlivých složek oběžného nebo fixního majetku. I zde je třeba zvažovat náklady na pořízení a udržování příslušného majetku, rizika platební neschopnosti a další faktory.
4. *Rozhodování o investování (užití) podnikového kapitálu*. Základní úvaha spočívá v rozhodnutí o finančním nebo věcném (reálném) investování, tj. o investování do cenných papírů nebo do získávání věcných složek majetku podniku – dlouhodobého majetku, zásob, pohledávek aj. Další úvahy se týkají rozhodování o jednotlivých variantách věcného investování s přihlédnutím k očekávaným kapitálovým výdajům a očekávaným finančním efektům (peněžním příjmům) investičních variant. Různé varianty rozhodování se vyskytují i při finančním investování: zda investovat do akcií jiných podniků, koupit různé druhy obligací, krátkodobé cenné papíry apod. I zde je třeba přihlížet nejen k očekávaným výnosům z držení jednotlivých cenných papírů, ale také k zajišťování nezbytné likvidity a tím i minimalizaci finančního rizika.

5. *Rozhodnutí o rozdělování zisku podniku po zdanění.* Zde je třeba zvažovat zejména potřebnou výši rezervních fondů, zisku na výplatu podílů na zisku či na další rozšiřování podnikového majetku. Rozhodování o rozdělení zisku je často omezeno, např. zákonnými požadavky na obligatorní tvorbu rezervních fondů. Významně ovlivňuje nejen peněžní prostředky určované na rozvoj podniku, ale také tržní cenu akcií.
6. *Rozhodování o různých formách převzetí a spojování podniků* (např. koupě podniku jiným podnikem, fúze podniků, koupě podniku managementem, založení společného podniku), *ev. o zániku podniku* formou jeho likvidace. Je to jedna z nejsložitějších a často kontroverzních aktivit v oblasti podnikových financí. Je založena především na správném vyjádření tržní hodnoty firmy a na odpovědném posouzení ekonomického efektu ze spojení. Mohou se v ní promítat rozdílné ekonomické zájmy vlastníků a manažerů.

Strategické finanční rozhodování se týká fixního majetku a dlouhodobého kapitálu. Výrazně ovlivňuje finanční situaci podniku na dlouhé období. Jeho změny jsou obtížněji realizovatelné. Proto základní strategická finanční rozhodnutí podniků jsou centralizována ve vrcholovém řízení podniku a musí být v akciových společnostech schvalována valnou hromadou akcionářů. U těchto rozhodnutí se výrazně projevuje nutnost respektovat zvýšený stupeň rizika a faktor času.

V rámci zásadních strategických řešení musí finanční manažeři podniku rozhodovat řadu krátkodobých, operativních finančních variant, vztahujících se ke krátkodobému majetku a kapitálu. Krátkodobé finanční rozhodování je méně riskantní, neprojevuje se zde tak výrazně vliv času a jeho změny jsou snadněji realizovatelné.

**Krátkodobé  
rozhodování je méně  
riskantní v porovnání  
s dlouhodobým**

*Do oblasti krátkodobého finančního rozhodování patří zejména:*

1. *rozhodování o velikosti a struktuře jednotlivých složek oběžného majetku* (optimalizace peněžních prostředků, výběr různých forem krátkodobých cenných papírů, rozhodování o pohledávkách, o optimální výši zásob materiálu, nedokončené výroby a hotových výrobků),

2. rozhodování o optimální formě krátkodobého kapitálu, např. o možnostech využití obchodních úvěrů, různých variant krátkodobých finančních rezerv apod.,
3. rozhodování o způsobu ochrany proti různým formám rizika vyplývajícího z pohybu cen, úrokových sazeb, devizových kursů a ovlivňujícího finanční výsledky podniku (finanční termínové kontrakty, opční operace, swapové operace aj.).

Je zřejmé, že finanční rozhodnutí krátkodobého charakteru jsou v zásadě výrazně ovlivněna dlouhodobým finančním rozhodováním.



*Řízení podnikových financí úzce souvisí se situací na finančních trzích. V další části kapitoly budete seznámeni s úlohou úrokové míry, která je dána finančními trhy a významně ovlivňuje investiční rozhodování podniku a jeho financování.*



### 1.3 Finanční trhy a podnikové finance

Finanční rozhodování podnikatelských subjektů je výrazně ovlivněno situací na finančním trhu. Finanční trh určuje cenu, za kterou může podnik získat různé druhy externích finančních zdrojů a tím ovlivňuje rozhodování o kapitálové struktuře podniku. Z finančního trhu vyplývá výnos, který podnik může získat investováním volných peněžních prostředků. Podniky tedy vystupují na finančním trhu jednak na straně poptávky a jednak na straně nabídky. Finanční trh jako celek je determinován úrokovou mírou, která představuje cenu peněz. Úroková míra dává tedy do rovnováhy nabídku a poptávku po penězích a současně zaručuje rozdělení zápůjčního kapitálu tak, že všeobecně směřuje disponibilní prostředky pro investiční projekty s nejvyšší očekávanou návratností (40).

Úroková míra představuje cenu peněz

Základem každé úrokové míry je bezriziková úroková míra

Úroková míra není v ekonomice pouze jedna. Komponentem všech úrokových měř je tzv. bezriziková úroková míra. Ta představuje návratnost, spojenou pro investora s malým, nebo žádným rizikem finanční ztráty a reprezentující náklady ušlé příležitosti z držení peněz ležících ladem. Nejvíce se této úrokové míře přibližují úrokové míry státních dluhopisů. Odlišnost úrokových sazeb u



jednotlivých druhů cenných papírů nebo úvěrů od bezrizikové úrokové sazby je potom ovlivněna dalšími faktory, ke kterým patří: splatnost cenného papíru nebo úvěru, riziko insolventnosti, riziko ze stáhnutí cenného papíru před termínem jeho splatnosti, likvidita cenného papíru, daně, konvertibilita cenného papíru (2, 4, 41).

Finanční rozhodování podniku je spojeno s oběma hlavními složkami finančního trhu:

- s peněžním trhem, kde se obchoduje s krátkodobými finančními instrumenty
- s kapitálovým trhem.

Velikost rozsahu, do jakého podniky spoléhají na peněžní a kapitálové trhy, je ovlivňována mnoha faktory, jako jsou (41):

- podmínky ekonomiky, zejména poptávka po zboží a službách. Rozvíjející se ekonomika má vliv na růst prodeje. Růst prodeje podporuje půjčování peněz na rozšiřování zásob nebo k nákupu nového zařízení. V období ekonomické recese je tomu naopak.
- úvěrová dostupnost a úrokové sazby. Rostoucí úrokové sazby snižují podnikové výpůjčky a výdaje, na druhou stranu klesající úrokové sazby mohou stimulovat investice financované dlouhodobým kapitálem.

Podnik na finančních trzích může získat peněžní prostředky dvojím způsobem:

- 1) pomocí úvěrů
- 2) pomocí emise a prodeje cenných papírů.

Jako součást finančních trhů bývá obvykle uváděn i trh devizový a trh drahých kovů (44). Na světových finančních trzích se intenzivně prosazují obchody s finančními deriváty, které se orientují na ochranu podniků před riziky změn cen, kursů, úroků a na spekulativní obchody.



**SHRNUTÍ:**

1. Úkolem finančního řízení podniku je poskytovat přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku, analyzovat vývoj a plánovat financování hospodářských aktivit podniku.
2. V tržní ekonomice se za základní finanční cíl podniku považuje dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty.
3. Rozhodujícími dílčími cíli podniku jsou trvalá finanční rovnováha a trvalý dostatečně vysoký výsledek hospodaření.
4. Finanční rozhodování podniku charakterizujeme jako proces výběru optimální varianty získávání podnikového kapitálu a jeho užití z hlediska základních finančních cílů podnikání, s přihlédnutím k různým omezujícím podmínkám.
5. Finanční trh jako celek je determinován úrokovou mírou, která představuje cenu peněz.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** finanční řízení, základní finanční cíl podniku, dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty, trvalá finanční rovnováha, finanční rozhodování, krátkodobé a dlouhodobé finanční rozhodování, finanční trh, úroková míra, bezriziková úroková míra.



**OTÁZKY:**

- 1) Jaký je úkol finančního řízení?
- 2) Uveďte, co se v tržní ekonomice považuje za základní finanční cíl podniku.
- 3) Na čem závisí růst tržní ceny podniku?
- 4) Co řadíme mezi hlavní oblasti finančního managementu?

- 5) Jaké jsou jednotlivé kroky rozhodovacího procesu?
  
- 6) Charakterizujte finanční rozhodování podniku a jeho nejvýznamnější typy v oblasti financování podniku.
  
- 7) Co zahrnujeme do dlouhodobého a krátkodobého finančního rozhodování a kdo je v podniku zodpovědný za přijímání těchto rozhodnutí?

**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**



**Doplňte následující výroky:**

1. V tržní ekonomice se za základní finanční cíl podniku považuje .....
2. Cenu peněz představuje .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. V tržní ekonomice se za základní finanční cíl podniku považuje maximalizace zisku.  P /  N
  
2. Úroková míra, představující návratnost, spojenou pro investora s malým, nebo žádným rizikem finanční ztráty a reprezentující náklady ušlé příležitosti z držení peněz ležících ladem, se nazývá nízká úroková míra.  P /  N
  
3. Cenu peněz představuje úroková míra.  P /  N
  
4. Krátkodobé finanční rozhodování je riskantnější v porovnání s dlouhodobým, projevuje se zde výrazně vliv času a jeho změny jsou hůře realizovatelné.  P /  N

**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

peněžní trh

úroková míra

základní finanční cíl

dlouhodobá maximalizace zisku

cena peněz

dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty podniku

dílčí finanční cíl

krátkodobé finanční instrumenty

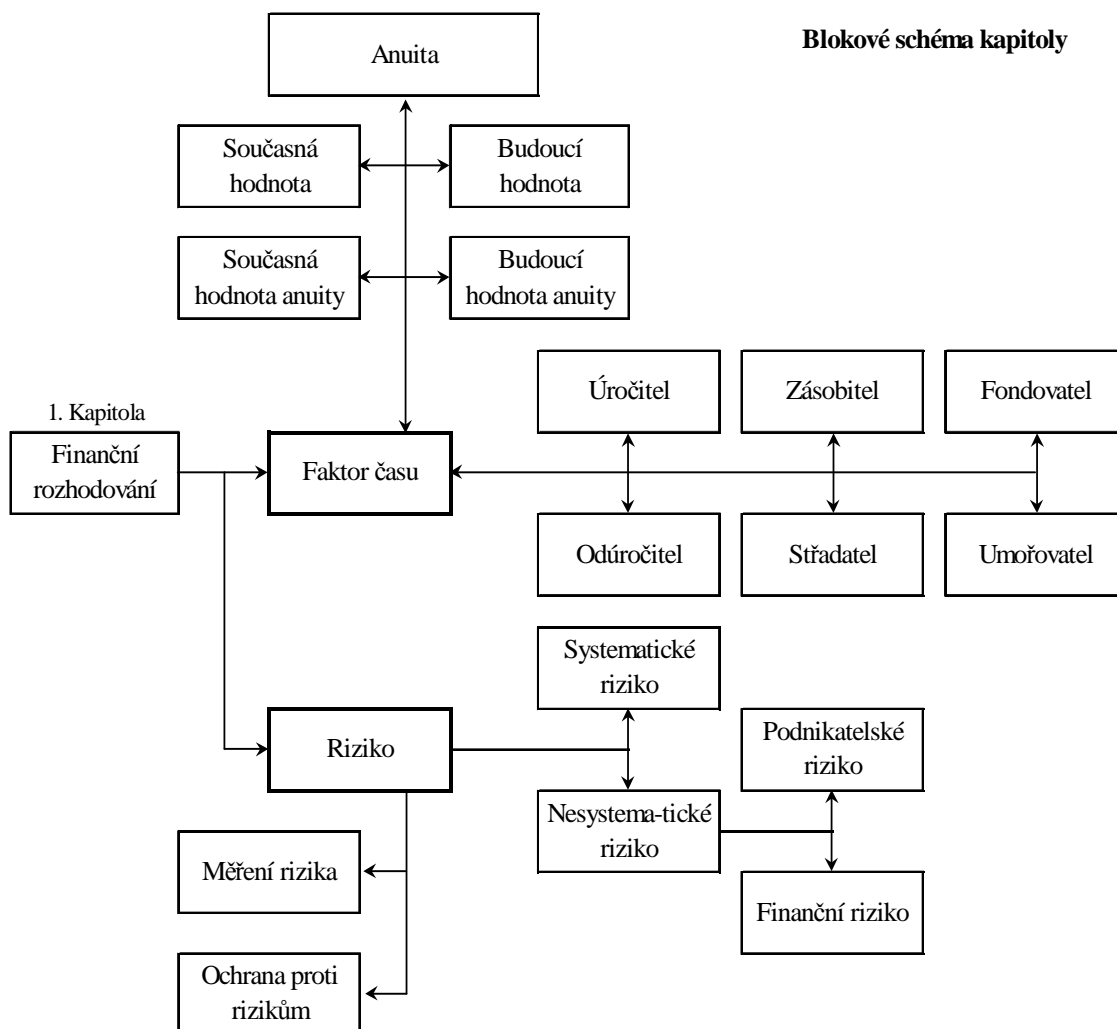
**Poznámky k 1. kapitole:**

## 2 Časová hodnota peněz a riziko ve finančním rozhodování

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ respektovat faktor času při finančním rozhodování
- ✓ definovat současnou hodnotu a budoucí hodnotu
- ✓ použít při výpočtu časové hodnoty peněz úročitel, odúročitel, střadatel, zásobitel, fondovatel a umořovatel
- ✓ definovat pojmy anuita, odložená anuita, perpetuita, ...
- ✓ definovat riziko
- ✓ rozlišovat rizika systematická a nesystematická
- ✓ popsat způsoby, jak se chránit proti rizikům a jak je měřit
- ✓ určit vztah mezi výnosností investice a rizikem





*Tato kapitola se bude zabývat časovou hodnotou peněz a vztahu rizika a výnosu. Asi každému z Vás je intuitivně jasné, že peníze, které dostanete dnes mají vyšší hodnotu než peníze obdržené v budoucnosti. Rovněž tak asi tušíte, že mezi výnosem a rizikem je negativní vzájemný vztah. 1. část této kapitoly se Vám pokusí objasnit zázemí časové hodnoty peněz a zároveň budete mít příležitost aplikovat své teoretické poznatky na řadě praktických příkladů.*

## 2.1 Časová hodnota peněz ve finančním rozhodování podniku



**Koruna dnes má větší hodnotu než koruna zítra**

Finanční rozhodování podniku, zejména rozhodování dlouhodobého charakteru, je **ovlivněno časem**. Peněžní prostředky, které má podnik k dispozici okamžitě, nejsou ekvivalentní se stejnými peněžními prostředky, které získá v budoucnosti. Peníze, se kterými podnik disponuje v současnosti, mají pro něho větší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti. Je tomu tak proto, že současné peněžní prostředky může podnik finančně investovat a získávat tak úrokové výnosy. Proto při finančním rozhodování je třeba respektovat faktor času.

Přehled důležitých výpočtů časové hodnoty peněz je uveden v tab. 2-1.

Počítáme	Známe	Použijeme faktor	Vzorec
Budoucí hodnotu částky	Současnou hodnotu částky	Úročitel	$BH = SH (1 + i)^n$
Současnou hodnotu částky	Budoucí hodnotu částky	Odúročitel	$SH = \frac{BH}{(1 + i)^n}$
Budoucí hodnotu anuity	Anuitu	Střadatel	$BH = A \times \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$
Současnou hodnotu anuity	Anuitu	Zásobitel	$SH = A \times \frac{(1 + i)^n - 1}{i \times (1 + i)^n}$
Anuitu	Budoucí hodnotu anuity	Fondovatel	$A = BH \times \frac{i}{(1 + i)^n - 1}$
Anuitu	Současnou hodnotu anuity	Umořovatel	$A = U \frac{i \times (1 + i)^n}{(1 + i)^n - 1}$

Vysvětlivky: SH = současná hodnota peněz      BH = budoucí hodnota peněz  
i = úroková míra      U = poskytnutý úvěr  
n = počet období úročení

Tab. 2-1 Přehled výpočtů časové hodnoty peněz

## 2. Časová hodnota peněz a riziko ve finančním rozhodování

Faktor času se uplatňuje zejména:

- při rozhodování o investicích
- při kalkulaci výhodnosti jednotlivých zdrojů financování majetku
- při stanovení tržní hodnoty majetku firmy.

*Uvedme si příklady. Přesnost výsledků je závislá na zaokrouhlování, proto může dojít k malým rozdílům ve výsledcích.*

### **PŘÍKLAD 2-1: Výpočet budoucí hodnoty použitím ÚROČITELE**

#### **Zadání:**

Podnik vloží do banky 500 000 Kč na dobu 2 let při úrokové sazbě 5 % p.a. (po zdanění). Jakou výši peněz obdrží podnik v den splatnosti vkladu po 2 letech, pokud je úrok připisován vždy na konci roku? Jakou výši peněz by obdržel, pokud by byl vklad úročen např. čtvrtletně?

#### **Metodický postup:**

Budoucí hodnota jednorázového vkladu při složeném úrokování znamená, že úrok se počítá nejen z vkladu, ale i ze všech úroků připsaných k vkladu za jednotlivá ukončená období. Její velikost se určí pomocí úročitele:  $BH = SH \cdot (1 + i)^n$ , kde

BH = budoucí hodnota vkladu,

SH = velikost současného vkladu,

i = úroková míra,

n = počet období (let, měsíců, ...), ve kterých se vklad úročí.

#### **Řešení:**

roční úročení:  $BH = 500.000 \cdot (1 + 0,05)^2 = 551\,250\,Kč$

čtvrtletní úročení:  $BH = 500.000 \cdot (1 + 0,05/4)^8 = 552\,243\,Kč$



### **PŘÍKLAD 2-2: Výpočet současné hodnoty použitím ODÚROČITELE**

#### **Příklad:**

Stavební firma se dohodla s odběratelem, že mu dodá stavební práce za 20 mil. Kč na dvouletý úvěr. Odběratel zaplatí směnkou. Dodavatel potřebuje okamžitě peníze a proto směnku ihned eskontuje u banky. Banka požaduje při eskontu úrokovou sazbu 7 % p.a. Kolik zaplatí banka stavební firmě za směnku při okamžitém eskontu?

#### **Metodický postup:**

Současná hodnota peněz vyjadřuje dnešní hodnotu příjmu, který podnik dostane v budoucnu. Vypočte se pomocí odúročitele:  $SH = BH \cdot 1/(1 + i)^n$

#### **Řešení:**

$SH = 20\,000\,000 \cdot 1/(1 + 0,07)^2 = 17\,468\,775\,Kč$





### **PŘÍKLAD 2-3: Výpočet budoucí hodnoty anuity použitím STRÁDATELE**

#### **Zadání:**

Podnik pravidelně na konci měsíce převádí na termínovaný účet 300 tis. Kč. Účet je úročen sazbou 6,5 % p.a. (po zdanění). Kolik peněz bude mít podnik na tomto účtu za dva roky?

#### **Metodický postup:**

Budoucí hodnota anuity je určována pomocí střadatele - kvantifikuje se tak konečná hodnota pravidelných vkladů včetně úroků za určité období. Předpokládá se přitom, že se pravidelné vklady ukládají na konci období.

$$BH = A \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

kde A = částka pravidelných plateb (anuita).

V případě, že jsou peníze ukládány na začátku období, je nutné výslednou hodnotu vynásobit (1+i).

#### **Řešení:**

$$BH = 300000 \times \frac{(1 + 0,065/12)^{24} - 1}{0,065/12} = 7\ 666\ 833\ \text{Kč}$$



### **PŘÍKLAD 2-4: Výpočet současné hodnoty pomocí ZÁSOBITELE**

#### **Zadání:**

Podnik plánuje pronájem kanceláří, které má ve svém vlastnictví, na 4 roky. Nájemné ve výši 80 000 Kč bude nájemcem placeno vždy na začátku čtvrtletí. Jaká je současná hodnota těchto příjmů pro podnik? Pokud by podnik peníze, které váže v kancelářích investoval, obdržel by výnos (při podobném riziku) 9 % p.a.

#### **Metodický postup:**

Současná hodnota anuity (také současná hodnota pravidelných budoucích výnosů) je určována pomocí zásobitele:

$$SH = A \times \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

kde A = pravidelný výnos.

V případě, že jsou peníze přijímány na začátku období, je nutné výslednou hodnotu vynásobit (1+i).

#### **Řešení:**

$$BH = 80000 \times \frac{(1 + 0,09/4)^{16} - 1}{0,09/4 \times (1 + 0,09/4)^{16}} \times (1 + 0,09/4) = 1\ 088\ 973\ \text{Kč}$$



**PŘÍKLAD 2-5: Určení anuity pomocí FONDOVATELE**

**Zadání:**

V rámci kapitálového rozpočtu podnik předpokládá, že do konce tří let musí nashromáždit na účtu v bance částku 30 mil. Kč. Banka poskytuje úrok z dlouhodobých vkladů 4,5 % p.a. (po zdanění). Kolik peněz musí podnik koncem každého měsíce uložit, aby výše uvedenou částku během tří let nashromáždil? Pokud by podnik ukládal peníze na začátku každého měsíce, kolik by musel pravidelně uložit?

**Metodický postup:**

Pomocí fondovatele se stanoví hodnota pravidelných vkladů koncem každého období, zajišťující požadovanou konečnou hodnotu. V případě, že jsou peníze ukládány na začátku období, je nutné výslednou hodnotu podělit (1+i).

$$A = BH \times \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

**Řešení:**

na konci měsíce:  $A = 30\,000\,000 \times \frac{0,045/12}{(1+0,045/12)^{36} - 1} = 779\,908 \text{ Kč}$

na začátku měsíce:  $A = 779\,908 / (1+0,045/12) = 776\,994 \text{ Kč}$



**PŘÍKLAD 2-6: Výpočet anuity pomocí UMOŘOVATELE**

**Zadání:**

Podnik si vypůjčil na realizaci investičního záměru od banky 55 mil. Kč. Banka požaduje splácení úvěru 4 roky (čtvrtletní anuitní splácení) při úrokové sazbě 12 % p.a. Kolik musí podnik pravidelně platit koncem každého čtvrtletí, aby uhradil splátku úvěru (jistinu) a úrokovou platbu?

**Metodický postup:**

Anuitní splácení úvěru a placení úrokových plateb se dá kvantifikovat pomocí umořovatele:

$$A = U \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

kde A = pravidelná splátka úvěru a úroků,

U = poskytnutý úvěr.

**Řešení:**

$$A = 55\,000\,000 \times \frac{0,12/4 \times (1+0,12/4)^{16}}{(1+0,12/4)^{16} - 1} = 4\,378\,597 \text{ Kč}$$



Dalšími typy peněžních proudů mohou být:

- a) perpetuita (věčná anuita)
- b) nestejné peněžní proudy
- c) odložená anuita.

**Perpetuita** je neomezená anuita. Jde o stejné peněžní příjmy po nekonečnou dobu. Současná hodnota perpetuity se určí podle vzorce:

$$P = \frac{A_n}{i}, \text{ kde} \quad (2.1)$$

P = současná hodnota perpetuity

$A_n$  = výše věčné anuity

i = úroková míra



#### **PŘÍKLAD 2-7: Výpočet PERPETUITY**

**Zadání:** Podnik Vám nabízí 2 varianty odstupného:

- a) jednorázové odstupné ve výši 100 000 Kč
- b) nesplatnou obligaci, která přináší pravidelný roční úrok ve výši 3 000 Kč

Pro kterou variantu se rozhodnete, uvažujete-li s úrokovou mírou z dlouhodobých vkladů 5 % ?

#### **Řešení:**

Abychom mohli obě varianty porovnávat, je potřeba určit jejich současnou hodnotu.

U 1. alternativy není třeba provádět žádný propočít, jelikož SH = 100.000 Kč.

U 2. alternativy, ve které se opakují stejné peněžní příjmy po nekonečnou dobu – jedná se tedy o perpetuitu – je třeba je převést na SH pomocí vztahu 2.1:

$$P = \frac{A_n}{i} = \frac{3\,000}{0,05} = 60\,000 \text{ Kč}$$

Výhodnější je 1.alternativa – tzn. přijetí jednorázového odstupného 100.000 Kč.



#### **Problém k zamýšlení 2-1:**

Zkuste si sami spočítat:

- a) při jaké úrokové míře by byly obě varianty stejně výhodné?
- b) jak vysoký by musel být úrok v Kč (při stejné úrokové míře jako v zadání), aby pro Vás byla výhodnější 2. alternativa – tzv. věčné renty?

## 2. Časová hodnota peněz a riziko ve finančním rozhodování

Současná hodnota *nestejných peněžních toků* v jednotlivých letech se vypočítá podle následujícího vztahu:

$$S = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t}, \text{ kde} \quad (2.2)$$

$P_t$  = peněžní příjmy v jednotlivých letech

$t$  = jednotlivá léta

$n$  = počet let celkem

$i$  = úroková míra

### **PŘÍKLAD 2-8: Výpočet současné hodnoty NESTEJNÝCH FINANČNÍCH TOKŮ**

#### **Zadání:**

Podnik stojí před rozhodnutím, jestli investovat peníze do nákupu nemovitosti, která na trhu stojí 2 mil. Kč nebo zvolit jiný způsob investování s výnosností 10 % p.a. Očekává, že pokud nemovitost pronajme může na konci prvního roku očekávat výnos z pronájmu 100 000 Kč a každý další rok o 5 % vyšší. Po třech letech zamýšlí nemovitost prodat a protože se očekává růst cen nemovitostí, plánuje prodejní cenu ve výši 2,3 mil. Kč. Je výhodné peníze investovat do nákupu nemovitosti?

#### **Řešení:**

$$SH = \frac{100000}{(1+0,1)^1} + \frac{105000}{(1+0,1)^2} + \frac{110250 + 2300000}{(1+0,1)^3} = 1988230\text{Kč}$$

Současná hodnota budoucích příjmů nedosahuje výše ceny nemovitosti na trhu při požadované výnosnosti 10 %. Je proto pro podnik nevýhodné do ní investovat.



**Odložená anuita** je situace, kdy se anuitní platby uskutečňují až po uplynutí několika let od současnosti.

Doposud jsme při zohledňování faktoru času vycházeli z toho, že se úročí jednou ročně. Pokud však banka připisuje úroky několikrát za rok a nominální úroková sazba je  $i_n$  %, potom skutečná roční sazba logicky musí být vyšší. Označme si tuto sazbu jako **efektivní roční sazbu**  $i_{ef}$  a pokusme se ji odvodit. Snažíme se najít takovou roční sazbu  $i_{ef}$ , která nás dovede ke stejnému výsledku jako nominální sazba, se kterou jsme úročili několikrát ročně ( $i_n$ ). Můžeme tedy zapsat, že:

$$\left(1 + \frac{i_n}{m}\right)^m = (1 + i_{ef})$$

Ted' už nám zbývá jen vyjádřit si z této rovnice  $i_{ef}$  a efektivní úrokovou sazbu vypočítáme následovně:

$$i_{ef} = \left(1 + \frac{i_n}{m}\right)^m - 1, \text{ kde} \quad (2.3)$$

$i_{ef}$  – efektivní úroková míra

$i_n$  – nominální úroková míra

$m$  – počet intervalů zúročení během roku



### **PŘÍKLAD 2-9: Výpočet EFEKTIVNÍ ÚROKOVÉ MÍRY**

#### **Zadání:**

Vezměme zadání z příkladu 2-2 (strana 23), kdy podnik vloží do banky 500 000 Kč na dobu 2 let při úrokové sazbě 5 % p.a.. Počítali jsme, jakou výši peněz obdrží podnik v den splatnosti vkladu po 2 letech, pokud je úrok připisován 1x ročně a pro případ, kdy je úročen čtvrtletně (4x ročně). Jaká je efektivní úroková míra, úročíme-li čtvrtletně?

#### **Metodický postup:**

V tomto příkladu jsme zjistili, že v případě, kdy je vklad úročen čtvrtletně, bude vyplacena částka vyšší než v případě, kdy je vklad úročen jen 1x ročně. Z uvedeného vyplývá, že při častějším úrokování bude efektivní úroková sazba vyšší než v zadání uvedená úroková sazba 5 %.

#### **Řešení:**

Dosadíme do vztahu 2.3

$$i_{ef} = \left(1 + \frac{0,05}{4}\right)^4 - 1$$

$$i_{ef} = 0,050945$$

Efektivní roční úroková sazba je 5,09 %.

Při řešení rozhodovacích případů je důležité zohlednit inflaci. Pokud je potřeba přepočítat nominální úrokovou míru na *reálnou úrokovou míru*, postupuje se podle následujícího vztahu:

$$i_r = \frac{1 + i_n}{1 + K} - 1, \text{ kde } K \text{ je míra inflace} \quad (2.4)$$

**PŘÍKLAD 2-10: Výpočet REÁLNÉ ÚROKOVÉ MÍRY**

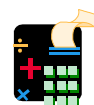
**Zadání:**

Určete reálnou hodnotu vkladu 100 000 Kč, který hodláme uložit po dobu 1 roku na termínovaný účet s nominální úrokovou sazbou 5 % a počítáme s inflací 3 %. Výsledek se pokuste interpretovat.

**Řešení:**

$$i_r = \frac{1 + i_n}{1 + K} - 1 = \frac{1 + 0,05}{1 + 0,03} - 1 = 0,01942 = 1,942\%$$

Za rok fyzicky obdržíme 105 000 Kč, jejich reálná hodnota však bude jen 101 942 Kč.



**Problém k zamyšlení 2-2:**

Zkuste si sami vypočítat, jaká by byla reálná hodnota vkladu, kdybychom vzali v úvahu daň z úroků ve výši 15 %? Výsledek opět interpretujte.



*V další části kapitoly se seznámíte s různým pojetím a druhy rizik. Riziko je součástí života podniku a je nutné umět příčiny rizika identifikovat, měřit jeho vliv na podnikatelské výsledky a znát způsoby ochrany proti rizikům.*

## 2.2 Riziko ve finančním rozhodování

### 2.2.1 Pojetí a různé druhy rizik

Hospodaření podniku je spojeno s celou řadou rizik. **Riziko** můžeme definovat obecně jako možnost, že dosažené výsledky se odchylují od předpokladů.

#### 2.2.1.1 Rizika systematická a nesystematická

Důležité je rozlišování rizik **systematických** (tržních), která vznikají v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí a rizik **nesystematických** (jedinečných), která jsou specifická pro jednotlivé obory, firmy, projekty.



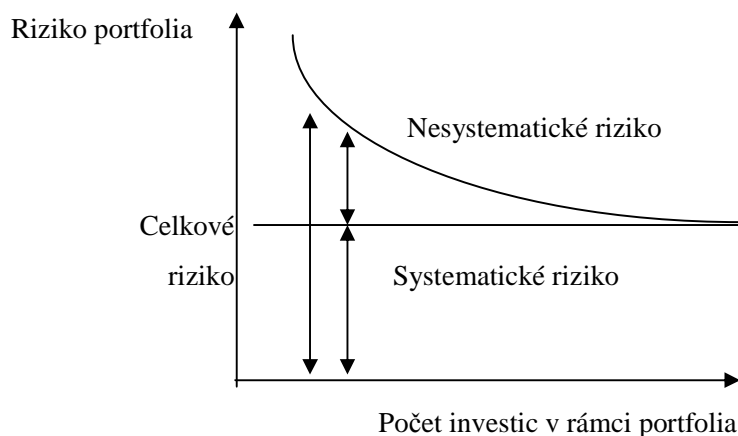
**Bezpečná koruna má větší hodnotu než riziková koruna**

**Rizika mají různý charakter**

Ne každé riziko lze snižovat diverzifikací

Diverzifikace znamená rozčlenění, různorodost, pestrost.

Diverzifikací investic pomocí vytváření portfolia lze snižovat pouze tzv. *nesystematické* riziko. Toto riziko není stejné pro každou investici. Vedle jedinečného rizika však existuje riziko *tržní* (*systematické*). Spočívá v nebezpečí, které se prolíná celou ekonomikou, ohrožuje všechny investory stejně (viz obr. 2-1).



Obr. 2-1 Riziko portfolia

### 2.2.1.2 Podnikatelské riziko

Podnikatelské riziko můžeme definovat jako možnost, že dosažené výsledky podnikání se budou příznivě nebo nepříznivě odchylovat od předpokládaných výsledků. Podnikatelské riziko firmy vzniká v důsledku proměnlivosti hospodářských výsledků za určité období. Je ovlivněno mnoha faktory, zejména proměnlivostí tržeb a nákladů, postavením firmy na trhu, atd.

Podnikatelské riziko vzniká z různých důvodů

Příčiny vzniku podnikatelských rizik mohou být velmi různorodé: *objektivní* (nezávislé na činnosti podniku), *subjektivní* (zaviněné činností managementu či zaměstnanců), *provozní* (havárie), *inovační* (nové výrobky), *investiční* (koupě neznámé techniky).

### 2.2.1.3 Finanční riziko

Finanční riziko se chápe jako dodatečná proměnlivost podnikových výnosů na akcii, vyplývající z užívání těch forem financování, které si vynucují fixní platby, bez ohledu na vývoj finanční situace podniku (např. splátky úvěru, obligací, stálá dividenda z prioritních akcií, leasingové splátky). Jestliže podíl těchto forem financování stoupá, stoupá také riziko platebních obtíží.

Finanční riziko je spojeno se způsobem financování podniku

**Problém k zamyšlení 2-3:**

Je pro podnik, který podléhá vysokému podnikatelskému riziku vhodné vysoké zadlužení? Vysvětlete svou odpověď.



**2.2.2 Ochrana proti rizikům a riziková politika**

Důsledky rizika mohou být pro podnikatelský subjekt velmi významné. Proti negativním důsledkům rizika by měl podnik uskutečňovat určitou rizikovou politiku. Ta spočívá především v identifikaci příčin rizika, měření jeho stupně, kvantifikaci vlivu rizika na podnikatelské výsledky a v ochraně proti rizikům.

Ochrana proti rizikům se může realizovat velmi různorodými způsoby, například *vymezením* rizikových hranic (např. hranice možného poklesu prodejní ceny), *diversifikací* rizika (např. rozšířením sortimentu výroby, prodeje), *transferem* rizika na jiné subjekty (např. dodavatele, leasingovou společnost, pojišťovnu), *tvorbou rezerv* všeho druhu, aj. (40).

Existuje více způsobů, jak riziko omezovat

Ochrana proti riziku má však nejen pozitivní důsledky, ale znamená i růst některých nákladů (např. pojistné), ev. vznik sekundárních rizik (např. tvorba pojistných zásob může vést k jejich znehodnocení v důsledku dlouhodobějšího skladování).

**2.2.3 Měření rizika**

Riziko, definované jako možnost odchylek dosažených výsledků od očekávaných, lze stanovit pomocí pravděpodobnosti. Pravděpodobnost vyjadřuje možnost vzniku určité události.

Pro účinné řízení rizika je nutné znát způsoby jeho měření

Jestliže je pravděpodobnost finančních událostí odvozena z minulých údajů, mluvíme o *objektivním měření pravděpodobnosti*. Je založeno na dlouhodobém pozorování finančních událostí a předpokládá, že pravděpodobnost jejich výskytu bude v budoucnosti stejná.

*Subjektivní měření pravděpodobnosti* finančních událostí je založeno na odborném odhadu a mínění specialistů v dané oblasti. I takto subjektivně určená pravděpodobnost je pro finanční rozhodování velmi užitečná.

Na základě stanovené pravděpodobnosti jednotlivých finančních událostí je možno určit průměrnou očekávanou hodnotu všech možných variant událostí.

#### **2.2.4 Vztah mezi výnosností investice a rizikem**

*Čím je stupeň nejistoty (rizika) dosažení očekávaných peněžních toků vyšší, tím je bezpečnost investice nižší a investor požaduje vyšší výnosnost.*

Požadovaná výnosnost je výnosnost (úroková míra), kterou investor požaduje jako kompenzaci za odložení spotřeby a podstoupení rizika. Spolu s předpokládaným peněžním tokem z investice je faktorem, který určuje efektivnost investičních projektů. Determinuje náklady kapitálu podniku a tržní cenu cenných papírů.

Požadovaná výnosnost = bezriziková výnosnost + riziková prémie (obr.2-1)

*Bezriziková výnosnost* je výnosem takových investic, které nepřinášejí žádná, event. jen minimální rizika (investice do státních dluhopisů). Bezriziková výnosnost v sobě zahrnuje dva prvky:

- reálnou výnosnost
- míru inflace

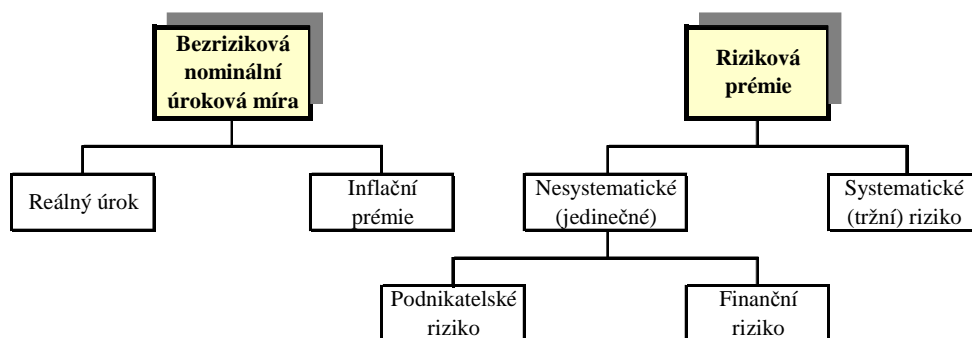
*Riziková prémie* je tvořena:

- premií za splatnost
- premií za likviditu
- premií za možnost nesplacení dluhu
- premií za podnikatelské a finanční riziko a s tím spojenou možností nesplacení dluhu



## 2. Časová hodnota peněz a riziko ve finančním rozhodování

---



Obr.2-2 Složení úrokové míry (25)



**SHRNUTÍ:**

- 1) Finanční rozhodování podniku, zejména rozhodování dlouhodobého charakteru, je ovlivněno časem. Peníze, se kterými podnik disponuje v současnosti, mají pro něho větší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti.
- 2) Efektivní úroková sazba je míra výnosu, kterou vyplácí aktivum na roční bázi.
- 3) Riziko můžeme definovat obecně jako možnost, že dosažené výsledky se odchylují od předpokladů.
- 4) Rizika systematická (tržní) vznikají v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí a rizika nesystematická jsou specifická pro jednotlivé obory, firmy, projekty. Systematická rizika nelze snižovat diverzifikací, nesystematická ano.
- 5) Čím je stupeň nejistoty (rizika) dosažení očekávaných peněžních toků vyšší, tím je bezpečnost investice nižší a investor požaduje vyšší výnosnost.
- 6) Požadovaná výnosnost je výnosnost (úroková míra), kterou investor požaduje jako kompenzaci za odložení spotřeby a podstoupení rizika. Požadovaná výnosnost = bezriziková výnosnost + riziková prémie.
- 7) Bezriziková výnosnost je výnosem takových investic, které nepřinášejí žádná, event. jen minimální rizika (investice do státních dluhopisů).
- 8) Riziková prémie je tvořena premií za splatnost, premií za likviditu, premií za možnost nesplacení dluhu a premií za podnikatelské a finanční riziko a s tím spojenou možností nesplacení dluhu.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** faktor času, současná hodnota, budoucí hodnota, úročitel, odúročitel, střadatel, zásobitel, fondovatel, umořovatel, anuita, perpetuita (věčná anuita), nestejně peněžní proudy, odložená anuita, systematické a nesystematické riziko, podnikatelské riziko, finanční riziko, diverzifikace rizika, požadovaná výnosnost, bezriziková úroková míra, rizikové přírážky.



**OTÁZKY:**

- 1) Proč je nezbytné ve finančním rozhodování podniku respektovat faktor času?
- 2) Vysvětlete pojmy systematické a nesystematické riziko.

## 2. Časová hodnota peněz a riziko ve finančním rozhodování

---

- 3) Proč nelze systematické riziko snižovat diverzifikací v rámci jedné ekonomiky?
  
- 4) Charakterizujte podnikatelské riziko, příčiny jeho vzniku a způsoby ochrany proti němu.
  
- 5) Jaký vliv má na výši finančního rizika zadluženost podniku?
  
- 6) Jaký je vztah mezi rizikem a požadovanou výnosností investice?
  
- 7) Definujte pojem požadovaná výnosnost.

### SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:

#### Doplňte následující výroky:

1. Věčný výnos nazýváme .....
2. Stejně peněžní příjmy po určitou, přesně definovanou dobu vyjadřuje .....



#### Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.

1. S nižší úrokovou mírou hodnota perpetuity klesá. P / N
  
2. U perpetuity jde o stejné peněžní příjmy po určitou, přesně definovanou dobu. P / N
  
3. Peníze, se kterými podnik disponuje v současnosti, mají pro něho vyšší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti. P / N

4. Při finančním rozhodování není třeba brát v úvahu faktor času.  P /  N

5. Systematické riziko je způsobeno oborem podnikání.  P /  N

**Poznámky ke 2. kapitole**

### 3 Majetková a finanční struktura podniku. Výnosy, náklady a výsledek hospodaření. Cash flow

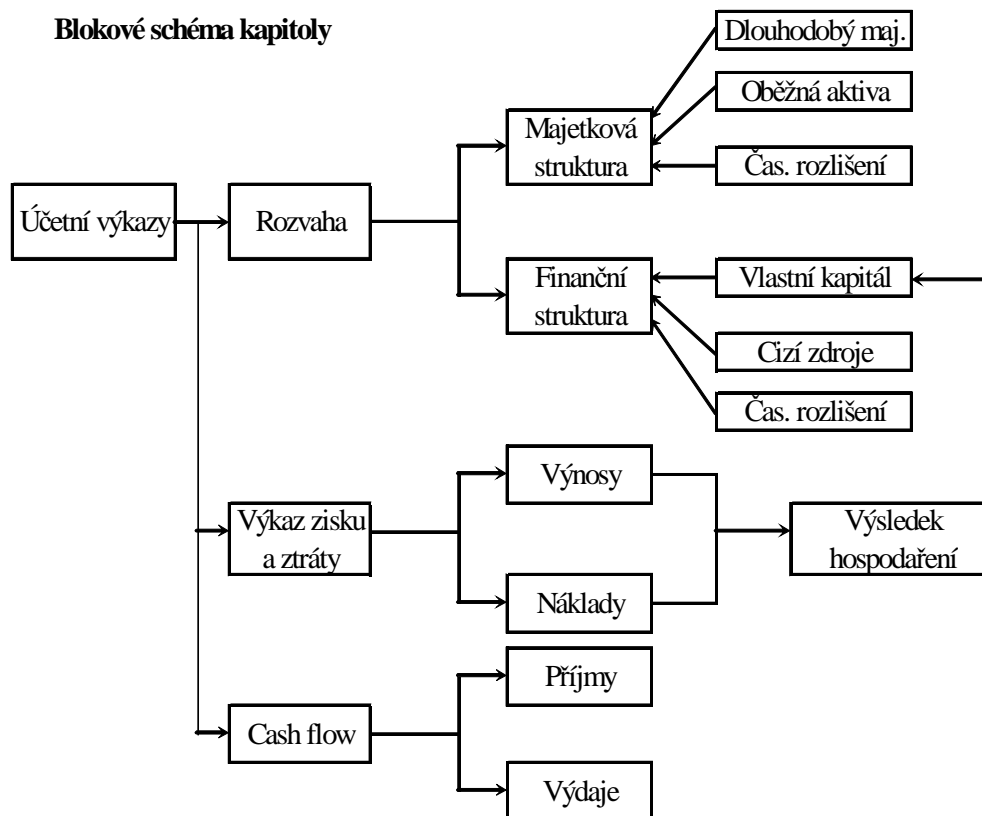
**CÍLE:**

**Na konci této kapitoly budete umět:**

- ✓ charakterizovat majetkovou strukturu a znát její obsah
- ✓ určit faktory ovlivňující majetkovou strukturu
- ✓ charakterizovat finanční strukturu a znát její obsah
- ✓ určit faktory ovlivňující finanční strukturu
- ✓ vysvětlit pojem míra zadluženosti
- ✓ charakterizovat pojmy výnosy, náklady, výsledek hospodaření, obchodní marže, přidaná hodnota, ...
- ✓ definovat pojem cash flow a znát metody jeho sestavení



**Blokové schéma kapitoly**





*V první části kapitoly se seznámíte s pojmy majetková a finanční struktura a jejich obsahem. Zvláštní pozornost věnujte jednotlivým položkám těchto struktur a jejich umístění v rozvaze podniku, protože tyto znalosti jsou nezbytnou podmínkou pro úspěšné zvládnutí dalších kapitol (především 4. a 11. kapitoly - finanční analýza a finanční plánování).*



Pohled na majetkovou a finanční strukturu podniku poskytuje **bilance (rozvaha)** podniku. Rozvaha na straně aktiv dává přehled o výši a struktuře majetku, na straně pasiv o způsobu financování tohoto majetku. Na straně pasiv je důležitá informace o výsledcích hospodaření podniku; tvorba výsledku hospodaření je zachycena ve **výkazu zisku a ztráty**. Výsledek hospodaření představuje rozdíl mezi výnosy a náklady bez ohledu na to, zda vznikají skutečně reálné peněžní příjmy nebo výdaje. Z tohoto důvodu je pro finanční řízení podniku, a to zejména z důvodu udržení jeho platební schopnosti, nutné sledovat tok peněžních prostředků – **cash flow**.

### 3.1 Majetková struktura podniku

Majetek (aktiva) rozdělujeme na:

- **dlouhodobý**, který slouží podniku dlouhou dobu, postupně se opotřebovává a tvoří podstatu majetkové struktury.
- **krátkodobý** (oběžný) majetek, který je v podniku přítomen v různých formách a je neustále v pohybu. Oběžný majetek se obrací velmi rychle. Čím rychleji se obrací, tím přináší větší zisk.

#### 3.1.1 Obsah majetkové struktury

Základním hlediskem členění aktiv je především doba jejich upotřebitelnosti, event. rychlost a obtížnost jejich konverze v peněžní prostředky (likvidnost), aby bylo možné uhradit splatné závazky (hledisko likvidity).

Majetkovou strukturu lze charakterizovat takto:

**1. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál**

**2. Dlouhodobý majetek**

- Dlouhodobý nehmotný majetek
- Dlouhodobý hmotný majetek
- Dlouhodobý finanční majetek

**3. Oběžná aktiva**

- Zásoby
- Dlouhodobé pohledávky
- Krátkodobé pohledávky
- Krátkodobý finanční majetek

**4. Časové rozlišení**

- Náklady příštích období
- Příjmy příštích období

*Pohledávky za upsaný vlastní kapitál* zachycují stav nesplacených akcií nebo podílů jako jednu z protipoložek základního kapitálu. Jsou to pohledávky za akcionáři.

*Dlouhodobý nehmotný majetek* zahrnuje zejména zřizovací výdaje, nehmotné výsledky výzkumné činnosti, software, různá ocenitelná práva (např. know-how, licence, autorská práva) a goodwill s dobou použitelnosti delší než 1 rok a od výše ocenění určené účetní jednotkou, a při splnění povinností stanovených zákonem, zejména respektováním principu významnosti a věrného a poctivého zobrazení majetku.

*Dlouhodobý hmotný majetek* tvoří pozemky, budovy, stavby, samostatné movité věci (stroje, dopravní prostředky) s dobou použitelnosti nad 1 rok a od výše ocenění určené účetní jednotkou; dále trvalé porosty, základní stádo aj.

*Dlouhodobý finanční majetek* je dlouhodobé povahy a zahrnuje nakoupené obligace, vkladové listy, termínové vklady, půjčky poskytnuté jiným podnikům aj. U úvěrových cenných papírů musí být splatnost delší než 1 rok. Paří sem i nemovitosti, které podnik nakoupí pro účely obchodování s nimi, pronajímání či uložení volných peněžních prostředků na dobu delší než 1 rok.

*Zásoby* představují skladovaný materiál, nedokončené výrobky, polotovary vlastní výroby, hotové výrobky vlastní výroby a zboží nakoupené k prodeji.

*Pohledávky* jsou tříděny z hlediska času (krátkodobé a dlouhodobé) a z hlediska účelu (pohledávky z obchodního styku, pohledávky ke společníkům ap.).

**Krátkodobý finanční majetek** zahrnuje CP obchodovatelné na peněžním trhu (např. státní pokladniční poukázky, krátkodobé obligace, směnky pořízené za účelem obchodování apod.). Umožňuje krátkodobé investování přebytečných peněžních prostředků a získání vyšších výnosů. Na druhé straně umožňuje zabezpečení rychlé likvidity podniku. Zahrnují se sem i tzv. vlastní akcie a vlastní dluhopisy, které může podnik dle obchodního zákoníku držet. Za součást krátkodobého finančního majetku jsou dále považovány *bankovní účty a peněžní prostředky v hotovosti*.

**Časové rozlišení** zachycuje zůstatky účtů časového rozlišení nákladů příštích období (např. předem placené nájemné) a příjmů příštích období (např. provedené a dosud nevyúčtované práce).



### **PŘÍKLAD 3-1: Určení VÝŠE OBĚŽNÉHO MAJETKU PODNIKU**

#### **Zadání:**

Stanovte výši oběžného majetku podniku, jestliže máte k dispozici tyto údaje:

a) dlouhodobé pohledávky za odběrateli	8 mil. Kč
b) peněžní prostředky	1,5 mil. Kč
c) akcie jiných podniků	15 mil. Kč
d) krátkodobé vklady v bance	3 mil. Kč
e) pohledávky za upsaný vlastní kapitál	7 mil. Kč
f) zásoby materiálu a hotových výrobků	55 mil. Kč
g) krátkodobé dluhopisy, které podnik nakoupil	5 mil. Kč
h) zůstatek nákladů příštích období	2 mil. Kč
i) krátkodobé pohledávky za odběrateli	44,5 mil. Kč
j) termínované vklady delší než 1 rok	4 mil. Kč

#### **Metodický postup:**

Pro oběžný majetek platí pravidla, že má krátkodobý charakter, v držení podniku je po dobu kratší než 1 rok a mění svou podobu, tzn. neustále je v pohybu. Z předcházejícího textu je zřejmé, že obsahuje zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

#### **Řešení:**

**výše oběžného majetku** = dlouhodobé pohledávky za odběrateli + peněžní prostředky + krátkodobé vklady v bance + zásoby materiálu a hotových výrobků + krátkodobé dluhopisy, které podnik nakoupil + krátkodobé pohledávky za odběrateli = 8 mil. + 1,5 mil. + 3 mil. + 55 mil. + 5 mil. + 44,5 mil. = **117 mil.**

*Pozn. Dlouhodobé pohledávky patří do OM, i když je u nich doba splatnosti delší než 1 rok.*



### 3.1.2 Faktory ovlivňující majetkovou strukturu

Při rozhodování o výši majetku musíme brát v úvahu zejména podnikový výkon (tržby), cenu majetku a stupeň využití majetku (44).

**Růst podnikových výkonů** zvyšuje požadavky na velikost majetku podniku při stejném stupni jeho využití a stejných cenách.

**Lepší (horší) využití majetku** (které se vyjadřuje jako poměr podnikových výkonů za určité období k průměrnému stavu majetku) snižuje (zvyšuje) potřebu tohoto majetku. Z toho důvodu ne každý růst výkonů musí nutně znamenat zvýšenou potřebu majetku podniku. Analýza stupně využití dosavadního majetku je proto významným předpokladem plánování celkové potřeby a dynamiky vývoje podnikového majetku v budoucnosti.

**Změna cen** působí na výši celkového majetku podniku přímo. Oceňování jednotlivých majetkových složek podniku je teoreticky a hlavně prakticky složitá záležitost, která významně ovlivňuje kvalitu účetních informací o finanční situaci a zisku podniku, závěry finanční analýzy i podnikové finanční plánování. Záměrné nadcenění majetku zvyšuje podnikový zisk. Naopak podceněním majetku lze zisk snižovat, a tím ovlivňovat základ zdanění, vytvářet skryté rezervy, které se neprojeví v bilanci. Podceňování majetku je tak možné využívat k utajování zisku před státem, ale i před konkurencí či před vlastními akcionáři (jestliže management chce omezit tlak na výplatu vyšších podílů na zisku). Výše uvedené skutečnosti vedou k tomu, že v systému finančního účetnictví a zdanění podniku je problematice oceňování podniku věnována velká pozornost.

**Problémem je ocenění jednotlivých druhů majetku**

Kromě stanovení přiměřené výše podnikového majetku a jeho ocenění je třeba ve finančním řízení podniku věnovat pozornost i jeho struktuře.

Majetková struktura podniku je velmi diferencovaná. Závisí především na *technické náročnosti výroby*, která ovlivňuje podíl dlouhodobého hmotného majetku. Technická náročnost výroby má za následek obvykle i vyšší podíl dlouhodobého nehmotného majetku ve formě patentů, licencí, know-how, softwaru.

Složení podnikového majetku je ovlivněno i *stupněm rozvinutosti peněžního a kapitálového trhu*.

Majetková struktura podniku je také silně závislá na *konkrétní ekonomické situaci podniku a orientaci jeho hospodářské politiky*. Některé podniky preferují

zvyšování rentability podnikání prostřednictvím růstu zisku na jednotku tržeb. To vede k tlaku na snižování nákladů zaváděním nové techniky a projevuje se v růstu podílu dlouhodobého majetku. Jiné prosazují politiku zvyšování rentability zejména prostřednictvím zrychlování obratu vloženého majetku i na úkor snížení rentability tržeb.

Snaha zajistit podíl oběžného majetku se projevuje i v tom, že dlouhodobý majetek podnik pronajímá pomocí leasingu, a tím dosahuje poklesu podílu dlouhodobého majetku.

Také politika zrychleného odepisování, kterou celá řada podniků provádí, znamená ve svém důsledku změnu struktury podnikového majetku ve prospěch majetku oběžného.

Musíme brát v úvahu také *likvidnost jednotlivých složek majetku*, která je předpokladem finanční rovnováhy podniku. Likvidnost majetku znamená, jak rychle je podnik schopen přeměnit tento majetek na peněžní prostředky. Logicky z toho vyplývá, že nejméně likvidní majetek je dlouhodobý majetek a nejlíkvidnějším majetkem jsou peníze.



### 3.2 Finanční struktura podniku

Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze které je financován majetek tohoto podniku. Ze statického hlediska je zachycena na straně pasiv rozvahy podniku, z dynamického hlediska finanční struktura ukazuje strukturu přírůstku podnikového kapitálu, ze kterého je financován přírůstek majetku.

### 3.2.1 Obsah finanční struktury

Finanční struktura zachycuje tyto položky:

<p><b>1. Vlastní kapitál</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Základní kapitál</li><li>- Kapitálové fondy</li><li>- Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</li><li>- Výsledek hospodaření minulých let</li><li>- Výsledek hospodaření běžného účetního období</li></ul> <p><b>2. Cizí zdroje</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Rezervy</li><li>- Dlouhodobé závazky</li><li>- Krátkodobé závazky</li><li>- Bankovní úvěry a výpomoci</li></ul> <p><b>3. Časové rozlišení</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Výdaje příštích období</li><li>- Výnosy příštích období</li></ul>
--

**Základní kapitál** představuje část vlastního kapitálu, která vzniká zejména při založení společnosti – jde o upsaný kapitál. V případě vykazování ztráty, která se neuhradí jinou formou (např. z rezervního fondu), dochází k vynucenému snížení základního kapitálu.

**Kapitálové fondy** představují externí kapitál, který podnik získal zvnějšku (nejde o cizí kapitál). Patří sem především emisní ážio; dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů či z vkladů společníků nezvyšující základní kapitál ap.

**Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku** jsou fondy tvořené interně ze zisku. Patří sem rezervní fond, tvořený v akciové společnosti povinně podle obchodního zákoníku, statutární fondy nebo fondy na základě vlastního rozhodnutí společnosti (např. sociální fond).

**Výsledek hospodaření minulých let** představuje část zisku, která nebyla použita do fondů či na výplatu podílu na zisku a převádí se do dalšího období.

**Výsledek hospodaření běžného účetního období** je tvořen ziskem, který byl dosažen jako rozdíl výnosů a nákladů a do rozvahy byl převzat z výkazu zisku a ztráty.

**Rezervní fondy jsou tvořeny ze zisku, rezervy na vrub nákladů**

**Rezervy** jsou tvořeny na vrub nákladů podniku (snižují vykazovaný zisk); představují částku peněz, kterou bude muset podnik v budoucnosti vydat – jde tedy o budoucí závazky (např. rezervy na opravy hmotného majetku). Povinné rezervy (upravené zákonem o rezervách) jsou odečitatelné pro účely zdanění zisku; ostatní nikoliv.

Jako **dlouhodobé závazky** vystupují ve finanční struktuře závazky z obchodního styku delší než 1 rok; patří sem i emitované obligace, dlouhodobé zálohy od odběratelů, dlouhodobé směnky k úhradě aj.

**Krátkodobé závazky** představují závazky vůči dodavatelům kratší než 1 rok, krátkodobé směnky k úhradě, krátkodobé zálohy od odběratelů. Patří sem i závazky vůči zaměstnancům, vůči institucím (např. sociálního zabezpečení), ke společníkům.

**Bankovní úvěry** zahrnují úvěry dlouhodobé (se splatností delší než 1 rok) a běžné úvěry krátkodobé, úvěry na eskontované směnky. Jako krátkodobé finanční výpomoci jsou chápány emitované krátkodobé obligace, komerční cenné papíry aj.

**Časové rozlišení** zachycuje zůstatky výdajů příštích období (např. nájemné placené pozadu) a zůstatky výnosů příštích období (např. předem přijaté nájemné, předplatné ap.).



### KONTROLNÍ TEST 3-1:

- 1) Jaký je rozdíl mezi kapitálovými fondy a fondy tvořenými ze zisku?
- 2) Rezervní fondy = rezervy. Je tento výrok pravdivý? Vysvětlete.



### PŘÍKLAD 3-2: Určení VÝŠE ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU PODNIKU

#### Zadání:

Určete výši základního kapitálu akciové společnosti, máte-li k dispozici následující údaje:

- |                  |            |
|------------------|------------|
| a) rezervní fond | 18 mil. Kč |
| b) emisní ážio   | 24 mil. Kč |

### 3. Majetková a finanční struktura. Výnosy, náklady a VH. Cash flow

c) vlastní kapitál	175 mil. Kč
d) výnosy příštích období	3 mil. Kč
e) výsledek hospodaření běžného období	48 mil. Kč
f) stav rezerv na opravy hmotného majetku	5 mil. Kč
g) sociální fond	7 mil. Kč
h) nerozdělený výsledek hospodaření minulých období	28 mil. Kč

#### **Metodický postup:**

Základní kapitál firmy je součástí vlastního kapitálu firmy. Jelikož známe výši vlastního kapitálu firmy, výši základního kapitálu zjistíme odečtením všech ostatních položek tvořících VK od vlastního kapitálu.

#### **Řešení:**

**výše základního kapitálu** = vlastní kapitál - rezervní fond - emisní ážio - zisk běžného období - sociální fond - nerozdělený zisk minulých období = 175 - 18 - 24 - 48 - 7 - 28 = **50 mil. Kč**

#### **3.2.2 Míra zadluženosti a optimální finanční struktura**

V rámci finanční struktury podniku je třeba posuzovat a analyzovat zejména *relaci mezi vlastním a cizím kapitálem*. K tomu slouží ukazatel zadluženosti, který vyjadřuje podíl celkových dluhů (krátkodobých i dlouhodobých) k celkovému kapitálu. Patří k ukazatelům charakterizujícím způsob financování.

**Podnik je financován  
vlastním i cizím  
kapitálem**

Posuzování relace vlastního a cizího kapitálu je významným problémem formování finanční struktury podniku. Tato relace je závislá především na nákladech spojených se získáním příslušného druhu kapitálu (také se používá termín cena kapitálu). K dalším faktorům ovlivňujícím míru zadlužení patří zejména:

- majetková struktura podniku
- velikost a stabilita podnikového zisku
- udržení kontroly nad činností podniku.

Náklady spojené se získáním příslušného druhu kapitálu jsou závislé na době jeho splatnosti a riziku jeho použití z hlediska uživatele i věřitele (investora). Čím je *doba splatnosti příslušného druhu kapitálu* delší, tím vyšší cenu za něj musí uživatel zaplatit. Z tohoto hlediska vychází nejlevněji krátkodobý cizí kapitál (obchodní úvěr, běžný bankovní úvěr) a nejdražší je pak základní akciový kapitál, protože jeho

**Cenu kapitálu  
ovlivňuje jejich doba  
splatnosti**

splatnost je neomezená, hodnota akciového kapitálu se nevrací. Cenu cizího kapitálu ovlivňuje i *system zdanění* podniku. Úroky z úvěrů, z obligací jsou součástí nákladů, snižují daňový základ a tedy i vypočtenou daň, dividendy nikoliv. Tato skutečnost snižuje cenu cizího kapitálu pro podnik a podporuje jeho širší využití, pokud se tím ovšem nenaruší finanční rovnováha podniku.

**Cenu kapitálu také ovlivňuje riziko investora**

Cenu kapitálu ovlivňuje i *stupeň rizika, které podstupuje investor*. Čím větší riziko dodavatel kapitálu podstupuje, tím vyšší cenu za příslušný kapitál požaduje. Z tohoto hlediska vychází nejlevněji opět krátkodobý cizí kapitál, dražší je dlouhodobý cizí kapitál a nejdražší základní akciový kapitál, u něhož je podstupované riziko největší a akcionáři proto oprávněně požadují výnos (dividendu) vyšší, než je výnos, který by získali případným bezpečnějším uložením peněžních prostředků do finančních investic.

Posuzujeme-li jednotlivé druhy kapitálu z *hlediska jejich riskantnosti pro uživatele*, pak ovšem platí, že akciový kapitál je nejméně riskantním kapitálem, nejbezpečnějším zdrojem financování, protože nevyžaduje splacení, nevyžaduje většinou stálé úrokové platby bez ohledu na dosažený zisk. Za to vše však uživatel platí nejvyšší cenu.

Podrobněji bude problematika popsána v kapitole 8.



### 3.3 Výnosy, náklady a výsledek hospodaření

*Výnosy* můžeme definovat jako peněžní částky, které podnik získal z veškerých svých činností za dané účetní období bez ohledu na to, zda v tomto období došlo k jejich inkasu. *Náklady* pak představují peněžní částky, které podnik v daném období účelně vynaložil na získání výnosů, i když k jejich skutečnému zaplacení nemuselo ve stejném období dojít.

*Výsledek hospodaření* podniku je rozdíl mezi celkovými výnosy a celkovými náklady podniku.

$$\text{Výnosy} - \text{náklady} = \text{výsledek hospodaření (+ zisk, - ztráta)}$$

### 3. Majetková a finanční struktura. Výnosy, náklady a VH. Cash flow

Výnosy, náklady a výsledek hospodaření tvoří obsah účetního **výkazu zisku a ztráty**, který je ve zkrácené podobě znázorněn níže.

Smyslem výkazu zisku a ztráty je informovat o úspěšnosti práce podniku

01	I. Tržby za prodej zboží
02	A. Náklady vynaložené na prodej zboží
03	+ Obchodní marže (01 - 02)
04	II. Výkony
05	B. Výkonová spotřeba
06	+ Přidaná hodnota (03 + 04 - 05)
07	C. Osobní náklady
08	D. Daně a poplatky
09	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku
10	III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu
11	F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu
12	G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti (+/-)
13	IV. Ostatní provozní výnosy
14	H. Ostatní provozní náklady
15	V. Převod provozních výnosů
16	I. Převod provozních nákladů
	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>
17	* (06 - 07 - 08 - 09 + 10 - 11 - (-/+12) + 13 - 14 + (-15) - (-16))
18	VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů
19	J. Prodané cenné papíry a podíly
20	VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku
21	VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku
22	K. Náklady finančního majetku
23	IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů
24	L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů
25	M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)
26	X. Výnosové úroky
27	N. Nákladové úroky
28	XI. Ostatní finanční výnosy
29	O. Ostatní finanční náklady
30	XII. Převod finančních výnosů
31	P. Převod finančních nákladů
	<b>Finanční výsledek hospodaření (18 - 19 + 20 + 21 - 22 + 23 -</b>
32	* <b>24 - (+/-25) + 26 - 27 + 28 - 29 + (-30) - (-31))</b>
33	Q. Daň z příjmů za běžnou činnost
34	** <b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost (17 + 32 - 33)</b>
35	XIII. Mimořádné výnosy
36	R. Mimořádné náklady
37	S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti
38	* <b>Mimořádný výsledek hospodaření (35 - 36 - 37)</b>
39	T. Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům
40	*** <b>Výsledek hospodaření za účetní období (34 + 38 - 39)</b>
41	**** <b>Výsledek hospodaření před zdaněním (17 + 32 + 35 - 36)</b>

Výsledek hospodaření se zjišťuje ve třech složkách: **provozní, finanční a mimořádný**. Proto se v těchto složkách zjišťují jak výnosy, tak i náklady. Provozní

Dosažený zisk vzhledem k vloženému kapitálu ukazuje na efektivnost podnik. činností

výsledek hospodaření a výsledek z finančních operací, snížený o daň z příjmů z běžné činnosti, tvoří výsledek hospodaření za běžnou činnost. Výsledek hospodaření za běžnou činnost a mimořádný výsledek hospodaření tvoří výsledek hospodaření za účetní období (účetní zisk).

Je třeba zdůraznit, že do vykazování výsledků hospodaření se promítá zvolená účetní politika společnosti, např. způsoby odepisování, tvorba a čerpání rezerv atd.



### KONTROLNÍ TEST 3-2:

Vyjmenuj a charakterizuj položky provozních nákladů.

Vyjmenuj a charakterizuj položky finančních výnosů.

*Seznámili jste se se základními pojmy výkazu zisku a ztráty. Klíčovými pojmy z hlediska finančního řízení jsou pojmy výkony, tržby, obchodní marže, přidaná hodnota, .... – uvedeným položkám se budeme věnovat v následující části.*

Položka „**Výkony**“ obsahuje:

- a) tržby za prodej vlastních výrobků a služeb,
- b) změnu stavu zásob vlastní výroby, to je nedokončené výroby, polotovarů, výrobků a zvířat; tato položka může mít zápornou hodnotu
- c) aktivaci, v této položce je hodnota aktivovaných nákladů zejména na zásoby a dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek vytvořený vlastní činností

„**Obchodní marže**“ představuje rozdíl z vyúčtovaných tržeb za prodej zboží a nákladů vynaložených na prodané zboží.

„**Přidaná hodnota**“ obsahuje součet položky „Obchodní marže“ a rozdílu položek „Výkony“ a „Výkonová spotřeba“.



**KONTROLNÍ TEST 3-2:**

Vysvětlete pojmy tržby, výkony, výnosy.

Tržby =

Výkony =

Výnosy =



**PŘÍKLAD 3-3: PŘIDANÁ HODNOTA PODNIKU**

**Zadání:**

Jakou přidanou hodnotu vytvořil podnik XY, jestliže tržby za prodej zboží byly 28 000 Kč, náklady na prodané zboží 30 000 Kč, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb činily 350 000 Kč, aktivace dlouhodobého hmotného majetku 50 000 Kč, změna stavu nedokončené výroby - 80 000 Kč. Spotřeba materiálu činila 250 000 Kč a spotřeba energie 18 000 Kč.

**Řešení:**

PŘIDANÁ HODNOTA = OBCHODNÍ MARŽE + VÝKONY – VÝKONOVÁ SPOTŘEBA

PŘIDANÁ HODNOTA = 28 000 – 30 000 + 350 000 + 50 000 – 80 000 – 250 000 – 18 000 = **50 000 Kč**



**PŘÍKLAD 3-4: Doplnění VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY**

**Zadání:**

Doplňte ve výkazu zisku a ztráty chybějící položky:

*Výkaz zisku a ztráty ke dni 31. 8. 2007*



Výkony	
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 470 549
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastních výrobků	- 70 825
Aktivace	34 731
Výkonová spotřeba	
<i>Přidaná hodnota</i>	<i>272 184</i>
Osobní náklady	60 080
Odpisy DNM a DHM	10 066
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 789
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	890
Tvorba rezerv, opravných položek a časového rozlišení do provozních nákladů	5 999

Podnikové finance

Ostatní provozní výnosy	4 321
Ostatní provozní náklady	6 602
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	
Výnosové úroky	780
Nákladové úroky	930
Ostatní finanční výnosy	11 229
Ostatní finanční náklady	
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	
<b>Daň z příjmu za běžnou činnost</b>	<b>34 590</b>
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>111 208</b>
Mimořádné výnosy	3 061
Mimořádné náklady	124
<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>113 011</b>

**Metodický postup řešení:**

**Výkony** = Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb + změna stavu + aktivace

**Výkony** = 1 470 549 – 70 825 + 34 731 = **1 434 455**

Přidaná hodnota = výkony – **výkonová spotřeba**

272 184 = 1 434 455 – **výkonová spotřeba**

**Výkonová spotřeba** = **1 162 271**

**Provozní výsledek hospodaření** = Přidaná hodnota – osobní náklady – odpisy + tržby z prodeje dlouh. majetku – zůstatková cena prod. majetku – tvorba rezerv + ostatní provozní výnosy – ostatní provozní náklady

**Provozní výsledek hospodaření** = 272 184 – 60 080 – 10 066 + 1 789 – 890 – 5 999 + 4 321 – 6 602 = **194 657**

Výsledek hospodaření za běžnou činnost = Provozní výsledek hospodaření + **Finanční výsledek hospodaření** – Daň z příjmů za běžnou činnost

111 208 = 194 657 + **Finanční výsledek hospodaření** - 34 590

**Finanční výsledek hospodaření** = **- 48 859**

Finanční výsledek hospodaření = výnosové úroky – nákladové úroky + ostatní finanční výnosy – **ostatní finanční náklady**

- 48 859 = 780 – 930 + 11 229 – **ostatní finanční náklady**

**Ostatní finanční náklady** = **59 938**

Výsledek hospodaření za účetní období = Výsledek hospodaření za běžnou činnost + **Mimořádný výsledek hospodaření**

113 011 = 111 208 + **Mimořádný výsledek hospodaření**

**Mimořádný výsledek hospodaření** = **1 803**

Výsledek hospodaření za mimořádnou činnost = mimořádné výnosy – mimořádné náklady – **daň z příjmů z mimořádné činnosti**

1 803 = 3 061 – 124 – **daň z příjmů z mimořádné činnosti**

**Daň z příjmů z mimořádné činnosti** = **1 134**

*V podmínkách tržní ekonomiky nelze podnik řídit jen z hlediska výnosů, nákladů a zisku. Nezřídka existují podniky, které vykazují zisk, ale nemají peníze. Proto je nutné - vedle sledování majetkové a finanční struktury a zisku - sledovat, analyzovat a plánovat také pohyb peněžních prostředků (CF).*



### 3.4 Cash flow

Praktické finanční řízení a rozhodování podniků si ve vyspělých tržních ekonomikách vynutila – vedle informací o majetku a jeho krytí, o výnosech, nákladech a zisku – též informace o peněžních tocích podniku, resp. o jeho peněžních příjmech a výdajích. Rozvaha zachycuje stav majetku a kapitálu k určitému okamžiku. Výkaz zisku a ztráty zaznamenává různé kategorie výnosů, nákladů a zisku v období jejich vzniku, bez ohledu na to, zda vznikají skutečně reálné peněžní příjmy či výdaje. Z tohoto důvodu nastává obsahový i časový nesoulad mezi náklady a výdaji, výnosy a příjmy, ziskem a stavem peněžních prostředků.

**Rozvaha = majetek a kapitál**

**Výkaz zisků a ztrát = výnosy a náklady**

**Cash flow = příjmy a výdaje**

Tento problém pomáhá odstraňovat právě výkaz cash flow. Cash flow je důležitým elementem finančního řízení a finanční analýzy podniku. Bezprostředně souvisí se zajišťováním jeho likvidity.

**Podstatou sledování ve výkazu peněžních toků (cash flow) je změna stavu peněžních prostředků.** Výkaz cash flow vysvětluje přírůstky a úbytky peněžních prostředků a důvody, proč k nim došlo podle zvolených kritérií.

**Podstatou CF je změna stavu peněžních prostředků**

Kategorie cash flow je ve finančním řízení možné využít:

- ve finanční analýze pro hodnocení finanční stability podniku (schopnost podniku vytvářet finanční přebytky, splácet závazky a vyplácet dividendy)
- při krátkodobém plánování peněžních příjmů a výdajů
- při střednědobém a dlouhodobém sestavování finančních výhledů podniku
- při hodnocení efektivnosti investičních variant
- při posouzení schopnosti podniku financovat investice vlastními zdroji
- při oceňování podniku.

### 3.4.1 Vymezení cash flow

Z hlediska toho, jak se na hotovostní toky díváme a k jakému účelu nám slouží, rozlišujeme dvě základní pojetí cash flow. První pohled se zaměřuje na tzv. retrospektivní cash flow v podobě výkazu, který zobrazuje toky peněžních prostředků, a v podobě ukazatelů. V případě druhém je předmětem výkladu úloha a pojetí budoucího cash flow při zajišťování likvidity podniku a při hodnocení jeho investic neboli prognóza cash flow.

#### Základní pojmy týkající se problematiky cash flow:

„*Peněžní prostředky*“ - peníze v hotovosti včetně cenin, peněžní prostředky na účtu včetně případného pasivního zůstatku běžného účtu a peníze na cestě.

„*Peněžní ekvivalenty*“ - krátkodobý likvidní majetek, který je snadno a pohotově směnitelný za předem známou částku peněžních prostředků a u tohoto majetku se nepředpokládají významné změny hodnoty v čase. Peněžní ekvivalenty si každá účetní jednotka definuje dle svého rozhodnutí. Mohou se sem zařadit případné peněžní úložky s maximální výpovědní lhůtou 3 měsíce, likvidní a obchodovatelné cenné papíry, krátkodobé pohledávky s lhůtou splatnosti do 3 měsíců (účetní jednotka musí mít jistotu úhrady).

#### 3.4.1.1 *Retrospektivní cash flow*

Retrospektivní informace mají pro finanční řízení nezanedbatelný význam. Ve srovnání s perspektivními informacemi jsou snadněji dostupné a spolehlivější, což je jistě jejich výhoda. Mohou pomoci k lepšímu odhadu a posuzování budoucí likvidity. Retrospektivní informace jsou důležité zejména pro externí subjekty. Retrospektivní cash flow se řadí mezi relevantní část finanční analýzy.

#### Nabývá dvou základních forem:

- ✓ *výkaz cash flow*
- ✓ *cash flow v podobě ukazatelů*

CF je významnou součástí finanční analýzy

### 3.4.1.2 *Budoucí (perspektivní) cash flow*

Podnik by měl být trvale schopen zajišťovat svou likviditu. Pokud by tuto schopnost podnik ztratil, bezprostředně tím jistě ohrozí i samotnou existenci podniku, neboť dle zákona o bankrotu je to jeden z důvodů pro vypsání konkursu či vyrovnání. Důležitým prvkem zabezpečení budoucí likvidity daného podniku je právě budoucí cash flow, neboť podniku poskytuje informace o příjmech a výdajích v daném plánovacím období. Prognóza cash flow jako taková je podstatnou a nedílnou součástí finančního plánování.

**CF je také významnou součástí finančního plánování**

Výsledkem perspektivního cash flow daného období je přehled o stavu volných peněžních prostředků nebo o potřebě dodatečných peněžních prostředků na konci daného období. V situaci, kdy na konci daného období existují volné peněžní prostředky, se rozhoduje o jejich užití. V opačném případě, kdy se vyskytuje potřeba dodatečných peněžních prostředků, rozhoduje se o způsobu jejich krytí.

#### **KONTROLNÍ TEST 3-3:**

Vysvětlete rozdíly mezi náklady a výdaji, výnosy a příjmy a zdůvodněte potřebu sledovat peněžní toky.



### 3.4.2 **Způsoby tvorby výkazu cash flow**

Předpokladem pro zdárné a smysluplné sestavení výkazu cash flow je vyjasnění si následujících otázek:

1. jaká vstupní data budou použita
2. jaká bude obsahová náplň pojmu peněžní prostředky
3. jaká bude struktura výkazu cash flow
4. jakou formu bude mít výkaz cash flow (bilanční nebo sloupcovou)

#### **3.4.2.1 Vstupní data pro zpracování výkazu cash-flow**

Obecně můžeme říci, že datovou základnou výkazu cash flow je účetnictví.

Využití údajů z účetnictví závisí na tom, kdo daný výkaz sestavuje:

a) externí uživatel – je osoba, která má pouze přístup k účetní závěrce podniku, a proto může výkaz sestavit pouze v hrubém členění na jednotlivé činnosti. Takovýto uživatel si může udělat obrázek o hospodaření podniku a jeho platební schopnosti, ale pro účely podrobnější analýzy jsou dané údaje naprosto nedostačující.

Výkaz cash flow je v tomto případě „dáván dohromady“ prostřednictvím změn stavů položek rozvahy a pomocí nákladových a výnosových položek z výsledovky.

b) pracovníci zodpovědní za vedení účetnictví a přípravu podkladů pro finanční řízení podniku – využívají, resp. měli by využívat veškerých dostupných informací s ohledem na to, aby takto sestavený výkaz cash flow mohl sloužit k efektivnímu hodnocení a následnému plánování finančních politik daného podniku.

Zde je nutné čerpat informace z jednotlivých syntetických a analytických účtů a ostatních interních dokladů.

#### **3.4.2.2 Struktura výkazu cash flow**

Výkaz peněžních toků může být vnitřně strukturován jakýmkoliv způsobem, a to tak, aby měl co nejlepší vypovídací schopnost pro uživatele. Nicméně se postupem doby vyvinula určitá struktura výkazu, která je obecně přijímána.

Výkaz cash flow se většinou člení na:

1. oblast běžné (provozní) činnosti
2. investiční oblast
3. oblast externího financování.

ad 1) Provozní činnost by měla tvořit „jádro“ celého podniku, z finančního hlediska je proto nejdůležitější. Zahrnujeme do ní základní výrobní činnosti podniku a ostatní činnosti, jež nepatří do zbylých dvou oblastí.

### 3. Majetková a finanční struktura. Výnosy, náklady a VH. Cash flow

ad 2) Pod pojmem investiční činnost lze představit pořízení a prodej dlouhodobého majetku a dále činnosti související s poskytováním úvěrů, půjček a výpomocí, které nelze chápat jako součást provozní činnosti.

ad 3) Finanční činností se obecně rozumí peněžní toky, které vedou ke změně velikosti vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků.

#### Metody sestavení výkazu cash flow

V podstatě existují pouze dva základní způsoby sestavení výkazu – metoda přímá a nepřímá.

##### 3.4.3.1 Přímá metoda

V tomto případě je přehled peněžních toků sestaven na základě skutečných plateb, resp. čistých peněžních toků uvedených v samostatné bilanci peněžních toků. Jednotlivé příjmy a výdaje se seskupují do předem vymezených položek. V případě podvojného účetnictví nejsou platby sledovány tak podrobně, proto musíme přistupovat k tomu, že je zpětně z účetních výkazů dohledáváme, specifikujeme a třídíme. Hlavní výhodou je to, že zobrazuje hlavní kategorie peněžních příjmů a výdajů. Naopak nevýhodou je fakt, že z něho nejsou patrné zdroje a užití peněžních prostředků. Z části lze tento problém odstranit tím, že na účetních dokladech se zachycuje i účel užití peněžních prostředků.

CF = příjmy - výdaje

Schematicky lze tuto metodu vyjádřit tímto způsobem:

Počáteční stav peněžních prostředků
+ Příjmy za určité období
- Výdaje za určité období
<hr/>
= Konečný stav peněžních prostředků

##### 3.4.3.2 Nepřímá metoda

Tato metoda vychází z výsledku hospodaření zjištěného v podvojném účetnictví (tzn. rozdílu mezi výnosy a náklady), který **transformujeme na tok peněz** (tzn. na rozdíl mezi příjmy a výdaji).

VH transformujeme  
na tok peněz (CF)

Transformace vychází ze skutečnosti, že:

1. každý náklad nemusí být současně i úbytkem peněz, tedy výdajem (např. odpisy dlouhodobého hmotného majetku),
2. každý výdaj nemusí být současně i nákladem (např. nákup dlouhodobého hmotného majetku),
3. každý výnos nemusí být současně i přírůstkem peněz, tedy příjmem (např. aktivace stroje)
4. každý příjem nemusí být současně i výnosem (např. přijaté dlouhodobé zálohy).

O tyto výše uvedené položky je třeba výsledek hospodaření opravit, abychom získali přehled o toku peněz za zkoumané období. Vycházíme z toho, že účetní VH byl vypočten ze vztahu: **VH = Výnosy - Náklady**, což znamená, že zisk je vyjádřen se znaménkem (+) a ztráta se znaménkem (-). Dále vycházíme z toho, že tok peněz bude vypočten tak, že znaménkem (+) bude označen přírůstek peněz a znaménkem (-) úbytek peněz, což znamená, že jej lze vyjádřit vztahem: **CF = Příjmy - Výdaje**.

Výše uvedené situace označené jako body 1. až 4. se tedy při této transformaci budou chovat následujícím způsobem:

Ad 1. Náklad, který není výdajem, byl do výsledku hospodaření zahrnut se znaménkem (-) a byl tedy odečten. Protože však není výdajem, musí být tedy k výsledku hospodaření přičten.

Ad 2. Výdaj, který není nákladem, se do výsledku hospodaření vůbec nepromítnul, protože nebyl nákladem. Protože však je výdajem, musí být od výsledku hospodaření v toku peněz odečten.

Ad 3. Výnos, který není příjmem, byl do výsledku hospodaření zahrnut se znaménkem (+) a byl tedy přičten. Protože však není příjmem, musí být tedy od výsledku hospodaření odečten.

Ad 4. Příjem, který není výnosem, se do výsledku hospodaření vůbec nepromítnul, protože nebyl výnosem. Protože však je příjmem, musí být k výsledku hospodaření v toku peněz přičten.



Při posuzování změn jednotlivých položek se vychází z těchto zásad:

- a. u změny stavu aktivních položek platí – je-li konečný stav vyšší než počáteční, tato změna se vykazuje záporně.
- b. u změny stavu pasivních položek platí – je-li konečný stav vyšší než počáteční, tato změna se vykazuje kladně.
- c. pokud se vylučují výnosy, toto se zachycuje do přehledu o peněžních tocích záporně.
- d. pokud se vylučují náklady, zachycují se do přehledu o peněžních tocích kladně.

*Schematicky je možné znázornit tento postup takto:*

<b>POČÁTEČNÍ STAV PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ</b>
Výsledek hospodaření běžného období
+ odpisy
+ tvorba dlouhodobých rezerv
- snížení dlouhodobých rezerv
+ zvýšení závazků (krátkodobých), krátk. bank. úvěrů, časového rozlišení pasiv
- snížení závazků (krátkodobých), krátk. bank. úvěrů, časového rozlišení pasiv
- zvýšení pohledávek, časové rozlišení aktiv
+ snížení pohledávek, časové rozlišení aktiv
- zvýšení zásob
+ snížení zásob
<b>= CASH FLOW Z PROVOZNÍ ČINNOSTI</b>
- výdaje s pořízením dlouhodobého majetku
+ příjmy z prodeje dlouhodobého majetku
<b>= CASH FLOW Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI</b>
± dlouhodobé závazky, popř. krátkodobé závazky
± dopady změn vlastního kapitálu
<b>= CASH FLOW Z FINANČNÍ ČINNOSTI</b>
<b>KONEČNÝ STAV PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ</b>

V nepřímé metodě se nevykazují jednotlivé příjmy a výdaje uvnitř běžné oblasti hospodaření a dílčí salda. Ve výkazu se místo toho zobrazují přehledným způsobem rozdíly mezi ziskem a cash flow. V tomto případě nelze ve výkazu

identifikovat příjmy a výdaje. Místo příjmů a výdajů se používají termíny zdroje a užití finančních prostředků.

### **Právní úprava metodiky sestavování výkazu cash flow**

Základní právní normou, která vymezuje obecné principy a zásady vedení účetnictví, je **zákon č. 563/1991 Sb. „O účetnictví“**.

Výkaz cash flow je jistě důležitým nástrojem pro posuzování finanční situace v podniku, i přesto se v této právní normě nenachází jediná konkrétní zmínka k sestavování přehledu peněžních toků.

Zákon č. 563/1991 Sb. „O účetnictví“ pouze obecně vymezuje obsah účetní závěrky. § 18 odst. 1 říká:

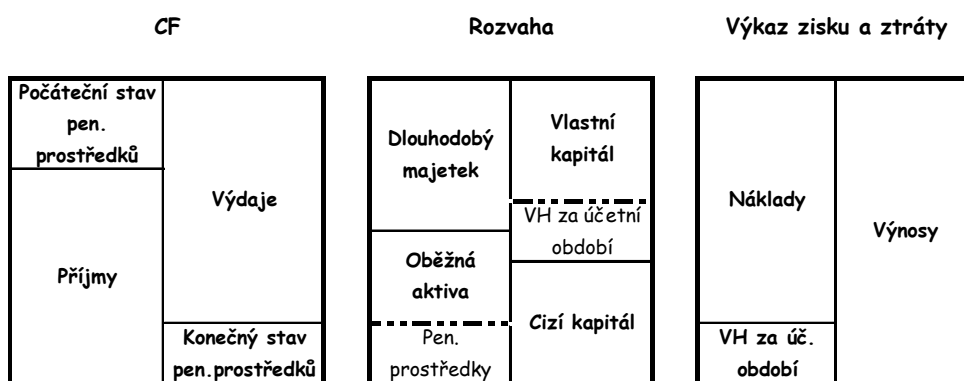
„Účetní závěrku v soustavě podvojného účetnictví tvoří:

1. rozvaha (bilance)
2. výkaz zisku a ztráty; u rozpočtových organizací výkaz o plnění rozpočtu
3. příloha.“

Uspořádání a obsahové vymezení přehledu o peněžních tocích je uvedeno ve Vyhlášce č. 500/2002 Sb., hlava V: (§40, 41, 42 a 43). Základní postupy při sestavování přehledu o peněžních tocích za účelem docílení souladu při používání účetních metod účetními jednotkami jsou pak vymezeny v Českém účetním standardu pro podnikatele č. 023. Tento standard uvádí příklad možného řešení přehledu o peněžních tocích nepřímou metodou. Volba metody, koncepce a modelu přehledu o peněžních tocích, obsahová náplň peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů a dalších ukazatelů je při respektování ustanovení §40, 41, 42 a 43 vyhlášky v pravomoci vykazující účetní jednotky.

**Problém k zamyšlení 3-1:**

Jakým způsobem jsou propojeny jednotlivé účetní výkazy? Do připojeného obrázku zakreslete příslušné vazby.





**SHRNUTÍ:**

- 1) Pohled na majetkovou a finanční strukturu podniku poskytuje bilance (rozvaha) podniku. Rozvaha na straně aktiv dává přehled o výši a struktuře majetku, na straně pasiv o způsobu financování tohoto majetku.
- 2) Podstatou sledování ve výkazu peněžních toků (cash flow) je změna stavu peněžních prostředků. Výkaz cash flow vysvětluje přírůstky a úbytky peněžních prostředků a důvody, proč k nim došlo podle zvolených kritérií.
- 3) Existují dva základní způsoby sestavení výkazu – metoda přímá a nepřímá. V případě přímé metody je přehled peněžních toků sestaven na základě skutečných plateb, resp. čistých peněžních toků uvedených v samostatné bilanci peněžních toků. Jednotlivé příjmy a výdaje se seskupují do předem vymezených položek. Nepřímá metoda vychází z hospodářského výsledku, který se zjistí z výkazu zisku a ztráty. Ten je upravován o změny stavu rozvahových položek (aktiv a pasiv) tak, aby z něj bylo možno vyčíst velikost a strukturu peněžních toků během daného období.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** rozvaha, majetková struktura, finanční struktura, výkaz zisku a ztráty, vlastní kapitál, cizí zdroje, rezervní fondy, rezervy, kapitálové fondy, míra zadluženosti, optimální finanční struktura, náklady kapitálu, výnosy, náklady, výsledek hospodaření, obchodní maže, výkony, přidaná hodnota, cash flow, nepřímá a přímá metoda výpočtu cash flow.



**OTÁZKY:**

- 1) Charakterizujte majetkovou strukturu akciové společnosti.
- 2) Uveďte hlavní faktory, které ovlivňují majetkovou strukturu.
- 3) Vysvětlete pojem finanční struktura a charakterizujte jednotlivé složky na příkladu akciové společnosti.

### 3. Majetková a finanční struktura. Výnosy, náklady a VH. Cash flow

---

- 4) Co vyjadřuje pojem míra zadlužení a které faktory míru zadluženosti nejvíce ovlivňují?
  
- 5) Charakterizujte výnosy, náklady, výsledek hospodaření.
  
- 6) Co vyjadřuje přidaná hodnota v podniku?
  
- 7) Proč je pro efektivní finanční řízení podniku vhodné sestavovat přehled toků peněžní hotovosti?
  
- 8) Vysvětlete dvě základní metody sestavení cash-flow.
  
- 9) Uveďte hlavní možnosti využití koncepce cash flow ve finančním řízení a rozhodování.

#### SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:



##### Doplňte následující výroky:

1. Nájemné placené pozadu je příkladem .....
2. Emisní ážio je součástí.....
3. Poměr mezi cizím a vlastním kapitálem se nazývá .....
4. Součet položky „Obchodní marže“ a rozdílu položek „Výkony“ a „Výkonová spotřeba“ vyjadřuje .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Kapitálové fondy se tvoří ze zisku společnosti.

P /  N

## Podnikové finance

---

2. Rezervy jsou součástí vlastního kapitálu společnosti.  P /  N
3. Cash flow vyjadřuje rozdíl mezi výnosy a náklady.  P /  N
4. Zisk vyjadřuje rozdíl mezi příjmy a výdaji.  P /  N
5. Horší využití majetku snižuje potřebu tohoto majetku.  P /  N
6. Čím je doba splatnosti příslušného druhu kapitálu delší, tím vyšší cenu za něj musí uživatel zaplatit.  P /  N

### **Přiřad'te správně pojmy, které spolu souvisejí:**

- |                  |                             |
|------------------|-----------------------------|
| výnosy - náklady | majetková struktura podniku |
| pohledávky       | cizí zdroje                 |
| příjmy - výdaje  | cash flow                   |
| emisní ážio      | výsledek hospodaření        |
| závazky          | vlastní kapitál             |

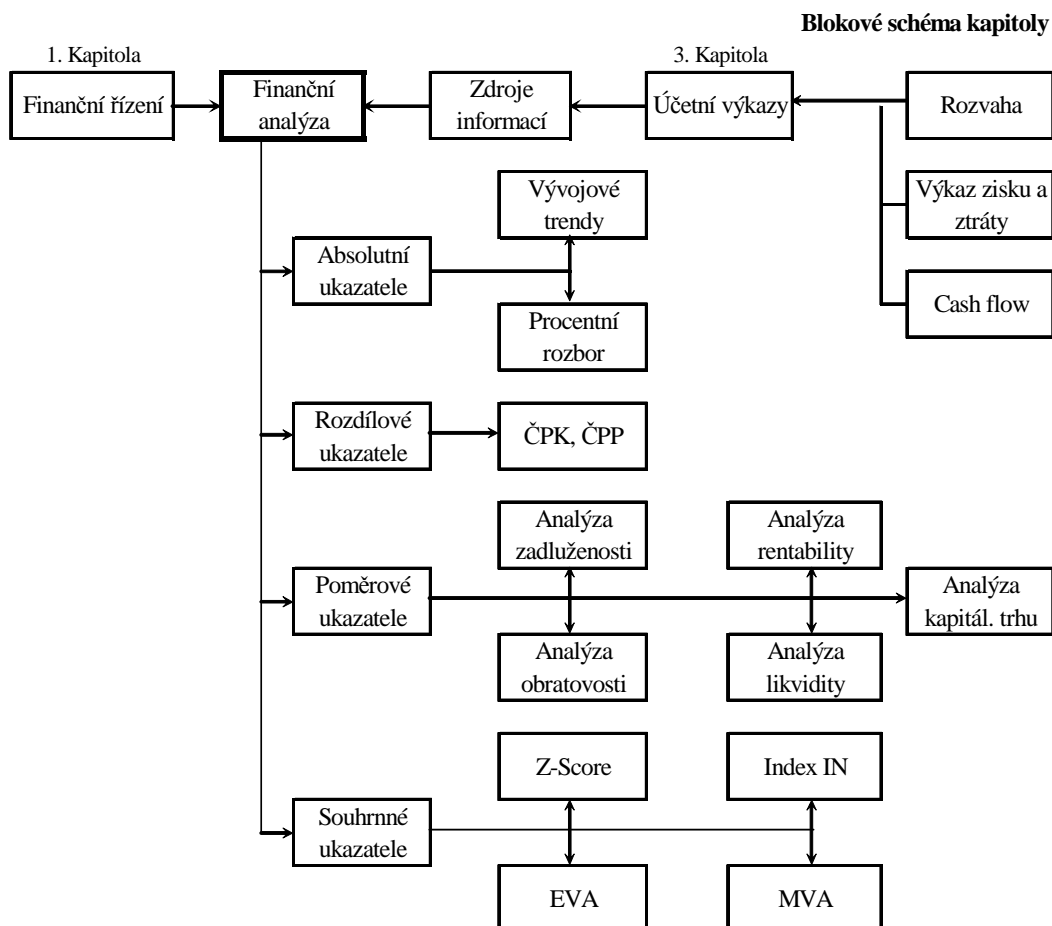
### **Poznámky ke 3. kapitole**

## 4 Finanční analýza podniku

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ charakterizovat účel finanční analýzy
- ✓ určit zdroje informací pro finanční analýzu
- ✓ vyjmenovat různé metody finanční analýzy
- ✓ charakterizovat postup při finanční analýze
- ✓ definovat ukazatele finanční analýzy
- ✓ analyzovat zadluženost, likviditu, rentabilitu, aktivitu, ukazatele kapitál. trhu
- ✓ využít souhrnné ukazatele finanční analýzy, definovat pojem EVA
- ✓ využít pro analýzu paralelní a pyramidové rozklady ukazatelů
- ✓ popsat slabé stránky finanční analýzy





*Jakékoliv finanční rozhodování by mělo být podloženo finanční analýzou, na jejíchž výsledcích je pak založeno řízení majetkové i finanční struktury podniku, investiční rozhodování, řízení zásob, pohledávek, finančních prostředků atd. Vzhledem k důležitosti této problematiky ve vztahu k řízení podnikových financí byste měli této kapitole věnovat zvláštní pozornost.*

## 4.1 Účel finanční analýzy



Finanční analýza je nedílnou součástí finančního řízení, protože působí jako zpětná informace o tom, kam podnik v jednotlivých oblastech došel, v čem se mu jeho předpoklady podařilo splnit a kde naopak došlo k situaci, které chtěl předejít nebo kterou nečekal. Bylo by omylem domnívat se, že to, co už proběhlo, nelze nijak ovlivnit a je tedy zbytečné zabývat se propočty ukazatelů z minulých období. Výsledky finanční analýzy mohou totiž poskytnout cenné informace nejen pro vlastní potřebu firmy, ale i pro uživatele, kteří nejsou součástí podniku, ale jsou s ním spjatí hospodářsky, finančně apod.

Finanční analýza je důležitá nejen pro manažery, ale i pro okolí podniku

Finanční analýzu, jako zdroj pro další rozhodování a posuzování potřebují tedy nejen manažeři podniku, ale i investoři, obchodní partneři, státní instituce, zahraniční instituce, zaměstnanci, auditoři, konkurenti, burzovní makléři a v neposlední řadě i odborná veřejnost.

Manažeři potřebují finanční analýzu pro krátkodobé a zejména pak pro dlouhodobé finanční řízení podniku. Průběžná znalost finanční situace jejich firmy jim umožňuje správně se rozhodovat při získávání finančních zdrojů, při stanovení optimální finanční struktury, při alokaci volných peněžních prostředků, při poskytování obchodních úvěrů, při rozdělování zisku apod. Znalost finančního postavení je nezbytná jak ve vztahu k minulosti, tak - a to zejména - pro odhad a prognózování budoucího vývoje.

Finanční analýza v nejširším slova smyslu tedy zahrnuje celou škálu metod přispívajících k řešení nejrůznějších rozhodovacích úloh. Z hlediska záměru ji lze členit na (21):



- *analýzu finančního postavení* podniku, jejímž úkolem je globálně posoudit finanční pozici podniku. Data pro tuto analýzu se čerpají z mnoha finančních i nefinančních zdrojů; mezi finančními informacemi zauímají přední místo účetní výkazy finančního účetnictví včetně přílohy k nim.
- *analýzy spojené se specifickými rozhodovacími úlohami*, jež mají manažerům napomoci při výběru vhodného řešení. Řízení každé oblasti je spojeno s množstvím rozhodovacích úloh, které překračují rámec jediného (finančního) hlediska, např. činnosti vyžadující vklady prostředků (investice do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, nákup cenných papírů pro dlouhodobé držení).

## 4.2 Zdroje informací pro finanční analýzu

Informace, z nichž čerpá finanční analýza, lze rozdělit na:

a) finanční informace, které jsou obsaženy:

- ve vnitropodnikových účetních výkazech (rozhoda, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow)
- v předpovědích finančních analytiků a vrcholového vedení podniku
- v burzovním zpravodajství
- v hospodářských zprávách informačních médií

b) ostatní informace, získané:

- z firemní statistiky produkce, poptávky, odbytu, zaměstnanosti aj.
- z oficiálních ekonomických statistik
- ze zpráv vedoucích pracovníků, manažerů, auditorů
- z komentářů odborného tisku, nezávislých hodnocení a prognóz
- z odhadů analytiků různých institucí.

## 4.3 Metody finanční analýzy

Metody finanční analýzy lze členit na metody elementární a vyšší (20). K elementárním metodám finanční analýzy patří:

- *Analýza stavových (absolutních) ukazatelů* (analýza trendů a procentní rozbor)

- *Analýza rozdílových a tokových ukazatelů* (analýza fondů peněžních prostředků a analýza cash flow, tržeb, nákladů, zisku)
- *Analýza poměrových ukazatelů* (analýza ukazatelů likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti, majetkové a finanční struktury, ukazatelů kapitálového trhu a analýza ukazatelů na bázi cash flow)
- *Analýza soustav ukazatelů*
- *Souhrnné ukazatele hospodaření*

K vyšším metodám patří:

- *Matematicko-statistické metody*
- *Nestatistické metody*

#### **4.4 Postup při finanční analýze**

Při analýze je vždy primární analýza účetních výkazů, tzn. rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow a jejich porovnání s obrazem průměrného podniku v odvětví. Následuje zhodnocení všech složek finanční rovnováhy: zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. To předpokládá výběr vhodných finančních kritérií (ukazatelů), jejich správné naplnění z finančních výkazů a porovnání jejich hodnot v čase a se situací v odvětví, do kterého analyzovaný podnik patří. Potom je potřeba zabývat se vztahy uvnitř jednotlivých skupin ukazatelů a mezi skupinami paralelní ukazatelové soustavy nebo pomocí pyramidových rozkladů. Vyvrcholením je interpretace výsledků, tzn. analýza situace (finanční pozice) a problémů podniku (stanovení diagnózy). Investory předpokládanou budoucnost podniku odrážejí ukazatele kapitálového trhu.

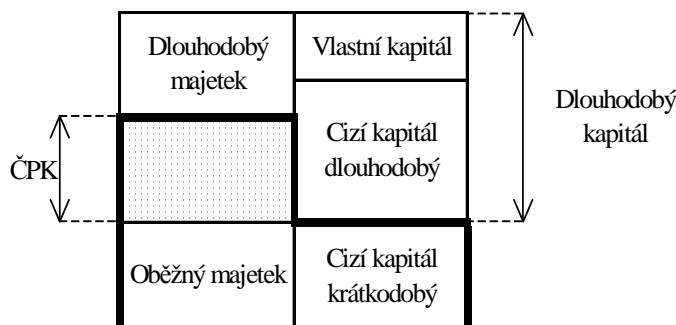
#### **4.5 Ukazatele finanční analýzy**

Účetní výkazy obsahují údaje, které lze přímo použít – mluvíme o **absolutních ukazatelích**. Těch využíváme zejména k analýze vývojových trendů (srovnání vývoje v časových řadách) a k procentnímu rozboru komponent (jednotlivé položky výkazů se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent).

Rozvaha obsahuje údaje o stavu k určitému okamžiku (stavové ukazatele), výkaz zisku a ztráty nám ve formě nákladů a výnosů předkládá údaje za daný časový interval (tokové ukazatele). Z rozdílu stavových ukazatelů získáváme rozdílové ukazatele. Jestliže vykázaný údaj dáváme do poměru s jiným údajem, pracujeme s poměrovými ukazateli.

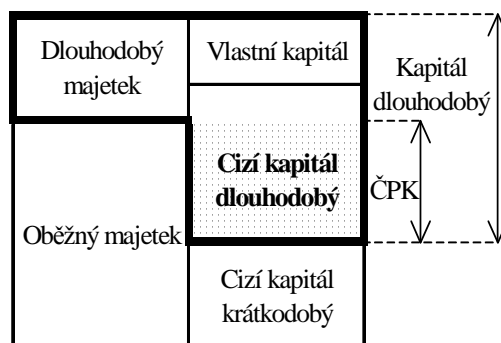
**Rozdílové ukazatele** slouží k analýze a řízení finanční situace podniku s orientací na jeho likviditu. K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří *čistý pracovní kapitál* (provozní kapitál), který je definován jako rozdíl mezi oběžnými majetkem a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku. Má-li být podnik likvidní, musí mít potřebnou výši relativně volného kapitálu, tzn. přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji. Důležitost ukazatele čistého pracovního kapitálu (ČPK) přibližují obrázky 4-1 a 4-2. Oba shodně prokazují, že konstrukce čistého pracovního kapitálu je založena na rozlišení oběžného a dlouhodobého majetku a dále na rozlišení dlouhodobě a krátkodobě vázaného kapitálu, a právě tato hlediska jsou výchozím bodem hodnocení finanční situace každého podniku.

**ČPK patří k důležitým ukazatelům schopnosti podniku platit své závazky**



Obr. 4-1 ČPK z pozice aktiv (přístup finančních manažerů podniku)

Obr. 4-1 ukazuje, jak ČPK chápe vrcholové vedení podniku, jemuž vlastníci podniku svěřuje pravomoc za financování. Pro tyto pracovníky je ČPK částí dlouhodobého kapitálu vázaného v oběžném majetku. Představuje tedy relativně volný kapitál, jehož manažeři využívají k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti.



Obr. 4-2 Čistý pracovní kapitál z pozice pasiv (přístup vlastníků podniku)

Poněkud jinak chápe ČPK vlastníků podniku (obr. 4-2). Ten si vyhrazuje právo rozhodovat o dlouhodobém financování. Vyjadřuje se k pořízení dlouhodobého majetku a k jejich změnám. Jelikož racionální přístup k financování vyžaduje, aby dlouhodobý kapitál byl větší než dlouhodobý majetek, vlastníci sám v podstatě určuje, kolik z dlouhodobého kapitálu připadne na financování běžné činnosti.

Čisté pohotové prostředky (ČPP) určují okamžitou likviditu právě splatných krátkodobých závazků. Jedná se o rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky. Zahrneme-li do peněžních prostředků pouze hotovost a zůstatek na běžném účtu, jde o nejvyšší stupeň likvidity. Mezi pohotovými peněžními prostředky se zahrnují i krátkodobé cenné papíry a krátkodobé termínované vklady, protože jsou v podmínkách fungujícího kapitálového trhu rychle přeměnitelné na peníze.

Čisté pohotové prostředky vyjadřují možnost okamžitě zaplatit splatné krátkodobé závazky

Základním nástrojem finanční analýzy jsou **ukazatele poměrové**. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je jednou z nejoblíbenějších metod především proto, že umožňuje získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku. Poměrových finančních ukazatelů se postupem času vyvinulo značné množství, a proto se třídí do skupin podle jednotlivých oblastí finanční analýzy. Jsou to ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu, případně ostatní ukazatele.

Poměrové ukazatele jsou oblíbeným nástrojem FA

V následujících kapitolách jsou uvedeny nejčastěji používané poměrové ukazatele, které lze využít ve finanční analýze. Doporučené hodnoty, které jsou u některých uvedeny, jsou orientační a vycházejí z běžné praxe finanční analýzy.

*Financování pomocí dluhů je součástí běžného života podniku. Seznamte se proto se způsoby měření zadluženosti a naučte se zhodnotit vhodnost struktury zdrojů vzhledem k majetkové struktuře podniku.*



### 4.5.1 Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Ukazatele zde slouží jako indikátory výše rizika, jež firma podstupuje při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů. Avšak zadluženost sama o sobě ještě nemusí být negativní charakteristikou. Určitá výše zadlužení je obvykle pro firmu užitečná. Každá firma by měla usilovat o optimální finanční strukturu, o nejvhodnější poměr vlastního a cizího kapitálu, protože ten rozhoduje o tom, „za kolik“ firma celkový kapitál pořídí. V konkrétních podmínkách teprve hlubší a komplexnější rozbor napoví, zda je struktura kapitálu vůči struktuře majetku optimální, či zda je podnik podkapitalizován nebo překapitalizován.

**Určitá výše zadlužení je pro firmu užitečná**

Podíl, ve kterém podnik používá jako zdroj svého financování dluhy, má tři významné efekty (1, 21):

- zvyšováním finančních zdrojů pomocí dluhu mohou vlastníci udržet kontrolu nad podnikem s relativně nízkou investicí
- když podnik vydělává s vypůjčenými penězi více, než činí úrok za vypůjčené zdroje, výnosnost vlastního kapitálu se zvyšuje (působení finanční páky)
- věřitelé chápou vlastní kapitál jako bezpečnostní polštář. Jestliže vlastníci zajišťují malou proporcii celkového investovaného kapitálu, riziko nesou především věřitelé.

Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury srovnává rozvahové položky a na základě toho určí, v jakém rozsahu a pomocí jakých zdrojů jsou financována podniková aktiva. Potom se zaměří na ukazatele odvozené z položek výkazu zisku a ztráty a určí, kolikrát jsou náklady na cizí financování pokryty

provozním ziskem. Tyto dva druhy poměrových ukazatelů jsou při posuzování kvality a bezpečnosti závazků podniku komplementární.

*Celková zadluženost*

$$\boxed{\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}} \quad (4.1)$$

Na základě tohoto ukazatele lze posoudit finanční strukturu podniku z dlouhodobého hlediska. Lze ho použít pro posouzení schopnosti podniku zvýšit své zisky využitím cizího kapitálu. Ukazatele zadluženosti slouží i jako indikátory výše rizika, které podnik podstupuje použitím cizích zdrojů. V souvislosti s hodnocením zadluženosti je třeba dodat, že pokud podnik využívá výrazněji leasingové formy financování, měl by se objem leasingových závazků přičíst k objemu závazků, jelikož budoucí leasingové splátky představují v podstatě stejný dluh jako splátky úvěru, avšak z hlediska účetně-metodického nejsou zachyceny v rozvaze nájemce. Podobně by se měl majetek financovaný leasingem stát (pro účely výpočtu) součástí majetku podniku.

Doporučená hodnota se pohybuje mezi 30 a 60 %, ovšem závisí na odvětví, ve kterém společnost podniká.

*Míra zadluženosti*

$$\boxed{\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}} \quad (4.2)$$

K posouzení zadluženosti je možné poměřovat cizí a vlastní kapitál. Tento ukazatel je např. v případě žádosti o nový úvěr velice významný pro banku, zda úvěr poskytnout či ne. Pro toto posuzování je velice důležitý jeho časový vývoj, zda se podíl cizích zdrojů zvyšuje, či snižuje. Při výsledku a vývoji tohoto ukazatele nad 100 % bude asi pro banku takovýto klient velice rizikový. Ukazatel signalizuje bance a věřitelům, do jaké míry by mohli přijít o své nároky a akcionářům ukazuje riziko ztrát v případě likvidace společnosti.

$$\boxed{\frac{\text{Dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobé cizí zdroje}}} \quad (4.3)$$

$$\frac{\text{Dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (4.4)$$

Dlouhodobé cizí zdroje představují součet: dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry + leasing.

#### Úrokové krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{Hospodářský výsledek před zdaněním} + \text{náklad. úroky (= EBIT)}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (4.5)$$

Úrokové krytí charakterizuje výši zadluženosti pomocí schopnosti podniku splácet úroky. Tento ukazatel je v případě financování cizími úročenými zdroji velmi významný, zejména je potřebné věnovat zvýšenou pozornost jeho vývoji v případě nerovnoměrného vývoje zisku před zdaněním z hlediska času. Pokud má ukazatel hodnotu 1, znamená to, že podnik je schopen splácet úroky i když má nulový zisk. Doporučená hodnota ukazatele - vyšší než 5.

#### Doba splácení dluhů

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{Cizí zdroje - rezervy}}{\text{Provozní cash flow}} \quad (4.6)$$

Ukazatel vyjadřuje dobu, za kterou by byl podnik schopen vlastními silami splatit své dluhy. Optimální je klesající trend ukazatele.

Vztah mezi majetkovou a finanční strukturou ukazují následující ukazatele:

#### Krytí dlouhodobého majetku

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (4.7)$$

Výsledek a vývoj poměru vlastního kapitálu na dlouhodobém majetku vyšší než 1 znamená, že podnik používá vlastní (dlouhodobý) kapitál i ke krytí oběžných (krátkodobých) aktiv. Podnik tak dává přednost stabilitě před výnosem.

$$\text{Krytí dlouh. majetku dlouhodobými zdroji} = \frac{\text{Vlastní kapitál} + \text{dlouh. cizí zdroje}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (4.8)$$

Při výsledku nižším než 1 musí podnik krýt část svého dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji a podnik může mít problémy s úhradou svých závazků. Podnik je *podkapitalizovaný*. Při příliš vysokém poměru je sice podnik finančně stabilní, ale drahými dlouhodobými zdroji financuje příliš velkou část krátkodobého majetku - podnik je *překapitalizován*.



*Nezapomeňte, že podnik nemůže dlouhodobě přežít, pokud není schopen platit své závazky, tzn. mít dostatek prostředků v době, kdy je nutné platit. Naučte se posoudit, jaká výše různých likvidních prostředků je nevyhnutelná k zajištění schopnosti platit.*

#### 4.5.2 Analýza likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Ukazatelé likvidity v podstatě poměřují to, čím je možno platit (čítatel) s tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel). Podle toho, jakou míru jistoty požadujeme od tohoto měření, dosazujeme do čitatele majetkové složky s různou dobou *likvidnosti*, tj. přeměnitelnosti na peníze. Nejlikvidnější jsou pochopitelně samy peníze v hotovosti a na běžných účtech, nejméně likvidní je dlouhodobý majetek, proto se s ním vůbec neuvažuje. Základní ukazatele likvidity se tedy odvozují od oběžných aktiv.

Likvidita představuje schopnost dostát svým závazkům

Likviditu podniku lze hodnotit pomocí následujících ukazatelů:

*Ukazatel běžné likvidity (likvidita III.stupně)*

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (4.9)$$

Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje podniku (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + anuity dlouhodobých bankovních úvěrů). To znamená, kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá svá oběžná aktiva v daném okamžiku v hotovost. Tato aktiva by měla být přeměněna v hotovost asi ve stejné době, v jaké jsou krátkodobé závazky splatné. Ukazatel běžné likvidity je citlivý na velikost jednotlivých položek strany aktiv, na jejich době obratu, na jejich struktuře a na



jejich likvidnosti. Všechna oběžná aktiva totiž nejsou stejně likvidní a některá jsou dokonce na peníze nepřeměnitelná (nikdo je od podniku z různých důvodů nekoupí).

S prodlužující se dobou obratu jednotlivých aktiv roste zdánlivě „bezpečnost“ společnosti. Je však nutno zvážit, která aktiva jsou reálná a která tento ukazatel jen uměle vylepšují, protože se s nimi nehospodaří příliš efektivně. Ukazatel běžné likvidity je také citlivý na strukturu zásob a jejich správné - realistické ocenění vzhledem k jejich prodejnosti; na strukturu pohledávek - pohledávky po lhůtě, nedobytné pohledávky atd. Když se společnost dostane do finančních potíží, vyrovnává své závazky mnohem pomaleji; získává dodatečné zdroje - krátkodobé bankovní půjčky, odkládá obchodní platby atd. Hodnota tohoto ukazatele by měla nabývat hodnot 1,5 - 2,5. Při rovnosti oběžného majetku a krátkodobých závazků (hodnota ukazatele je rovna jedné), je podniková likvidita značně riziková. Plyne to ze skutečnosti, že obrátka krátkodobých závazků může být vyšší než obrátka oběžných aktiv. U obou složek má navíc obratovost proměnlivý charakter. Ještě rizikovější je situace, kdy společnost využívá část krátkodobých závazků k financování dlouhodobého majetku.

*Ukazatel pohotové likvidity (likvidita II.stupně)*

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{finanční majetek}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (4.10)$$

Ukazatel by měl nabývat hodnot v rozmezí od 1 do 1,5. Při poměru menším než 1 musí podnik spoléhat na případný prodej zásob.

*Ukazatel okamžité likvidity (hotovostní likvidita, likvidita I.stupně)*

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (4.11)$$

Ukazatel by měl nabývat hodnot v rozmezí od 0,2 do 0,5. Vysoké hodnoty ukazatele svědčí o neefektivním využití finančních prostředků.

Všechny uvedené ukazatele hodnotí budoucí likviditu podniku odvozeně, staticky a je nutné chápat je jako orientační charakteristiky. Budoucí schopnost podniku dostát svým závazkům je záležitost do té míry důležitá, že je nutná její

důkladná analýza prostřednictvím plánu příjmů a výdajů zahrnujícím všechny podstatné faktory, jež by mohly v budoucnu ovlivnit příjmovou i výdajovou stranu. Proto je nanejvýš účinné plánovat budoucí likviditu pomocí prognózy cash flow. Výkaz peněžních toků je významným podkladem pro finanční analýzu. Dokládá přírůstky a úbytky peněžních prostředků za sledované účetní období ve formě tvorby finančních zdrojů a jejich užití. Odpovídá na otázku, kolik peněžních prostředků podnik vytvořil a k jakým účelům jich použil. Samotný fakt, že podnik dosahuje zisku, nedává ještě záruku, že je schopen hradit své závazky. Proto se v tržních ekonomikách využívá cash-flow jako nástroj analýzy likvidity za daný časový interval.

*Podíl pracovního kapitálu na oběžných aktivech*

$$\text{Podíl ČPK na OA} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{krátkodobé cizí zdroje}}{\text{Oběžná aktiva}} \quad (4.12)$$

Ukazatel charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu podniku. Podíl pracovního kapitálu na oběžném majetku by měl dosahovat 30 - 50%.

Peněžní prostředky mohou podniky *získávat*:

- zvyšováním různých forem vlastního kapitálu (např. emisí akcií splácených akcionáři v penězích),
- přijímáním úvěrů (v peněžní formě),
- prodejem nepeněžních složek majetku za peníze, inkasem pohledávek, hotovostním prodejem.

Peněžní prostředky podniky *používají* analogicky:

- na splácení vlastního kapitálu (spíše výjimečně), či na výplaty z vlastního kapitálu (např. výplaty dividend v penězích),
- na splácení dodavatelských závazků v penězích, bankovních úvěrů, placení úroků, daní, mzdových aj. závazků,
- na nákup nepeněžních složek majetku.

V případech a), b) se zvyšuje/snižuje majetek i kapitál podniku. V případě c) se mění bezprostředně jen majetková struktura podniku (neuvažujeme-li prodej – nákup se ziskem či ztrátou).

V běžné hospodářské praxi obvykle nastává několik základních situací, při kterých se podniku nedostává hotových finančních prostředků a v návaznosti na to může dojít k jeho úplnému selhání. Proto je nutno tyto riskantní kroky eliminovat na minimum.

Jsou to následující případy (13):

A. Způsobující prvotní platební neschopnost:

- růst

Růst je riskantní, potřeba zásob a pohledávky rostou. Často vznikají vysoké přímé náklady na výzkum a vývoj a na investice do zařízení.

- neefektivní využití zdrojů

Neefektivní investování do aktiv neprodukuje cash-flow. Pomalé inkaso pohledávek, nadměrné zásoby a nadměrná a nevyužitá výrobní kapacita spotřebovávají hotové peníze.

- špatná prognóza poptávky - zásoby se neprodávají a zařízení není využíváno

Podniky mají velké výdaje na provozovnu, zařízení a zásoby a doufají, že tržby poskytnou hotové peníze na úhradu těchto nákladů. V případě neúspěchu vznikají schodky v hotovosti.

- příliš mnoho úvěrů - dluhy vyžadují splátky

Čím více si podnik půjčuje, tím více musí vyprodukovat hotovosti, aby splatil své úvěry. Neschopnost splácet dluhy vede k bankrotu.

- nadměrné provozní náklady

Vysoké provozní náklady a vysoká cena mohou vést k malé konkurenceschopnosti výrobků, snížení tržeb a tím snížení přílivu hotovosti.

- klesající poptávka

Klesá-li poptávka zákazníků, vede to k poskytování slev, aby se naplnila výrobní kapacita a vyprodaly zásoby. To po delší době snižuje ziskovost podniku a jeho schopnost půjčovat si nebo získat nový kapitál.

**B. *Druhotná insolvence:***

- vnější otřesy

Soudní pře, katastrofy, války, embarga a vládní nařízení mohou také vyvolat náhlou (někdy nemalou) potřebu hotovosti.

- platební morálka odběratelů

Nedodržení termínů splatnosti odběratelů vede k nárůstu pohledávek a snížení hotovosti.

**4.5.2.1 *Formy řešení nedostatku hotovosti***

*Zvýšením příjmů v daném plánovaném období:*

- a) desinvesticemi oběžných prostředků. Zde přichází v úvahu prodej nadbytečných zásob, např. dokončené výroby, zásob materiálu, využití skonta, factoringu, intenzivního vymáhání pohledávek, prodej krátkodobých cenných papírů apod.
- b) desinvesticemi fixního hmotného majetku. Zachraňování likvidity by nemělo však ohrožovat produkčnost podniku. V zásadě lze prodat nepotřebný majetek (prodej lze kombinovat s následným leasingem - sale and lease back - což je velmi oblíbená forma desinvestice), či se pokusit snížit potřebu majetku např. změnou struktury výroby, rychlostí výroby, změnou využití majetku apod.

*Snížením výdajů:*

- a) redukcí obnovovacích investic. Z důvodu zachování likvidity lze potlačit ekonomické aspekty obnovy. Lze rovněž upravit režim obnovy zásob, např. změnou lhůty a objemu objednávek (pozdější objednávání, odklon od optimálního objednávaného množství).
- b) redukcí racionalizačních investic. Vede ke snížení výdajů na vývoj, vypracování projektů apod..
- c) redukcí strukturálních a rozvojových investic. Touto redukcí se sníží výdaje, konzervuje se však objem a struktura výroby a odbytu, což vede k nebezpečí ztráty konkurenceschopnosti podniku. Redukcí strukturálních a expanzních investic se snižují i výdaje na vědu a výzkum, přípravu výroby, tržní analýzu, dodávky apod.
- d) redukcí finančních investic. Snížení výdajů na nákup účastí, na poskytování půjček apod.

Snížení výdajů ve všech čtyřech uvedených případech vyžaduje samozřejmě, aby se nejdříve prověřily dopady úspory výdajů na oblast příjmů podniku. Z hlediska odstranění úzkého profilu v likviditě je nutné, aby úspora výdajů byla intenzivnější než případný pokles příjmů.

- e) snížením nákladů. Při realizaci tohoto opatření je třeba posuzovat dopady snížených nákladů na výdaje. Některé náklady jsou v daném období spojeny s výdaji (např. mzdové náklady), jiné náklady již byly uhrazeny před daným obdobím (odpisy), nebo budou uhrazeny podniku v tomto období. Snižování nákladů za účelem odstranění úzkého profilu v likviditě v daném období představuje zároveň výdaj za toto období.
- f) leasingem, jako alternativní formou financování investic.

##### **4.5.2.2 Řízení krátkodobých přebytků likvidity (13)**

Peníze, které chybějí, brzdí podnikové záměry, či snižují kredit podniku se všemi z toho vyplývajícími negativními důsledky. Peníze, které naopak přebývají a nevyužívají se, přinášejí ztráty ušlých příležitostí. Hledáním vhodných forem zhodnocování peněžních prostředků lze těmto ztrátám předcházet.

Výskyt přebytků peněžních prostředků vyvolává potřebu s nimi nakládat ve prospěch firmy. Nabízí se v zásadě pět způsobů řešení:

1. investovat peněžní přebytky do majetkových cenných papírů (akcie, podílové listy apod.);
2. investovat peněžní prostředky do dlužných cenných papírů (obligace, směnky, pokladniční poukázky, hypotéční zástavní listy apod.);
3. investovat, resp. vložit peněžní přebytky na termínovaný vklad;
4. ostatní využití, např. k podpoře prodeje, k dřívějším úhradám za nižší cenu atd;
5. splátky úvěrů.

##### **4.5.3 Analýza rentability**

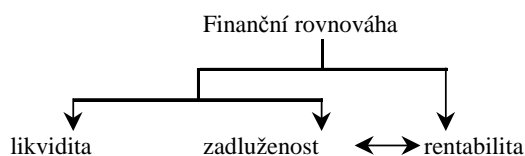
Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Je formou vyjádření míry zisku, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu.

**Rentabilita  
představuje výnosnost  
invest. kapitálu**



*Principem výpočtu rentability je podíl zisku k vybrané položce rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty. Nezapomeňte, že rentabilita podnikání je ovlivněna všemi činnostmi podniku.*

Ukazatele rentability ukazují kombinovaný vliv likvidity, řízení aktiv a řízení dluhu (složek finanční rovnováhy – viz obr.4-3) na výsledky hospodaření. Poměrují dosažený výsledek hospodaření s jinými veličinami, aby se zhodnotila úspěšnost při dosahování podnikových cílů.



Obr.4-3 Složky finanční rovnováhy (17)

Ukazatele rentability měří úspěšnost podniků srovnáváním hospodářského výsledku s jinými veličinami, přičemž (19):

- v čitateli zlomku může být použitý:
  - výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky - (Earnings Before Interest and Taxes – EBIT)
  - výsledek hospodaření před zdaněním - (Earnings Before Taxes - EBT)
  - výsledek hospodaření za účetní období (čistý zisk) - (Earnings After Taxes – EAT)
  - výsledek hospodaření za účetní období (čistý zisk) + nákladové úroky
  - výsledek hospodaření před zdaněním + „zdaněné“ úroky aj.
- ve jmenovateli zlomku může být:
  - vlastní kapitál
  - celkový vložený kapitál
  - dlouhodobý kapitál
  - tržby
  - náklady
  - přidaná hodnota aj.

K nejčastěji používaným ukazatelům patří:

*Rentabilita tržeb (Return on Sales)*

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} \quad (4.13)$$

Ukazatel vyjadřuje schopnost podniku transformovat zásoby na hotové peníze. Ve vývojové řadě by tento ukazatel měl vykazovat stoupající tendenci. Za výsledek hospodaření je možné dosadit zisk po zdanění nebo EBIT.

*Rentabilita celkového kapitálu (Return on Assets – ROA)*

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} \quad (4.14)$$

Někdy se ROA uvádí v této podobě:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT} \times (1 - T)}{\text{Aktiva}} = \frac{\text{Čistý zisk} + \text{"zdaněné" úroky}}{\text{Aktiva}} \quad (4.15)$$

kde: T – daňová sazba

Jedná se o důležitý ukazatel, který měří výkonnost nebo-li produkční sílu podniku. Pokud chceme měřit výkonnost podniku bez vlivu zadluženosti a daňového zatížení, je potřeba definovat výnos podniku jako zisk před platbou úroků a před zdaněním.

*Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity – ROE)*

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (4.16)$$

Měřením rentability vlastního kapitálu vyjadřujeme výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Výsledek ukazatele by se měl pohybovat alespoň několik procent nad dlouhodobým průměrem úročení dlouhodobých vkladů. Kladný rozdíl mezi úročením vkladů a rentabilitou se nazývá prémie za riziko. Je odměnou vlastníkům, kteří podstupují riziko. Je-li tato prémie dlouhodobě záporná, vyvstává

otázka, proč s rizikem podnikat, když uložením peněz v bance lze dosáhnout vyšších zisků bez rizika.

Především v souvislosti s analýzou rentability je možné zkoumat i **další ukazatele**, jako je produktivita práce (měřena např. podílem výkonů a počtem zaměstnanců), nákladovost, podíl přidané hodnoty na aktivech, podíl přidané hodnoty na tržbách, příp. další.

#### 4.5.4 Řízení aktiv

S pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, zda je velikost jednotlivých druhů aktiv v rozvaze v poměru k současným nebo budoucím hospodářským aktivitám podniku přiměřená, tj. ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky.

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky



*Ukazatele obratu mají většinou dvě formy - obrat a dobu obratu. Zatímco první měří "kolikrát za rok se daná položka využije při podnikání", druhá forma měří "počet dní, za který se položka obrátí". V praxi je většinou využívanější doba obratu.*

*Obrat aktiv*

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (4.17)$$

Všeobecně platí, čím větší hodnota ukazatele, tím lépe. Minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1, hodnotu však ovlivňuje i příslušnost k odvětví. Nízká hodnota ukazatele znamená neúměrnou majetkovou vybavenost podniku a jeho neefektivní využití.

*Doba obratu zásob*

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Průměrný stav zásob}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (4.18)$$

Ukazatel udává, jak dlouho trvá jeden obrat, tj. doba nutná k tomu, aby peněžní fondy přešly přes výrobní a zbožní formy znovu do peněžní formy. Pro posouzení ukazatele je rozhodující jeho vývoj v časové řadě.



*Doba obratu (splatnosti) pohledávek*

Doba obratu pohledávek je dobou existence kapitálu ve formě pohledávek, počítá se jako podíl průměrného stavu pohledávek a průměrných denních tržeb.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (4.19)$$

Tento ukazatel vyjadřuje období od okamžiku prodeje na obchodní úvěr, po které musí podnik v průměru čekat, než obdrží platby od svých odběratelů. Hodnota tohoto ukazatele se srovnává s dobou splatnosti faktur a odvětvovým průměrem. Delší průměrná doba inkasa pohledávek znamená větší potřebu úvěrů a tím i větší náklady.

*Doba obratu závazků*

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (4.20)$$

Průměrná doba obratu závazků vyjadřuje dobu od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Tento ukazatel by měl dosáhnout alespoň hodnoty doby obratu pohledávek. Ukazatele doby obratu pohledávek a doby obratu závazků jsou důležité pro posouzení časového nesouladu od vzniku pohledávky do doby jejího inkasa a od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Tento nesoulad přímo ovlivňuje likviditu podniku. Pokud je doba obratu závazků větší než součet obratu zásob a pohledávek, dodavatelské úvěry financují pohledávky i zásoby (může to však znamenat špatnou likviditu). Mezi výši likvidity a aktivity je úzká vazba a je třeba hledat určitý kompromis.

**4.5.5 Ukazatele kapitálového trhu**

Ukazatele tržní hodnoty kombinují jako jediná skupina ukazatelů účetní údaje podniku (současnost) s očekáváním investorů (budoucnost). Názor investorů na budoucnost podniku odráží tržní cena podniku.

**Ukazatele  
kapitálového trhu  
odrážejí očekávání  
investorů**

*Zisk na akcii*

$$\boxed{\text{Zisk na akcii} = \frac{\text{Výsledek hospodaření}}{\text{Počet vydaných akcií}}} \quad (4.21)$$

Tento ukazatel se využívá v převážné většině ukazatelů souvisejících s rentabilitou akcií a s problematikou dividend.

*P/E ratio (price-earnings ratio)*

$$\boxed{\text{P/E ratio} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk na akcii}}} \quad (4.22)$$

Jedním z ukazatelů využívajícím údaje z finančního trhu je poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii. Tento ukazatel je nedílnou součástí burzovních zpráv a promítá se v něm zejména budoucí očekávání investorů ohledně tempa růstu, míry zisku a podílu dividend na zisku. (Dále mohou být hodnoceny poměry : tržní cena akcie/ vlastní kapitál na akcii, tržní cena akcie/cash flow na akcii).

*Ukazatel P/BV*

$$\boxed{\text{P/BV} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii}}} \quad (4.23)$$

Tento ukazatel ukazuje, jak trh oceňuje hodnotu vlastního kapitálu podniku. Pokud není tržní cena akcie nad účetní hodnotou, nebo je dokonce pod ní, je to známka, že kapitálový trh nevidí perspektivy podniku dobře, nebo je akcie podhodnocena. Tato skutečnost vytváří špatné výchozí podmínky pro eventuelní získání kapitálových zdrojů emisí akcií.

*Dividendový výnos*

$$\boxed{\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Tržní kurz akcie}}} \quad (4.24)$$

Ukazatel umožňuje investorovi porovnávat z hlediska výnosnosti různé možnosti investování peněžních prostředků. Dosavadní vývoj ukazatele opět může ovlivnit možnost přilákat investory k nákupu nově vydávaných akcií jako zdroje dlouhodobého kapitálu.

Podíl dividendy k zisku na 1 akcii

$$\text{Podíl dividendy k zisku na 1 akcii} = \frac{\text{Dividenda na 1 akcii}}{\text{Zisk na 1 akcii}} \quad (4.25)$$

Ukazatel vyjadřuje, jaká část zisku byla jako dividenda vyplacena akcionářům.

*V další části kapitoly se můžete seznámit s dalšími ukazateli, které mohou pomoci důkladnější analýze hospodaření podniku. Je možné zkonstruovat mnoho dalších, vyzkoušejte si to také sami.*



#### 4.5.6 Další ukazatele

V rámci finanční analýzy lze použít dalších ukazatelů, např:

- ✓ Přidaná hodnota/tržby
- ✓ Provozní cash flow/tržby
- ✓ Přidaná hodnota/počet zaměstnanců
- ✓ Tržby/ počet zaměstnanců
- ✓ Výnosy/přidaná hodnota
- ✓ Mzdové náklady/počet zaměstnanců
- ✓ Výsledek hospodaření před zdaněním/mzdové náklady
- ✓ Osobní náklady/tržby
- ✓ Nákladové úroky/tržby
- ✓ Náklady/výnosy aj.

#### **PŘÍKLAD 4-1: Využití FINANČNÍ ANALÝZY**

##### **Zadání:**

Dvě navzájem srovnatelné firmy dosáhly ve vybraných ukazatelích výsledků v níže uvedené tabulce. Která z těchto dvou firem docílila lepších výsledků? Čím byly rozdíly způsobeny?

Ukazatel	Firma A	Firma B
EBIT	60	90
Dlouhodobý majetek	180	200
Oběžný majetek	320	400
Tržby	800	1500



**Řešení:**

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celkový kapitál}}$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu - firma A} = 60 / (180 + 320) = \mathbf{12 \%}$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu - firma B} = 90 / (200 + 400) = \mathbf{15 \%}$$

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{EBIT}}{\text{tržby}}$$

$$\text{Rentabilita tržeb - firma A} = 60 / 800 = \mathbf{7,5 \%}$$

$$\text{Rentabilita tržeb - firma B} = 90 / 1500 = \mathbf{6 \%}$$

$$\text{Obratovost aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Obratovost aktiv - firma A} = \mathbf{1,6}$$

$$\text{Obratovost aktiv - firma B} = \mathbf{2,5}$$

Lepších výsledků dosáhla firma B, která dosáhla rentability celkového kapitálu 15%, oproti firmě A, která dosáhla rentability celkového kapitálu 12 %. Firma A přitom dosáhla vyšší rentability tržeb 7,5 % (firma B 6 %). Lepší výsledek firmy B v rentabilitě celkového kapitálu byl zapříčiněn vyšší obratovostí aktiv 2,5 (firma A 1,6). Samozřejmě nelze na základě uvedených omezených informací vyslovit jednoznačný verdikt o tom, která firma je na tom lépe.



**PŘÍKLAD 4-2: Využití FINANČNÍ ANALÝZY**

**Zadání:**

Vlivem nepříznivých klimatických podmínek byly některé údaje v rozvaze a výkaze zisku a ztráty znehodnoceny. Doplňte chybějící údaje s pomocí následujících informací a určete hodnotu čistého zisku. Víte, že zásoby tvoří polovinu oběžného majetku a pohledávky 20% oběžného majetku.

<b>Celková zadluženost</b>	<b>0,5</b>
<b>Úrokové krytí</b>	<b>5,5</b>
<b>Běžná likvidita</b>	<b>1,5</b>
<b>Obrat zásob</b>	<b>8</b>

**Rozvaha** (v tis. Kč)

Aktiva celkem  
 Dlouhodobý majetek  
 Oběžný majetek  
 Zásoby  
 Pohledávky  
 Krátk. finanční majetek

Pasiva celkem  
 Vlastní kapitál  
 Dlouhodobé závazky 300  
 Krátkodobé závazky 200

**Výkaz zisku a ztráty** (v tis. Kč)

Tržby za výrobky  
 Výkonová spotřeba 400  
 Osobní náklady 200  
 Odpisy 50  
 EBIT  
 Nákladové úroky  
 VH před zdaněním  
 Daň (24 %)  
 VH za účetní období

**Metodický postup řešení:**

Snažíte se najít takový poměrový ukazatel, u kterého znáte alespoň jednu jeho položku (buď číselník nebo jmenovatel). V našem případě se nabízí hned 1. poměrový ukazatel – celková zadluženost, která je dána vztahem:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Pasiva}} = 0,5$$

Protože známe hodnotu cizích zdrojů (krátkodobé + dlouhodobé závazky), dosadíme ji do vztahu a dostáváme

$$\frac{500}{\text{Pasiva}} = 0,5 \rightarrow \text{Pasiva} = 500 / 0,5 = \mathbf{1\ 000\ \text{tis. Kč}}$$

Naprosto identicky postupujeme dále.

Protože víme, že **AKTIVA = PASIVA**, můžeme si doplnit hodnotu pasiv a aktiv, poté ihned hodnotu vlastního kapitálu.

Pasiva celkem = vlastní kapitál + krátkodobé závazky + dlouhodobé závazky

$$1000 = \text{Vlastní kapitál} + 300 + 200 \rightarrow \mathbf{VK = 500\ \text{tis. Kč}}$$

Jelikož známe hodnotu krátkodobých závazků, můžeme dále pokračovat např. ukazatelem běžné likvidity.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} = 1,5$$

$$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{200} = 1,5 \rightarrow \text{Oběžná aktiva} = \mathbf{300 \text{ tis. Kč}}$$

Víme, že platí (zjednodušeně)

Celkový majetek = dlouhodobý majetek + oběžný majetek

$$1000 = \text{dlouhodobý majetek} + 300 \rightarrow \text{dlouhodobý majetek} = \mathbf{700 \text{ tis. Kč}}$$

Dále víme ze zadání, že zásoby tvoří polovinu oběžného majetku, tzn.  $300 \times 0,5 = \mathbf{150 \text{ tis. Kč}}$ , pohledávky tvoří 20%, tzn.  $0,2 \times 300 = \mathbf{60 \text{ tis. Kč}}$ . Zbytek oběžných aktiv ( $300 - 150 - 60$ ) =  $\mathbf{90 \text{ tis. Kč}}$  tvoří krátkodobý finanční majetek.

Rozvahu již máme kompletně doplněnou, můžeme proto pokračovat doplněním výkazu zisku a ztráty. Jelikož známe hodnotu zásob, použijeme ukazatel obratu zásob.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

$$\frac{\text{Tržby}}{150} = 8 \rightarrow \text{Tržby} = \mathbf{1\,200 \text{ tis. Kč}}$$

EBIT = Tržby – výkonová spotřeba – osobní náklady - odpisy

$$\text{EBIT} = 1200 - 400 - 200 - 50 = \mathbf{550 \text{ tis. Kč}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

$$\frac{550}{\text{Nákladové úroky}} = 5,5 \rightarrow \text{Nákladové úroky} = \mathbf{100 \text{ tis. Kč}}$$

Výsledek hospodaření před zdaněním = EBIT – nákladové úroky

$$\text{Výsledek hospodaření před zdaněním} = 550 - 100 = \mathbf{450 \text{ tis. Kč}}$$

Daň činí (24%) =  $0,24 \times 450 = \mathbf{108 \text{ tis. Kč}}$

$$\text{Čistý zisk} = \text{Výsledek hospodaření před zdaněním} - \text{daň} = 450 - 108 = \mathbf{342 \text{ tis. Kč}}$$



*V další části této kapitoly se seznámíte s vybranými souhrnnými ukazateli finanční analýzy. U některých je vypovídací schopnost a použití v našich podmínkách omezeno (např. Altmanovo Z-score), některé mohou sloužit jako koncept moderního a efektivního řízení podniku (ukazatel ekonomické přidané hodnoty).*

#### 4.5.7 Souhrnné ukazatele

Existuje celá řada studií, které se snaží pomocí empiricko induktivních ukazatelových systémů vyřešit problém, které ukazatele pro zhodnocení finanční situace podniku vybrat a jakou významnost jim přisoudit. Tyto průzkumy většinou vyjadřují kvalitu rozlišováním „zdravého“ a „nemocného“ podniku. Nejoperativnější je ztotožnění „nemocného“ podniku s podnikem s ohroženou likviditou. Ukazatelé jsou tedy vybírány s ohledem na to, jak jsou schopny rozlišit podnik s dobrou a ohroženou schopností dostát svým závazkům, potom jsou shrnovány do jedné charakteristiky.

**Analytici se snaží najít jednoznačné kritérium pro "zdravý" a "nemocný" podnik**

##### *Z - skóre (Altmanův model)*

Altmanův model bankrotu (index důvěryhodnosti, Z-skóre) patří mezi nejznámější a nejpoužívanější modely. Vychází z tzv. diskriminační analýzy a vypovídá o finanční situaci podniku. Pokud je hodnota Z vyšší než 2,99, má firma uspokojivou finanční situaci, při  $Z = 1,81$  až 2,99 nevyhraněnou finanční situaci a při Z menší než 1,81 má velmi silné finanční problémy.

$$\boxed{Z\text{-skóre} = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5} \quad (4.26)$$

kde:  $X_1$  = Pracovní kapitál/Aktiva  
 $X_2$  = Nerozdělené zisky/Aktiva  
 $X_3$  = EBIT/Aktiva  
 $X_4$  = Tržní hodnota vlastního kapitálu/Cizí zdroje  
 $X_5$  = Tržby/Aktiva

Tyto hodnoty vah odpovídají modelu z roku 1968. V roce 1983 byly tyto váhy upraveny i pro společnosti obchodované na veřejných trzích:

$$\boxed{Z\text{-skóre} = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,420 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5} \quad (4.27)$$

Použití tohoto ukazatele v podmínkách české ekonomiky je problematické a to z těchto důvodů:

- malá vypovídací schopnost jednotlivých ukazatelů, zejména určení tržní hodnoty vlastního kapitálu (ceny na BCPP ve velké většině nevyjadřují jejich skutečnou hodnotu). Problémy nastávají i u podniků, které nejsou veřejně obchodovány. V tomto případě je vhodné přidržet se pro určování tržní

hodnoty vlastního kapitálu konzervativního odhadu, který bere tržní hodnotu jako pětinašobek ročního cash flow podniku.

- v indexu není obsažena problematika vysoké platební neschopnosti, která je v současnosti velkým problémem naší ekonomiky. To je možné řešit dodáním další proměnné do Altmanova indexu (17):

Z-score upravené pro podmínky ČR

$$\boxed{Z\text{-skóre} = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5 - 1,0 \cdot X_6} \quad (4.28)$$

kde:  $X_6$  = závazky po lhůtě splatnosti/výnosy. Kritéria vyhodnocení se nemění.

#### *Index IN (17)*

Index IN pro podmínky ČR

Na základě matematicko statistických modelů ratingu a praktických zkušeností při analýze finančního zdraví podniků byl pro podmínky ČR Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem sestaven index důvěryhodnosti IN95 (17):

$$\boxed{IN95 = V1 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + V2 \cdot \text{EBIT/nákl.úroky} + V3 \cdot \text{EBIT/aktiva} + V4 \cdot \text{Tržby/aktiva} + V5 \cdot \text{Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry)} - V6 \cdot \text{Závazky po době splatnosti/tržby}} \quad (4.29)$$

$V1$  až  $V6$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů. Váhy jsou konstruovány jako podíl významnosti ukazatele ke kriteriální hodnotě ukazatele. Váha ukazatele  $V2 = 0,11$  a  $V5 = 0,10$ , u ostatních vah jsou respektována odvětvová specifika, hodnoty vah ukazatelů podle odvětví lze najít v publikaci (17). Výsledek IN větší než 2 představuje podnik s dobrým finančním zdravím. Podnik s hodnotou pohybující se mezi 1 a 2 není „ani zdravý ani nemocný“, tzn. jedná se o podnik, který by mohl mít problémy. Pokud vyjde index IN menší než 1 znamená to, že jde o podnik se špatným finančním zdravím. V případě, že při výpočtu indexu dosadíme váhy za celou ekonomiku, vyjde nám dobrý nebo špatný podnik z hlediska celé ekonomiky ČR. Odvětvové váhy nám zařadí podnik jako dobrý nebo špatný v rámci odvětví.

Pro hodnocení výkonnosti podniku z hlediska vlastníka byly manželé Neumaierovými sestaveny další indexy<sup>3</sup>, spíše bonitního charakteru:



$$IN99 = - 0,017 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + 4,573 \cdot \text{EBIT/Aktiva} + 0,481 \cdot \text{Výnosy/Aktiva} + 0,015 \cdot \text{Oběžná aktiva}/(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$$

(4.30)

Pokud je hodnota indexu vyšší než 2,07, podnik dosahuje ekonomického zisku, hodnota indexu pod 0,684 znamená záporný ekonomický zisk. Interval šedé zóny představuje signál o určitých problémech. Tento index je výhodné použít v případě, že jsou u podniku problémy s odhadem alternativního nákladu na vlastní kapitál pro posouzení výkonnosti podniku.

Index IN01 spojuje východiska obou předchozích indexů:

$$IN01 = 0,13 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + 0,04 \cdot \text{EBIT/nákl.úroky} + 3,92 \cdot \text{EBIT/Aktiva} + 0,21 \cdot \text{Výnosy/Aktiva} + 0,09 \cdot \text{Oběžná aktiva}/(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$$

(4.31)

V případě, že hodnota indexu je větší než 1,77 znamená, že podnik tvoří hodnotu a hodnota indexu IN01 menší než 0,75 znamená, že podnik má problémy. Mezi hodnotami 1,77 a 0,75 je šedá zóna.

#### *EVA (Economic Value Added- ekonomická přidaná hodnota)*

Podstatou tohoto ukazatele je, že výše ekonomického zisku se značně liší od zisku, který se vykazuje v účetnictví. V účetním zisku jsou zachyceny náklady na cizí kapitál, ale ne náklady na vlastní kapitál (akcionáři očekávají a požadují ze svého kapitálu určitý výnos). Ten není určen přesnou mírou, jako je úroková míra, ale musí být odhadnut. Mimo jiné faktory má na něj vliv riziko daného podnikání, úroková míra bank, výnosnost bezrizikových investic aj.

**Ekonomická přidaná hodnota jako kritérium úspěšnosti podniku**

EVA představuje rozdíl mezi tzv. operativním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál, tj. přebytek zisku po odečtení oportunitních nákladů na dlouhodobě vázaný kapitál. Koncepce EVA v sobě obsahuje to, že cílem podnikání je vytváření ekonomické přidané hodnoty. To znamená, že ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své akcionáře. Koncept EVA spočívá na tzv. ekonomickém modelu. Nezbytným krokem je tedy konverze účetního modelu (tj. zobrazení hospodářské situace

v účetnictví) na model ekonomický (tj. takové zobrazení ekonomické reality, které se blíží pohledu kapitálového trhu). Autoři modelu Stern, Stewart a kol. doporučují provést 164 úprav.

Pro **orientační** výpočet EVA lze použít následující vztahy (35):

$$\boxed{EVA = \check{C}Z - r_e * VK} \quad (4.32)$$

$\check{C}Z$  = čistý zisk

$r_e$  = náklady na vlastní kapitál

$VK$  = vlastní kapitál

Jinými slovy jej můžeme vysvětlit jako rozdíl rentability vlastního kapitálu (ROE) a náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ ) vynásobený vlastním kapitálem:

$$\boxed{EVA = (ROE - r_e) * VK = ROE * VK - r_e * VK = \check{C}Z - r_e * VK} \quad (4.33)$$

Ke stejnému výsledku dojdeme též při tomto postupu:

$$\boxed{EVA = EBIT \times (1 - T) - (WACC \times C)} \quad (4.34)$$

kde: WACC (Weighted Average Capital Cost) - vážený průměr nákladů kapitálu  
 $C$  - velikost kapitálu (nesoucího náklad) vázaného v podniku

Ministerstvo financí ČR rozděluje podniky podle EVA do následujících kategorií ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)):

1. podniky, které tvoří ekonomickou přidanou hodnotu, tj. jejich rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je větší než alternativní náklad na kapitál ( $r_e$ ),
2. podniky netvoří ekonomickou přidanou hodnotu, ale jejich ROE je větší než bezriziková sazba,
3. podniky mají kladnou rentabilitu vlastního kapitálu, ale ta je menší než bezriziková sazba,
4. podniky ztrátové, jejich rentabilita vlastního kapitálu je menší než 0.

Následující tabulka ukazuje, jaký je současný stav rozdělení podniků do těchto čtyř kategorií v průmyslu (jedná se o podniky se 100 a více zaměstnanci):

Podíly jednotlivých kategorií podle EVA na celkových výnosech průmyslu v %						
Kategorie	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. kategorie	34,6	40,6	50	56,8	64,7	67,3
2. kategorie	20,7	21	20,4	21,7	14,5	13,6
3. kategorie	27,4	18,9	14,2	10,7	7,7	7,7
4. kategorie	17,3	19,5	15,3	10,8	13,1	11,4

Zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)

Tab. 4-1 Podíly jednotlivých kategorií podniků podle EVA na celkových výnosech průmyslu

*MVA (Market Value Added)*

Ukazatel MVA je definován jako rozdíl mezi tržní cenou akcie (P) a účetní hodnotou vloženého kapitálu na akcii (BV, Book Value) (35). Platí:

$$\boxed{MVA = P - BV} \quad (4.35)$$

*Pro usnadnění vysvětlení vzájemných souvislostí mezi jednotlivými ukazateli používanými ve finanční analýze lze použít soustav poměrových ukazatelů. Věnujte pozornost této části kapitoly – soustavy ukazatelů jsou významnou pomůckou pro závěrečné hodnocení výsledků finanční analýzy a vyslovení doporučení pro zlepšení hospodaření podniku.*



#### 4.5.8 Soustavy poměrových ukazatelů

Pro usnadnění vysvětlení vzájemných souvislostí mezi jednotlivými ukazateli používanými ve finanční analýze lze použít soustav poměrových ukazatelů.

Každý z poměrových ukazatelů hodnotí stav podniku nebo jeho vývoj jedním číslem. Ekonomický proces je však velmi složitý a ukazatelů je proto velmi mnoho. Pro usnadnění obtížné analýzy se vytvářejí soustavy ukazatelů. Ovšem ne jakýkoliv soubor ukazatelů můžeme označit za soustavu. Soustavou se ukazatele stávají tehdy, existují-li mezi nimi vzájemné souvislosti a závislosti. Výběr ukazatelů, které jsou do soustavy zahrnuty, závisí na cíli a hloubce rozboru.

**Soustavy ukazatelů ukazují vztahy mezi jednotlivými ukazateli**

Rozlišují se dva základní typy ukazatelových soustav:

*a) paralelní soustava ukazatelů*

Vyznačuje se tím, že jednotlivé ukazatele jsou řazeny vedle sebe. Není zde jeden vrcholový syntetický ukazatel, ze kterého by se ostatní ukazatele odvozovaly. Jednotlivé ukazatele tak mohou mít stejnou důležitost.

*b) pyramidová soustava ukazatelů*

Ta se naopak vyznačuje tím, že vrcholový syntetický ukazatel se postupně rozkládá na dílčí analytické ukazatele a mezi ukazateli tvořícími pyramidu existují pevné matematicky definované vztahy.

V běžné praxi je možné paralelní a pyramidovou soustavu kombinovat. Komplikovanou pyramidu je možno rozložit na několik dílčích pyramid a provádět rozbor pouze u té, která vyhovuje aktuální potřebě podniku.

Z hlediska klíčového postavení ukazatele rentability vlastního kapitálu, je vhodné tento ukazatel rozložit např. takto (DuPontův rozklad):

$$\text{ROE} = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (4.36)$$

První dva činitele rozkladu současně představují rozklad ukazatele rentability celkového vloženého kapitálu:

$$\text{ROA} = \frac{\text{zisk}}{\text{aktiva}} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (4.37)$$

Třetí činitel ve vztahu (4.34) představuje finanční páku. Role pákového ukazatele je zde zřejmá – růst cizího kapitálu může zvyšovat ROE. Avšak na pravé straně rovnice jsou ještě další dva ukazatele, do nichž se zadluženost rovněž promítne: zisk bude nižší o vyšší úroky připadající na přírůstek cizího kapitálu a rovněž druhý ukazatel na pravé straně rovnice bude nižší, protože se zvýší hodnota jeho jmenovatele. Z toho vyplývá, že zadluženost bude mít na ROE celkově pozitivní vliv pouze tehdy, jestliže jejím využitím dokáže podnik vyprodukovat natolik více zisku, aby jím vykompenzoval pokles dvou prvních ukazatelů na pravé

straně rovnice. Zvýšení zadluženosti bude tedy pozitivní tehdy, jestliže podnik dokáže každou korunu zhodnotit více než činí úroková sazba dluhu. Z DuPontova rozkladu je tedy zřejmé, kam je třeba zaměřit úsilí o zvyšování rentability – zvýšením míry zisku, urychlením obratu kapitálu, ale i změnou struktury finančních zdrojů ve prospěch vyššího zadlužení. Musíme však vzít v úvahu i další vlivy, a to především likviditu podniku, strukturu aktiv ve vztahu k likviditě, úvěrové podmínky a další. K tomu nám mohou posloužit další systémy poměrových ukazatelů, které mají tradiční název pyramidové. Základní myšlenkou pyramidové soustavy je postupný, stále podrobnější rozklad ukazatele, který co nejlépe postihuje základní cíl podniku. Při rozkládání ukazatelů se používají dva základní postupy – aditivní (součet nebo rozdíl dvou ukazatelů) a multiplikativní (součin nebo podíl dvou ukazatelů). V literatuře lze najít různé pyramidové soustavy ukazatelů (např. 19, 20), případně lze sestavit pyramidu ukazatelů na základě vlastní úvahy.

### 4.5.9 Způsoby vyhodnocení ukazatelů

Máme-li hodnotit výsledky analýzy, musíme být schopni rozpoznat, co je dobré a co lepší nebo horší. Musíme tudíž srovnávat s jinými výsledky, s jinými hodnotami. Při srovnávání je však také nutné dbát na to, aby se jednalo o stejný věcný obsah i rozsah.

Pro rozbor a hodnocení podniku se používají tyto základní typy srovnávání:

- srovnávání v čase
- srovnávání v jinými podniky v odvětví
- srovnávání s žádoucí veličinou - normou nebo plánem
- srovnávání na základě zkušeností.

Na tomto místě je vhodné zmínit ve světě stále více se rozvíjející metodu tzv. **benchmarkingu**, která spočívá v porovnávání údajů společnosti s údaji, které mají obdobné společnosti. Cílem této metody je poznání vlastní pozice na základě srovnání a následné posílení této pozice. Heslem benchmarkingu je "**učte se od ostatních**".

Českým podnikům může pro ověření jejich finančního zdraví a porovnávání jejich výsledků s nejlepšími firmami v odvětví nebo průměrem za odvětví posloužit

**Pro hodnocení  
výsledků FA je nutné  
srovnání**

**benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA.** Slouží k identifikaci hlavních předností firmy a nejpálčivějších problémů, které pomůže odhalit a tím představuje prvním krok k jejich řešení. Je východiskem pro formování a určení podnikové strategie. Diagnostický systém finančních ukazatelů INFA lze nalézt na www stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz).

## 4.6 Slabé stránky finanční analýzy

**Finanční analýza má i své slabé stránky**

Finanční analýza poskytuje důležitou a užitečnou informaci o tom, jaké je hospodaření podniku. Jako analytická metoda má však některá omezení, které vyžadují větší pozornost a zdravý úsudek těch, kteří s ní pracují.

K problematickým otázkám finanční analýzy patří především (1, 20):

- srovnávání dosažených hodnot ukazatelů s hodnotami doporučenými
- vliv sezónních faktorů
- rozdílné účetní praktiky
- vypovídací schopnost účetních výkazů.

Prioritní, celosvětově uznávanou účetní zásadou je zásada věrného zobrazení skutečnosti. Této zásadě jsou podřízeny všechny ostatní účetní principy. Přes všestranné úsilí o takové zobrazení je však třeba přiznat, že existují jisté okolnosti, které získání žádoucího věrného obrazu znesnadňují. Mezi nejzávažnější z nich patří:

- orientace na historické účetnictví

Historické účetnictví nebere v úvahu změny tržních cen majetku, ignoruje změny kupní síly peněžní jednotky a tím v konečném důsledku zkresluje výsledek hospodaření běžného roku.

- vliv inflace

Inflace se dotýká v různé míře všech aktiv a pasiv, má vliv i na výsledek hospodaření.



**SHRNUTÍ:**

- 1) Finanční analýza je oblast, která představuje významnou součást finančního řízení podniku, protože zajišťuje zpětnou vazbu mezi předpokládaným efektem řídicích rozhodnutí a skutečností.
- 2) Účelem finanční analýzy je provést diagnózu finančního hospodaření podniku, pochytit všechny jeho složky, případně při podrobnější analýze zhodnotit blíže některou ze složek finančního hospodaření.
- 3) Základním nástrojem finanční analýzy jsou ukazatele poměrové. Poměrových finančních ukazatelů se postupem času vyvinulo značné množství, a proto se třídí do skupin podle jednotlivých oblastí finanční analýzy. Jsou to ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu, případně ostatní ukazatele.
- 4) Ukazatelé zadluženosti hodnotí finanční strukturu podniku, úkolem ukazatelů likvidity je vyjádření se k potenciální schopnosti podniku hradit své závazky, ukazatelé rentability jsou měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu a ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. Ukazatele kapitálového trhu odrážejí očekávání investorů.
- 5) Ekonomická přidaná hodnota (EVA) představuje rozdíl mezi operativním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál, tj. přebytek zisku po odečtení oportunitních nákladů na vázaný kapitál, který nese náklad. Koncepce EVA v sobě obsahuje to, že cílem podnikání je vytváření ekonomické přidané hodnoty. To znamená, že ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.
- 6) Ukazatel MVA je definován jako rozdíl mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou vloženého kapitálu na akcii.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** finanční analýza, absolutní ukazatele, rozdílové ukazatele, poměrové ukazatele, ukazatelé zadluženosti, míra zadluženosti, celková zadluženost, úrokové krytí, likvidita, likvidnost, pracovní kapitál, rentabilita, doba obratu aktiv, P/E ratio, přidaná hodnota, soustavy ukazatelů, souhrnné ukazatele, ekonomická přidaná hodnota (EVA).



**OTÁZKY:**

- 1) Charakterizujte úkoly finanční analýzy podniku.
  
- 2) Jaké jsou hlavní zdroje informací pro finanční analýzu?
  
- 3) Proč je důležité na začátku finanční analýzy provést procentuální rozbor a trendovou analýzu účetních výkazů?
  
- 4) Co vyjadřují ukazatelé zadluženosti? Charakterizujte ukazatel celkové zadluženosti, míry zadluženosti, úrokového krytí.
  
- 5) Co vyjadřují ukazatelé rentability? Charakterizujte ukazatele rentability celkového kapitálu, vlastního kapitálu a rentability tržeb.
  
- 6) Co vyjadřují ukazatelé likvidity? Charakterizujte ukazatele hotovostní, pohotové a běžné likvidity. Co vyjadřuje ukazatel čistého pracovního kapitálu?
  
- 7) Uveďte, jakým způsobem můžeme řešit nedostatek hotovosti.
  
- 8) Uveďte, jakým způsobem můžeme řídit krátkodobé přebytky likvidity.
  
- 9) Co vyjadřují ukazatelé aktivity? Charakterizujte ukazatele obrát aktiv, doba obrátu závazků, pohledávek.



10) Co vyjadřují ukazatele kapitálového trhu? Charakterizujte ukazatele P/E ratio, zisk na akcii, P/BV, dividendový výnos.

11) Co vyjadřuje ukazatel EVA a jak jej vypočteme?

12) Co patří ke slabým stránkám finanční analýzy?

### SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:



#### Doplňte následující výroky:

1. Schopnost podniku hradit své závazky vyjadřuje .....
2. Poměr zisku k určité základně, např. k celkovému nebo vlastnímu kapitálu, se nazývá .....
3. Rozdíl oběžného majetku a krátkodobých závazků se nazývá.....

#### Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.

1. Čím je hodnota ukazatele P/E vyšší, tím výhodnější investiční příležitost pro investora představuje.  P /  N
2. Schopnost podniku hradit své závazky vyjadřuje likvidnost.  P /  N
3. Nízká hodnota ukazatele obratovosti aktiv svědčí o efektivním využívání aktiv.  P /  N
4. Ekonomická přidaná hodnota = výkony – výkonová spotřeba.  P /  N

5. Vysoká likvidita podniku přispívá k vysoké rentabilitě podnikání. P / N

**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

P/E	ukazatel zadluženosti
EVA	rozdílový ukazatel
EBIT	ukazatel kapitálového trhu
úrokové krytí	ekonomická přidaná hodnota
EBT	čistý zisk + daň + nákl. úroky
čistý pracovní kapitál	zisk před zdaněním

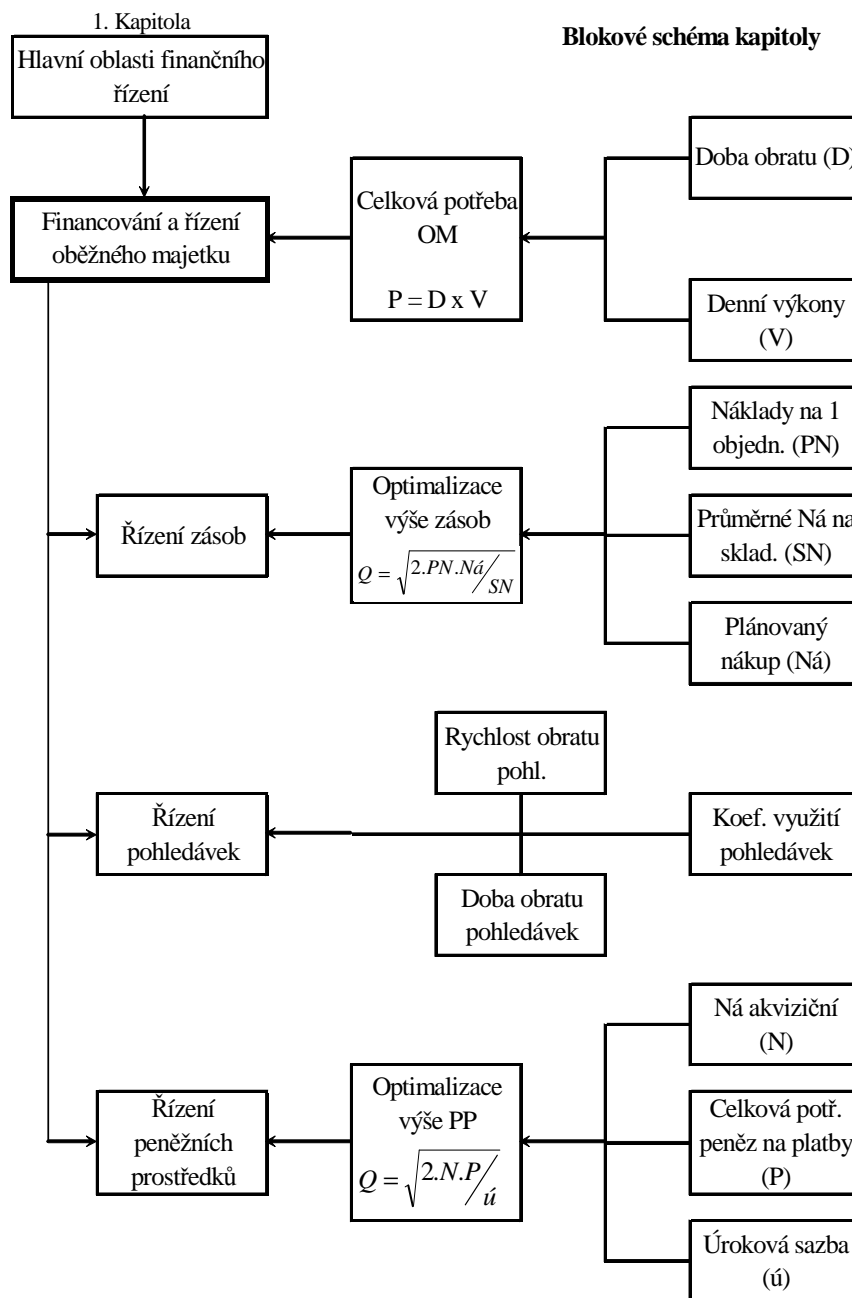
**Poznámky ke 4. kapitole**

## 5 Řízení oběžného majetku

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ charakterizovat oběžný majetek a jeho strukturu
- ✓ charakterizovat dobu obratu pracovního kapitálu
- ✓ definovat celkovou potřebu oběžného majetku
- ✓ vysvětlit pojem řízení oběžného majetku a jeho konkrétních složek





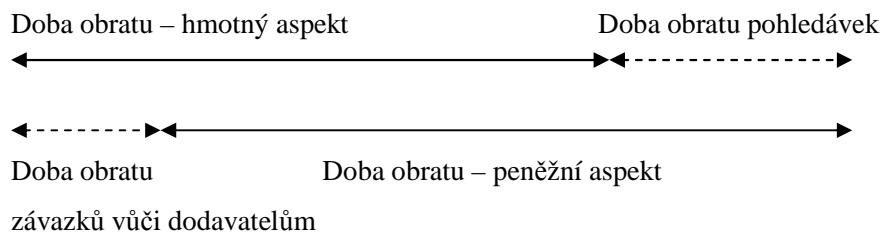
*Řízení oběžného majetku zahrnuje řízení zásob, pohledávek a peněžních prostředků. Obratovost jednotlivých částí OM představuje jeden z rozhodujících vlivů na ziskovost podniku. Řadí se tak k nejdůležitějším oblastem každodenního finančního řízení a proto věnujte této problematice velkou pozornost.*



Oběžný majetek představují prostředky, u nichž je relativně krátká doba obratu, tj. přeměna v peněžní prostředky. Z hlediska finančního řízení nepřesahuje tato doba zpravidla jeden rok. Kapitál vázaný v oběžném majetku je tedy neustále v pohybu a v podniku „pracuje“, což vedlo k jeho označení jako pracovní kapitál (13). Management pracovního kapitálu zahrnuje řízení oběžného majetku, jeho objemu a struktury a způsob financování oběžného majetku. Velký význam managementu pracovního kapitálu je dán zejména jeho vlivem na likviditu podniku a na flexibilitu financování. (Pojem čistý pracovní kapitál je potom definován jako rozdíl oběžného majetku a krátkodobých závazků).

**Doba obratu jednotlivých složek oběžného majetku ovlivňuje likviditu a rentabilitu podniku**

*Doba obratu pracovního kapitálu* je potom sumou dob obratu jeho dílčích složek. Z hmotného hlediska se skládá z doby obratu vstupních zásob, z doby výroby a z doby obratu výstupních zásob. Z peněžního hlediska je třeba dobu obratu pracovního kapitálu stanovenou z hmotného aspektu korigovat o průměrnou dobu úhrady nákupu materiálu a dalších vstupů (odpočet) a o dobu obratu pohledávek (přičtení) (viz obr. 5-1). Doba obratu je determinantou likvidity podniku a má vliv na zisk podniku, neboť kapitál vázaný v obratovém procesu představuje vždy určité náklady. Neúměrně velký objem oběžného majetku vzhledem k prodejm tak zpravidla vede k neefektivnosti a ke snižování zisku. Na druhé straně může být nízký objem oběžných prostředků spojen s úsporami nákladů, avšak je zde riziko výpadků výroby a prodejů a riziko insolventnosti.



*Obr. 5-1 Doba obratu pracovního kapitálu – hmotný a peněžní aspekt (13)*

## 5.1 Charakteristika oběžného majetku a jeho struktury

Oběžný majetek (oběžná aktiva) je součástí majetku podniku.

Z hlediska časového se oběžný majetek v tržní ekonomice vymezuje prioritně jako majetek, který svým charakterem má krátkou dobu použití (do jednoho roku).

Strukturou oběžného majetku rozumíme složení, skladbu oběžného majetku. Vyjadřuje kvantitativní vztahy mezi složkami oběžného majetku nebo jejich skupinami či uvnitř skupin.

Podle vázanosti lze rozlišovat oběžný majetek *vázaný* (v nepeněžních formách) a *volný* (v penězích). Podle fází koloběhu majetku je významné, zda se nachází ve výrobních zásobách, nedokončené výrobě, hotových výrobcích, pohledávkách. Z hlediska charakteru jeho potřeby je významné, jde-li o trvalý či přechodný stav oběžného majetku. Vzhledem k záměrům v objemu a struktuře podnikové činnosti je účelné odlišit majetek potřebný a nepotřebný.

**Oběžný majetek je majetkem krátkodobým**

## 5.2 Celková potřeba oběžného majetku

Celkovou potřebou oběžného majetku se rozumí *výše oběžného majetku*, potřebná pro zajištění předpokládaného rozsahu výkonů podniku.

Kapitálová potřeba v oblasti oběžného majetku *vzniká* okamžikem placení výdajů podniků na oběžný majetek (např. nákup výrobních zásob – materiálu, surovin, placením mezd, placením ostatních výdajů spojených s oběžným majetkem, nákupem zboží pro další prodej apod.) a *trvá* po dobu skladování výrobních zásob, nedokončené výroby, skladování hotových výrobků a zboží, trvání pohledávek, až do okamžiku, kdy se vynaložené prostředky (peníze) opět nevrátí, tj. prakticky do realizace zboží, resp. jeho zaplacení odběratelem.

**Výše oběžného majetku ovlivňuje výši kapitálu v něm vázaného**

Kapitálová potřeba se spojuje s *vázaností kapitálu* ve věcných formách oběžného majetku. Nutnost a účelnost stanovení kapitálové potřeby vzniká při založení podniku (jde o základní vybavení oběžným majetkem), při běžné činnosti

(potřeba oběžného majetku se mění krátkodobě, denně) a při rozšiřování činnosti podniku (zpravidla zvyšuje základní vybavení oběžným majetkem).

*Průměrnou kapitálovou potřebu v oblasti oběžného majetku lze stanovit podle základních faktorů, které ji ovlivňují. Jsou jimi:*

- a) Průměrná doba vázanosti (obratu) celkového oběžného majetku ve věcných formách oběžného majetku, které se postupně mění.
- b) Průměrná denní potřeba (výdaj) celkového oběžného majetku.

*Průměrnou kapitálovou potřebu v oblasti oběžného majetku lze stanovit takto:*

$$P = D \times V \quad (5.1)$$

- kde:
- P - celková potřeba (Kč)
  - D - doba obratu OM (dny)
  - V - denní výkony (tržby) (Kč/den)

### 5.3 Řízení oběžného majetku

Potřeba oběžného majetku a její kapitálové krytí je předmětem řízení, a to i finančního. *Řízením oběžného majetku* rozumíme vědomou činnost podniků, zahrnující analýzu, stanovení a udržování optimální výše, struktury a míry využívání oběžného majetku odpovídající potřebám, možnostem a cílům podniku.

Řízení oběžného majetku věcně zahrnuje řízení jeho celkové potřeby, řízení zásob, pohledávek, peněžních prostředků a financování oběžného majetku.

**Řízením zásob  
rozumíme zajišťování  
jejich optimální výše**



*Řízení zásob – zejména ve výrobních a obchodních společnostech – je významnou součástí řízení oběžného majetku podniku. Věnujte proto pozornost způsobům hospodaření se zásobami a stanovení jejich optimální výše.*

#### 5.3.1 Řízení zásob

*Řízením zásob* rozumíme soubor relativně samostatných činností, jejichž účelem je – na základě zaměření a programu činnosti podniku – zajišťovat plynulý, bezporuchový chod výroby a prodeje potřebným množstvím zásob, a to

v odpovídající struktuře, kvalitě, ve správné době, na potřebném místě, při minimálních nákladech spojených s hospodařením se zásobami.

K tomu se využívá různých *metod*. Rozumíme jimi technické postupy, kterými lze určit účelnou, optimální výši potřebných zásob.

Výrobní zásoby jsou vázány (skladovány) od jejich vstupu do podniku (od okamžiku dodávky na počátku dodávkového cyklu) do jejich předávání do výroby (tj. spotřeby). Spotřeba probíhá postupně, rovnoměrně či nerovnoměrně. Jejich průměrná výše závisí na těchto *hlavních faktorech*:

- a) denní spotřebě zásob (celková spotřeba za období/počet dní daného období),
- b) době jejich vázanosti od „vstupu“ do podniku do jejich předávání do spotřeby (závisí na délce dodávkových cyklů, době pro pojistné zásoby, popř. dalších faktorech, např. době pro technické skladování – zrání, vysoušení apod.),
- c) průběhu spotřeby zásob.

Lze ji proto stanovit takto:

$$\boxed{PVZ = PDSZ \times PDVZ} \quad (5.2)$$

- kde: PVZ = průměrná výše zásob (Kč)  
 PDSZ = průměrná denní spotřeba zásob (Kč/den)  
 PDVZ = průměrná doba vázanosti zásob (dny).

$$\boxed{PDVZ = \frac{DC}{2} + PZ + TZ} \quad (5.3)$$

kde: DC = průměrný dodávkový cyklus (dny). Váhami průměru jsou objemy dodávek. Dodávkový cyklus je doba mezi dvěma po sobě jdoucími dodávkami téhož materiálu.

- PZ = pojistná zásoba (dny)  
 TZ = technologická zásoba (dny)

Průměrnou zásobu lze při rovnoměrné spotřebě určit jako *průměr* z *maximální zásoby* (tj. bezprostředně po dodávce, resp. v okamžiku dodávky) a *minimální zásoby* (tj. bezprostředně před novou dodávkou), resp. pojistné, tj.:

**Kapitál je vázán ve výrobních zásobách, ...**

$$\text{PVZ} = \frac{\text{maximální zásoba} + \text{minimální zásob}}{2} \quad (5.4)$$

Pro operativní řízení zásob lze využít i tzv. *zásobovací rovnici*, kterou lze vyjádřit takto:

$$\text{KS} = \text{PS} + \text{N} - \text{S} \quad (5.5)$$

kde: KS = konečný stav zásob (na konci období),  
 PS = počáteční stav zásob (na začátku období),  
 N = nákup zásob během období,  
 S = spotřeba zásob během období.

... v nedokončené výrobě, ...

*Průměrná výše nedokončené výroby.* V nedokončené výrobě je majetek podniku vázán v zásadě od okamžiku předávání různých zásob, materiálů do výroby, resp. od okamžiku vynakládání dalších nákladů (mzdy, energie, odpisy, režie) do výroby do doby předávání hotových výrobků na sklad, popř. přímo k realizaci.

Průměrnou výši nedokončené výroby lze stanovit na základě stejných principů jako u výrobních zásob.

$$\text{PVNV} = \text{PDNV} \times \text{PDVNV} \quad (5.6)$$

kde: PVNV = průměrná výše nedokončené výroby (Kč)  
 PDNV = průměrné denní náklady na výrobu (Kč/den)  
 PDVNV = průměrná doba vázanosti (výroby) nedokončené výroby (dny).

Je zřejmé, že postup je obdobný jako u výrobních zásob. Specifikem jsou různé varianty průběhu narůstání nákladů v nedokončené výrobě. Respektují se úpravou průměrné doby vázanosti (délky výrobního cyklu) pomocí tzv. *koeficientu narůstání nákladů* takto:

$$\text{PDVNV} = \text{PDVC} \times \text{KNN} + \text{PZNV} \quad (5.7)$$

kde: PDVC = průměrná délka výrobního cyklu (dny)  
 KNN = koeficient narůstání nákladů v nedokončené výrobě  
 PZNV = pojistné zásoby v nedokončené výrobě.



*Průměrná výše zásob hotových výrobků.* Lze ji stanovit na základě obdobných principů jako u výrobních zásob, s využitím faktorů, které ji ovlivňují. Vyplývají z následujícího formálního vyjádření:

$$\boxed{PVHV = PDNHV \times PDVHV} \quad (5.8)$$

kde: PVHV = průměrná výše zásob hotových výrobků (Kč)  
 PDNHV = průměrné denní náklady vyrobených (hotových) výrobků (Kč/den).  
 PDVHV = průměrná doba vázanosti (skladování) hotových výrobků (dny)

$$\boxed{PDVHV = \frac{OC}{2} + OST} \quad (5.9)$$

kde: OC = průměrná délka odbytového cyklu (dny). Odbytový cyklus je doba mezi přijetím výrobků na sklad a jejich expedicí (vyskladněním).  
 OST = ostatní doby ovlivňující výši hotových výrobků (dny). Jde např. o dobu pojistných zásob, dobu dozrávání výrobků, dobu na přípravu zásilek k expedici apod.

*Stanovení průměrné výše zásob optimalizací.* Kritériem optimální výše zásob může být minimalizace celkových nákladů na pořízení a udržování (skladování) zásob, tedy celkových nákladů spojených s hospodařením se zásobami.

Pro účely optimalizace zásob lze náklady spojené s hospodařením se zásobami klasifikovat takto:

*Náklady na jednu objednávku (pořizovací náklady).* Tyto náklady jsou fixní. Jako celkové rostou s růstem počtu objednávek (klesají s růstem velikosti objednávky).

*Skladovací náklady.* Skladovacími náklady se rozumí náklady na skladovanou jednotku za určité období. Jako takové jsou variabilní. Celkové klesají s růstem počtu objednávek (rostou s růstem velikosti objednávky). Odvozují se od průměrné výše zásoby.

*Náklady nedostatku zásob.* O těch se neuvažuje (předpokládá se zásobování „just in time“, tj. plynulé), resp. se považují za nulové.

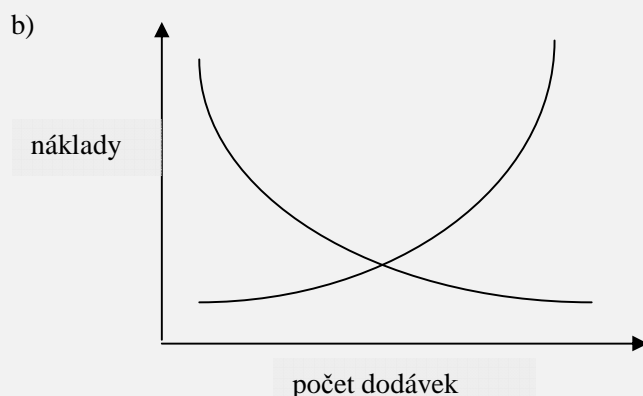
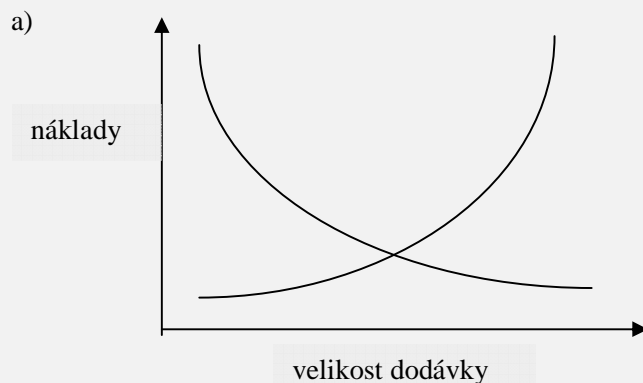


**Problém k zamyšlení 5-1:**

Jakým způsobem probíhá křivka závislosti pořizovacích nákladů a nákladů na skladování v závislosti na:

- velikosti dodávky
- počtu dodávek za určité období

Doplňte obrázky. Znázorněte i průběh celkových nákladů.



Optimalizace vychází z funkce celkových nákladů, kterou lze vyjádřit takto:

$$N = \frac{PN \times N\acute{a}}{Q} + \frac{SN \times Q}{2} + C \times N\acute{a} \quad (5.10)$$

- N = celkové náklady spojené s pořizováním a hospodařením se zásobami,
- PN = náklady pořizovací na jednu dodávku (objednávku),
- SN = průměrné náklady na skladování jedné jednotky za určité období,
- C = cena za jednotku (materiálu, suroviny),
- Ná = plánovaný nákup v technických jednotkách za příslušné období,
- Q = velikost dodávky (objednávky) v hmotných jednotkách,
- Ná:Q = počet dodávek (objednávek) za příslušné období,
- Q:2 = průměrná zásoba (běžná; pojistnou zásobu a jiné složky zde neuvažujeme).

Matematicky jde o hledání minima funkce celkových nákladů (N) při neznámé velikosti dodávky (Q). Minimum nalezneme derivováním funkce celkových nákladů podle Q. Po úpravách dostáváme vztah pro výpočet optimální velikosti dodávky:

$$Q = \sqrt{2 \cdot PN \cdot N_{\text{á}} / SN} \quad (5.11)$$

#### Využití zásob

Měří se různými ukazateli, např.:

$$\text{rychlost obratu zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{průměrný stav zásob}} \quad (5.12)$$

$$\text{koeficient obratu zásob} = \frac{\text{průměrný stav zásob}}{\text{tržby}} \quad (5.13)$$

nebo *dobou obratu zásob* (vztah 4.18).

### **PŘÍKLAD 5-1: ŘÍZENÍ ZÁSOB**

#### **Zadání:**

Roční potřeba materiálu činí 15 000 kusů. Skladovací náklady jsou 20 Kč/ks, náklady na objednání 100 Kč. Pořizovací cena 1 ks činí 50 Kč. Dodavatel nabízí 3 % slevu při objednání alespoň 600 ks. Určete, zda je výhodné využít množstevní slevy.

#### **Metodický postup:**

Nejdříve si zjistíme, jaká je optimální výše objednávky Q ze vztahu

$Q = \sqrt{\frac{2 \times PN \times N_{\text{á}}}{SN}}$ . Tuto výši optimální objednávky pak budeme porovnávat s objednávkou ve výši 600 ks, u které nám dodavatel nabízí 3 % slevu.

#### **Řešení:**

PN = 100 Kč, N<sub>á</sub> = 15000 ks

SN = 20 Kč

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times PN \times N_{\text{á}}}{SN}} = \sqrt{\frac{2 \times 100 \times 15000}{20}} = 388$$

	bez slevy	se slevou
skladovací náklady ( $x/2 \cdot SN$ )	$388/2 \cdot 20 = 3880$	$600/2 \cdot 20 = 6000$
objednací náklady ( $N_{\text{á}}/x \cdot PN$ )	$15000/388 \cdot 100 = 3866$	$15000/600 \cdot 100 = 2500$
nákupní cena	$15000 \cdot 50 = 750\,000$	$15000 \cdot 50 \cdot 0,97 = 727\,500$
<b>celkem</b>	<b>757 746 Kč</b>	<b>736 000 Kč</b>

Výše slevy je dostatečná, množstevní sleva by měla být využita.





*V pohledávkách má podnik „umrtvené“ peníze. Pokud dostává pozdě zapláceno a on sám musí platit brzo, je nutné získávat další zdroje financování. Za použití těchto zdrojů je však nutné platit. Studujte proto pozorně, jak lze výši pohledávek řídit.*

**V pohledávkách je umrtven kapitál podniku**

### 5.3.2 Řízení pohledávek

Pohledávky představují práva, resp. nároky podniků vůči jiným subjektům na příjem peněžních prostředků, popř. věcná plnění od těchto subjektů. Mají úvěrový charakter. Uvádějí se v aktivech rozvahy.

Je zřejmé, že pohledávky jsou velmi různorodé, proto je účelné je pro potřeby finančního řízení třídit. Lze je dělit podle *subjektů* (platící, neplatící apod.), podle *místa dlužníka* (tuzemské a zahraniční), podle *času* (krátkodobé a dlouhodobé), rozlišovat pravidelné či náhodné pohledávky, třídit je podle míry jejich rizikovitosti apod.

*Řízením pohledávek lze chápat činnosti podniku směřující k optimálnímu usměrňování jeho pohledávek. Jeho předmětem* jsou objem pohledávek a jejich vývoj, struktura pohledávek podle různých kritérií, rentabilita (jejich výnosnost posuzovaná jako přínos k čistému zisku), rovnoměrnost či nerovnoměrnost, doba splácení (inkasní lhůta pohledávek), likvidnost pohledávek (běžné, s prošlou lhůtou splatnosti, sporné, pochybné, nedobytné), subjekt pohledávek (výběr odběratelů, resp. dlužníků), rizika spojená s pohledávkami (pokles odbytu, resp. poptávky, platební neschopnost či nevěle odběratelů, spekulace, resp. podvody) ap.

Rozhodující místo mezi pohledávkami mají *pohledávky z obchodního styku*. „Investováním“ do pohledávek se podnik zbavuje možnosti investovat kapitál jinak, a tudíž i výnosu z případné alternativní investice. Se zvyšováním pohledávek se tato „ztráta“ zvyšuje. Současně ale stoupají šance na růst zisku z růstu prodeje, ale také rizika z pravděpodobného růstu počtu – i méně spolehlivých – odběratelů.

Proto je významné *sledování a využívání podmínek prodeje*. Patří k nim volba okamžiku úhrady. Pohledávky nevznikají při placení předem (vznikají naopak závazky) a při hotovém placení při dodávce, ale jen při prodeji s odkladem placení (na různou, dohodnutou dobu), *tj. na úvěr*. Dále sem patří výše realizačních cen, poskytování slev, skont či jiných forem zvýhodnění prodeje, zvyklosti při prodeji

**K podmínkám prodeje patří i způsob úhrady za nakoupené zboží**

v daném oboru, např. pokud jde o obvyklou dobu poskytování obchodního úvěru, záruky za obchodní úvěry, získávání a využívání informací o tržních podmínkách (cenách, konkurenci, nabídce, poptávce), vážení rizika prodeje na úvěr ap.

Realizace podmínek prodeje závisí na postavení (ekonomické síle) dodavatele, odběratele i na existujících tržních podmínkách (struktura trhu, nabídce a poptávce).

*Výši pohledávek* lze chápat jako jejich průměrný stav ve zvoleném období nebo jako jejich stav k určitému datu.

K řízení pohledávek je možné využít následujících ukazatelů:

$$\text{rychlost obratu pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{průměrný stav pohledávek}} \quad (5.14)$$

$$\text{koeficient využití pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} \quad (5.15)$$

nebo dobu obratu pohledávek (vztah 4.19).

Pohledávky vznikají při prodeji na úvěr, proto je jejich řízení řízením poskytování úvěru (obchodního). Obchodní úvěry se mohou poskytovat jako nezajištěné (při trvalých, pozitivně ověřených stycích a placení odběratelem) nebo dodavatel požaduje speciální jištění pohledávky (dodává-li novým, dosud neznámým odběratelům, méně spolehlivým, při velkých a jednorázových dodávkách apod.).

Obecnými formami zajišťování pohledávek jsou právní instituty jako např. zástavní právo, zastavení pohledávky, postoupení pohledávky, zadržovací právo, různé formy ručení (osobního či reálného) apod. Pohledávky se jistí i opatřeními v platebním styku (placení akreditivem, dokumentárními platbami, směnkami, šeky, bankovními akcepty či zárukami apod.). K formám zajištění pohledávek lze přiřadit i faktoring či forfaiting, z jistého hlediska i zapojení do systému zápočtů pohledávek a závazků.

Při řízení pohledávek je důležité využívání informací o odběratelích. K tomu lze využívat různých prostředků: vlastní sběr informací o odběratelích, využívání služeb institucí specializovaných na sběr dat, využívání jiných pramenů.

Součástí řízení pohledávek je evidence pohledávek, resp. odběratelů, zejména z hlediska spolehlivosti a včasnosti úhrady pohledávek, upomínání,

vymáhání pohledávek apod. Tyto činnosti lze přenést (za úhradu) na faktoringové organizace, popř. na organizace zabývající se speciálně správou a vymáháním pohledávek.



#### **PŘÍKLAD 5-2: ŘÍZENÍ POHLEDÁVEK**

##### **Zadání:**

Podnik předpokládá, že v příštím pololetí dosáhne objem prodeje výrobků 7 700 000 Kč. Odběratele si podnik začleňuje do 3 skupin:

Odběratelé typu	Délka inkasního období (dny)	Fakturovaný prodej v Kč
A	3	2 500 000
B	15	3 500 000
C	30	1 700 000

Vypočítejte dobu obratu pohledávek a průměrný stav pohledávek.

##### **Řešení:**

Doba obratu pohledávek =  $(3 * 2\,500\,000 + 15 * 3\,500\,000 + 30 * 1\,700\,000) / 7\,700\,000 = 14,4 \text{ dní}$

Průměrný stav pohledávek =  $7\,700\,000 / 180 * 14,4 = 616\,000 \text{ Kč}$



*Mít na účtu nebo v hotovosti mnoho peněz je určitě snem každého podnikatele. Pokud je hotových peněz nedostatek a podnik má potíže s placením svých závazků, ohrožuje to jeho fungování. Nicméně přebytky peněz v hotovosti nebo na málo úročených běžných účtech vedou k nižší ziskovosti než by podnik mohl dosáhnout. Nepodceňujte proto pečlivé studium způsobů řízení peněžních prostředků.*

### **5.3.3 Řízení peněžních prostředků**

*Peněžními prostředky* rozumíme hotovosti a prostředky podniků na bankovních účtech. Přiřazují se k nim i další rychle likvidní prostředky (ceniny, šeky, poukázky na zboží). Jsou součástí finančního majetku. Tvoří nejlikvidnější část majetku (aktiv) podniků.

*Řízení peněžních prostředků* – rozumíme jím soubor činností směřujících k permanentnímu zabezpečování potřebné výše peněžních prostředků, v potřebném

místě a čase, a to při minimálních nákladech spojených se zabezpečením těchto prostředků.

Potřeba určité úrovně peněžních prostředků vyplývá z následujících tří motivů:

- transakční motiv – peněžní prostředky musí zabezpečovat běžnou činnost podniku
- zajišťovací motiv – peněžní prostředky umožňují ochranu proti výkyvům v cash flow
- spekuláční motiv - peněžní prostředky umožňují rychlé a efektivní využití investičních možností.

Stanovení *optimální výše peněžních prostředků* je velmi obtížné, neboť zde působí mnoho vlivů, přičemž některé mohou být obtížně kvantifikovatelné. Nutno zvažovat zejména tyto faktory (13):

- sklon podniku k riziku
- pravidelnost a spolehlivost peněžních toků
- potenciální likvidita podniku
- finanční rezervy v podniku
- úroková míra.

Metody řízení peněžních prostředků lze rozdělit do dvou hlavních skupin:

- řízení na základě *modelů* peněžních prostředků
- řízení peněžních prostředků na základě běžného sledování stavu a vývoje peněz, *peněžních příjmů a výdajů*.

Modely peněžních prostředků jsou zjednodušením představ o stavu a vývoji peněžních prostředků podniků. Jsou založeny na řadě předpokladů, které nemusí být vždy splněny.

Jeden z těchto modelů, známý jako Baumolův model, aplikuje na řízení peněžních prostředků principy optimalizačních modelů řízení zásob. *Účelem modelu* je nalezení optimální výše akvizice peněz (velikosti série prodávaných cenných papírů ap.), tj. takové, při níž jsou celkové náklady spojené se získáváním a držbou

**Řízením peněžních prostředků zajišťujeme potřebnou likviditu podniku i jejich efektivní využívání**

**Modely řízení peněžních prostředků mají svá omezení**

peněz minimální. Kritériem řízení peněžních prostředků je tedy minimalizace nákladů spojených se získáváním a držbou peněz.

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot N \cdot P}{i}} \quad (5.17)$$

*K věcnému – operativnímu řízení* patří např. volba rychlých a bezpečných způsobů placení (požadavek promptního placení, ev. placení předem, využívání akreditivů, krátkodobých směnek, zkracování lhůt placení, poskytování skonta ap., prodej relativně rychle likvidních aktiv, čerpání krátkodobých úvěrů ap.), které vedou k přílivu peněžních prostředků.

Sledování peněžních prostředků vychází z prostého vztahu:

$$K = P + P\check{r} - V \quad (5.18)$$

kde: K = konečný stav peněžních prostředků,

P = počáteční stav peněžních prostředků,

Př = peněžní příjmy,

V = peněžní výdaje.

**Výhodným způsobem řízení peněžních prostředků je sestavení platebního kalendáře**

Na tomto principu je založeno sestavování *platebních kalendářů* (rozpočtu příjmů a výdajů). Platební kalendář je přehledem očekávaných příjmů a výdajů v krátkém období.

Různá intenzita toků peněžních prostředků způsobuje v časovém vývoji proměnlivou velikost salda likvidity. V určitých časových úsecích mohou mít salda příjmů a výdajů pozitivní, v jiných zase negativní charakter. Obě situace představují rozhodovací problém, k jehož řešení vede spolehlivá prognóza cash-flow. Na bázi přehledu o budoucím vývoji salda likvidity, může finanční management podniku hledat v rámci možných variant taková řešení, která by směřovala jak k optimálnímu zhodnocení přebytků likvidity, tak i k optimálnímu zajištění zdrojů ke krytí schodků likvidity.



**PŘÍKLAD 5.3: ŘÍZENÍ PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ A POHLEDÁVEK****Zadání:**

Podnik sestavil plán tržeb pro následující čtvrtletí:

čtvrtletí	I.	II.	III.	IV.
Tržby v mil.Kč	250	210	230	280

(Prodej ve 4. čtvrtletí předchozího roku byl 200 mil.Kč.)

Podnik předpokládá, že 70 % fakturovaných tržeb je proplaceno v tom čtvrtletí, ve kterém byly fakturovány a 30 % ve čtvrtletí následujícím. Podnik vstoupil do I. čtvrtletí s pohledávkami ve výši 60 mil.Kč.

Podnik očekává tyto výdaje (v mil. Kč):

čtvrtletí	I.	II.	III.	IV.
Splátky závazků	80	90	90	100
Mzdy	50	80	70	90
Kapitál.výdaje	70	60	50	30
Daně,úroky,dividendy	10	10	10	10

- Určete potřebu finančních zdrojů v jednotlivých čtvrtletích, pokud víte, že peněžní prostředky na začátku 1. čtvrtletí jsou 10 mil. Kč a minimální běžný zůstatek na účtu v každém čtvrtletí se vyžaduje ve výši 5 mil. Kč.
- Jaký je stav pohledávek na konci každého čtvrtletí?
- Vypočítejte průměrný stav pohledávek pomocí chronologického průměru, rychlost obrátu pohledávek a dobu obrátu pohledávek.

**Řešení:**

a)		I.	II.	III.	IV.
	Tržby	250	210	230	280
Příjem	toto čtvrtletí	175	147	161	196
	minulé čtvrtletí	60	75	63	69
	<b>Celkem</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>224</b>	<b>265</b>
Výdaje	Splátky závazků	80	90	90	100
	Mzdy	50	80	70	90
	Kapitál. výdaje	70	80	50	30
	Daně, úroky, dividendy	10	10	10	10
	<b>Celkem</b>	<b>210</b>	<b>260</b>	<b>220</b>	<b>230</b>
	PS na účtu	10	35	-3	1
	<b>Příjmy - Výdaje</b>	<b>25</b>	<b>-38</b>	<b>4</b>	<b>35</b>
	KS na účtu	35	-3	1	36
	Rezerva	5	5	5	5
	<b>Přebytek/Deficit nad rezervou</b>	<b>30</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>	<b>31</b>

b) Stav pohledávek na konci čtvrtletí      75                  63                  69                  84

c)

$$\text{Průměrný stav pohledávek} = \frac{\frac{75}{2} + 63 + 69 + \frac{84}{2}}{3} = \mathbf{71}$$

$$\text{Rychlost obratu pohledávek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Průměrný stav pohledávek}} = \frac{970}{71} \doteq \mathbf{14 \text{ x}}$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Tržby}} \times 360 = \frac{71}{970} \times 360 \doteq \mathbf{26 \text{ dní}}$$

**SHRNUTÍ:**

1. Oběžný majetek představují prostředky, u nichž je relativně krátká doba obratu, tj. přeměna v peněžní prostředky. Z hlediska finančního řízení nepřesahuje tato doba zpravidla jeden rok. Kapitál vázaný v oběžném majetku je tedy neustále v pohybu a v podniku „pracuje“, což vedlo k jeho označení jako pracovní kapitál.
2. Celkovou potřebou oběžného majetku se rozumí výše oběžného majetku, potřebná pro zajištění předpokládaného rozsahu výkonů podniku.
3. Řízením oběžného majetku rozumíme vědomou činnost podniků, zahrnující analýzu, stanovení a udržování optimální výše, struktury a míry využívání oběžného majetku odpovídající potřebám, možnostem a cílům podniku. Řízení oběžného majetku věcně zahrnuje řízení jeho celkové potřeby, řízení zásob, pohledávek, peněžních prostředků a financování oběžného majetku.
4. Řízením zásob rozumíme soubor relativně samostatných činností, jejichž účelem je – na základě zaměření a programu činnosti podniku – zajišťovat plynulý, bezporuchový chod výroby a prodeje potřebným množstvím zásob, a to v odpovídající struktuře, kvalitě, ve správné době, na potřebném místě, při minimálních nákladech spojených s hospodařením se zásobami.
5. Řízením pohledávek lze chápat činnosti podniku směřující k optimálnímu usměrňování jeho pohledávek.
6. Řízení peněžních prostředků – rozumíme jím soubor činností směřujících k permanentnímu zabezpečování potřebné výše peněžních prostředků, v potřebném místě a čase, a to při minimálních nákladech spojených se zabezpečováním těchto prostředků.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** oběžný majetek, doba obratu pracovního kapitálu, celková potřeba oběžného majetku, průměrná kapitálová potřeba, řízení oběžného majetku, řízení zásob, dodávkový cyklus, průměrná zásoba, minimální zásoba, maximální zásoba, optimální výše zásob, rychlost obratu zásob, řízení pohledávek, rychlost obratu pohledávek, řízení peněžních prostředků.



**OTÁZKY:**

- 1) Posuďte možné faktory ovlivňující strukturu oběžného majetku.
- 2) Co se rozumí řízením oběžného majetku?
- 3) Interpretujte a analyzujte problémy klasifikace nákladů při optimalizaci zásob.
- 4) V čem spatřujete omezení optimalizačních modelů pro řízení zásob?
- 5) Vysvětlete význam řízení pohledávek.
- 6) Jakými způsoby lze snížit výši kapitálu umrtveného v pohledávkách?
- 7) Analyzujte motivy držby peněz podniky.
- 8) V čem spatřujete rozporné stránky držby peněz podniky?
- 9) Je sestavování platebních kalendářů vhodnou metodou při sestavování krátkodobých nebo dlouhodobých plánů podniku?

**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**



**Doplňte následující výroky:**

1. Pro řízení peněžních prostředků v krátkém období se používá .....
2. Doba obratu (splatnosti) pohledávek by v podniku měla být ..... než doba obratu (splatnosti) závazků.
3. Dodávkový cyklus je .....
4. Náklady na skladování ..... s růstem počtu objednávek.

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Čím je na trhu vyšší úroková míra u úrokových cenných papírů, tím více peněžních prostředků je efektivní držet na běžných účtech.

P /  N

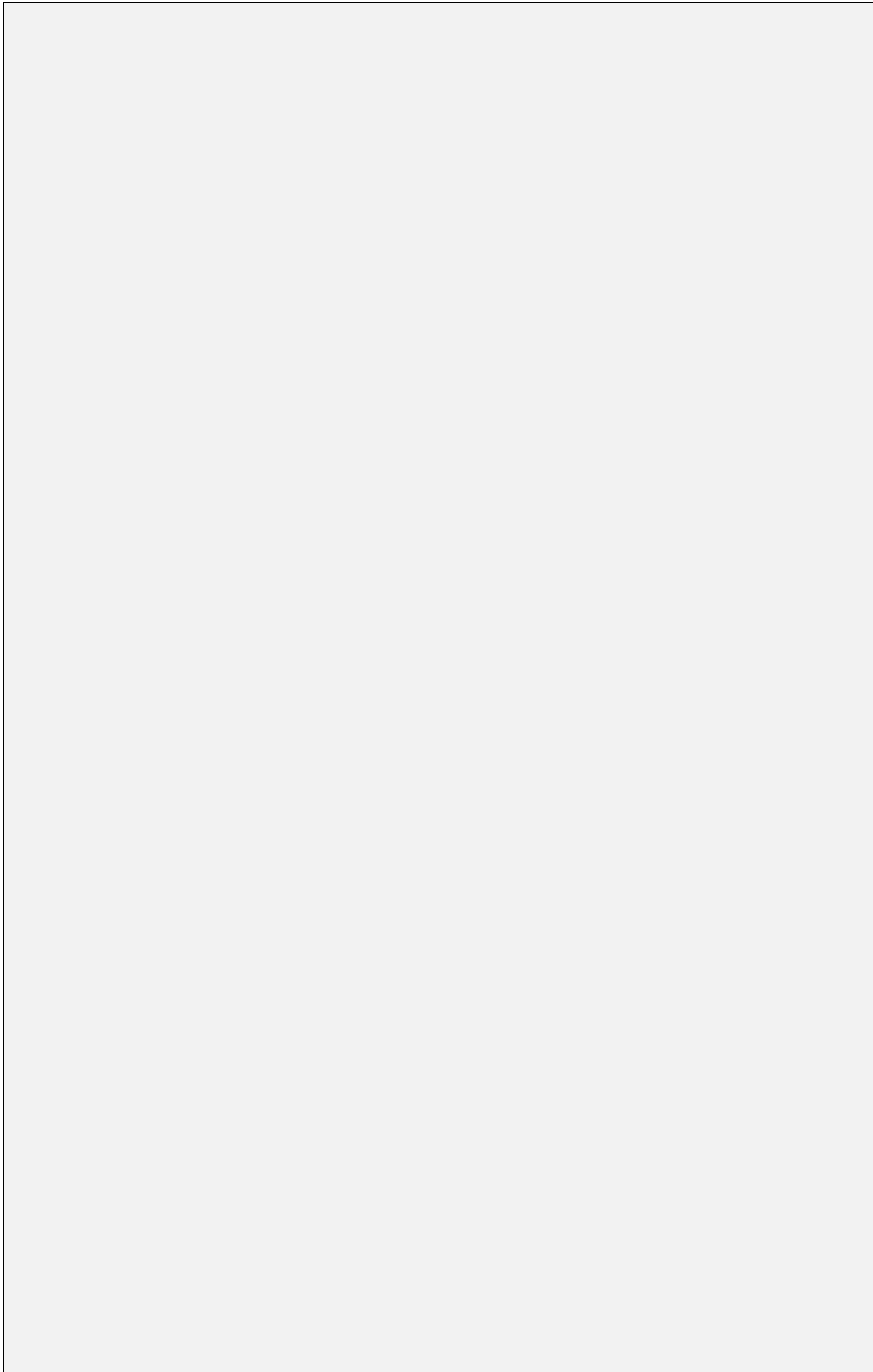
2. Realizace podmínek prodeje závisí na postavení (ekonomické síle) dodavatele, odběratele i na existujících tržních podmínkách.

P /  N

3. Nízká hodnota doby obratu zásob svědčí o efektivním řízení zásob.

P /  N

**Poznámky k 5. kapitole**

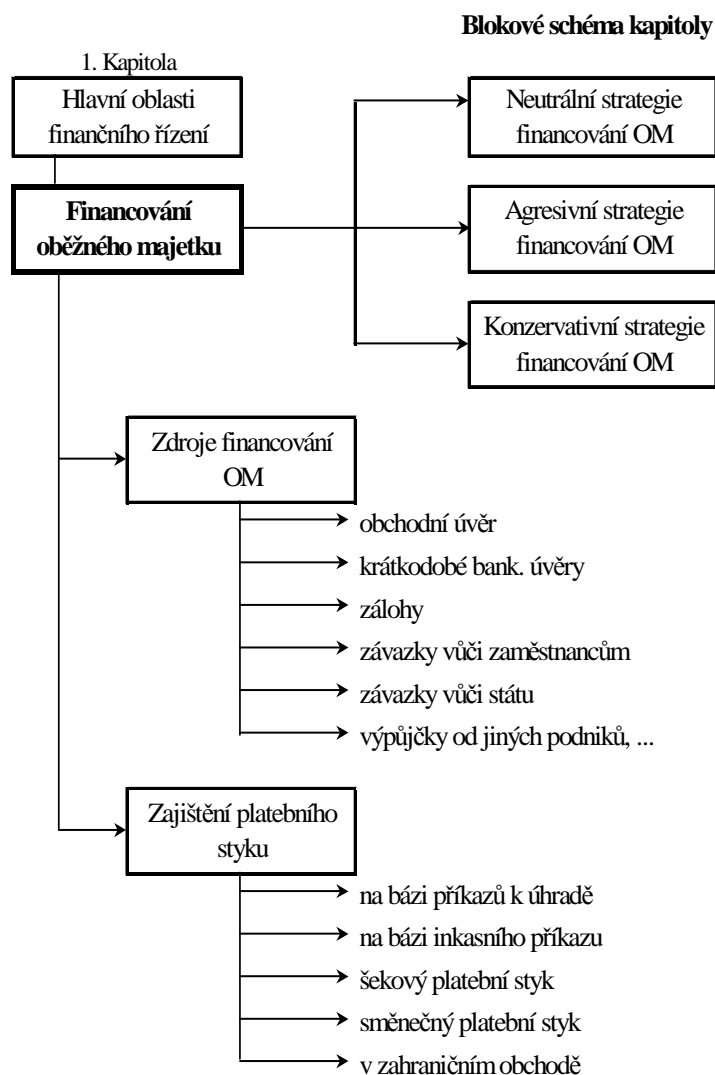


## 6 Zdroje a formy krátkodobého financování. Platební styk

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ charakterizovat zdroje a formy krátkodobého financování
- ✓ uvést základní strategie financování oběžného majetku
- ✓ vysvětlit pojem obchodní úvěr a rozumět problematice skonta
- ✓ rozlišit různé druhy bankovních úvěrů
- ✓ popsat problematiku zajištění platebního styku a platebních podmínek v zahraničním obchodě





*V této kapitole najdete postupy a možnosti, jak lze financovat oběžný (krátkodobý) majetek. Jsou to formy běžného financování a týkají se každodenního života podniku.*



**Způsob financování oběžného majetku ovlivňuje likviditu podniku a náklady financování**

Pomocí krátkodobých zdrojů se financuje především krátkodobý (oběžný) majetek. Část oběžných aktiv, která je v podniku trvale přítomna, by měla být financována dlouhodobými zdroji. V zásadě lze v oblasti financování oběžného majetku volit tři základní strategie vzájemně se odlišující mírou rizika a náklady na financování (13):

- a) **neutrální strategie:** trvale přítomný objem oběžného majetku je financován dlouhodobým kapitálem a pohyblivý objem oběžného majetku je financován krátkodobým cizím kapitálem.
- b) **agresivní strategie:** krátkodobě je financována i část trvale přítomného oběžného majetku, případně dlouhodobého majetku. Nižší náklady financování jsou však doprovázeny vyšším rizikem insolventnosti.
- c) **konzervativní strategie:** vyznačuje se vyšším použitím dlouhodobých finančních zdrojů, kdy se financuje těmito zdroji i část pohyblivého oběžného majetku. To však přináší vyšší náklady na financování.

Ke krátkodobým zdrojům financování podniku patří: obchodní úvěr, zálohy, krátkodobé bankovní úvěry, závazky vůči zaměstnancům, závazky vzniklé odložením daňových povinností aj.

## 6.1 Obchodní úvěr

*Obchodní úvěr* je úvěr, který čerpá odběratel (dlužník) od dodavatele (věřitele) tím, že mu dodávky zboží platí nikoli ihned, ale až po uplynutí lhůty sjednané mezi dodavatelem a odběratelem.

Pozitivem obchodního úvěru je podpora odbytu, posiluje trh jak na straně poptávky, tak nabídky; je nástrojem konkurence.

*Průměrná výše závazků závisí* na dvou souhrnných faktorech (a vypočítá se jako jejich součin):

- a) na denní výši těchto závazků za sledované období

**Obvykle nejvýznamnějším zdrojem financování oběžného majetku je obchodní úvěr**



## 6. Zdroje a formy krátkodobého financování. Platební styk

- b) na průměrné době posunu mezi vznikem těchto závazků a jejich úhradou. Průměrná doba závazků se stanoví jako vážený průměr dob zpoždování úhrady za dodávkou od jednotlivých dodavatelů, kde vahami jsou objemy dodávek jednotlivých dodavatelů.

Ovlivňováním těchto faktorů lze ovlivňovat výši obchodního úvěru a tím potřebu dalších zdrojů.

Z hlediska nákladů na získání kapitálu je obchodní úvěr považován za levný zdroj, protože se zpravidla poskytuje bezúročně. Pokud ale dodavatel nabídne odběrateli skonto, tj. slevu z prodejní ceny při okamžitém, event.dřívějším zaplacení dodávky, může se z obchodního úvěru (při nevyužití skonta) stát velice drahý zdroj financování. Rozhodnutí o využití skonta vychází ze sazby skonta přepočtené na roční ekvivalentní sazbu z bankovního úvěru podle vztahu:

$$\boxed{u_{ef} = \frac{S}{z - s} \times 360} \quad (6.1)$$

kde:  $u_{ef}$  = efektivní úrok (ekvivalentní roční úrok. sazba z bankovního úvěru v %)

S = sazba skonta v % z ceny

z = doba splatnosti závazku (dny)

s = lhůta pro poskytnutí skonta (dny).

*Zálohy* jsou úvěrem, který poskytuje odběratel dodavateli předem, před uskutečněním dodávky.

**Při využívání obch. úvěru je třeba brát v úvahu skonto**

### **PŘÍKLAD 6-1: Výpočet VÝHODNOSTI SKONTA**

#### **Zadání:**

Doba splatnosti faktury je 30 dní. Pokud odběratel zaplatí do dvou dnů, dodavatel mu poskytne skonto ve výši 3 %. Vyplatí se mu skonto využít v případě, že by si na zaplacení potřebné částky 500 000 Kč vzal od banky krátkodobý úvěr s úrokovou sazbou 19 % p.a.?

#### **Řešení:**

$$u_{ef} = \frac{S}{z - s} \times 360 = \frac{3}{30 - 2} \times 360 = 38,6 \%$$



Jelikož je přepočtená sazba (38,6 %) vyšší než u bankovního úvěru (19 %), je výhodné využít bankovní úvěr a zaplatit z něj obchodní úvěr, tzn. odběrateli se vyplatí skonto využít.



### **PŘÍKLAD 6-2: Výpočet VÝHODNOSTI SKONTA**

#### **Zadání:**

Firma musí splácet faktury do 2 měsíců. Je jí však nabídnuta sleva, zaplatí-li dříve. Při jak vysokém skontu je ochotna platit hned, pokud může používat kontokorentní úvěr s úrokovou sazbou 20 % p.a.?

#### **Řešení:**

Opět vycházíme ze vztahu 6.1  $ú_{ef} = \frac{S}{z-s} \times 360$ , ale v tomto případě počítáme jako

neznámou S (výše skonta v %), tzn.  $20\% = \frac{S}{60-0} \times 360 \rightarrow S = 3,3\%$

Firma je ochotna platit hned, pokud výše skonta převyší hodnotu 3,3 %.

## **6.2 Krátkodobé bankovní úvěry**

Krátkodobé bankovní úvěry jsou kvantitativně i kvalitativně významným zdrojem krytí oběžného majetku a financování jeho přírůstků. Kromě financování oběžného majetku může krátkodobý bankovní úvěr posloužit na úhradu jiných závazků podniku (mění se struktura pasiv). Zdroji splácení úvěru mohou být zdroje získané realizací objektu úvěru (inkasem pohledávek, prodejem výrobků za hotové apod.), jiné disponibilní zdroje, čerpání jiného úvěru.

Podstatným faktorem řízení a využívání úvěrů ze strany podniků jsou *náklady* krátkodobého bankovního úvěru, které se skládají z úrokových nákladů a ostatních nákladů spojených s poskytováním úvěrů. Úroková sazba může být stanovena jako pevná nebo pohyblivá. Ostatní náklady mohou být různé: poplatky za vedení účtů, za provádění platebního styku, odměny za zpracování úvěrových návrhů a další.

**Krátkodobé bankovní úvěry představují významný zdroj financování oběžného majetku**

Kalkulace úroku vychází z obecného vzorce pro úrok:

$$\boxed{ú = K \times \frac{t}{360} \times \frac{i}{100}} \quad (6.2)$$

kde:  $ú$  = úrok (Kč)

$K$  = úročný kapitál (Kč)

$t$  = počet dnů, za který se počítá úrok

$i$  = úroková sazba v %.

V praxi se však můžeme setkat s různými způsoby úročení - s francouzskou, anglickou a německou obchodní metodou. Výše uvedený vzorec 6.2 je aplikací francouzské (mezinárodní) metody, kdy do čitatele dosazujeme skutečný počet dní a do jmenovatele velikost roku 360 dní. U anglické pak do jmenovatele dosazujeme 365, resp. 366. U německé se počítají celé měsíce 30 dní a rok 360 dní.

### 6.2.1 Formy krátkodobých bankovních úvěrů

- krátkodobá bankovní půjčka
- revolvingový úvěr - banka na žádost podniku po dohodnutou dobu vyčerpaný a pak splacený úvěr doplňuje
- lombardní úvěr - bankovní půjčka zajišťovaná movitou zástavou
- kontokorentní úvěr - debet na běžném účtu do dohodnuté výše
- eskontní úvěr - odkup směnek banku s možností postihu majitelů směnky
- negociační úvěr - eskontní úvěr v zahraničním obchodě
- akceptační úvěr - banka na žádost klienta (dlužníka) akceptuje směnku vystavenou na ni dlužníkem, tj. zaváže se zaplatit ji za dlužníka ve lhůtě splatnosti
- ramboursní úvěr - akcept směnky v zahraničním obchodě
- avalový úvěr - poskytnutí záruky klientovi za zaplacení jeho závazků.

### 6.3 Ostatní zdroje krátkodobého financování

K ostatním zdrojům krátkodobého financování patří:

- *Závazky vůči zaměstnancům*

I různé další závazky tvoří zdroje financování oběžného majetku

- *Závazky vůči státu vzniklé odložením daňových povinností*
- *Závazky z plateb pojistného*
- *Krátkodobé výpůjčky od jiných podniků*
- *Závazky k náhradě škod různým subjektům*
- *Závazky z emise krátkodobých cenných papírů aj.*

*Financování oběžného majetku přeměnami majetku* probíhá v rámci stávajících zdrojů a majetku, k formám tohoto financování lze přiřadit:

- *nákup spotřebovaného oběžného majetku z tržeb podniku*
- *financování oběžného majetku z odpisů*
- *prodeje nepeněžních složek majetku*
- *faktoring* - představuje prodej pohledávek podniků bankám nebo specializovaným finančním institucím (tzv. faktorům). Faktor nakupuje pohledávky od podniků před jejich splatností, resp. ihned po jejich vzniku. Při splatnosti faktor vyinkasuje pohledávku od dlužníka. Rozdíl mezi inkasem na jedné straně a částkou zaplacenou za nakoupenou pohledávku a náklady vynaloženými v souvislosti s nakoupenými pohledávkami na druhé straně představuje zisk faktora. Prodávající podniky těží zejména z toho, že získávají rychle platební prostředky umožňující jim další podnikatelskou činnost. Faktoring může být bez nebo se zpětným postihem.

Faktoring je možností ovlivňování likvidity podniku



**KONTROLNÍ TEST.**

**ROZHODNĚTE, O KTERÝ DRUH ÚVĚRU SE JEDNÁ A DOPLŇTE.**

1. Bankovní půjčka zajišťovaná movitou zástavou se nazývá ..... úvěr.
2. Eskontní úvěr v zahraničním obchodě se nazývá .....
3. Banka na žádost klienta (dlužníka) akceptuje směnku vystavenou na ni dlužníkem, tj. zaváže se zaplatit ji za dlužníka ve lhůtě splatnosti. Jedná se o ..... úvěr.
4. Odkup směnek bankou s možností postihu majitelů směnky se nazývá ..... úvěr.
5. Banka na žádost podniku po dohodnutou dobu vyčerpaný a pak splacený úvěr doplňuje. Mluvíme o ..... úvěru.
6. Akcept směnky v zahraničním obchodě se nazývá ..... úvěr.

## 6.4 Zajištění platebního styku

Platební styk probíhá mezi podniky prostřednictvím platebních prostředků.

Lze rozlišit tři základní druhy platebních prostředků:

- hotovostní platební prostředky
- bezhotovostní platební prostředky
- modifikované platební prostředky (šeky, směnky).

**Platební styk je  
součástí obchodních  
transakcí podniku**

### 6.4.1 Platební styk na bázi příkazu k úhradě

Pomocí příkazu k úhradě dává plátc (dlužník) příkaz své bance k úhradě dané částky ve prospěch příjemce (věřitele).

### 6.4.2 Šekový platební styk

Šek představuje cenný papír formalizovaný podle šekového práva. Musí obsahovat inkasní místo (zpravidla banka provádějící platbu), den a místo vystavení a podpis výstavce. Šekem dává výstavce své bance bezpodmínečný příkaz k úhradě dané částky ze svého konta ve prospěch třetí osoby.

Šeky mohou být vystaveny:

- na jméno: je uvedeno jméno osoby, která je oprávněna žádat proplacení. Jméno osoby lze měnit indosamentem.
- na majitele: k výběru peněz je oprávněn každý, kdo šek bance předloží.

### 6.4.3 Směnečný platební styk

Směnečný platební styk je založen na směnce. Směnka je cenný papír stvrzující peněžní závazek. Náležitosti směnky jsou upraveny směnečným právem.

V praxi se používají dva základní druhy směnek:

- vlastní směnka: výstavce (dlužník) se zavazuje, že zaplatí věřiteli v přesné vymezeném čase a místě danou částku.
- cizí směnka (trata): výstavce (trasant) dává příkaz třetí osobě (trasát – směnečník), aby za něj zaplatil danou peněžní částku v uvedené dobu a místě věřiteli. Souhlas s převzetím platebního závazku stvrzuje směnečník svým podpisem – akceptem. Pokud vystavuje cizí směnku věřitel, pak se jedná o cizí směnku na

vlastní řad. I v tomto případě je nutné žádat dlužníka o akcept. Akcept provádí buď odběratel (dlužník) nebo banka (směnečník či hlavní dlužník).

Vlastník směnky může směnku postoupit ve prospěch další osoby ještě před její splatností.

Postoupení směnky se provádí rubopisem. Vlastník směnky může žádat banku o proplacení, pak jde o *inkaso směnky*, nebo ji nabídnout bance k odkoupení – tzv. *eskont směnky*.

#### **6.4.4 Platební styk na bázi inkasního příkazu**

Při platebním styku na bázi inkasního příkazu je iniciativa k provedení platby na straně dodavatele (příjemce platby). Inkasní příkaz vystavený dodavatelem je pokynem pro banku dodavatele k provedení úhrady dané částky na vrub odběratele. Odběratel (plátce) musí s inkasem ze svého účtu souhlasit.

Inkasní příkazy se používají převážně u úhrady pohledávek vyznačující se vysokým stupněm jistoty a pravidelnosti.

#### **6.4.5 Platební podmínky v zahraničním obchodě**

Platební podmínky určují splatnost, způsob a druh platby. Výsledná podoba platebních podmínek v zahraničním obchodě závisí na bonitě zúčastněných partnerů (exportéra a importéra), na jejich tržním postavení, vzájemné důvěře, mezinárodních konvencích apod.

Platební styk v zahraničním obchodě lze rozdělit na:

- nedokumentární: vyplacení částky není vázáno na splnění zvláštních podmínek (předložení dokumentů)
- dokumentární: vyplacení částky je vázáno na předložení dokumentů.

##### *Platební styk bez dokumentů*

K platebnímu styku bez dokumentů dochází v zahraničním obchodě v omezené míře. Můžeme se s ním setkat např. u plateb předem, zálohových plateb, plateb proti obdržnému zboží, či plateb s určitou platební lhůtou po obdržení zboží

(faktury). Bezdokumentární platební styk je běžnou formou vnitrostátního platebního styku. V oblasti zahraničního obchodu bývá tento platební styk spojen s vyššími riziky.

#### *Platební styk s dokumenty*

Typ dokumentů závisí především na způsobu přepravy, devizových, celních a obchodních předpisech země importéra. Vývozní dokumenty jsou listiny, které slouží k řádnému provedení celé exportní operace. Patří sem skladové, přepravní, pojišťovací, celní dokumenty, osvědčení o původu zboží, certifikáty kvality, směnky apod.

#### Dokumentární inkaso

Při této formě platebního styku vzniká exportérovi nárok na platbu po předání v kontraktu stanovených dokumentů. Jak proces platebního styku, tak oběh dokumentů mezi exportérem a importérem obstarávají banky.

#### Dokumentární akreditiv

Zatímco u dokumentárního inkasa dochází k jistění jen pomocí zprostředkovací funkce banky, tak u dokumentárního akreditivu vystupuje banka jako subjekt se závazkem k zaplacení. Tato banka otevírá akreditiv na žádost dovozce. Otevřením akreditivu se banka zavazuje svým jménem (avšak na účet dovozce), že poskytne vývozci úhradu, pokud budou splněny podmínky akreditivu.



**SHRNUTÍ:**

- 1) V oblasti financování oběžného majetku můžeme zvolit tři základní strategie vzájemně se odlišující mírou rizika a náklady na financování: neutrální strategii, kdy je trvale přítomný objem oběžného majetku financován dlouhodobým kapitálem a pohyblivý objem oběžného majetku je financován krátkodobým cizím kapitálem; agresivní strategii, kdy je krátkodobě financována i část trvale přítomného oběžného majetku, případně dlouhodobý majetek; konzervativní strategii, která se vyznačuje vyšším použitím dlouhodobých finančních zdrojů, kdy se financuje těmito zdroji i část pohyblivého oběžného majetku.
- 2) Ke krátkodobým zdrojům financování podniku patří: obchodní úvěr, zálohy, krátkodobé bankovní úvěry, závazky vůči zaměstnancům, závazky vzniklé odložením daňových povinností aj.
- 3) Platební styk probíhá mezi podniky prostřednictvím platebních prostředků. Rozlišujeme tři základní druhy platebních prostředků: hotovostní platební prostředky, bezhotovostní platební prostředky a modifikované platební prostředky (šeky, směnky).
- 4) Platební styk v zahraničním obchodě dělíme na nedokumentární, kdy vyplacení částky není vázáno na splnění zvláštních podmínek (předložení dokumentů) a dokumentární, při kterém je vyplacení částky vázáno na předložení dokumentů (dokumentární akreditiv, dokumentární inkaso).

**KLÍČOVÁ SLOVA:** oběžný majetek, neutrální strategie financování, agresivní strategie financování, konzervativní strategie financování, obchodní úvěr, skonto, krátkodobé bankovní úvěry, revolvingový úvěr, lombardní úvěr, kontokorentní úvěr, eskontní úvěr, negociační úvěr, akceptační úvěr, ramboursní úvěr, avalový úvěr, faktoring, šek, vlastní směnka, cizí směnka, dokumentární inkaso, dokumentární akreditiv.



**OTÁZKY:**



- 1) Které základní strategie financování oběžného majetku rozeznáváme?
- 2) Jaké znáte zdroje krátkodobého financování?
- 3) Charakterizujte obchodní úvěr, jeho výhody a nevýhody?
- 4) Považujete obchodní úvěr za levný zdroj financování?
- 5) Vysvětlete na konkrétním příkladě problematiku skonta.
- 6) Interpretujte ekonomickou odůvodněnost potřeby krátkodobého bankovního úvěru.
- 7) Jaké základní druhy platebních prostředků znáte? Uveďte konkrétní příklady.
- 8) Vysvětlete princip dokumentárního inkasa a dokumentárního akreditivu.



**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Doplňte následující výroky:**

1. Akcept směnky v zahraničním obchodě se nazývá .....
2. Úvěr, který čerpá odběratel (dlužník) od dodavatele (věřitele) tím, že mu dodávky zboží platí nikoli ihned, ale až po uplynutí lhůty sjednané mezi dodavatelem a odběratelem se nazývá .....
3. Sleva z fakturované částky při jejím dřívějším zaplacení se nazývá .....
4. V oblasti financování oběžného majetku můžeme volit ze tří základních strategií. Ta, při které je trvale přítomný objem oběžného majetku, příp. část dlouhodobého majetku financována krátkodobým cizím kapitálem se označuje jako .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Poskytnutí záruky klientovi za zaplacení jeho závazků se nazývá avalový úvěr. P / N
  
2. Strategie v oblasti financování oběžného majetku, kdy je trvale přítomný objem oběžného majetku financován dlouhodobým kapitálem a pohyblivý objem oběžného majetku je financován krátkodobým cizím kapitálem, se označuje jako konzervativní. P / N
  
3. Z hlediska nákladů na získání kapitálu je obchodní úvěr považován za levný zdroj i v případě, že je nabídnuto skonto. P / N

**Poznámky k 6. kapitole:**

## 7 Investiční rozhodování

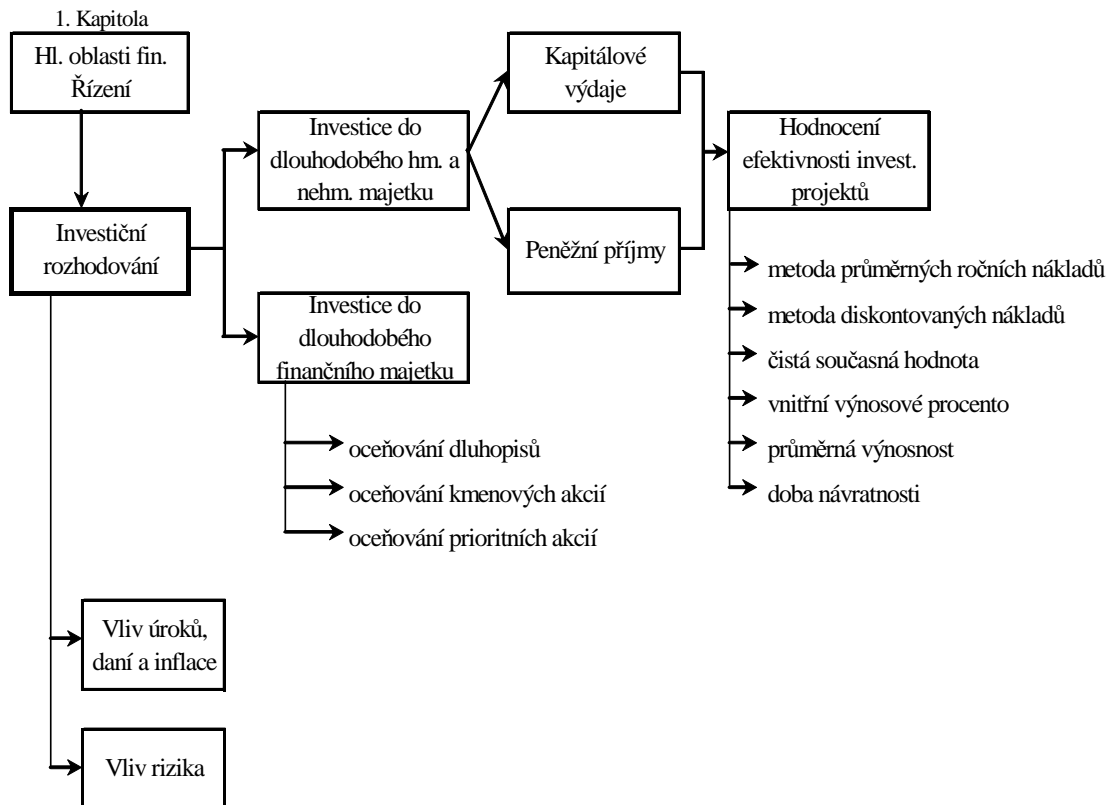
### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ vysvětlit, co považujeme za investice
- ✓ identifikovat kapitálové výdaje
- ✓ identifikovat peněžní příjmy z investice
- ✓ charakterizovat jednotlivé metody hodnocení efektivnosti investičních projektů
- ✓ hodnotit efektivnost investičních projektů
- ✓ popsat jednotlivé způsoby ocenění dlouhodobého finančního majetku
- ✓ vysvětlit, jaký vliv mají úroky, daně, inflace a riziko na investiční rozhodování



### Blokové schéma kapitoly





*K naplnění základního cíle podnikání – maximalizaci tržní hodnoty - významnou měrou přispívá investiční politika podniku. Součástí investiční politiky podniku je zhodnotit přínos jednotlivých projektů. Jelikož se často jedná o vysoké investované peněžní částky, je velice důležité, aby projekty byly pro podnik výnosné v požadované míře. Studujte tuto problematiku pozorně - rozhodnete-li se jednou v roli manažera podniku pro špatný projekt, důsledky tohoto rozhodnutí ponese podnik po dlouhou dobu.*



Za investice podniku se považují ty peněžní výdaje, u nichž se očekává jejich přeměna na budoucí peněžní příjmy během delšího časového úseku (delší než 1 rok), tzn., že jde o kapitálové výdaje na pořízení dlouhodobého nehmotného, hmotného a finančního majetku.

## **7.1 Kapitálové rozpočty výdajů a očekávaných peněžních příjmů z investic**

Moderní metody hodnocení efektivnosti investičních projektů se opírají o prognózu kapitálových výdajů a očekávaných peněžních příjmů z investice. Stanovení předpokládaného peněžního toku z investic je nejobtížnějším úkolem investičního rozhodování. Tato obtížnost souvisí s tím, že jde o předvídání velikosti peněžních toků na delší období a s tím, že velikost peněžních toků je ovlivněna celou řadou faktorů, jejichž předpověď bývá obtížná.

### **7.1.1 Identifikace kapitálových výdajů**

Kapitálové výdaje na investici by měly obsahovat:

- a) výdaje na pořízení nového majetku, včetně výdajů na instalaci a dopravu a vypracování přípravných a projekčních dokumentů,
- b) výdaje na trvalý přírůstek čistého pracovního kapitálu vyvolaný novou investicí.

Dále by měly být upraveny:

- a) o příjmy z prodeje existujícího dlouhodobého majetku, který je novou investicí nahrazován,
- b) o daňové efekty spojené s prodejem stávajícího nahrazovaného majetku.

S realizací investičních projektů jsou spojeny kapitálové výdaje



### **PŘÍKLAD 7-1: URČENÍ KAPITÁLOVÝCH VÝDAJŮ**

#### **Zadání:**

Podnik kupuje novou technologickou linku za 18 mil. Kč, z toho 10 mil. Kč platí hned (k 1.1.), 5 mil. na konci prvního roku a zbývající 3 mil. na konci druhého roku. V souvislosti se zavedením nové linky očekává zvýšení zásob o 2,3 mil. Kč, zvýšení pohledávek o 750 000 Kč a zvýšení závazků o 250 000 Kč. Starou linku je možné prodat za 600 000 Kč, zůstatková cena staré linky je 500 000 Kč. Sazba daně z příjmů právnických osob činí 24 %. Diskontní míra podniku je 10 %. Spočítejte celkové kapitálové výdaje na nákup nové linky.

#### **Řešení:**

$$\text{Výdaj na pořízení nového majetku} = 10 + \frac{5}{1,1} + \frac{3}{1,1^2} = 17,025 \text{ mil.}$$

$$\text{změna ČPK} = 2,3 + 0,75 - 0,25 = 2,8 \text{ mil.}$$

$$\text{příjem z prodeje existujícího majetku} = 0,6 \text{ mil.}$$

$$\text{daňový efekt} = 0,24 \times (0,6 - 0,5) = 0,024 \text{ mil.}$$

$$\text{kapitálový výdaj} = 17,025 + 2,8 - 0,6 + 0,024 = \mathbf{19,249 \text{ mil.}}$$

Kapitálový výdaj na nákup nové technologické linky činí 19,249 mil. Kč.

### **7.1.2 Identifikace peněžních příjmů z investic**

Za roční peněžní příjmy z investičního projektu během doby jeho životnosti se považují:

- zisk po zdanění, který investice přináší
- roční odpisy
- změny čistého pracovního kapitálu spojeného s investičním projektem v průběhu životnosti
- příjem z prodeje dlouhodobého majetku na konci životnosti upravený o daň.

**Realizace investice  
sebou přináší příjmy  
po dobu delší než 1  
rok**

Zisk po zdanění, který investice přináší, je odvozen od očekávaného přírůstku tržeb v důsledku investování, sníženého o očekávaný přírůstek nákladů v důsledku investování. Pro účely hodnocení efektu investiční varianty se doporučuje do nákladů nezahrnovat placené úroky z cizího kapitálu použitého v souvislosti s investicí. Nezahrnování úroků se zdůvodňuje dvěma argumenty:

- rozhodování o struktuře financování by mělo být nezávislé na rozhodování o přijetí či nepřijetí projektu

- b) když se pro hodnocení efektivnosti investičního projektu příjmy diskontují, diskontní sazba (náklady kapitálu) již v sobě obsahuje náklady na kapitál použitý k financování projektu.



### **PŘÍKLAD 7-1: Identifikace PENĚŽNÍCH PŘÍJMŮ Z INVESTICE**

(pokračování příkladu)

#### **Zadání:**

V důsledku nové investice se očekává zvýšení tržeb podniku v 1.roce životnosti o 7,4 mil.Kč, v 2.roce o 8,2 mil, ve 3. a 4. roce o 8,5 mil.Kč, v 5.roce o 6,8 mil. Kč. V souvislosti s očekávaným růstem tržeb se předpokládá i růst provozních nákladů bez odpisů v 1.roce o 0,6 mil.Kč, ve 2.roce o 1,4 mil, ve 3. a 4. roce o 1,2 mil., v 5.roce o 1,4 mil. Změna čistého pracovního kapitálu v průběhu životnosti investice se už neočekává. Linka bude odepisována lineárně, doba životnosti linky je 5 let. Na konci životnosti investice se očekává, že linku bude možné prodat za 800 000 Kč. Sazba daně z příjmů právnických osob činí 24 %. Diskontní sazba pro hodnocení efektivnosti investice je 10 %.

#### **Řešení:**

	1.rok	2.rok	3.rok	4.rok	5.rok
Přírůstek tržeb (v mil.Kč)	7,4	8,2	8,5	8,5	6,8
Přírůstek nákladů bez úroků a odpisů (v mil.Kč)	0,6	1,4	1,2	1,2	1,4
Odpisy	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Zisk před zdaněním	3,2	3,2	3,7	3,7	1,8
Zisk po zdanění	2,432	2,432	2,812	2,812	1,368
Odpisy	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Prodej linky					0,8
Daň z linky					0,192
<b>Celkem</b>	<b>6,032</b>	<b>6,032</b>	<b>6,412</b>	<b>6,412</b>	<b>5,576</b>

Protože již víme, že hodnota peněz se v čase mění, musíme peněžní příjmy získané v jednotlivých letech převést na současnou hodnotu pomocí diskontního faktoru. V našem případě použijeme diskontní faktor 10 % uvedený v zadání.

$$\text{Diskontované pen. příjmy} = \frac{6,032}{1,10^1} + \frac{6,032}{1,10^2} + \frac{6,412}{1,10^3} + \frac{6,412}{1,10^4} + \frac{5,576}{1,10^5} = 23,128 \text{ mil.}$$

Diskontované peněžní příjmy z investice činí 23,128 mil. Kč.

V následující části kapitoly si představíme základní metody hodnocení investic: metodu průměrných ročních nákladů, metodu diskontovaných nákladů, čistou současnou hodnotu, vnitřní výnosové procento, průměrnou výnosnost investice a dobu návratnosti. Na příkladech si ukážeme použití těchto metod.



## 7.2 Hodnocení efektivnosti investičních projektů

Pro posuzování efektivnosti investičních projektů a jejich výběr existuje v teorii a praxi finančního managementu několik metod.

Podle toho, zda metody hodnocení respektují nebo nerespektují *faktor času*, můžeme je rozdělit na:

- a) statické metody
- b) dynamické metody.

Jiným hlediskem pro třídění metod může být *pojetí efektů z investic*:

- a) metody, u nichž jako kritérium hodnocení vystupuje úspora nákladů
- b) metody, u nichž jako kritérium hodnocení vystupuje vykazovaný zisk
- c) metody, u nichž jako kritérium hodnocení vystupuje peněžní tok z investic.

### 7.2.1 Metoda průměrných ročních nákladů

Tuto metodu lze použít pro varianty přinášející stejný rozsah produkce; mohou být srovnávány varianty se stejnou i s různou dobou životnosti. Při použití této metody se zohledňuje výše průměrných ročních nákladů, které lze zjistit následujícím způsobem:

**Nákladové metody  
jsou využitelné pouze  
omezeně**

$$\boxed{R = O + i \times K + V} \quad (7.1)$$

- kde: R = roční průměrné náklady varianty  
 O = roční odpisy  
 I = úrokový koeficient (úrok v %/100)  
 K = kapitálový výdaj  
 V = celkové provozní náklady mínus odpisy

Úrok z investičních nákladů představuje požadovanou minimální výnosnost, kterou musí investice zajistit.

### 7.2.2 Metoda diskontovaných nákladů

Použitím této metody se porovnává souhrn všech nákladů spojených s realizací jednotlivých variant projektu za celou dobu jeho životnosti.

$$D = K + V_d \quad (7.2)$$

kde:  $D$  = diskontované náklady investičního projektu  
 $K$  = kapitálový výdaj  
 $V_d$  = diskontované ostatní roční provozní náklady (celkové provozní náklady minus odpisy)

### 7.2.3 Čistá současná hodnota (Net Present Value - NPV)

Čistá současná hodnota je rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice ( $CF_t$ ) a kapitálovým výdajem (příp. diskontovaným kapitálovým výdajem, pokud se tento výdaj uskutečňuje v delším období).

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t} - K \quad (7.3)$$

Pokud:

$NPV > 0$ , projekt je pro podnik přijatelný, zaručuje požadovanou míru výnosu a zvyšuje tržní hodnotu podniku,

$NPV < 0$ , projekt není pro podnik přijatelný, nezajišťuje požadovanou míru výnosu a jeho přijetí by snížilo tržní hodnotu podniku,

$NPV = 0$ , projekt je indiferentní.

Metoda čisté současné hodnoty je ve finanční teorii považována za nejvhodnější způsob ekonomického vyhodnocování investičních projektů. Respektuje faktor času, za efekt investice považuje celý peněžní příjem nikoliv účetní zisk, bere v úvahu příjmy po celou dobu životnosti investice.

Zatímco čistá současná hodnota představuje absolutně vyjádřený rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a kapitálovými výdaji, index ziskovosti vyjadřuje podíl diskontovaných peněžních příjmů a kapitálových výdajů.

Metoda NPV  
představuje  
teoreticky  
nejlepší přístup  
k hodnocení  
efektivnosti investic



Index ziskovosti (rentability):

$$I_Z = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}}{K} \quad (7.4)$$

**PŘÍKLAD 7-1: Výpočet ČISTÉ SOUČASNÉ HODNOTY** (příklad na pokračování)

**Zadání:**

Na základě předchozích zadání určete, jestli je výhodné za daných podmínek linku koupit. (pro hodnocení využijte čistou současnou hodnotu).

**Řešení:**

Kapitálový výdaj a peněžní příjem jsme spočítali v předchozí části této kapitoly  
 $K = 17,02 + 2,8 - 0,6 + 0,024 = 19,244$  mil.

$$\text{Diskontované pen. příjmy} = \frac{6,032}{1,10^1} + \frac{6,032}{1,10^2} + \frac{6,412}{1,10^3} + \frac{6,412}{1,10^4} + \frac{5,576}{1,10^5} = 23,128 \text{ mil.}$$

Čistou současnou hodnotu vypočteme jako rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a kapitálovým výdajem podle vztahu 7-3:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t} - K = 23,128 - 19,249 = 3,879 \text{ mil. Kč}$$

Protože je NPV kladná, můžeme investici přijmout.



**7.2.4 Vnitřní výnosové procento (Internal Rate Return – IRR)**

IRR je taková úroková míra, při které současná hodnota peněžních příjmů z investice se rovná kapitálovým výdajům (tj.  $NPV = 0$ ).

Výpočet IRR lze provést následujícím způsobem (lineární interpolací):

- vypočítáme NPV při zvolené diskontní sazbě
- pokud je NPV kladná, zvolíme vyšší diskontní sazbu a vypočítáme znovu NPV (pokud je první NPV záporná, volíme pro další výpočet nižší diskontní sazbu)
- pokud je nová NPV záporná, můžeme pro výpočet IRR použít následující vztah:

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N) \quad (7.5)$$

$i_N$  je diskontní sazba, při níž NPV je kladná ( $NPV_N$ )

**IRR představuje výnosnost dané investice**

$i_v$  je diskontní sazba, při níž NPV je záporná ( $NPV_v$  - do vzorce se dosazuje v absolutní hodnotě)

Metoda IRR je v praxi často používaná, ve většině případů se její výsledky shodují s výsledky dosaženými pomocí NPV. V některých situacích však její použití může vést k nesprávným závěrům:

- jestliže existují nekonvenční peněžní toky (tj. takové, kdy dochází k více než jedné změně ze záporného na kladný tok) – potom existuje několik IRR
- jestliže máme vybírat mezi vzájemně se vylučujícími se projekty.

Konfliktní výběr investičních projektů podle IRR a NVP je způsoben tím, že každá z nich je založena na jiných vnitřních předpokladech, pokud jde o reinvestování příjmů. NPV je založena na tom, že peníze jsou reinvestovány ve výši požadované úrokové míry. IRR předpokládá, že peníze jsou reinvestovány ve výši IRR po celou zbývající dobu životnosti (často ekonomicky nereálné).



#### **PŘÍKLAD 7-1: Výpočet VNITŘNÍHO VÝNOSOVÉHO PROCENTA**

(příklad na pokračování)

##### **Zadání:**

Vypočítejte vnitřní výnosové procento investice. (Zadání je stejné jako u předchozího příkladu).

##### **Řešení:**

$$NPV_{10\%} = \frac{6,032}{1,10^1} + \frac{6,032}{1,10^2} + \frac{6,412}{1,10^3} + \frac{6,412}{1,10^4} + \frac{5,576}{1,10^5} - 19,249 = 3,879 \text{ mil.}$$

NPV při použití 10% úrokové sazby je kladná. My však potřebujeme najít takovou diskontní sazbu, aby NPV vyšla záporně a mohli pak dosadit do vztahu 7.5. Zkusíme 20 % úrokovou míru.

$$NPV_{20\%} = \frac{6,032}{1,20^1} + \frac{6,032}{1,20^2} + \frac{6,412}{1,20^3} + \frac{6,412}{1,20^4} + \frac{5,576}{1,20^5} - 19,249 = -0,990 \text{ mil.}$$

NPV je záporná (IRR se bude nacházet mezi 10-20%), můžeme tedy pomocí lineární interpolace (vztah 7.5) zjistit vnitřní výnosové %,

$$IRR = 10 + \frac{3,884}{3,884 + 0,99} \times (20 - 10) = 17,97\%$$

Vnitřní výnosové procento činí 17,97%.

**7.2.5 Průměrná výnosnost investice**

Kritériem výběru investiční varianty je průměrný roční zisk.

$$V_p = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i}{n \times I_p} \quad (7.6)$$

Metoda ukazuje  
velmi přibližnou  
průměrnou výnosnost

kde:  $V_p$  = průměrná výnosnost investiční varianty

$Z_i$  = roční zisk z investice po zdanění v jednotlivých letech životnosti

$I_p$  = průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně

$n$  = doba životnosti

$i$  = jednotlivá léta životnosti

Pro posouzení přijatelnosti či nepřijatelnosti investičního projektu se požaduje, aby výnosnost investiční varianty byla alespoň taková, jaká je stávající výnosnost podniku nebo výnosnost finanční investice se stejným stupněm rizika.

**PŘÍKLAD 7-1: Výpočet PRŮMĚRNÉ VÝNOSNOSTI** (příklad na pokračování)**Zadání:**

Vypočítejte průměrnou výnosnost investiční varianty. (Zadání je shodné jako v předchozím příkladu).

**Řešení:**

Průměrnou výnosnost zjistíme dosazením do vztahu 7.6.

$$V = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i}{n \times I_p} = \frac{11,856}{5 \times 9} = 25,35\% \doteq 26\%$$

$$Z_i = 2,432 + 2,432 + 2,812 + 2,812 + 1,368 = 11,856$$

$$I_p = \left( \frac{(18 + 14,4)}{2} + \frac{(14,4 + 10,8)}{2} + \frac{(10,8 + 7,2)}{2} + \frac{(7,2 + 3,6)}{2} + \frac{(3,6 + 0)}{2} \right) / 5 = 9$$

$$\text{nebo } I_p = \frac{18 - 14,4}{2} + \frac{14,4 - 10,8}{2} + \frac{10,8 - 7,2}{2} + \frac{7,2 - 3,6}{2} + \frac{3,6 - 0}{2} = 9$$

**7.2.6 Doba návratnosti investičního projektu**

Doba návratnosti investičního projektu je doba, za kterou se investice splatí z peněžních příjmů, které investice zajistí, zjednodušeně ze svých zisků po zdanění a odpisů. Čím kratší je doba návratnosti, tím je investice hodnocena příznivěji.

V praxi často  
používaná metoda  
však má své  
nedostatky

Argumenty proti používání této poměrně rozšířené metody jsou následující:

- a) nebere v úvahu faktor času,
- b) nebere v úvahu příjmy z investičního projektu, které vznikají po době návratnosti až do konce životnosti.



**PŘÍKLAD 7-1: DOBA NÁVRATNOSTI** (příklad na pokračování)

**Zadání:**

Vypočítejte dobu návratnosti investičního projektu. (Zadání je shodné jako v předchozím příkladu).

**Řešení:**

Rok	CF	Kumulovaný CF
1.	6,032	6,032
2.	6,032	12,064
3.	6,412	18,476
4.	6,412	24,888
5.	5,576	30,464

Potřebujeme zjistit, za jak dlouhou dobu se nám z peněžních příjmů investice (kapitálový výdaj) v hodnotě 19,249 mil. Kč zaplatí. Z předchozí tabulky je zřejmé, že to bude trvat déle než 3 roky, avšak kratší dobu než 4 roky. Za 3 roky se nám v peněžních příjmech vrátí částka 18,476 mil. Kč. Potřebujeme tedy dopočítat, za jak dlouho se nám ve 4. roce vrátí zbývající hodnota 0,773 mil. Kč.

$$19,249 - 18,476 = 0,773 \text{ mil. Kč} = \text{zbývá doplatit ze 4.roku}$$

$$\text{příjem ve 4. roce} = 6,412 \text{ mil. Kč}$$

$$\text{příjem ve 4. roce / den} = 6\,412 \text{ tis.} / 360 = 17,811 \text{ tis. Kč / den}$$

$$773 \text{ tis. Kč} / 17,811 \text{ tis. Kč} = 43 \text{ dnů}$$

Doba návratnosti investice činí **3 roky a 43 dnů**.



*Zvláštní význam pro finanční řízení podniku má oceňování nepeněžní části finančního majetku (kmenových a prioritních akcií, obligací). Každý finanční manažer by měl vědět, jak se jeho rozhodování promítne do ceny podnikových cenných papírů. Stejně tak je oceňování akcií a obligací významné pro současné akcionáře či potenciální investory, aby se mohli racionálně rozhodovat o jejich koupi či prodeji.*

### 7.3 Investice do dlouhodobého finančního majetku a jejich efektivnost

Při rozhodování o investicích je potřeba znát i způsoby ocenění dlouhodobého finančního majetku. Základem cen je současná hodnota očekávaných peněžních toků, které tyto cenné papíry přinesou. Peněžní toky mají podobu úroků či dividend za období, po které podnik cenné papíry vlastní, a částky, kterou vlastník získá, když cenný papír prodá. Odchytky konkrétní tržní ceny mohou být způsobeny činiteli, které nelze racionálně kvantifikovat (psychologické faktory, politická situace, aj.)

**Cenné papíry je nutné v procesu investičního rozhodování ocenit**

#### 7.3.1 Oceňování dluhopisů

Vnitřní hodnotu dluhopisu lze vyjádřit následovně:

$$C_d = \sum_{t=1}^n \frac{ú}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (7.7)$$

$C_d$  = základ tržní ceny

$ú$  = roční úrokový výnos po zdanění

$N$  = nominální hodnota dluhopisu

$t$  = jednotlivá léta doby splatnosti

$n$  = doba splatnosti

$i$  = požadovaná míra výnosnosti – vychází z běžné úrokové míry u dlouhodobých vkladů a očekávaného rizika, spojeného s koupí konkrétního dluhopisu. Čím vyšší očekávané riziko, tím je vyšší  $i$  požadovaná míra výnosnosti a zároveň nižší cena dluhopisu.

##### 7.3.1.1 Měření výnosů dluhopisů

U dluhopisů je možné měřit jejich výnos několika způsoby:

- kupónový výnosem*
- běžným výnosem*
- výnosem do doby splatnosti*
- výnosem po dobu držení*

$$\text{Kupónový výnos} = \frac{\text{kupónová platba}}{\text{nominální hodnota dluhopisu}} \quad (7.8)$$

$$\text{Běžný výnos} = \frac{\text{kupónová platba}}{\text{tržní cena dluhopisu}} \quad (7.9)$$

*Výnos do doby splatnosti* – bere v úvahu skutečné příjmy a výdaje spojené s dluhopisem, i jejich časové rozložení:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{ú}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (7.10)$$

kde:  $P$  = tržní cena dluhopisu  
 $ú$  = roční úrokový výnos po zdanění  
 $N$  = nominální hodnota dluhopisu  
 $t$  = jednotlivá léta doby splatnosti  
 $n$  = doba splatnosti  
 $r$  = výnos do doby splatnosti

Lze použít také přibližný výpočet výnosu do doby splatnosti:

$$r = \frac{ú + \frac{N-P}{n}}{0,6 \times P + 0,4 \times N} \quad (7.11)$$

Čistý výnos do doby splatnosti se potom spočítá následujícím způsobem:

$$r_{\text{č}} = r \times (1 - \text{daňová sazba}) \quad (7.12)$$

*Výnos po dobu držení* – investor drží dluhopis po určitou dobu a prodá jej jinému investorovi dříve než je tento splatný:

$$P = \sum_{t=1}^m \frac{ú}{(1+h)^t} + \frac{P_m}{(1+h)^m} \quad (7.13)$$

kde:  $P$  = tržní cena dluhopisu  
 $ú$  = roční úrokový výnos  
 $P_m$  = cena dluhopisu, za kterou bude v roce  $m$  prodán

$t$  = jednotlivá léta doby držení

$m$  = časové období, po které investor dluhopis vlastní

$h$  = výnos po dobu držení

### **PŘÍKLAD 7-2: Měření VÝNOSU DLUHOPISŮ**

#### **Zadání:**

Máte volně peněžní prostředky a rozhodli jste se je investovat do CP společnosti Alfa. Víte, že:

- obligace mají nominální hodnotu 1 000 Kč,
- současná tržní cena obligace je 1 300 Kč,
- kupónová platba je 130 Kč ročně,
- celková doba životnosti je 15 let, od emise již 5 let uplynulo a do konce splatnosti zbývá 10 let.

Zjistěte, jaký výnos obligace poskytuje.

#### **Řešení:**

$$\text{Kupónový výnos} = \frac{\text{kupónová platba}}{\text{nominální hodnota dluhopisu}} = \frac{130}{1.000} = 13\%$$

$$\text{Běžný výnos} = \frac{\text{kupónová platba}}{\text{tržní cena dluhopisu}} = \frac{130}{1300} = 10\%$$

**Výnos do doby splatnosti** (přesný výpočet)

Příjmy a výdaje spojené s obligací rozložíme do řady ročních CF:

rok 0: výdaj ve výši současné tržní ceny

rok 1 až n-1: kupónové platby (v roce n je obligace splacena)

rok n: kupónová platba + vrácena nominální hodnota

Z takto vyjádřené investice do obligací vypočteme vnitřní úrokovou míru. Tato vnitřní úroková míra vyjadřuje přesnou výnosnost a je u obligací označována právě termínem výnos do doby splatnosti.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{ú}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad \text{hledáme } r, \text{ pro které bude rovnice platit, respektive}$$

hledáme vnitřní výnosové procento.

Protože se jedná o poměrně často používaný ukazatel a přitom tento jeho přesný výpočet je pracný, používá se v praxi přibližný výpočet výnosu do doby splatnosti

$$\text{podle vzorce 7-11: } r = \frac{ú + \frac{N - P}{n}}{0,6 \times P + 0,4 \times N} = \frac{130 + \frac{1000 - 1.300}{10}}{0,6 \times 1.300 + 0,4 \times 1000} = 8,47\%$$



### 7.3.2 Oceňování kmenových akcií

Na rozdíl od dluhopisů jsou kmenové akcie cenné papíry s pohyblivým výnosem. Požadavky kmenových akcionářů na výnosy podniku, resp. jeho majetek, jsou uplatňovány až po úhradě požadavků státu, majitelů dluhů a prioritních akcií. Z toho plyne i vyšší stupeň rizika investování do kmenových akcií, což se projevuje i v požadované míře výnosnosti kmenových akcií. Kmenové akcie nemají datum splatnosti.

Základ tržní ceny se odvodí od diskontovaných očekávaných výnosů ve formě dividend a diskontované hodnoty akcie v následujícím období, která při růstu dividend roste a akcionáři tak získávají vedle dividendy kapitálový zisk z růstu ceny akcie. Pokud uvažujeme nekonečné držení akcie, diskontovaná hodnota koncové ceny se blíží 0. Dnešní cenu akcie tak lze odvodit od diskontovaných dividendových výnosů:

$$C_k = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad (7.14)$$

kde:  $C_k$  = základ tržní ceny akcie

$D_t$  = roční dividendový výnos po zdanění v roce  $t$

V případě, že se nepředpokládá růst dividendového výnosu, platí:

$$C_k = \frac{D}{i} \quad (7.15)$$

V případě, že se předpokládá konstantní zvyšování dividendy, platí:

$$C_k = \frac{D_1}{i-g} \quad (7.16)$$

kde:  $D_1$  = očekávaná dividendy v 1.roce

$g$  = konstantní zvýšení dividendové sazby v %

Méně přesným postupem pro oceňování akcií je postup založený na sledování poměru tržní ceny akcie a zisku na akcii (P/E). Zjišťování vnitřní ceny akcie, případně oceňování majetkových podílů viz podrobněji v kap. 13.



**7.3.2.1 Propočet hodnoty práva odběru (předkupního práva)**

Legislativně je stanoveno, že každý akcionář má za předpokladu, že se akcie upisují peněžitými vklady, předkupní právo upsat část nových akcií podle rozsahu jeho podílu na základním kapitálu společnosti.

**Pokud a.s. vydává nové akcie, má stávající akcionář předkupní právo**

Právo odběru má dvě základní funkce:

- zajišťuje akcionáři možnost udržet si stálý podíl na celkovém počtu akcií
- ukazuje na majetkovou újmu na hodnotě jedné akcie vznikající v důsledku poklesu kurzu starých akcií, jsou-li vydány akcie nové.

Pokud by bylo toto právo prodáváno, lze spočítat hodnotu práva odběru:

$$\text{Hodnota práva odběru} = P_S - \frac{P_S \times n_S + P_N \times n_N}{n_S + n_N} \quad (7.17)$$

kde:  $P_S$  = tržní hodnota staré akcie

$n_S$  = počet starých akcií

$P_N$  = emisní kurz nové akcie

$n_N$  = počet nových akcií

**PŘÍKLAD 7-3: Propočet HODNOTY PRÁVA ODBĚRU****Zadání:**

Podnik plánuje zvýšit hodnotu kapitálu z 600 mil. Kč na 900 mil. Kč v nominálních hodnotách. Nové akcie budou vydávány za cenu 1 400 Kč. Nominální kurz starých i nových akcií je 1 000 Kč, burzovní kurz starých akcií je nyní 1 600 Kč. Určete hodnotu práva odběru akcií.

**Řešení:**

Hodnota práva odběru se vypočítává jako rozdíl mezi tržním kurzem starých akcií a tzv. středním kurzem (průměrnou hodnotou kurzu starých a nových akcií) po emisi. Tento kurz získáme, vydělíme-li souhrnnou tržní hodnotu akcií po vydání nových akcií počtem všech akcií po zvýšení kapitálu.

Každá stará akcie je vybavena právem odběru. Práv odběru existuje tolik, kolik je starých akcií.

Počet starých akcií = 600 mil. / 1 000 = 600 000 ks

Počet nových akcií = 300 mil. / 1 000 = 300 000 ks

$$PO = 1\,600 - \frac{1\,600 \times 600\,000 + 1\,400 \times 300\,000}{600\,000 + 300\,000} = 66,7 \text{ Kč}$$

Právo odběru (majetková újma na hodnotě 1 akcie) činí 66,7 Kč.



### 7.3.3 Oceňování prioritních akcií

Prioritní akcie jako forma nabytí kapitálu, stojí mezi dluhopisy a kmenovými akciemi. Podobně jako dluhopisy zajišťují obvykle stálý výnos, i když ve formě dividend. Nicméně držitelé dluhopisů mají přednostní nárok na důchody a majetek podniku před držiteli prioritních akcií - proto je požadovaná míra výnosnosti u prioritních akcií vyšší než u dluhopisů.

Protože prioritní akcie nemají většinou lhůtu splatnosti, dividendové výnosy mají formu perpetuity. Základ tržní ceny prioritní akcie lze proto zjednodušeně vyjádřit následovně:

$$C_p = \frac{D}{i} \quad (7.18)$$



#### **PŘÍKLAD 7-4: TRŽNÍ CENA PRIORITNÍ AKCIE**

##### **Zadání:**

Roční dividendu z prioritní akcie činí 50 Kč. Investor požaduje míru výnosnosti 10 % Jaký je základ tržní ceny prioritní akcie?

##### **Řešení:**

Dosadíme do vztahu 7-18:

$$C_p = \frac{50}{0,1} = 500 \text{ Kč}$$



*U investičního rozhodování nelze zapomenout na významné okolnosti, které toto rozhodování ovlivňuje – zejména úrokové míry, daňové sazby, vývoj inflace. Jejich změny mohou ovlivnit rozhodnutí o přijetí či nepřijetí projektu.*

## 7.4 Vliv úroku, daní a inflace na investiční rozhodování

### 7.4.1 Úrok a investiční rozhodování

Úrok jako cena zapůjčených peněz má významné místo v různých oblastech finančního rozhodování podniku. Při rozhodování o investicích plní tyto funkce:

a) *Vytváří stimuly k úsporám a investicím.*

V důsledku růstu úroku dochází k růstu úspor (nabídky kapitálu) a k poklesu investic (poptávky po kapitálu) a opačně.

b) *Je nástrojem alokace kapitálu.*

Úrok je významným  
prvkem investičního  
rozhodování

Umožňuje vybírat investiční varianty s nejvyšším efektem. V důsledku růstu úroku podnik omezuje investiční projekty s nižším výnosem. Naopak při poklesu úroku je možné realizovat i projekty s menším výnosem.

c) *Úrok vystupuje jako nástroj zohledňování faktoru času.*

Pomocí úročení a odúročení určujeme budoucí nebo současnou hodnotu kapitálových výdajů a peněžních příjmů z investic. Úrok zde vystupuje jako alternativní náklad kapitálu.

Složitým, ale významným úkolem při investičním rozhodování je rozhodnutí o výši úrokové míry pro propočet efektivity investičních projektů. Při volbě výše úrokové míry lze postupovat v podstatě dvěma způsoby:

- a) *k bezrizikové úrokové sazbě přičíst prémii za riziko*
- b) *použít průměrné náklady kapitálu podniku.*

Průměrné náklady kapitálu se stanoví jako vážený aritmetický průměr úroku z cizího kapitálu (po zdanění) a očekávané výnosnosti vlastního kapitálu, kde vahami jsou podíly vlastního a cizího kapitálu na celkovém kapitálu podniku.

#### 7.4.2 Vliv daní na investiční rozhodování

Při identifikaci peněžních příjmů z investice se vychází ze zisku, který se z realizace investice očekává, a to ze zisku po zdanění (daň představuje reálný peněžní výdaj, o který musí být očekávaný peněžní příjem snížen).

**Daně ovlivňují příjmy z investice i výši úroku z cizího kapitálu**

Daň ze zisku působí nejen na peněžní příjem z investice, ale i na úrokovou sazbu použitou k diskontování. Vzhledem k tomu, že úrok je vždy odečitatelnou položkou pro účely zdanění, výše reálného úroku působící na peněžní příjem z investice je snížena o vliv daně:

$$\boxed{i_r = (1 - T) \times i_n} \quad (7.19)$$

kde:  $i_r$  = úroková míra po zdanění v %

$T$  = daňová sazba

$i_n$  = nominální úroková míra v %



*Je potřeba si uvědomit, že úroky z úvěru, stejně jako z obligací jsou odčitatelnou položkou pro zdanění zisku, dividendy však nikoliv. Tato skutečnost snižuje cenu cizího kapitálu pro podnik a podporuje jeho širší využití, pokud se tím ovšem nenaruší finanční rovnováha podniku. Na podnik má vliv úroková sazba snížená o daň ze zisku. Tím se např. snižuje cena úvěru oproti ceně vlastního kapitálu. Při 10 % úrokové sazbě bankovního úvěru tak při současné daňové sazbě 24 % na podnik dopadá úrok jen 7,6 %; 2,4 % pak dopadá na stát.*

**Inflace ovlivňuje peněžní toky i diskontní sazbu**

### 7.4.3 Inflace a investiční rozhodování

U investic s delší dobou životnosti má inflace citelný vliv na peněžní toky z investice i na diskontní sazbu, používanou pro vyjádření časové hodnoty peněz. Proto je nutno dodržet následující pravidlo: *nominální peněžní příjmy je nutno diskontovat nominální úrokovou sazbou, reálné peněžní toky diskontovat reálnou úrokovou sazbou.*



*U investičních projektů je potřeba věnovat pozornost jejich rizikové stránce - protože jsou dlouhodobé, mají dlouhodobé důsledky na činnost podniku a jsou kapitálově náročné. Nezapomeňte u investičního rozhodování riziko zvážit a promítnout do hodnocení efektivnosti investičních záměrů.*

**Vzhledem k dlouhodobosti inv. projektů je nutné zvažovat riziko**

## 7.5 Riziko v oblasti investičního rozhodování

U investičních projektů je potřeba věnovat pozornost jejich rizikové stránce, protože jsou dlouhodobé, mají dlouhodobé důsledky na činnost podniku a jsou kapitálově náročné. Je proto potřebné:

1. Určit kritické faktory rizika investičního projektu.
2. Stanovit bod zvratu investičního projektu.
3. Kvantifikovat riziko pomocí různých statistických metod a jeho důsledků na ekonomická kritéria projektu. Riziko jednotlivého investičního projektu lze vyjádřit jako nebezpečí, že dosažené kapitálové výdaje a peněžní příjmy budou odlišné od předpokládaných. Pravděpodobnost, že jednotlivý peněžní příjem nebo výdaj nastane, lze definovat jako v % vyjádřenou možnost jeho vzniku.
4. Připravit a realizovat různé způsoby snížení rizika.
5. Připravit plán korekčních opatření pro budoucnost a to pro určité kritické situace.

**SHRNUTÍ:**

- 1) Za investice podniku se považují ty peněžní výdaje, u nichž se očekává jejich přeměna na budoucí peněžní příjmy během delšího časového úseku (delší než 1 rok).
- 2) Kapitálové výdaje jsou očekávané peněžní výdaje, které vyvolávají očekávané peněžní příjmy po dobu delší než 1 rok. Řadíme zde především výdaje na pořízení nového majetku (včetně výdajů na instalaci a dopravu a vypracování přípravných a projekčních dokumentů) a výdaje na trvalý přírůstek čistého pracovního kapitálu vyvolaný novou investicí.
- 3) Peněžní příjmy z investice jsou tvořeny ziskem po zdanění, odpisy, změnou čistého pracovního kapitálu spojeného s investičním projektem v průběhu životnosti a příjmem z prodeje dlouhodobého majetku na konci životnosti upraveného o daň.
- 4) K metodám stanovení efektivnosti podnikových investic patří: metoda průměrných ročních nákladů, metoda diskontovaných nákladů, metoda čisté současné hodnoty, metoda vnitřního výnosového procenta, průměrná výnosnost investice a doba návratnosti.
- 5) Úrok jako cena zapůjčených peněz má významné místo v různých oblastech finančního rozhodování podniku - vytváří stimuly k úsporám a investicím, je nástrojem alokace kapitálu, úrok vystupuje jako nástroj zohledňování faktoru času.
- 6) Při identifikaci peněžních příjmů z investice se vychází ze zisku, který se z realizace investice očekává, a to ze zisku po zdanění (daň představuje reálný peněžní výdaj, o který musí být očekávaný peněžní příjem snížen). Daň ze zisku působí nejen na peněžní příjem z investice, ale i na úrokovou sazbu použitou k diskontování.
- 7) U investic s delší dobou životnosti má inflace citelný vliv na peněžní toky z investice i na diskontní sazbu, používanou pro vyjádření časové hodnoty peněz. Proto je nutno nominální peněžní příjmy diskontovat nominální úrokovou sazbou, reálné peněžní toky diskontovat reálnou úrokovou sazbou.
- 8) Riziko jednotlivého investičního projektu lze vyjádřit jako nebezpečí, že dosažené kapitálové výdaje a peněžní příjmy budou odlišné od předpokládaných. Pravděpodobnost, že jednotlivý peněžní příjem nebo výdaj nastane, lze definovat jako v % vyjádřenou možnost jeho vzniku.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** investice, kapitálový výdaj, peněžní příjem z investice, efektivnost investice, statické metody, dynamické metody, čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento, průměrná výnosnost investice, doba návratnosti, kupónová platba, kupónový výnos, běžný výnos, výnos do doby splatnosti, výnos po dobu držení, riziko investice.



**OTÁZKY:**

- 1) Vysvětlete obsah pojmu kapitálové výdaje.
  
- 2) Co rozumíte peněžními příjmy z investice?
  
- 3) Kdy je možné pro hodnocení efektivnosti investic použít nákladové metody?
  
- 4) Vysvětlete metodu čisté současné hodnoty.
  
- 5) Co je to vnitřní výnosové procento?
  
- 6) Identifikujte problémy související s používáním doby návratnosti.
  
- 7) Která metoda hodnocení efektivnosti investic je teoreticky nejsprávnější?
  
- 8) Proč při výběru z několika variant nedává v některých případech metoda NPV a IRR stejné výsledky?
  
- 9) Jakými způsoby můžeme měřit výnosnost dluhopisů?

10) Jak se projeví vliv daní, úroků a inflace v propočtech efektivnosti investic?

**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**



**Doplňte následující výroky:**

1. Výše diskontní sazby u hodnocení investičních záměrů se odvíjí od výše bezrizikové úrokové sazby a .....
2. Čistá současná hodnota představuje rozdíl ..... a .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Vnitřní výnosové procento je taková úroková míra, při které současná hodnota peněžních příjmů z investice se rovná budoucím příjmům z investice.  P /  N
2. Metody hodnocení investic, které nerespektují faktor času, označujeme jako dynamické.  P /  N
3. U prioritních akcií má akcionář právo na vrácení podílu na majetku.  P /  N
4. V případě, že čistá současná hodnota projektu je kladná, projekt je pro podnik přijatelný a zvyšuje tržní hodnotu podniku.  P /  N
5. V důsledku růstu úroku dochází k poklesu úspor (nabídky kapitálu).  P /  N
6. Právo odběru ukazuje na majetkovou újmu na hodnotě jedné akcie vznikající v důsledku poklesu kurzu starých akcií, jsou-li vydány akcie nové.  P /  N

**Poznámky k 7. kapitole**



## 8 Náklady kapitálu. Kapitálová struktura a její optimalizace

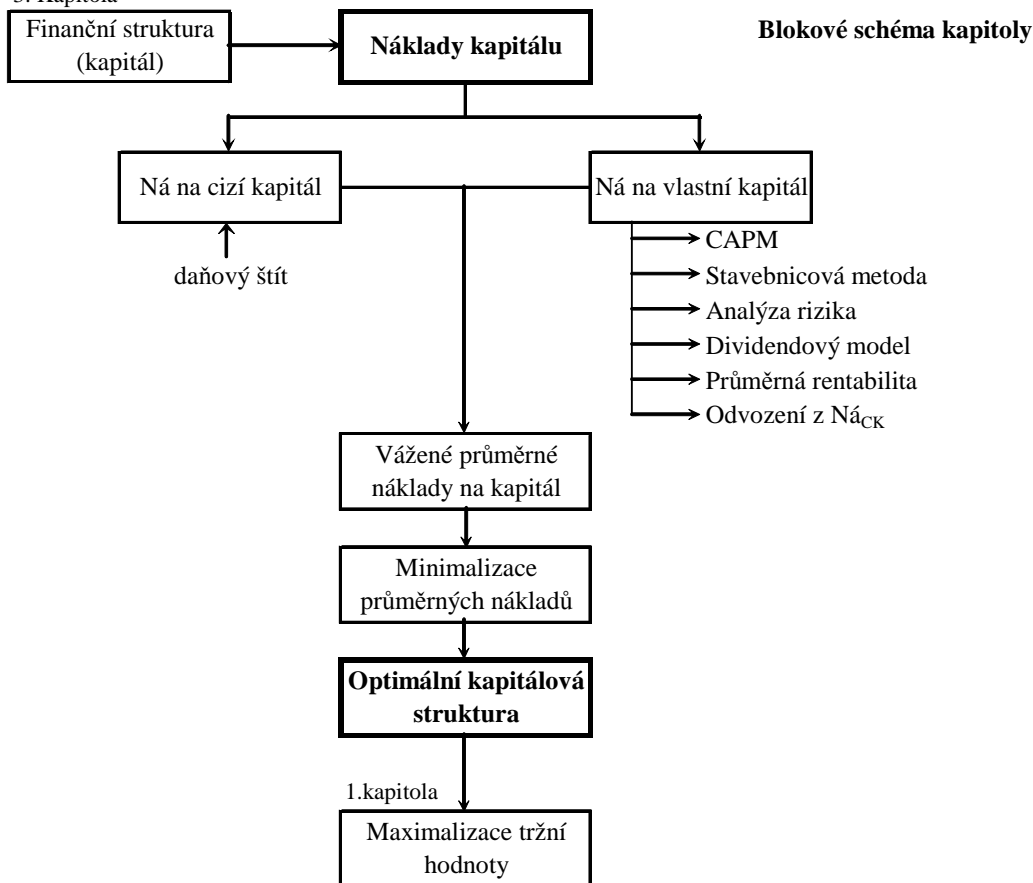
### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ vysvětlit pojem náklady kapitálu
- ✓ vypočítat náklady vlastního kapitálu, cizího kapitálu, vážené průměrné náklady kapitálu
- ✓ charakterizovat kapitálovou strukturu podniku
- ✓ vysvětlit problematiku finanční páky
- ✓ využít multiplikátor vlastního kapitálu
- ✓ kvantifikovat optimální kapitálovou strukturu
- ✓ identifikovat faktory, které působí na kapitálovou strukturu



3. Kapitola





*Tato kapitola se zabývá problematikou nákladů kapitálu, které podnik používá ke svému financování. Pokud financujeme majetek podniku, měl by výnos z využití tohoto majetku být minimálně tak vysoký, abychom byli schopni pokrýt náklady spojené s tímto financováním. Jestliže investor nedosáhne minimální výnosnosti, jedná se o neefektivní investici. V případě realizace této investice by tržní hodnota podniku klesla. Proto je nutné, aby se náklady kapitálu zabýval každý podnik.*

## 8.1 Náklady kapitálu podniku a jejich kvantifikace



Náklady kapitálu představují minimální výnos projektu, který musí dosáhnout, aby byl akceptován. Každý z druhů použitého kapitálu má své náklady. Celkové náklady kapitálu jsou váženým aritmetickým průměrem nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

Průměrné náklady kapitálu podniku jsou ve finančním rozhodování využívány:

- a) pro stanovení diskontní sazby při hodnocení efektivnosti investičních projektů. Struktura zdrojů užitých k financování má značný vliv na investiční projekt. Kapitálová struktura ovlivňuje hodnoty kritérií, užitých k hodnocení ekonomické efektivnosti projektu. Dále ovlivňuje komerční životaschopnost a stabilitu projektu, kterou chápeme jako schopnost projektu krýt svými výnosy úroky a splátky cizího kapitálu, který se podílí na financování projektu (4, 11, 45).
- b) v podobě mezních průměrných nákladů – pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku (46).
- c) jako rozhodovací kritérium pro tvorbu optimální kapitálové struktury podniku (4, 46)
- d) při oceňování podniku (4, 6, 25).

### 8.1.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu můžeme vyjádřit jako výnos, který požadují věřitelé (investoři). Skutečné náklady cizího kapitálu jsou takové náklady, které zohledňují daně a náklady spojené s případnou emisí cenných papírů. Atraktivnost cizího kapitálu ve vztahu k vlastnímu kapitálu se na kapitálovém trhu mění v závislosti na vývoji úrokových měr.

**Cizí kapitál je obvykle levnější než vlastní kapitál**

Cizí kapitál může zahrnovat:

- bankovní úvěry
- dluhopisy
- leasingové financování
- jiné druhy úvěrů.

Do cizího kapitálu se nezahrnují neúročená pasíva, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou součástí placených cen.

Pro náklady cizího kapitálu platí:

$$N_{CK} = i \times (1 - T) \quad (8.1)$$

kde:  $N_{CK}$  = náklady cizího kapitálu v %

$i$  = úrok z úvěru (obligací) v %

$T$  = daňová sazba

**Úroky jsou součástí  
nákladů a tím snižují  
daňové zatížení  
podniku**

Náklady dluhu, získaného upisováním dluhopisů (před zdaněním), se rovnají takové úrokové sazbě, při které současná hodnota úrokových výnosů dluhopisu a současná hodnota nominální ceny dluhopisu se rovná čistému výtěžku emise dluhopisu pro podnik:

$$C - E = \sum_{t=1}^n \frac{ú_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (8.2)$$

kde:  $C$  = tržní cena dluhopisu

$ú_t$  = úrok z dluhopisu v jednotlivých letech

$N$  = nominální cena dluhopisu

$t$  = jednotlivá léta doby splatnosti dluhopisu

$n$  = doba splatnosti dluhopisu

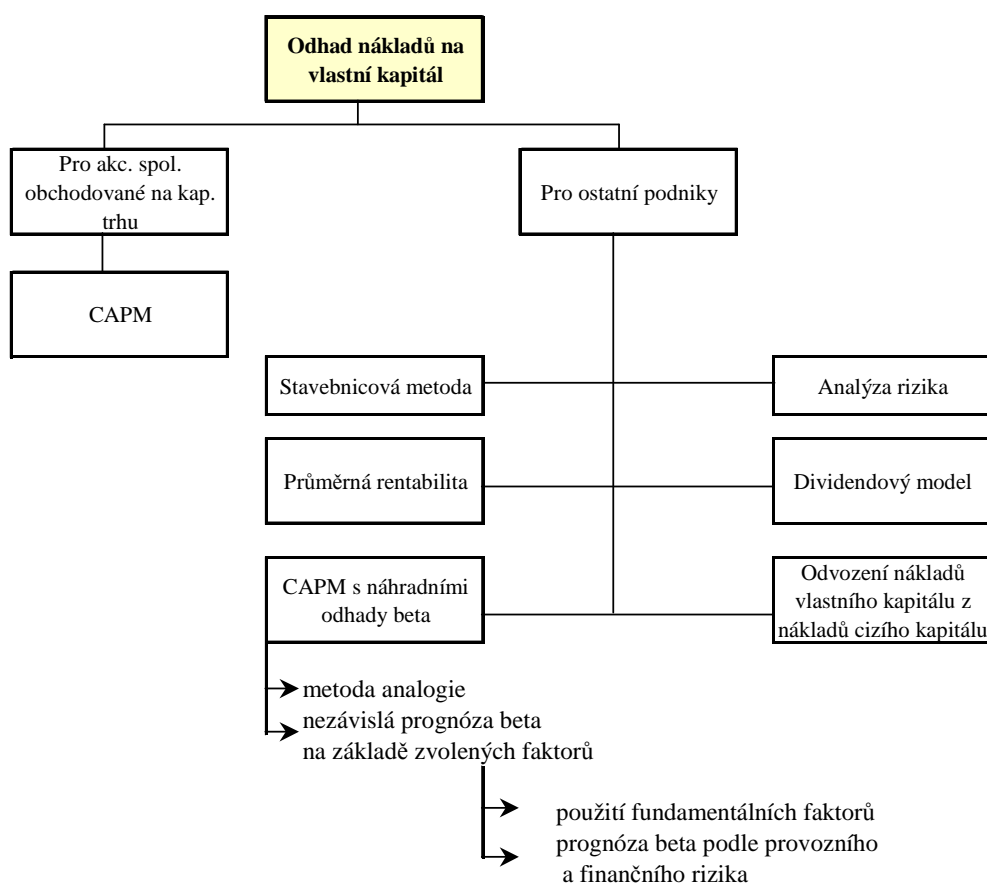
$i$  = požadovaná výnosnost do doby splatnosti v %/100 = náklady dluhu před zdaněním

Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu (27).

### 8.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Výpočet nákladů na vlastní kapitál patří k obtížným úkolům finančního řízení

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů (vlastníků). Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Určit tyto náklady však v praxi patří k složitějším úkolům finančního řízení. Přístupů k řešení uvedeného problému je celá řada, jejich přehled je uveden na obr. 8-1.



Obr 8-1: Přístupy k odhadu nákladů na vlastní kapitál (27)

#### 8.1.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Pro vyčíslení nákladu vlastního kapitálu podniku lze použít následující vztah:

$$\text{NVK} = \text{ÚBV} + \beta \times (\text{VKT} - \text{ÚBV}) \quad (8.3)$$

kde:  $N_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu v procentech

$ÚBV$  = úroková míra u bezrizikových vkladů

$\beta$  = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

$VKT$  = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$VKT - ÚBV$  = riziková premie kapitálového trhu

Pokud chceme tento model použít, musíme být schopni určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou premii a výši  $\beta$ .

I když obecně žádná bezriziková aktiva neexistují, za velmi málo rizikové se považují státní pokladniční poukázky nebo státní dluhopisy (za bezrizikovou úrokovou míru se doporučuje vzít úroková míra desetiletých státních dluhopisů).

Určit rizikovou premii lze na základě zjištění dlouhodobější výnosnosti akcií na místním kapitálovém trhu (např. na základě některého z tržních akciových indexů) a výpočtu průměrné výnosnosti státních dluhopisů. Z rozdílu je pak vyvozena riziková premie.

Základním postupem, jak odhadnout koeficient  $\beta$ , je zjistit regresní závislost mezi výnosy akcie a výnosy trhu a použít sklon regresní přímky jako parametr  $\beta$  (podrobněji viz 27).

U podniků, kde nelze použít model CAPM, lze odhadnout náklady vlastního kapitálu pomocí:

- modelu CAPM s náhradními odhady  $\beta$
- stavebnicového modelu
- dividendového modelu
- analýzy rizika
- na základě průměrné rentability
- odvozením z nákladů na cizí kapitál.

### 8.1.2.2 Model CAPM s náhradními odhady $\beta$

Můžeme použít:

- metodu analogie – tj. použít  $\beta$  podobných podniků, které jsou obchodovány nebo využít  $\beta$  za určité odvětví. Současně je potřebné zohlednit vliv kapitálové struktury na  $\beta$ . Vliv zadlužení na  $\beta$  podniku lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left( 1 + (1 - T) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (8.4)$$

kde:  $\beta_Z$  =  $\beta$  vlastního kapitálu u zadluženého podniku

$\beta_N$  =  $\beta$  vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

$\beta_N$  by mělo být závislé na odvětví a provozní páce.

- nezávislou prognózu  $\beta$  - pomocí použití fundamentálních faktorů nebo na základě analýzy provozního a finančního rizika, podrobněji viz (27).

### 8.1.2.3 Stavebnicový model

Model výpočtu nákladů vlastního kapitálu je založen na přičítání přírážek k bezrizikovému výnosu (18). Platí:

$$N_{VK} = \acute{U}BV + r_o + r_f + r_l \quad (8.5)$$

kde:  $\acute{U}BV$  = bezrizikový výnos

$r_o$  = přírážka za obchodní riziko

$r_f$  = přírážka za finanční riziko

$r_l$  = přírážka za sníženou likviditu.

### 8.1.2.4 Určení nákladů vlastního kapitálu na základě analýzy rizika

U této metody se doporučuje vzít v úvahu kromě obchodního a finančního rizika i rizika specifické, související např. s kvalitou managementu a organizační struktury, stupni diversifikace, intenzitě konkurence aj.

**8.1.2.5 Oceňování pomocí diskontovaných očekávaných dividend**

Dividendy z kmenových akcií nejsou obvykle konstantní. Očekávané výnosy z kmenových akcií mají dvojí formu: dividendy a kapitálové zisky (ztráty), plynoucí ze změn cen akcií během určitého období. Protože kmenová akcie nemá žádnou lhůtu splatnosti, můžeme uvažovat při stanovení její ceny s nekonečným časem. Současnou cenu potom můžeme vyjádřit jen odvozením od nekonečných diskontovaných dividendových výnosů (viz vztah 7.14).

Pokud je dividendový výnos stálý nebo konstantně se zvyšující, je možné použít pro výpočet nákladu akciového kapitálu následující vztah:

$$N_{VK} = \frac{D_k \times 100}{C_k - E} + g \quad (8.6)$$

kde:  $N_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu

$D_k$  = roční dividendy z akcie v Kč koncem prvního roku

$C_k$  = tržní cena akcie

$E$  = emisní náklady na akcii

$g$  = očekávané konstantní zvýšení dividendy v %

**8.1.2.6 Určení nákladů vlastního kapitálu na základě průměrné rentability**

Tato metoda je výhodná vzhledem na dostupnost dat. Nevýhodou je regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv, navíc by byla vhodnější rentabilita počítána z tržní hodnoty kapitálu. Zjištění tržní hodnoty může být ovšem problematické.

**8.1.2.7 Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál**

U této metody se vychází z poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než na cizí kapitál. Potom postupujeme tak, že k nákladům na cizí kapitál přiřadíme několik procentních bodů.

**8.1.3 Průměrné náklady kapitálu**

Obecný vzorec pro výpočet **vážené průměrné hodnoty nákladů kapitálu** je následující:

Pro více úkolů  
finančního  
rozhodování je  
důležité znát  
průměrné náklady  
kapitálu podniku

$$\boxed{WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C}} \quad (8.7)$$

kde: WACC = vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

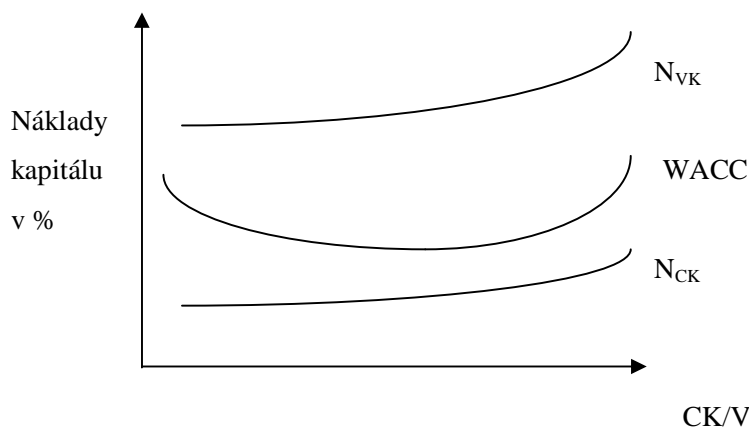
VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

C = tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročené cizí zdroje)

Při určení struktury kapitálu v tržních hodnotách je možné použít pro výpočet buď současnou strukturu kapitálu, nebo cílovou strukturu kapitálu, respektive strukturu kapitálu obvyklou u srovnatelných podniků. Pokud je součástí strategických rozhodnutí změna struktury kapitálu, je potřeba vycházet z cílové struktury kapitálu (6).

Růst dluhu zvyšuje riziko akcionářů, protože jejich nároky jsou uspokojeny až po úhradě všech ostatních závazků. Růst podílu dluhu zvyšuje riziko vzniku platební neschopnosti, proto změny poměru dluhu a vlastního kapitálu mají vliv na náklady na jednotlivé zdroje kapitálu.

**Maximální tržní hodnoty dosahuje podnik při minimálních průměrných nákladech kapitálu (obr.8-2).**



Obr. 8-2 Průběh nákladů vlastního kapitálu ( $N_{VK}$ ), nákladů cizího kapitálu ( $N_{CK}$ ) a průměrných nákladů kapitálu (WACC) (46)



**PŘÍKLAD 8-1: Určení NÁKLADŮ KAPITÁLU****Zadání:**

Společnost XYZ a.s. má k dnešnímu datu tuto strukturu kapitálu:

Obligace

Nominální hodnota	800 Kč
Současná tržní hodnota	670 Kč
Úrok na konci roku	70 Kč
Počet obligací	10 000 ks

Do splatnosti zbývá 12 let.

Akcie

Nominální hodnota	1 000 Kč
Současná tržní hodnota	1 500 Kč
Očekávaná dividenda	180 Kč
Očekávané roční tempo růstu dividend	3 %
Počet akcií	30 000 ks

Podnik platí daň ze zisku ve výši 24 %.

Vypočítejte aktuální vážené průměrné náklady kapitálu vašeho podniku.

**Řešení:**

Nejdříve si spočítáme tržní hodnotu kapitálu a jeho strukturu.

Položka	Tržní cena	Počet kusů	Kč celkem	Podíl
Obligace	670	10 000	6 700 000	0,13
Akcie	1500	30 000	45 000 000	0,87
Kč celkem			51 700 000	1

Dalším krokem bude stanovení nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

Náklady cizího kapitálu (obligací) - použijeme zjednodušený výpočet výnosu do doby splatnosti (viz předchozí kapitola - vzorec 7.11)

$$\text{Výnos do doby splatnosti } r = \frac{ú + \frac{N - P}{n}}{0,6 \times P + 0,4 \times N} = \frac{70 + \frac{800 - 670}{12}}{0,6 \times 670 + 0,4 \times 800} = 11,2\%$$

Protože se jedná o cizí kapitál, je třeba vzít v úvahu daňový štít a náklady kapitálu o něj upravit. Náklady cizího kapitálu  $11,2 * (1 - 0,24) = 8,512 \%$

Náklady vlastního kapitálu (akcií) =  $((180 / 1500) * 100) + 3 = 15 \%$

Známe náklady jednotlivých druhů kapitálu, můžeme tedy určit průměrné náklady na kapitál (viz vzorec 8.7)

$$\text{WACC} = N_{\text{CK}} \times \frac{\text{CK}}{C} + N_{\text{VK}} \times \frac{\text{VK}}{C} = 8,512 \times \frac{6 700 000}{51 700 000} + 15 \times \frac{45 000 000}{51 700 000} = \mathbf{14,16\%}$$

Vážené průměrné náklady kapitálu činí 14,16 %.

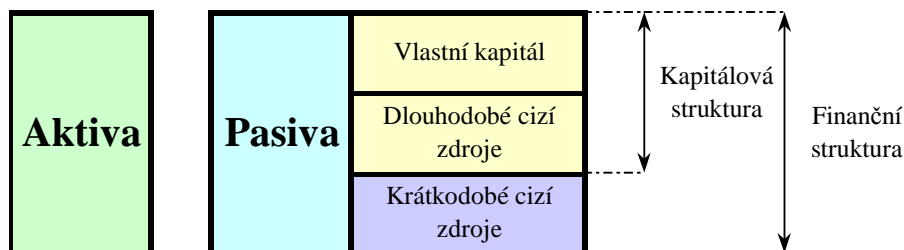


*V další části této kapitoly se seznámíte s problematikou kapitálové struktury, která se odvíjí od podílu vlastního a cizího kapitálu, kterým je podnik financován. Kapitálová struktura je ovlivněna mnoha faktory, především strukturou majetku, náklady kapitálu, postojem manažerů k riziku a mnoha dalšími.*

**Kapitálová struktura je struktura dlouhodobého kapitálu**

## 8.2 Kapitálová struktura podniku

Kapitálová struktura podniku je definována mnoha způsoby. Valach (44) ji definuje jako strukturu dlouhodobého kapitálu podniku k určitému okamžiku. Někdy se však můžeme setkat s méně přesným vymezením kapitálové struktury. Brealey a Myers (4) ji označují jako směsici různých cenných papírů firmy, čímž opomíjí důležitý fakt, že součástí kapitálové struktury mohou být vedle emitovaných cenných papírů i nerozdělený zisk, úvěry apod. Synek (43) nezdůrazňuje rozdíl mezi kapitálovou a finanční strukturou. Obvykle však termín kapitálová struktura vymezuje užší část finančních zdrojů společnosti než finanční struktura společnosti. Rozdíl mezi finanční a kapitálovou strukturou naznačuje obr.8-3.



Obr. 8-3 Finanční a kapitálová struktura podniku

### Proč podnik využívá cizí kapitál?

**Cizí kapitál je významnou součástí financování majetku**

- ✓ Podnikatel nedisponuje dostatečně velkým vlastním kapitálem nezbytným k založení podniku.
- ✓ Použitím cizího kapitálu nevznikají jeho poskytovatelům žádná práva v přímém řízení podniku, zatímco přibírání nových společníků rozředuje vlastní kapitál a tím i řídicí pravomoci.
- ✓ Cizí kapitál je většinou levnější než kapitál vlastní a jeho použití tudíž zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. V naší republice stejně jako ve většině zemí úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást

nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně (tzv. *daňový efekt* nebo *daňový štít*). Daňový štít působí jen tehdy, dosahuje-li podnik zisku.

### 8.2.1 Působení finanční páky

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřuje finanční páka.

Toto tvrzení můžeme vyjádřit rovnicí:

$$\text{ROE} = \text{ROA} + \frac{\text{CK}}{\text{VK}} (\text{ROA} - i) \quad (8.8)$$

**Finanční páka  
ovlivňuje rentabilitu  
vlastního kapitálu**

kde: ROE = rentabilita vlastního kapitálu

ROA = rentabilita vloženého kapitálu, počítáno jako EBIT / (VK + úroč. cizí zdroje) – rentabilita vloženého kapitálu nesoucího náklad

i = úroková míra cizích zdrojů

Protože působení finanční páky měříme dopadem do rentability vlastního kapitálu, je přesnější vycházet z čistého zisku, a tedy vzít v úvahu i působení sazby daně z příjmů (T). Proto celkový důsledek působení finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje vztah:

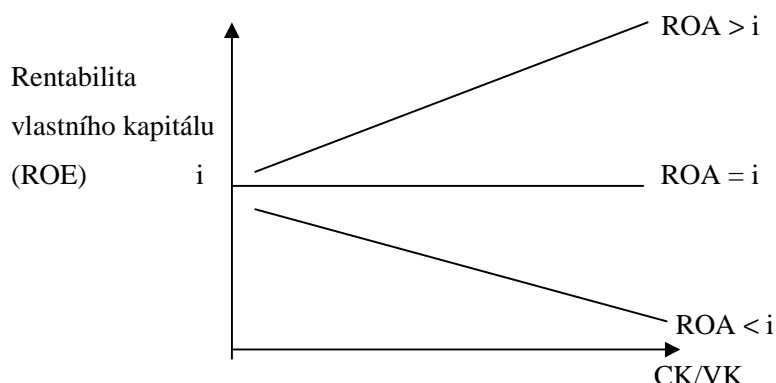
$$\text{ROE} = \left[ \text{ROA} + \frac{\text{CK}}{\text{VK}} (\text{ROA} - i) \right] \times (1 - T) \quad (8.9)$$

Z takto vyjádřeného vztahu vyplývá, že rentabilita vlastního kapitálu je závislá na:

- rentabilitě celkového kapitálu
- zadluženosti (podílu a ceně úročených cizích zdrojů)
- zdanění.

Zadluženost je vyjádřena poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu, navíc je zde zachycen vliv úrokové sazby z cizího kapitálu. Platí - je-li výnosnost celkového kapitálu vyšší než cena úročených cizích zdrojů, **působí finanční páka pozitivně** a použití cizího kapitálu přispívá ke zhodnocení kapitálu vlastního. Finanční páka však nemusí působit jen kladně (obr. 8-6). Bude-li průměrná úroková míra z cizích zdrojů vyšší než rentabilita celkového kapitálu, hovoříme o **negativním působení finanční páky** nebo též o působení „kyje“.

**Finanční páka může  
působit kladně i  
záporně**



Obr.8-6 Závislost vývoje rentability vlastního kapitálu na rentabilitě celkového vloženého kapitálu a úrokové míře dluhu



Můžeme zkonstatovat, že platí následující obecné souvislosti:

- a) jestliže se rentabilita celkového kapitálu (ROA) rovná úrokové míře placené za cizí kapitál ( $i$ ), finanční páka nepůsobí a podnik je indiferentní ke skladbě zdrojů,
- b) jestliže je rentabilita celkového kapitálu (ROA) větší než úroková míra placená za cizí zdroje ( $i$ ), mluvíme o pozitivním působení finanční páky, tj. zvýšené zadlužení zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (ROE),
- c) jestliže je úroková míra z cizích zdrojů ( $i$ ) vyšší než rentabilita celkového kapitálu (ROA), mluvíme o negativním působení finanční páky, tj. zvýšené zadlužení snižuje rentabilitu vlastního kapitálu (ROE).

### 8.2.2 Multiplikátor jmění akcionářů

Rentabilitu vlastního kapitálu ovlivňuje pochopitelně více činitelů, pro vysvětlení lze použít následující vztah:

Zvýšení zadluženosti přináší i úrokovou redukcí zisku

$$ROE = \frac{EBIT}{T} \times \frac{T}{A} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} \times \frac{\check{Z}}{EBT} \quad (8.10)$$

- kde:
- EBIT = zisk před odečtením úroků a zdaněním
  - EBT = zisk před zdaněním
  - ČZ = čistý zisk
  - EBIT / T = provozní ziskovost tržeb
  - T / A = obrat celkových aktiv
  - EBT / EBIT = úroková redukce zisku
  - A / VK = finanční páka
  - ČZ / EBT = daňová redukce zisku

## 8. Náklady kapitálu. Kapitálová struktura a její optimalizace

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva z výše uvedených faktorů, úroková redukce zisku a tzv. finanční páka, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně. Zvýšení podílu cizích zdrojů, tedy zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páka, má podle tohoto vztahu pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Z jiného pohledu má však zvýšení podílu cizích zdrojů vliv na zvýšení úroků, které pak snižují podíl zisku plynoucího investorům a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Společný vliv obou faktorů (úrokové redukce zisku a finanční páky) lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá ziskový účinek finanční páky nebo **multiplikátor jmění akcionářů** (equity multiplier). Udává, kolikrát je kapitál kmenových akcionářů „zvětšen“ použitím dluhu jako zdroje financování. Pokud je větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

$$\frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} > 1 \quad (8.11)$$

Úroková redukce zisku a finanční páka působí protichůdně

### 8.2.3 Kvantifikace optimální kapitálové struktury

Správná volba optimální struktury kapitálu podniku, jako například použití akciového (vlastního) versus dluhového (cizího) financování podniku, či poměr krátkodobého a dlouhodobého kapitálu, patří mezi tzv. klasické problémy moderních podnikových financí. Teoreticky můžeme **optimální kapitálovou strukturu určit jako minimum celkových nákladů na podnikový kapitál** (4, 41). Tyto náklady spojené se získáním příslušného druhu kapitálu jsou závislé na době jeho splatnosti a riziku jeho použití z hlediska uživatele i investora. Optimalizace kapitálové struktury podniku proto spočívá ve vzájemném vyrovnání obou faktorů, výnosnosti a rizika tak, aby bylo dosahováno maximální tržní hodnoty podniku.

Při optimální kapitálové struktuře dosahuje podnik nejnižších nákladů na kapitál

Optimální kapitálovou strukturu není v praxi lehké určit

Analýzy založené na dlouhodobých údajích však prokazují, že (1, 41, 46):

- Náklady dluhu s úrovní zadluženosti stoupají, při nízké zadluženosti poměrně pomalu, při vyšší zadluženosti prudčeji. Je to důsledek rostoucího finančního rizika, které podstupují věřitelé firem a které se projevuje ve zvýšené

Náklady jednotlivých druhů kapitálu stoupají se zvyšující se zadlužeností

požadované výnosnosti vloženého kapitálu. Růst nákladů dluhu a jeho charakter je odlišný v různých podnicích, odvětvích v závislosti na míře podnikatelského rizika.

- b) Náklady vlastního kapitálu také stoupají v závislosti na míře zadluženosti. Při vyšším stupni zadluženosti rostou také rychleji. V důsledku vyšší zadluženosti stoupá riziko akcionářů, projevující se ve zvýšeném požadavku na výnosnost akcií a tím i v rostoucích nákladech kmenového kapitálu. Ty při vyšší zadluženosti rostou dokonce rychleji, než náklady dluhu.

**Kromě nákladů na kapitál je mnoho dalších faktorů ovlivňujících kapit. strukturu**

Průměrné náklady kapitálu jsou výchozím, ale nikoliv jediným činitelem, který rozhoduje o volbě optimální kapitálové struktury. Při praktickém rozhodování o složení kapitálu působí na volbu kapitálové struktury ještě další faktory, zejména: majetková struktura podniku, postoje manažerů k riziku, snaha o udržení kontroly nad činností podniku, velikost a stabilita realizovaného zisku podniku, požadavky věřitelů a odvětvové standardy.

Použitý kapitál pro financování majetku by měl také odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Rychle převoditelná aktiva (zejména některé druhy oběžného majetku) je možné krýt krátkodobými závazky, naopak dlouhodobá aktiva (zejména dlouhodobý majetek a trvale přítomnou část oběžného materiálu) je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním nebo cizím. Při tom se v posledním období stále více prosazuje zásada, že vlastní kapitál by měl krýt jen ta dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro podnik, ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta z cizího kapitálu, leasingem apod., protože jsou lépe prodejná než speciální stroje a zařízení.



**SHRNUTÍ:**

1. Náklady kapitálu představují minimální výnos projektu, který musí dosáhnout, aby byl akceptován.
2. Náklady cizího kapitálu můžeme vyjádřit jako výnos, který požadují věřitelé (investoři).
3. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů (vlastníků). Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku.
4. Maximální tržní hodnoty dosahuje podnik při minimálních průměrných nákladech kapitálu.
5. Kapitálovou strukturu můžeme definovat jako strukturu dlouhodobého kapitálu podniku k určitému okamžiku.
6. V případě, že rentabilita celkového vloženého kapitálu nesoucího náklad je vyšší než úroková sazba z cizího kapitálu, působí zadlužení pozitivně na rentabilitu vlastního kapitálu; mluvíme o kladném působení finanční páky.
7. Multiplikátor jmění akcionářů udává, kolikrát je kapitál kmenových akcionářů „zvětšen“ použitím dluhu jako zdroje financování.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** náklady kapitálu, vážené průměrné náklady kapitálu, náklady cizího kapitálu, náklady na vlastní kapitál, kapitálová struktura podniku, optimální kapitálová struktura, daňový štít, finanční páka, multiplikátor jmění akcionářů.

**OTÁZKY:**



- 1) Vysvětlete, ve kterých oblastech finančního rozhodování jsou využívány náklady kapitálu.
- 2) Definujte náklady kapitálu, náklady vlastního kapitálu, náklady cizího kapitálu.
- 3) Které náklady kapitálu jsou obvykle levnější? Vysvětlete, proč se tak domníváte.

- 4) Identifikujte, jakými možnými způsoby lze vypočítat náklady kapitálu.
  
- 5) Kdy dosahuje podnik maximální tržní hodnoty?
  
- 6) Definujte, co rozumíte pod pojmem kapitálová struktura. Vyjadřuje kapitálová struktura totéž co finanční struktura?
  
- 7) Vysvětlete, zda mají daně vliv na kapitálovou strukturu. Jestliže ano, jaký?
  
- 8) Uveďte, co vyjadřuje pojem optimální kapitálová struktura. Které faktory rozhodují o volbě optimální kapitálové struktury?



**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Správně doplňte následující výroky.**

1. Snížení daní firmy vyvolané růstem daňově odčitatelných nákladů, obvykle úroků a odpisů se nazývá .....
2. Struktura kapitálu, při níž je dosahováno nejnižších celkových nákladů na použitý kapitál se nazývá .....
3. Použití dluhu (cizího kapitálu) ke zvýšení ROE vyjadřuje .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Použití dluhu (cizího kapitálu) ke zvýšení rentability vlastního kapitálu vyjadřuje provozní páka.  P /  N
  
2. Model CAPM lze použít při zjišťování nákladů vlastního kapitálu.  P /  N



3. Vlastní kapitál je pro podnik obvykle dražší než cizí.  P /  N

4. V případě, že rentabilita celkového vloženého kapitálu (nesoucího náklad) je vyšší než úroková sazba z cizího kapitálu, působí zadlužení negativně na rentabilitu vlastního kapitálu a mluvíme o záporném působení finančního kyje.

P /  N

**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

náklady vlastního kapitálu

daňový štít

náklady cizího kapitálu

multiplikátor jmění akcionářů

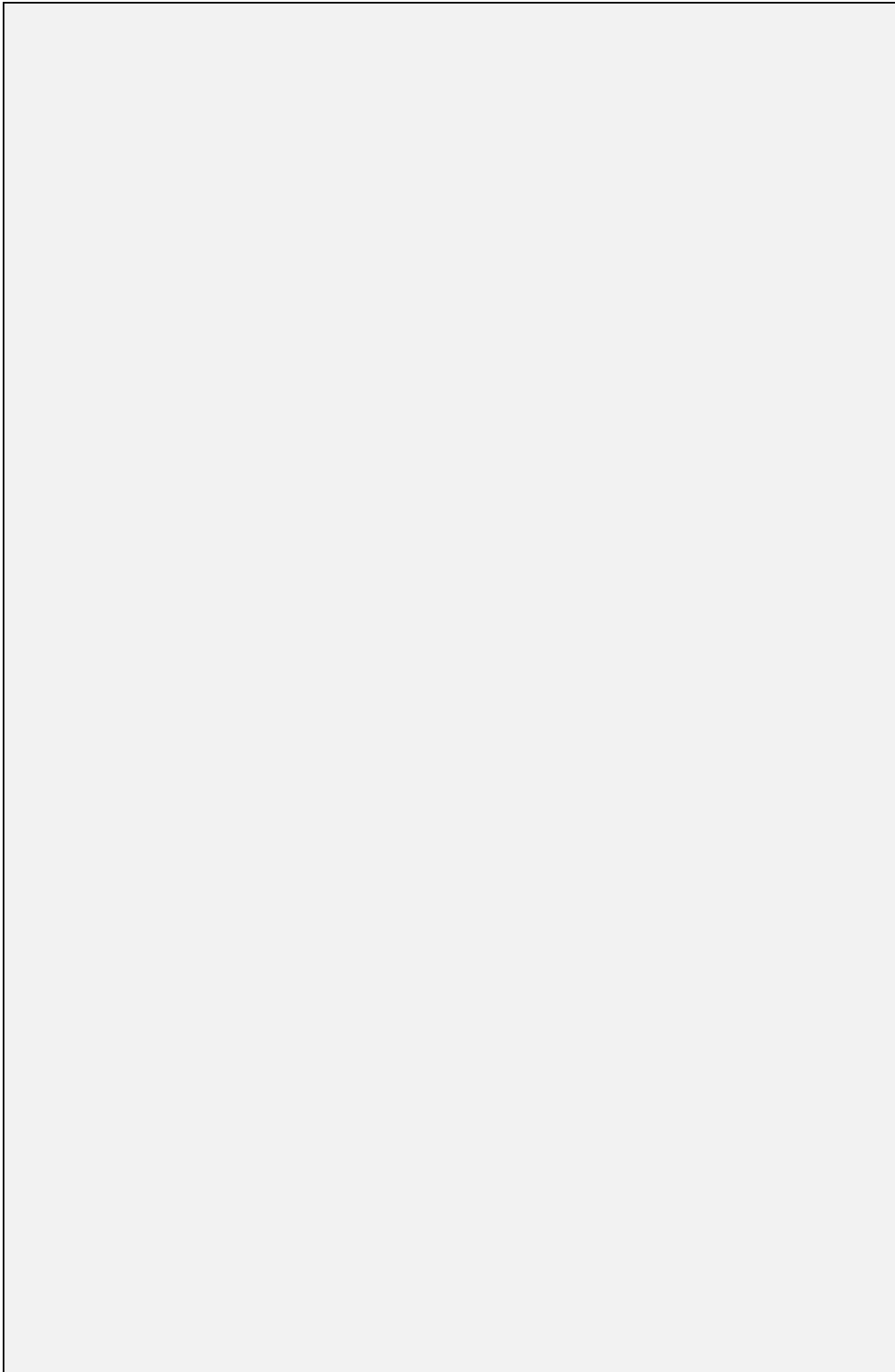
úroková redukce zisku

optimální kapitálová struktura

minimální průměrné náklady na kapitál

stavebnicová metoda

**Poznámky k 8. kapitole**



## 9 Dlouhodobé financování investičního majetku

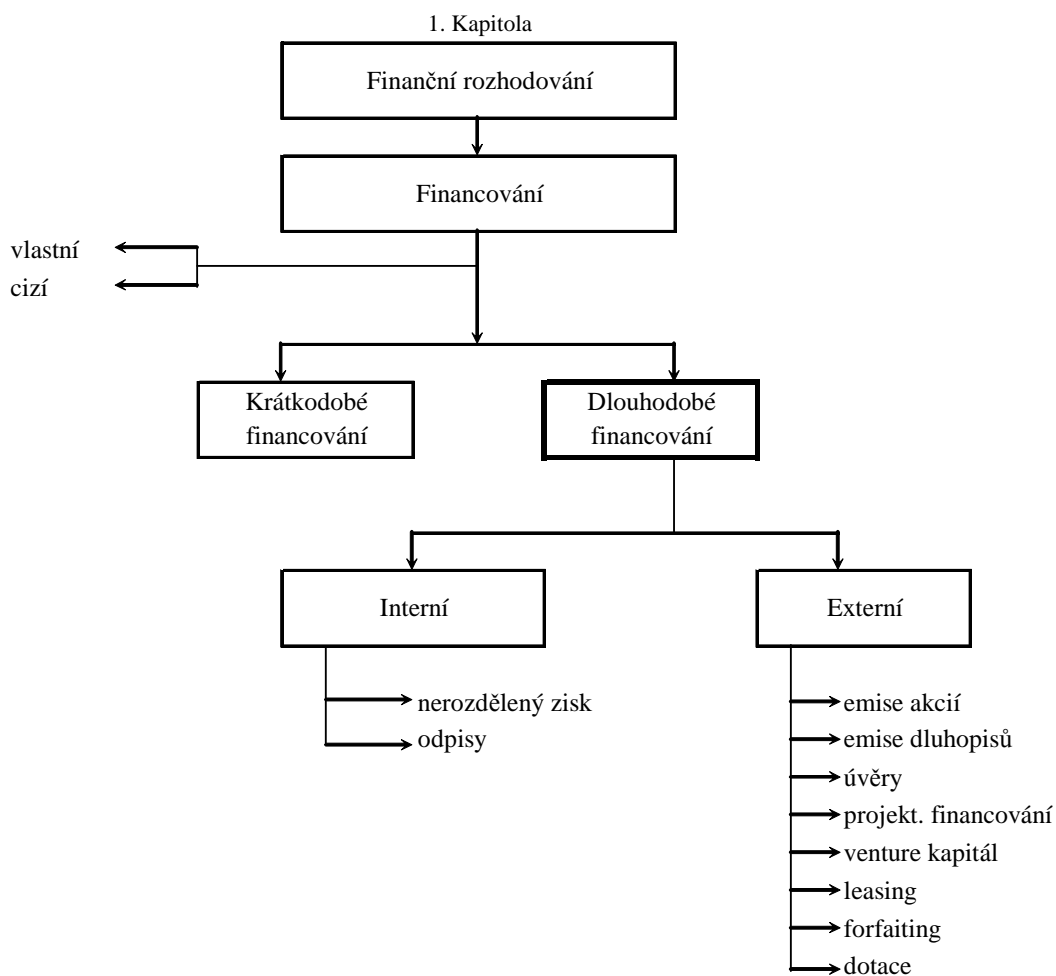
### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ charakterizovat dlouhodobé financování
- ✓ třídit finanční zdroje z různých hledisek
- ✓ promítnout zdroj financování do majetkové a kapitálové oblasti
- ✓ charakterizovat jednotlivé externí finanční zdroje
- ✓ charakterizovat jednotlivé interní finanční zdroje
- ✓ vyjmenovat výhody a nevýhody jednotlivých zdrojů financování
- ✓ stanovit metodická doporučení pro výběr zdrojů financování



### Blokové schéma kapitoly





*Realizace investičních projektů je závislá na dlouhodobém financování, tj. použití dlouhodobých zdrojů financování. Jejich dlouhodobost je dána časovým horizontem doby splatnosti, jejich použití je součástí strategického řízení podniku. Strategická rozhodnutí vyžadují velké částky peněz a přinášejí velké změny v činnosti podniku. Z hlediska finančního řízení je proto nutné při těchto rozhodnutích brát v úvahu faktor rizika a času, se kterými jste se blíže seznámili ve 2. kapitole.*

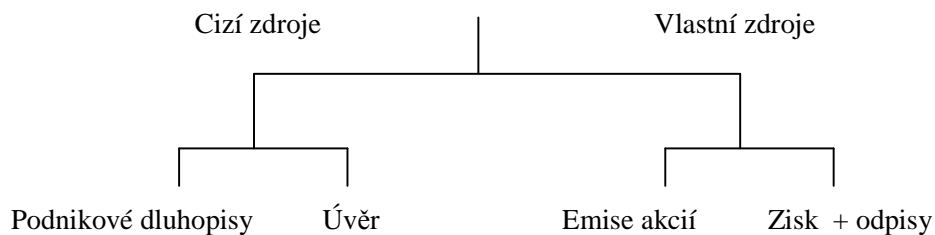
## 9.1 Třídění finančních zdrojů

Finanční zdroje můžeme třídit z různých hledisek:



Z hlediska vlastnictví se zdroje dělí na vlastní a cizí

- a) vlastní a cizí finanční zdroje - rozlišujícím znakem je vlastnictví (obr.9-1). Za vlastní zdroje se považují vklady vlastníků, odpisy a disponibilní zisk po zdanění a úhradě dividend, zdroje z prodeje nepeněžních částí majetku. Cizími finančními zdroji jsou všechny přírůstky dluhů. Za cizí zdroje lze považovat i leasingové financování pomocí pronájmu majetku.



Obr.9-1 Vlastní a cizí zdroje financování

Z hlediska doby splatnosti se zdroje dělí na krátkodobé a dlouhodobé

- b) krátkodobé a dlouhodobé zdroje - rozlišujícím znakem je čas - doba splatnosti. Za krátkodobé zdroje se považují zdroje splatné do 1 roku, za dlouhodobé pak zdroje se splatností delší. Vlastní finanční zdroje jsou z hlediska času považovány za trvalé zdroje s neomezenou splatností.

Pokud podnik vytvoří zdroje, jedná se o interní zdroje, zvenčí získává externí zdroje

- c) interní a externí finanční zdroje - člení se podle toho, zda je podnik získá na základě vnitřní činnosti či jinak

**Problém k zamyšlení 9-1**

**Zamyslete se a zařad'te** z hlediska způsobu získávání, z hlediska vlastnického a časového následující finanční zdroje:

- emise akcií
- odkup pohledávky forfaitingovou společností
- emisní ážio
- fond kulturních a soc. potřeb vytvořený přídělem ze zisku
- závazky vůči zaměstnancům
- nerozdělený zisk minulých let
- eskontní úvěr



## 9.2 Financování z externích zdrojů

### 9.2.1 Financování pomocí emise akcií

*Akcie* je cenný papír, který osvědčuje práva jeho majitele a jeho vlastnický podíl na podnikovém kapitálu. Majitel akcie se podílí na řízení akciové společnosti prostřednictvím svého hlasu na valné hromadě. Dále má právo na dividendu a na majetkový zůstatek při likvidaci společnosti. Má právo na přednostní nákup akcií při jejich další emisi. Majitel akcie nemůže požadovat vrácení podílu, za hospodaření společnosti ručí jen do výše svého vkladu.

**K externím zdrojům patří akciový kapitál**

#### *Druhy akcií*

Nejdůležitějším druhem akcií jsou *kmenové akcie*. Charakteristické jsou tím, že majitel pobírá pohyblivou dividendu a má právo zúčastnit se hlasování na valné hromadě.

Dalším významným druhem akcií jsou *prioritní akcie*. Tyto akcie mají některé vlastnosti, které jsou typické pro dluhopisy - mají pevnou dividendu, není však s nimi spojen závazek vyplatit tuto dividendu například v případě, kdy podnikové zisky nejsou dostatečně vysoké, aby mohly být vyplaceny. Jestliže ale nejsou vypláceny dividendy držitelům prioritních akcií, nemohou být vypláceny ani držitelům kmenových akcií. Majitelé prioritních akcií nemají obvykle hlasovací právo (v případě, že není vyplácena prioritní dividendu, akcionář nabývá hlasovacího práva do doby vyplacení dividendy). Při likvidaci společnosti se po úhradě všech dluhů nejdříve uspokojí nároky prioritních akcionářů a teprve potom nároky

kmenových akcionářů. Obvykle je stanoveno, jaký podíl mohou mít prioritní akcie na akciovém kapitálu.

Akciová společnost může vydat *zaměstnanecké akcie*.

Akcie mohou být vydány *na majitele* nebo *na jméno*.

#### *Zvyšování akciového kapitálu*

Zvyšování akciového kapitálu se může uskutečňovat různými cestami:

➤ *emisí nových akcií*

Při emisi akcií obdrží emitující podnik hotovost za to, že noví akcionáři se stanou spoluvlastníky podniku. Podle právního řádu mnoha zemí, podniky mají za povinnost nové akcie nejprve nabídnout stávajícím vlastníkům nebo k nabídce jiným investorům musí mít společnost souhlas akcionářů. Stávající akcionáři mohou odděleně prodat svá práva na nákup akcií aniž koupí akcie. Emise akcií nese s sebou emisní náklady, emitent provádí emisi nových akcií většinou prostřednictvím finančních institucí.

Z hlediska financování je důležitý rozdíl, který vzniká při rozdílu mezi nominální a tržní cenou akcie při emisi akcií na primárním trhu - *emisní ážio*.

➤ *přeměnou části majetku převyšující základní kapitál na základní kapitál vydáním nových akcií nebo zvýšením nominální hodnoty stávajících akcií*

Při tomto způsobu zvyšování základního kapitálu podniku neplynou prostředky, v podstatě se jedná o účetní záležitost. Pokud akcionáři obdrží více akcií a vlastně celková hodnota podniku zůstává nezměněna, může dojít k poklesu tržní ceny akcie.

#### *Snížení akciového kapitálu*

Snížení akciového kapitálu se může uskutečnit:

- snížením počtu akcií jejich vzetím z oběhu (tzv. svolání akcií)
- snížením nominální ceny akcie výměnou za nové akcie nebo okolkováním
- skládáním akcií (výměnou určeného počtu akcií za jednu)

### 9.2.2 Financování prostřednictvím venture (rizikového) kapitálu

Existuje řada definic venture kapitálu, avšak všechny se pokoušejí vystihnout základní poznávací rys, a to synergický efekt, který spojení s rizikovým kapitálem přináší původci podnikatelského záměru.

Vstup do základního kapitálu je možný i formou venture kapitálu

Pro venture kapitál je charakteristický přímý vstup do základního kapitálu podniku. Obvykle se venture kapitálový investor stává menšinovým podílníkem na kapitálu podniku s právem veta v některých základních rozhodnutích. Když podnik neuspěje, pak ztrácí vložené prostředky. V případě úspěchu může jeho menšinový podíl představovat i několikanásobné zhodnocení investice, přičemž tohoto zhodnocení dosahuje v podobě pozdějšího odprodeje svého podílu v podniku. Od obvyklého podílníka na podniku se venture kapitálový investor odlišuje svou snahou účastnit se pouze na přijímání zásadních rozhodnutí a ponechat běžný chod podniku na tvůrcích podnikatelského záměru.

Venture kapitáloví investoři se mezi sebou odlišují nejen velikostí a odvětvovou orientací, ale především zaměřením na určitou fázi rozvoje podniku.

Prvním typem je *předstartovní financování*. Jde o financování vývoje výrobku, pro který teprve v budoucnu vznikne podnik, který jej bude nabízet.

Druhým typem je *startovní financování*. Finance jsou poskytovány podniku, která má připravený produkt, vedení a organizační zabezpečení prodeje a jasně vymezený trh, na který hodlá proniknout.

Dalším typem je *financování počátečního rozvoje podniků*, existujících obvykle méně než tři roky, které doposud nedosáhly zisku.

Tyto první tři typy jsou velmi rizikové, protože investor nevidí žádné minulé úspěchy podniku a musí se opírat především o svou intuici a vlastní zkušenosti.

*Rozvojové financování* se používá hlavně k navýšení pracovního kapitálu podniku, zavedení dalšího výrobku či služby, získání nového trhu. V Evropě je to nejčastější zaměření venture kapitálu.

Dalším typem venture kapitálu je *financování akvizic*, k tomuto typu řadíme i management buy out a management buy in.

Pokud má podnik problémy s cash flow z důvodu nutnosti placení vysokých úroků v souvislosti s velkým zadlužením, může pomoci *profinancování dluhu*, kdy venture kapitálový investor proplácí část dluhů podniku a získává v nich majetkový podíl.

Speciálním typem venture kapitálové investice je *záchranný kapitál*. Záchranný kapitál bývá spojován s nástupem nového managementu, který zároveň získává vlastnický podíl.

Již déle než dvě desítky let patří venture kapitál k rychle se rozvíjejícím oborům. Venture kapitál poskytují nejčastěji dceřiné firmy bank nebo se venture kapitálové společnosti stávají součástí schémat podpory malého a středního podnikání státních a mezinárodních institucí.

### 9.2.3 Financování pomocí vydání dluhopisů

*Dluhopis* je cenný papír, který vyjadřuje závazek dlužníka (emitenta) vůči majiteli (věřiteli). Jde o dlouhodobý cenný papír, pro který je charakteristická splatnost za určitou dobu, předem stanovený úrok a nemožnost věřitele podílet se na rozhodování podniku.

#### *Druhy dluhopisů*

Nejběžnějším druhem dluhopisů je *přímý dluhopis*, který splácí rovnoměrně po dobu své existence pevně stanovený kupón. Na konci dané doby splatnosti je vyplacena celá jistina (nominální hodnota) dluhopisu. Všechny ostatní druhy dluhopisů představují různé obměny tohoto základního typu. Rozdílne mohou být podmínky splácení jak nominální hodnoty, tak kupónu.

S některými dluhopisy jsou spojena různá práva uplatnitelná v budoucnosti. Kromě dluhopisů s call a put opcí, jsou to *konvertibilní dluhopisy*, které mohou být v budoucnu vyměněny za akcie nebo jiné dluhopisy.

Dluhopisy mohou být rozděleny také podle emitenta na *státní, komunální a podnikové dluhopisy* aj.

Dále mohou být rozděleny podle měny, v které byly vydány (denominovány). Dluhopisy znějící na domácí měnu a vydané domácími, resp.



zahraničními emitenty jsou nazývány domácími, resp. zahraničními dluhopisy. Dluhopisy vydávané emitenty v jiné než domácí měně jsou nazývány *eurodluhopisy*.

Poslední klasifikací dluhopisů je jejich rozdělení podle míry rizika jejich nesplacení, hodnotí se bonita emitenta. Riziko je vyjádřeno obvykle v podobě ratingu, který nabízejí speciální instituce. S ratingem dluhopisu je spojen příplatek (prémie) za riziko nesplacení.

Dlouhodobé dluhy mohou mít také formu *hypotečních zástavních listů*. Hypoteční zástavní listy jsou dluhopisy, jejichž krytí je zabezpečeno zástavním právem na nemovitost.

### 9.2.4 Financování pomocí úvěru

Další cestou získávání externích finančních zdrojů jsou úvěry od finančních institucí, nejčastěji od bank. Podle doby splatnosti dělíme úvěry na dlouhodobé, střednědobé a krátkodobé. Dlouhodobé úvěry se splatností obvykle delší než 5 let slouží k rozšiřování fixního majetku a jsou proto nazývány i investičními úvěry. Krátkodobé úvěry jsou splatné za dobu kratší než 1 rok a mají krytí krátkodobý nesoulad mezi tvorbou a užitím peněžních prostředků podniku, vyvolaný zejména sezónností výroby a prodeje.

**Úvěry jsou  
nejběžnější formou  
cizího kapitálu**

*Režim splácení půjčky* může nabývat různých forem. V zásadě lze rozlišovat tři formální způsoby umořování půjčky:

- a) půjčka se splácí během doby splatnosti stejnými splátkami, splatnými ke konci úrokových období, vedle splátky se hradí příslušný úrok
- b) půjčka včetně naběhlých úroků se splácí stejnými pravidelnými částkami – anuitami:

Velikost pravidelné roční splátky se vypočítá podle následujícího vztahu

$$\text{anuita} = \text{hodnota půjčky} \times \text{umořovatel} \quad (9.1)$$

- c) půjčka se splácí tak, že se během úvěrovacího období platí jen úroky a k splacení půjčky dochází až na konci úvěrovacího období.

Projektové financování se používá u finančně velmi náročných akcí

### 9.2.5 Projektové financování

Jde zpravidla o způsob financování velkých a náročných akcí, které by samy o sobě byly příliš „velkým soustem“ pro jednoho investora. Pro jejich realizaci je zakládána nová, samostatná projektová firma, která si na financování projektů vypůjčuje úvěrové zdroje a vzniklé závazky přebírá do své bilance. Takto vzniklá projektová firma spolupracuje se všemi subjekty zainteresovanými na projektu. Oproti klasickým investičním akcím je těchto subjektů mnohem více a dělí se o rizika spojená s projekty. I když se pro jištění úvěrů používají vybudované objekty, zásadní význam se přikládá budoucímu cash flow, který musí být dostatečně velký, aby unesl řadu případných zhoršujících vlivů. Požadavkem, který nemůže být u projektového financování nesplněn je účast vlastního kapitálu (alespoň 20 %-ní podíl). Zbývajících 80% se obvykle kryje ze zdrojů bank nebo dalších zdrojů. Projektové firmy v roli dlužníků získávají úvěry nejčastěji od komerčních bank nebo multilaterálních finančních institucí zpravidla formou syndikovaných úvěrů se splatností ve střednědobém nebo častěji dlouhodobém horizontu.

### 9.2.6 Financování leasingem

Leasing je v naší ekonomice oblíbenou formou financování

Podniky většinou pořizují svůj fixní majetek nákupem od dodavatelů. Jinou alternativou pořízení fixního majetku je jeho pronájem (leasing) od speciálních organizací za určitou úhradu.

*Leasing* je anglické slovo odvozené od slovesa „to lease“ – pronajímat. Obecně přijatá a jednoznačná definice tohoto pojmu prakticky neexistuje. Výkladový slovník leasingu uvádí následující definici pro finanční leasing: “Leasing je obchodní operací leasingového pronajímatele a leasingového nájemce, zajišťující pořízení majetkové hodnoty pronajímatelem podle potřeb a požadavků nájemce, její účelové užívání nájemcem po období blížící se její době životnosti za úplatu s možností jejího přechodu do vlastnictví nájemce po ukončení doby trvání leasingové smlouvy.”

Leasing lze obecně charakterizovat jako dvoustranný vztah, ve kterém se vlastník předmětu – pronajímatel smluvně zaváže podstoupit za úplatu právo užívání nájemci. Nájemci je tak umožněno využívat potřebný hmotný či nehmotný majetek, aniž by musel disponovat vlastními finančními prostředky nebo úvěrovými zdroji

potřebnými k jeho zakoupení. Leasing slouží nejen jako alternativní způsob pořizování investic, ale i jako prostředek aktivního ovlivňování finančních toků ekonomických subjektů a optimalizace jejich daňového zatížení.

Leasingové operace lze členit podle několika kritérií, podle majetkoprávních vztahů na začátku a na konci leasingové smlouvy jej lze členit na:

- a) finanční leasing,
- b) operativní leasing,
- c) prodej a zpětný pronájem.

*Operativní leasing* má krátkodobý charakter, zahrnuje v sobě jak finanční službu pronajímateli, tak i udržovací službu. Smlouvu je zde možné i anulovat před uplynutím původní doby. Platby za nájemné nemusí plně pokrýt cenu zařízení. Nájemní smlouva je obvykle dohodnuta na kratší období, než je očekávaná životnost zařízení.

*Finanční leasing* je dlouhodobý, neposkytují se při něm servisní služby, není vypověditelný a platby za nájemné musí plně uhradit cenu pronajatého zařízení. Finanční leasing se podobá peněžní půjčce, pro nájemce znamená okamžitý peněžní příjem, protože nemusí zaplatit za požadovaný majetek. Zároveň se nájemce zavazuje splácet pravidelné platby během trvání kontraktu. Jak v případě leasingu, tak v případě půjčky peněz, se nájemci rozšiřují peněžní prostředky v současnosti a splácí je později.

Většina finančních leasingů předpokládá, že nájemce udržuje majetek, pojišťuje ho a platí majetkové daně (tzv. čistý leasing). Někdy tyto povinnosti na sebe přebírá pronajímatel.

Obvykle se také u finančního leasingu uplatňuje tzv. přímý leasing - to znamená, že smlouvy jsou uzavírány na určený, nový majetek (nájemce určí zařízení, které požaduje, pronajímatel toto zařízení koupí od výrobce a na základě smlouvy jej pronajme). Někdy se uplatňuje prodej a zpětný pronájem (nepřímý leasing).

*Prodej a zpětný pronájem* spočívá v tom, že podnik prodá svůj existující majetek leasingové společnosti a zpětně si majetek od ní pronajme. Touto operací získá podnik peněžní prostředky, ale ztratí vlastnické právo k prodanému majetku. Na základě smlouvy o pronájmu může však majetek využívat pro své účely za příslušné nájemné. Jde vlastně o specifickou formu finančního leasingu, která se uplatňuje v situaci, kdy podnik potřebuje zvýšit svou likviditu při platebních potížích.

Leasingová platba je kalkulována tak, aby stačila na úhradu odpisů pronajatého majetku (pokud není dohodnuto, že je provádí nájemce), služeb, které dle smlouvy zajišťuje pronajímatel (např. údržba, opravy) a požadovanou míru výkonnosti leasingové organizace ze zisku po zdanění včetně rizikové premie.

Při posuzování výše leasingové platby je třeba respektovat časový faktor a míru zdanění zisku. Daňové zatížení ovlivňuje výši daňové úspory, získané při leasingovém způsobu financování, protože leasingové splátky snižují zisk pro účely zdanění. Abychom si mohli leasingovou splátku uznat jako náklad na dosažení, zajištění a udržení příjmů a tím snížit základ daně, musí být splněny podmínky uvedené v zákoně o daních z příjmu.

### 9.2.7 Faktoring, forfaiting

**Forfaiting a factoring může být účinným nástrojem řízení CF**

Kromě uvedených forem financování z externích zdrojů se v podnikové sféře používají i další formy financování – faktoring a forfaiting. Faktoring (viz kapitola 6) představuje odkoupení krátkodobých pohledávek faktorem. Při forfaitingu jde o odkoupení střednědobých a dlouhodobých pohledávek, spojených převážně s prodejem strojů, zařízení a investičních celků, dodávaných na dlouhodobější dodavatelský úvěr.

Faktoring a forfaiting jsou služby postavené na globální cesi, tedy postoupení pohledávek faktoringové nebo forfaitingové společnosti.

### 9.2.8 Dotace

**Formou dotací může stát podporovat rozvoj podnikání**

Dotace (nenávratné zdroje financování) jsou ekonomickým nástrojem, jehož prostřednictvím stát nebo jiný územní celek podporuje prosazování svých záměrů (47). Formy a způsoby poskytování dotací mohou být různé, v zásadě je možné

členit na přímé a nepřímé. Přímé dotace znamenají přísun peněžních prostředků do podniku, tedy zvýšení příjmů podniku. Může jít o intervenční ceny, exportní dotace, investiční dotace aj. Nepřímé dotace znamenají snížení podnikových výdajů. K nim patří především daňové úlevy, půjčky bezúročné nebo půjčky se sníženou úrokovou sazbou, státní záruky úvěrů, bezplatné poradenství, poskytování výhodných státních objednávek.

### 9.3 Financování z interních zdrojů

Jako interní zdroje financování vystupují odpisy, zisk po úhradě daní a podílů na zisku, rezervní fondy a zdroje z prodeje nepeněžních částí majetku.

**Interní zdroje jsou významným zdrojem financování**

*Nerozdělený zisk* je ta část zisku po zdanění, která není použita na výplatu dividend či na tvorbu fondů ze zisku. Nerozdělený zisk vystupuje v bilanci jako součást vlastního kapitálu.

Na výši nerozděleného zisku má rozhodující vliv zejména:

1. výše zisku běžného období
2. daň ze zisku
3. tvorba rezervních fondů ze zisku
4. výše podílů na zisku vyplacených vlastníkům.

Zdaňování a rozdělování zisku jsou legislativně upraveny (podrobněji viz kap. 10).

*Odpisy*, na rozdíl od zisku, jsou relativně stabilní zdroj financování. Je tomu tak proto, že nejsou ovlivněny tak velkým množstvím proměnlivých faktorů jako zisk a podnik je má k dispozici i v těch případech, kdy nevytvořil žádný zisk a tržby pokrývají pouze úroveň nákladů.

Celková výše odpisů závisí na těchto faktorech:

1. výši a struktuře dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku
2. ceně majetku
3. době odepisování majetku
4. metodě odepisování.

Odpisy existují účetní a daňové. O výši a způsobu odepisování u účetních odpisů rozhoduje podnik samostatně na základě svých odepisových plánů. Daňové

odpisy nejsou předmětem účtování, mimoúčetně se o ně upravuje vykazovaný zisk. Zreálnění odpisů a zisku pomocí zdůvodněných odchylek účetních odpisů od daňových může přispět k tomu, že podnik bude snižovat použití zdrojů pro nevýrobní účely (použití na dividendy, na podíly na zisku apod.) a naopak zvyšovat zdroje pro modernizaci fixního majetku a nutné strukturální změny.

Výši nerozděleného zisku ovlivňuje i tvorba *rezervních fondů* podniku. Představují část zisku podniku, kterou si podnik ponechává jako ochranu proti různým rizikům. Pokud je podnik nemusí použít na financování předem určených potřeb, mohou být dočasně využity jako interní zdroj financování rozvoje.

Vedle rezervních fondů existují ještě *rezervy*. Od rezervních fondů se odlišují způsobem tvorby (jsou zahrnovány do nákladů podniku) a užší účelovosti možného použití.

#### **9.4 Přednosti a nedostatky jednotlivých zdrojů financování**

Z hlediska financování podniku mají *kmenové akcie přednost* v tom, že nemají pevné datum splatnosti (na rozdíl od dluhů), že nevyžadují stálé platby majitelům ve formě úroku a jsou obvykle snáze prodejné než prioritní akcie a obligace, protože dividendy z nich jsou zpravidla vyšší, než dividendy z prioritních akcií a úrok z obligací. Financování pomocí kmenových akcií je pro podnik tedy méně riskantní, než financování pomocí prioritních akcií nebo dluhopisů. Zvyšují také důvěru věřitelů - úvěrovou schopnost podniků. Financování pomocí kmenových akcií může být výhodné pro ty podniky, v jejichž kapitálové struktuře je vyšší než optimální úroveň dluhů – v tomto případě se potom snižují průměrné náklady kapitálu. Kmenové akcie jsou obvykle snáze prodejnější než prioritní akcie a dluhopisy. *Nevýhodou kmenových akcií* je to, že rozšiřují hlasovací právo a tím i kontrolu o další akcionáře, jejich emitování je spojeno s vyššími náklady než u prioritních akcií a dluhopisů. Akcie jsou z hlediska investora riskantnější než dluhopisy nebo prioritní akcie, investoři proto žádají vyšší výnosnost kmenových akcií, což zvyšuje náklady na získání kmenového kapitálu ve srovnání s prioritním kapitálem či dluhy. Kromě toho dividendy nejsou nákladem snižujícím daň ze zisku, jako tomu je u úroků z úvěru či obligací.

*Předností prioritních akcií* z hlediska financování podniku je zejména skutečnost, že umožňují zvýšení kapitálu, aniž by se omezoval vliv majitelů kmenových akcií na rozhodování, kladou nižší nároky na výši dividend než akcie kmenové, ve srovnání s dluhopisy nejsou splatné. Neuskutečněné výplaty dividend z prioritních akcií má méně vážné důsledky (možnost kumulace dividend) než neuskutečnění splátek úroků z dlouhodobých dluhů. *Nevýhody prioritních akcií* jsou spatřovány především v tom, že dividendy z prioritních akcií nejsou nákladem snižujícím výši daně ze zisku ve srovnání s úroky z dluhů, a prioritní kapitál je proto dražší než dluh. Další nevýhoda spočívá v tom, že i při poklesu zisku musí emitent uhradit dohodnutou, relativně stabilní dividendu.

*Předností venture kapitálové investice* není jenom jednorázové poskytnutí financí, ale mnohaletý proces soužití podnikatelského subjektu s venture kapitálovým investorem, který všestranně napomáhá rozvoji firmy a pravidelně monitoruje její aktuální situaci. Právě odborné znalosti, které s sebou investor přináší, mají mnohdy pro rozvoj podniku větší význam než samotné investiční prostředky. Spojení každodenního pracovního nasazení tvůrců podnikatelského záměru se spoluúčastí venture kapitálového investora na strategických rozhodnutích podniku může vést k nadstandardně vysokému zhodnocení prostředků. Venture kapitál často vstupuje do neveřejně obchodovatelných podniků, a tak umožní získat kapitál i podnikům, které o emisi cenných papírů na veřejných trzích nemohou uvažovat. Velkou výhodou tohoto typu kapitálu je, že nezatěžuje podnik dluhem a nutností platit fixní platby. *Nevýhodou venture kapitálové investice* může být omezení rozhodovacích pravomocí stávajících vlastníků i odprodej podílu po určitém období. Podniky, které se mohou úspěšně ucházet o financování rizikovým kapitálem, by měly splňovat minimálně následující předpoklady:

- ✓ Investiční záměr musí mít vysoký ziskový potenciál.
- ✓ Kvalitní marketingová strategie. Jasně definované dlouhodobě udržitelné konkurenční výhody, např. patenty, jedinečný výrobek, způsob distribuce, smluvně zajištěný přístup na určitý segment trhu.
- ✓ Podnikatel má zavedený řádný a průhledný řídicí a účetní informační systém.
- ✓ Podnik je ve formě s.r.o. nebo a.s. nebo bude do těchto forem převeden.

Z hlediska financování podniku mají *dluhopisy výhody* především v tom, že úrok (cena získaného kapitálu) je obvykle pevně stanoven, majitel dluhopisu se potom nepodílí na zvýšeném zisku (nemusí ovšem platit vždy), placený úrok z dluhopisů je obvykle nižší než z kmenových i prioritních akcií. Akcionáři neztrácejí svou kontrolu nad činností podniku při vyšším využívání dluhopisů. Úrok z dluhopisů je na rozdíl od dividendy nákladem snižujícím daň ze zisku. Další výhodou může být pružnost v tvorbě finanční struktury při ev. předčasném splacení dluhopisu podnikem. U dluhopisů dochází k umístění obvykle u velkého počtu věřitelů, což umožňuje soustředění velkého a dlouhodobého kapitálu (na rozdíl od úvěrů jednotlivých věřitelů, kteří mají omezenější možnosti). Hlavní *nevýhoda dluhopisů* pro financování emitujícího podniku je spatřována především v nutnosti pevné platby, zejména v případech, kdy zisk klesá (majitel dluhopisu se nepodílí na snížení zisku). Věřitelé si mohou klást různé omezující podmínky (např. na výplatu dividend, na výši mezd vyplácených zaměstnancům). Dále je to vysoké riziko změn podmínek, za kterých byly dluhopisy emitovány s ohledem na dlouhou dobu jejich splacení. Vydáním dluhopisů dochází k růstu finančního rizika, vyplývajícího ze zvýšení podílu dluhu na celkovém kapitálu, což od určité míry zadluženosti znamená podstatné zvýšení nákladů na pořízení kapitálu. Emise dluhopisů na rozdíl od interních zdrojů a bankovních úvěrů vyžaduje emisní náklady.

Získávat dlouhodobý kapitál formou upisování dluhopisů mohou úspěšně jen větší známé podniky, s perspektivou alespoň stability či růstu zisku, podniky, které nepřekračují obvyklou míru zadluženosti ve svém oboru. Malé, nově vznikající podniky se musí orientovat spíše na jiné formy dluhů.

*Výhodou úvěrového financování* (bankovní nebo dodavatelský úvěr) je, že touto cestou mohou získat zdroje i ty podniky, které si nemohou dovolit upisovat dluhopisy, protože by je obtížně umísťovaly na trhu. V úvěrových smlouvách je možné přihlížet k individuálním podmínkám podniku, ovlivňujících tvorbu finančních zdrojů a přizpůsobit tomu splatnost úvěru. Podnik ušetří náklady spojené s emisí dluhopisů a nemusí zveřejňovat své záměry a situaci v hospodaření (pouze věřiteli), nemusí získávat povolení státních orgánů. *Nevýhodou úvěrového financování* je, že úroky z dlouhodobých půjček obvykle převyšují úroky



z dluhopisů s ohledem na vyšší riziko individuálního věřitele. Úvěry, poskytované na základě úvěrové smlouvy, nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu.

Mezi nejvýznamnější *výhody leasingu* pro nájemce patří to, že podobně jako úvěr umožňuje užívat majetek, aniž by podnik musel mít kapitál na jednorázové vynaložení peněžních prostředků na investici, jako je tomu u interního financování. Úhrady se provádí formou splátek, které postupně zatěžují náklady v plné výši (leasingové platby jako součást nákladů snižují zisk podniku pro účely zdanění). Snižuje se riziko spojené s investováním (prodloužení výstavby, nesplnění očekávaných parametrů investic ap.), které se přenáší na pronajímatele, omezuje se možnost morálního zastarávání fixního majetku podniku.

Leasingové financování je, ve vztahu k interním zdrojům, velice flexibilní. Výše a rozložení splátek může být odvozováno od náběhové křivky výnosů z výroby, může respektovat sezónnost výroby. Leasingové financování je považováno za pružnější i ve vztahu k úvěrům a dluhopisům. Většina leasingových smluv má méně restriktivních ochranných ujednání než dohody o termínovaných půjčkách. Leasing je dostupnější i menším podnikům, které mají obtížnější přístup k úvěrům.

Leasing nezvyšuje míru zadluženosti podniku (jedná se však o formální výhodu vyplývající z toho, že leasing není zachycován jako dluh v bilancích, zkušenosti analytici a věřitelé žádají od nájemce vždy i údaje o výši leasingových povinností). Leasing snižuje výši fixního majetku, protože není formálně vykazován jako součást aktiv, a tím zvyšuje např. obrát aktiv nebo vykazovanou míru zisku nájemce.

Pokud nájemce platí stejnou lineární splátku, nese inflační riziko leasingová společnost (tato její může refinancováním přenášet na banky a jiné věřitele).

*Nevýhodou leasingového financování* je především to, že náklady s ním spojené jsou pro podnik s dobrou finanční pozicí obvykle vyšší, než náklady spojené s pořízením na úvěr či vlastních zdrojů. Záleží to ovšem na řadě faktorů, které se případ od případu mění (daňové podmínky, poptávka po investicích ap.). Jinou nevýhodou finančního leasingu je, že po jeho ukončení přechází do vlastnictví nájemce téměř odepsaný majetek. Pokud podnik nepředpokládá jeho obnovu, ztratí daňovou výhodu vyšších odpisů, kterou získal v průběhu leasingu (majetek se využívá, ale neodepisuje, takže základ daně stoupá). K dalším nevýhodám

finančního leasingu patří i tyto skutečnosti – přenášení některých vlastnických rizik na nájemce, omezení užívacích práv nájemce leasingovou smlouvou, nemožnost vypovězení smlouvy nájemcem (event. se značným penále) v případě rychlého zastarání majetku, či jeho nízkého přínosu pro nájemce, nebezpečí bankrotu leasingové společnosti, který by znamenal vrácení majetku pronajímateli.

Finanční leasing má mnoho shodných znaků s dlouhodobým úvěrem (dlouhodobé splátky, daňové efekty ap.). Při rozhodování o výběru vhodného způsobu financování (zda koupí prostřednictvím úvěru či formou leasingu) mají tedy rozhodující úlohu tyto faktory (46):

- Daňové aspekty – odpisový úrokový a leasingový daňový štít, různá daňová zvýhodnění investic při pořízení
- Úrokové sazby z dlouhodobého úvěru a systém úvěrových splátek
- Sazby odpisů a zvolená metoda odepisování majetku v průběhu životnosti
- Leasingové splátky, jejich výše a průběh v rámci doby leasingu
- Faktor času, vyjádřený pomocí diskontování peněžních toků spojených s úvěrem či leasingem.

**PŘÍKLAD 9-1 : Výběr zdroje financování mezi BÚ a leasingem****Zadání:**

Podnik kupuje stroj s pořizovací cenou 8,7 mil. Kč, s dobou životnosti 5 let. Financovat nákup může bankovním úvěrem nebo na leasing. Stroj patří do 2. odpisové skupiny, majetek se odepisuje rovnoměrně po dobu 5 let. Roční odpisová sazba činí 11 % pro 1. rok, 22,25 % pro další roky. Podmínky úvěru: doba splatnosti 5 let, roční splátky, anuitní splácení. Úroková sazba 10 % p.a. Podmínky leasingu: koeficient leasingu 1,2; akontace 25 % z pořizovací ceny, doba nájmu 3 roky, roční splátky. Určete, která forma financování bude levnější.

**Řešení:****ÚVĚR**

- Vypočítáme výši splátky - použijeme umořovatel - vztah z tabulky 2-1, výše splátky (anuity) = 2 295 038 Kč
- Vytvoříme splátkový plán úvěru
- Vypočítáme aktualizované náklady na úvěr - pro výpočet současné hodnoty peněžního toku je potřeba upravit úrokovou sazbu o vliv daně -  $(10 \times (1-0,24) = 7,6 \%$  - reálný úrok)

Rok	PS úvěru	Anuita	Úrok	Úmor	KS úvěru
1	8 700 000	2 295 038	870 000	1 425 038	7 274 962
2	7 274 962	2 295 038	727 496	1 567 542	5 707 420
3	5 707 420	2 295 038	570 742	1 724 296	3 983 124
4	3 983 124	2 295 038	398 312	1 896 726	2 086 399
5	2 086 399	2 295 038	208 639	2 086 399	0

Úrok (Ú)	Odpisy (O)	Daň. úspora (Ú+O) *0,24	Peněžní tok (PT)	Odúročitel $(1/(1+0,076)^n)$	SH <sub>PT</sub>
870 000	957 000	438 480	1 856 558	0,92936803	1 725 426
727 496	1 935 750	639 179	1 655 859	0,863724935	1 430 207
570 742	1 935 750	601 558	1 693 480	0,802718341	1 359 387
398 312	1 935 750	560 175	1 734 863	0,746020763	1 294 244
208 639	1 935 750	514 653	1 780 385	0,693327846	1 234 390
					<b>7 043 654</b>

Výpočet daňových odpisů (1.odpisová skupina):

1. rok =  $8\,700\,000 \times 0,11 = 957\,000$  Kč

2.- 4. rok  $8\,700\,000 \times 0,2225 = 1\,935\,750$  Kč

**LEASING**

- Akontace:  $8,7 \times 0,25 = 2\,175\,000$  Kč
- Celkem zaplatíme:  $8,7 \times 1,2 = 10\,440\,000$  Kč
- Výše roční splátky:  $(10\,440\,000 - 2\,175\,000) / 3 = 2\,755\,000$  Kč
- Danově uznatelný náklad:  $10\,440\,000 / 3 = 3\,480\,000$  Kč
- Roční daňová úspora:  $3\,480\,000 \text{ Kč} \times 0,24 = 835\,200$  Kč
- Stejně jako v případě úvěru, musíme aktualizovat i náklady na leasing, sazba musí být stejná pro obě varianty financ.  $((10 \times (1-0,24) = 7,6 \%$  - reálný úrok)

## Podnikové finance

	Splátka	Náklady	Daň. úspora	Peněžní tok	SH <sub>CF</sub>
Akontace	2 175 000			2 175 000	2 175 000
1. rok	2 755 000	3 480 000	835 200	1 919 800	1 748 201
2. rok	2 755 000	3 480 000	835 200	1 919 800	1 658 179
3. rok	2 755 000	3 480 000	835 200	1 919 800	1 541 059
	10 440 000	10 440 000	2 505 600		<b>7 158 439</b>

Pro podnik je výhodnější financování pomocí úvěru, jelikož má nižší diskontované výdaje. Použijeme-li financování úvěrem, ušetříme oproti leasingu **114 785 Kč**.

*Výhoda interního financování* spočívá v tom, že firma nemusí zveřejňovat své záměry, nemá žádné emisní náklady, je nejpohodlnější. Nepřináší žádné náklady finanční tísně. Při samofinancování se nezvyšuje počet akcionářů, či věřitelů a jejich kontrolní úloha. Výhodou samofinancování je i to, že z těchto zdrojů lze finančně krýt i investice s vysokým stupněm rizika, na které se obtížně získávají externí zdroje. *Nevýhodou interního financování* je nevyužití finanční páky, kterou nabízí dluhové financování. Diskutabilní je někdy uváděná nevýhoda menší efektivity podnikání z vlastních zdrojů v důsledku chybějící kontroly dalšího subjektu.

**SHRNUTÍ:**

- 1) Financování investic by mělo vycházet ze zásady, že dlouhodobý majetek je třeba krýt dlouhodobými zdroji (zlaté bilanční pravidlo).
- 2) Finanční zdroje můžeme třídit z různých hledisek, např. na vlastní a cizí zdroje, na krátkodobé a dlouhodobé zdroje, na interní a externí zdroje.
- 3) Hlavním zdrojem dlouhodobého financování investic akciové společnosti jsou z externích zdrojů akcie, obligace, úvěry, leasing, ... a z interních zdrojů pak odpisy a nerozdělený zisk.
- 4) Kmenové akcie jsou charakteristické tím, že majitel pobírá pohyblivou dividendu a má právo zúčastnit se hlasování na valné hromadě, má právo na likvidační zůstatek a přednostní právo na nákup akcií. Nemá právo na vrácení podílu.
- 5) Prioritní akcie jsou charakteristické pevnou dividendou a tím, že obvykle nejsou spojeny s hlasovacím právem.
- 6) Dluhopis je cenný papír, který vyjadřuje závazek dlužníka (emitenta) vůči majiteli (věřiteli). Jde o dlouhodobý cenný papír, pro který je charakteristická splatnost za určitou dobu, předem stanovený úrok a nemožnost věřitele podílet se na rozhodování podniku.
- 7) Leasing lze obecně charakterizovat jako dvoustranný vztah, ve kterém se vlastník předmětu – pronajímatel smluvně zaváže podstoupit za úplatu právo užívání nájemci. Rozeznáváme finanční leasing, operativní leasing a prodej a zpětný pronájem.
- 8) Při rozhodování mezi leasingem a úvěrem je třeba brát v úvahu daňové zatížení, úrokové sazby, odpisové sazby, leasingové splátky a diskontní faktor.
- 9) Nerozdělený zisk je ta část zisku po zdanění, která není použita na výplatu dividend či na tvorbu fondů ze zisku. Nerozdělený zisk vystupuje v bilanci jako součást vlastního kapitálu.
- 10) Odpisy jsou peněžním vyjádřením postupného opotřebení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku podniku. Z kvantitativního hlediska jsou nejvýznamnějším a relativně nejstabilnějším interním finančním zdrojem.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** dlouhodobé financování, zdroje financování, vlastní zdroje financování, cizí zdroje financování, interní zdroje, externí zdroje, krátkodobé zdroje, dlouhodobé zdroje, akcie, kmenové akcie, prioritní akcie, zaměstnanecké akcie, emisní ážio, venture kapitál, dluhopisy, úvěry, projektové financování, leasing, finanční leasing, operativní leasing, prodej a zpětný pronájem, faktoring, forfaiting, dotace, nerozdělený zisk, odpisy, rezervní fondy.



### SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:

Správně doplňte následující výroky:

1. Daňovou úsporu u leasingu představuje .....
2. Akcie, se kterou je spojeno hlasovací právo se nazývá .....
3. K interním zdrojům financování patří .....
4. Odpisy jsou ..... a .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Akcie jsou z hlediska investora riskantnější než dluhopisy.  P /  N
2. Operativní leasing je dlouhodobý, neposkytují se při něm servisní služby, není vypověditelný a platby za nájemné musí plně uhradit cenu pronajatého zařízení.  P /  N
3. Prioritní dividenda je obvykle vyšší než dividenda vyplácená z kmenové akcie.  P /  N
4. Forfaiting představuje odkoupení středně a dlouhodobých pohledávek.  P /  N
5. Majitel kmenové akcie má právo na vrácení podílu.  P /  N

## 10 Podnikový zisk a dividendová politika

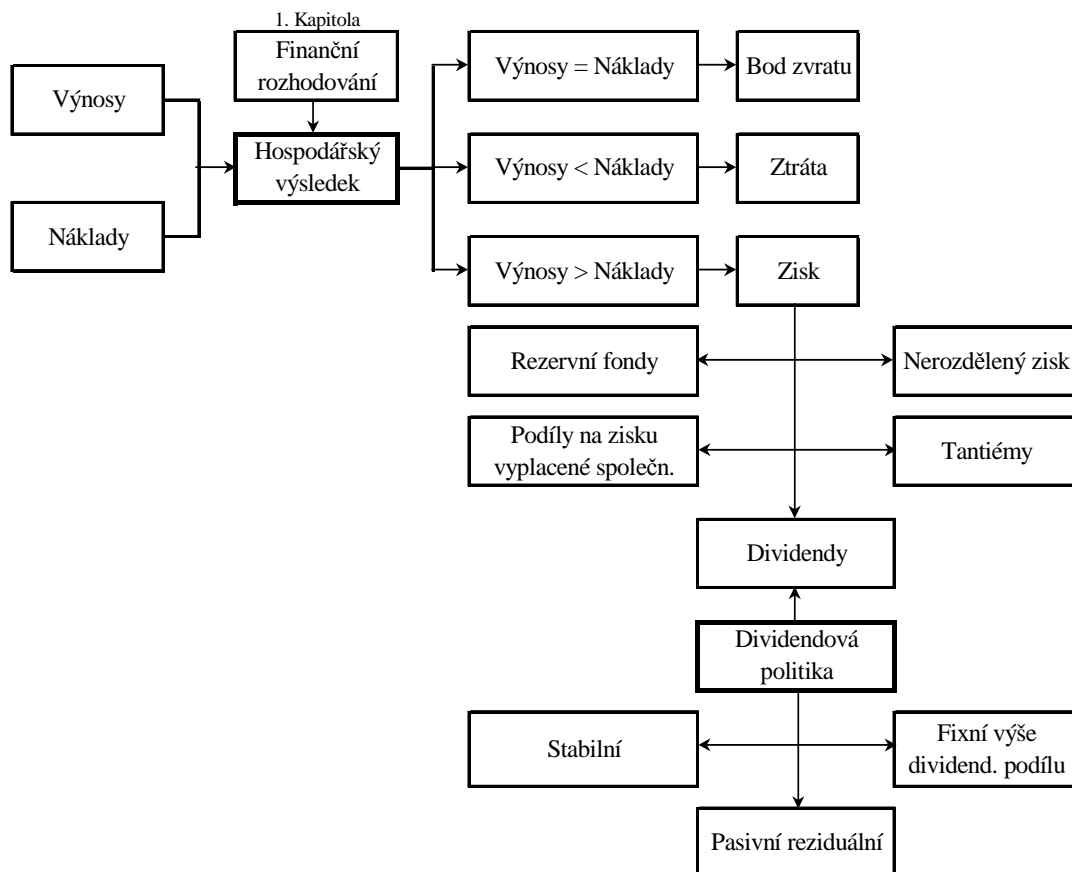
### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ charakterizovat výsledek hospodaření a jeho druhy
- ✓ vysvětlit, jak zisk podniku ovlivňuje jeho tržní hodnotu
- ✓ vysvětlit, co působí na výši zisku
- ✓ definovat bod zvratu
- ✓ rozlišovat mezi pojmy "slabá" a "silná" provozní páka
- ✓ popsat proces rozdělování zisku
- ✓ vysvětlit podstatu dividendové politiky
- ✓ charakterizovat základní dividendové teorie
- ✓ popsat základní druhy dividendové politiky
- ✓ určit faktory ovlivňující stanovení dividendové politiky



### Blokové schéma kapitoly





*Dosažený výsledek hospodaření (zisk nebo ztráta) je jedním z nejdůležitějších měřítek úspěšnosti podnikání a výrazným způsobem ovlivňuje tržní hodnotu podniku, která je v dnešní době chápána jako základní cíl podnikání. Studujte pozorně, které faktory ovlivňují výsledek hospodaření podniku, jak zjistit minimální výši výroby, při které se podnik dostává do oblasti zisku a jak využít příspěvku na úhradu pro efektivní finanční řízení.*



## 10.1 Tvorba výsledku hospodaření

Výsledek hospodaření podniku je rozdíl mezi celkovými výnosy a celkovými náklady podniku. Výsledek hospodaření běžného roku vyjadřuje v syntetické podobě účelnost a hospodárnost celkové činnosti podniku; v porovnání s vloženým kapitálem lze z něj usuzovat na efektivnost podnikové činnosti.

Dosažený zisk vzhledem k vloženému kapitálu ukazuje na efektivnost podnik. činností



Zisk podniku výrazně ovlivňuje tržní hodnotu podniku. Tržní hodnotu podniku lze vyjádřit jako součin tržní ceny akcie, která závisí na očekávaném dividendovém výnosu a počtem akcií (44):

$$\text{Tržní hodnota podniku} = \frac{D}{i - g} \times Q \quad (10.1)$$

kde: D = dividendový výnos na akcii  
 i = požadovaná výnosnost akcie investorem  
 g = průměrný roční přírůstek dividendové výnosnosti  
 Q = počet akcií



Dividendový výnos na akcii lze vyjádřit:

$$D = \frac{v \times \check{C}Z}{Q} \quad (10.2)$$

kde:  $v$  = podíl na zisku po zdanění, určeného na dividendy

$\check{C}Z$  = zisk po zdanění

Tržní hodnotu podniku v závislosti na velikosti dosaženého zisku pak lze vyjádřit takto:

$$\text{Tržní hodnota podniku} = \frac{v \times \check{C}Z}{i - g} \quad (10.3)$$

Na velikost zisku působí mnoho faktorů, pro účely analýzy a plánování zisku je lze soustředit do čtyř hlavních (39):

- velikost realizované produkce
- struktura realizace
- cena realizované produkce
- náklady na jednotku realizace.

*Velikost realizované produkce* je závislá na objemu výroby a změnách stavu zásob hotových výrobků. Působí na ni i tzv. moment realizace – u nás vystavení faktury. (Znamená to, že zisk se vykazuje i z těch výrobků, které ještě nebyly zaplacený).

Růst realizace - *ceteris paribus* - zvyšuje zisk a to dokonce vyšším tempem v důsledku toho, že část nákladů je fixní.

*Struktura produkce* působí na zisk z toho důvodu, že podnik obvykle vyrábí celou řadu výrobků s různým individuálním ziskem a celkový zisk se může měnit tím, že se zvyšuje nebo snižuje podíl ziskovějších nebo méně ziskových výrobků. Protože zisk na jednotlivé výrobky je významně ovlivněn způsobem rozpouštění fixních nákladů na výrobky, jejichž podíl v nákladech neustále roste, doporučuje se používat pro výběr sortimentu tzv. příspěvek na úhradu fixních nákladů a zisku (příspěvek na úhradu = tržby - variabilní náklady).

**Při výběru sortimentu hraje významnou roli příspěvek na úhradu**

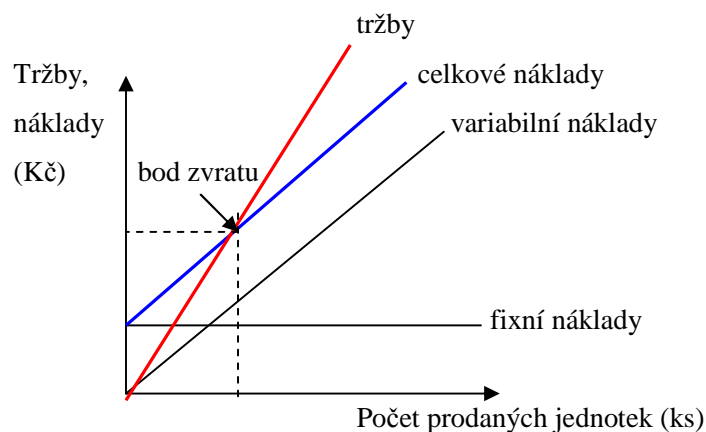
*Ceny realizované produkce* ovlivňují zisk přímo úměrně. V podmínkách rovnováhy na trhu však vystupuje cena vůči podniku jako vnější parametr, který v zásadě nemůže ovlivnit. Pokud cenu lze ovlivnit (při monopolním postavení, při zavádění nových výrobků na trh) je potřeba zvážit cenovou elasticitu poptávky. Při cenové elasticitě větší než 1 vede snížení ceny ke zvýšení tržeb (zvýšení ceny – snížení tržeb), při elasticitě menší než 1 vede snížení ceny ke snížení tržeb (zvýšení ceny – zvýšení tržeb).

Dále zisk ovlivňují *náklady na jednotku produkce*. Podnik je může ovlivňovat technicko-organizačními opatřeními ve výrobě a oběhu výrobků, jejich výše dále závisí na cenách vstupů.

### 10.1.1 Bod zvratu a provozní páka

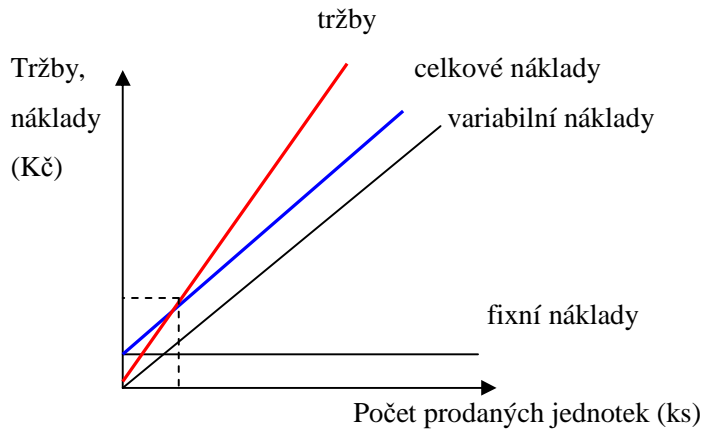
Náklady na výrobu mohou být rozděleny do dvou hlavních skupin – na fixní a variabilní. Vzhledem k tomu, že část nákladů podniku tvoří fixní náklady, které bezprostředně nezávisí na objemu tržeb, bude existovat určitý interval, kdy nižší tržby nepostačí pokrýt všechny náklady a zapříčiní provozní ztrátu. Pokud podnik vyrábí přesně tolik výrobků, aby tržby za jejich prodej právě pokryly všechny fixní i variabilní náklady, dosahuje nulového zisku a mluvíme o bodě zvratu (break-even point) (obr. 10-1).

**V bodě zvratu  
dosahuje podnik  
nulového zisku**

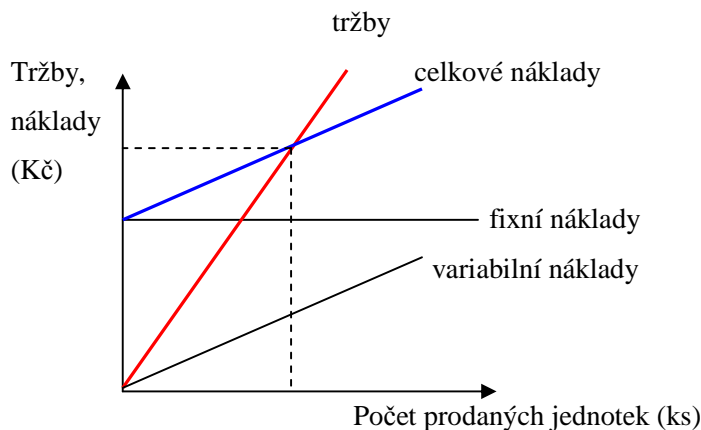


Obr. 10-1 Bod zvratu

Analýza bodu zvratu také ukazuje, jak různá struktura nákladů ovlivňuje provozní zisk při různých objemech tržeb. Obrázky 10-2 a 10-3 ukazují případy dvou podniků s odlišnou nákladovou strukturou. Obr. 10-2 znázorňuje „slabou“ páku – u podniku s nízkými fixními a vysokými variabilními náklady. Tento typ nákladové struktury lze najít v podnicích s nízkou technickou náročností. Výsledkem je nízký bod zvratu – relativně blízko počátku – a nízká operační páka. Obr. 10-3 znázorňuje „silnou“ páku, která se vyskytuje u kapitálově náročných výrobních technik – vysoké fixní náklady a poměrně nízké variabilní náklady. Výsledkem je poměrně vysoký bod zvratu – relativně daleko od počátku – a silná operační páka. Podniky s vysokým podílem fixních nákladů proto podstupují vyšší provozní riziko, musí klást důraz na vyšší ziskovost tržeb, aby dosáhly přiměřené úrovně rentability celkového vloženého kapitálu.



Obr. 10-2 „Slabá“ operační páka



Obr. 10-3 „Silná“ operační páka

Objem výroby  $Q$  v bodě zvratu lze spočítat následujícím způsobem:

$$\begin{array}{l}
 \text{tržby} = \text{náklady} \\
 p \times Q = FC + VC \\
 p \times Q = FC + Q \times AVC \\
 Q = \frac{FC}{p - AVC}
 \end{array}
 \tag{10.4}$$

kde:  $p$  = cena výrobku  
 $FC$  = fixní náklady  
 $VC$  = variabilní náklady  
 $AVC$  = průměrné variabilní náklady



**PŘÍKLAD 10-1: Výpočet BODU ZVRATU**

**Zadání:**

Fixní náklady ve výrobě jsou 320 000 Kč, podnik vyrábí 15 000 výrobků. Cena výrobku je 75 Kč. Podnik požaduje dosažení příspěvku na úhradu u výrobku 50 Kč/ks.

- a) Jak vysoké průměrné variabilní náklady si může podnik maximálně dovolit?
- b) Jaký by byl příspěvek na úhradu na 1 výrobek, kdyby chtěl podnik dosáhnout zisku 150 000 Kč?
- c) Jaká by musela být minimální cena výrobku v případě b), kdyby průměrné variabilní náklady zůstaly ve stejné výši?

**Řešení:**

- a) příspěvek na úhradu = cena - variabilní náklady  
 → variabilní náklady = cena - příspěvek na úhradu = 75 - 50 = **25 Kč**
- b) vycházíme ze vztahu  $T(p \cdot Q) = FC + AVC \cdot Q + Z_{\text{MIN}}$  → tzn. tržby musí pokrýt výši fixních a variabilních nákladů a rovněž tak výši požadovaného zisku, rovnici upravíme na tvar:

$$\text{příspěvek na úhradu} = \frac{F + Z_{\text{MIN}}}{Q} = \frac{320\,000 + 150\,000}{15\,000} = \mathbf{31,3\,Kč}$$

- c) cena = příspěvek na úhradu + průměrné variabilní náklady = 31,3 + 25 = **56,3 Kč**

*Stupeň provozní (operační) páky* vyjadřuje potom vztah mezi mírou změny objemu tržeb a z toho vyplývající procentní změny v EBIT (1):

$$\text{Stupeň provozní (operační) páky} = \frac{\text{procentní změna EBIT}}{\text{procentní změna tržeb}} \quad (10.5)$$

Lze použít alternativní výpočet:

$$\text{Stupeň provozní (operační) páky} = \frac{Q \times (p - AVC)}{Q \times (p - AVC) - FC} \quad (10.6)$$

Analýzu provozní páky mohou zkomplikovat následující skutečnosti:

- fixní náklady zůstávají konstantní pouze v určitém rozsahu produkce
- s objemem výroby se mohou měnit i průměrné variabilní náklady (variabilní náklady nemusí mít lineární průběh)
- prodejní ceny za jednotku výroby se mohou měnit v závislosti na objemu produkce
- v inflačním období se mohou zvyšovat náklady jiným tempem než prodejní cena výrobku
- jedná se o odhad budoucího vývoje – náklady i ceny se mohou podstatně měnit.

Pro klasifikaci fixních a variabilních nákladů v podniku existuje několik metod, např.:

- klasifikační metoda (principem je roztřídění nákladových položek na fixní a variabilní část podle charakteru změn ve vazbě na objem produkce)
- metoda dvou období (pro odhad nákladových funkcí) – výpočtem nebo graficky (předpokládáme lineární průběh závislosti celkových nákladů na velikosti produkce):

$$\begin{aligned} TC_1 &= FC + AVC \times Q_1 \\ TC_2 &= FC + AVC \times Q_2 \end{aligned} \quad (10.7)$$

TC = náklady celkem

FC = fixní náklady

AVC = průměrné variabilní náklady

Q = objem výroby

**Klasifikace nákladů na fixní a variabilní je významnou součástí finančního řízení podniku**

**PŘÍKLAD 10-2: Aplikace METODY DVOU OBDOBÍ****Zadání:**

Ve sledovaném podniku byly ve dvou po sobě následujících obdobích dosaženy tyto náklady a výkony:

Období	Výkony (ks)	Náklady (Kč)
2005	500	1 050 000
2006	580	1 180 000

- Vypočítejte výši ročních fixních nákladů
- Vypočítejte očekávaný objem nákladů pro další roční období, předpokládáme-li výkony 800 ks.

**Řešení:**

- $TC = FC + AVC \times Q$   
 $1\,050\,000 = FN + 500 \text{ AVC}$   
 $1\,180\,000 = FN + 580 \text{ AVC}$   
 $AVC = 1\,625 \text{ Kč}, FC = 237\,500 \text{ Kč}$
- $TC = 237\,500 + 1\,625 \times 800$   
 $TC = 1\,537\,500 \text{ Kč}$

- regresní a korelační analýza – využití údajů za více období:

$$b = \frac{n \sum XY - \sum X \sum Y}{n \sum X^2 - (\sum X)^2} \quad (10.8)$$

$$a = \bar{Y} - b\bar{X} \quad (10.9)$$

Těsnost závislosti pak lze určit pomocí korelačního koeficientu.

Podnik vedle provozního rizika nese i finanční riziko. Citlivost reakce zisku na akcii na změnu celkového objemu tržeb pak lze vyjádřit pomocí tzv. celkové páky:

$$\begin{aligned} \text{Celková páka} &= \text{stupeň provozní páky} \times \text{stupeň finanční páky} = \\ &= \frac{\% \text{ změna zisku na akcii}}{\% \text{ změna objemu tržeb}} \end{aligned} \quad (10.10)$$

## 10.2 Zdanění zisku a rozdělení výsledku hospodaření

V současném pojetí účetního zisku je daň z příjmu (ze zisku) zahrnována do nákladů, takže účetně vykazovaný zisk je už zisk po zdanění (disponibilní zisk). Daň z příjmu právnických osob je upravena na základě těchto hlavních principů:

- univerzální zdanění
- účetní zisk se upravuje na daňový zisk o zákonem určené položky
- konstantní sazba daně
- možnost volby způsobu odepisování hmotného a nehmotného majetku
- slevy na dani po splnění určitých podmínek předepsaných zákonem.

### Problém k zamyšlení 10-1:

Jakým způsobem je propojen výkaz zisku a ztráty s daňovým přiznáním? Do připojeného obrázku zakreslete příslušné vazby.



#### Výkaz zisků a ztrát

Provozní VH
Finanční VH
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>
VH za běžnou činnost
Mimořádné výnosy - mimořádné náklady
<b>Daň z příjmů za mimořádnou činnost</b>
Mimořádný VH
<b>VH za účetní období</b>
VH před zdaněním

#### Daňové přiznání

<b>VH před zdaněním</b>
+ daňově neúčinné náklady
- daňově neúčinné výnosy
základ daně před úpravou
- úprava základu daně (§20, §34)
základ daně po úpravě
daň z příjmů před slevami
- slevy na dani (§35)
<b>Daň z příjmů k úhradě</b>

Konečná výše zisku, použitelná pro financování podniku, nezávisí jen na jeho celkové výši. Vytvořený zisk prochází procesem rozdělení. Zisk po zdanění je použit na tvorbu rezervního fondu, jiných fondů, na výplatu tantiém a dividend. Výši nerozděleného zisku ovlivňuje tvorba rezervních fondů podniku, které jsou součástí vlastního kapitálu podniku. Pokud je podnik nemusí použít na financování předem určených potřeb, mohou být dočasně využity jako interní zdroj financování rozvoje.

Způsob *rozdělování zisku* bude dále omezen pouze na akciovou společnost.

V České republice má akcionář právo na podíl na zisku společnosti (dividendu), který valná hromada podle výsledku hospodaření schválila k rozdělení. Společnost není oprávněna rozdělit zisk mezi akcionáře, pokud čisté obchodní jmění společnosti k poslednímu dni účetního období zjištěné z roční účetní uzávěrky je, nebo by v důsledku rozdělení zisku bylo nižší než základní kapitál společnosti zvýšený o rezervní fond. Podíl členů představenstva a členů dozorčí rady na zisku (tantiému) může stanovit valná hromada ze zisku schváleného k rozdělení. Na rozdělení zisku se mohou podílet také zaměstnanci. Výše zisku rozdělovaného na dividendy a tantiémy nesmí být vyšší než je výše zisku vykázaná v roční účetní závěrce za poslední účetní období snížená o povinný příděl do rezervního fondu a neuhrazené ztráty a zvýšená o nerozdělený zisk minulých let a fondy vytvořené ze zisku, které společnost může použít dle svého volného uvážení.

Akciová společnost je povinna vytvořit rezervní fond ze zisku vykázaného v řádné účetní závěrce za rok, v němž poprvé zisk vytvoří, a to ve výši nejméně 20 % ze zisku, avšak ne více než 10 % hodnoty základního kapitálu. Tento fond se doplňuje ročně o částku nejméně 5 % ze zisku až do dosažení výše rezervního fondu určeného ve stanovách, nejméně však do výše 20 % základního kapitálu. Takto vytvořený rezervní fond může společnost použít pouze k úhradě ztráty.

Právo na výplatu dividendy je samostatně převoditelné ode dne, kdy valná hromada rozhodla o výplatě dividendy.



**Problém k zamyšlení 10-2:**

Stanovte pořadí jednotlivých položek v procesu rozdělování zisku:

- a) zákonný příděl do rezervního fondu
- b) pořadí do FKSP (fond ze zisku) na základě stanov společnosti
- c) vypořádání ztráty na základě rozhodnutí valné hromady
- d) vyplacení zákonného podílu na zisku tichého společníka
- e) rozhodnutí valné hromady o výplatě dividend



**PŘÍKLAD 10-3: Výpočet MINIMÁLNĚ POTŘEBNÉHO ZISKU****Zadání:**

Podnik hodlá ze zisku posílit rezervní fond ve výši 300 000 Kč, na dividendách vyplatit 200 000 Kč a na investice věnovat 1,5 mil. Kč. Daň ze zisku činí 24 %. Předpokládá, že připočitatelné položky budou činit 80 000 Kč, odpočitatelné 120 000 Kč. Jaký účetní zisk před zdaněním musí podnik vytvořit, aby splnil své finanční záměry?

**Řešení:**

Nejdříve si zadání přepíšeme do následujícího tvaru:

$$\text{ČZ} = \text{čistý zisk} = 300\,000 + 200\,000 + 1\,500\,000 = 2\,000\,000$$

$$d = \text{daňová sazba} = 24\%$$

$$P = \text{připočitatelné položky} = 80\,000$$

$$O = \text{odpočitatelné položky} = 120\,000$$

Dále si vyjádříme, čemu je roven účetní zisk před zdaněním:

$$\text{Účetní zisk před zdaněním} = \text{daň} + \text{čistý zisk}$$

$$\text{Účetní zisk před zdaněním} = (0,24 * (\text{účetní zisk před zdaněním} + P - O)) + \text{ČZ}$$

$$\text{Účetní zisk před zdaněním} = \mathbf{2\,618\,947\,Kč}$$



*V další části kapitoly je pozornost věnována dividendové politice akciových společností jako důležitého faktoru, ovlivňujícího výši nerozděleného zisku, který zůstává podniku k reinvestování. Věnujte pozornost druhům dividendové politiky a faktorům, které vyplácení dividend ovlivňují.*



## 10.3 Dividendová politika

Z hlediska možnosti použití nerozděleného zisku jako významného zdroje financování, má dividendová politika ve finančním rozhodování důležité místo.

**Dividendová politika ovlivňuje množství zisku, který je možno reinvestovat**

### 10.3.1 Dividenda

*Dividenda* představuje tu část zisku, která se dále v určité podobě rozděluje mezi jednotlivé akcionáře.

Výši dividend ovlivňují především tyto faktory:

- výše dosaženého hospodářského výsledku a kumulovaných výdělků vůbec

- očekávání na trhu akcií
- současná i budoucí likvidita podniku
- plány týkající se investiční činnosti
- zadluženost podniku.

Dividendy můžeme členit podle různých hledisek (23). Nejdůležitější jsou tyto:

1. druh akcie, na který je dividenda vyplácena
2. podoba, v jaké může být dividenda vyplácena
3. interval vyplácení dividendy
4. pravidelnost vyplácení dividendy.

Ad 1) Podle tohoto hlediska rozlišujeme dividendu *běžnou* nebo-li *kmenovou* připadající na kmenovou akcii a dividendu *prioritní* nebo-li *přednostní* distribuovanou majitelům prioritních akcií. S prioritními akciemi jsou však spojeny zvláštnosti, které dále určují tři základní formy prioritní dividendy:

⇒ Pevně stanovené částky na jednu prioritní akcii. Zde však může nastat situace, že dividendy nebyly v některých letech vyplaceny, potom ale musí být součet všech těchto dividend vyplacen dříve než jakákoli běžná dividenda, jedná se o tzv. *kumulativní prioritní dividendu*. Opakem je tzv. *nekumulativní prioritní dividenda*, kde nevzniká nárok na výplatu akumulované dividendy.

⇒ Stejného podílu na dosaženém zisku jako v případě kmenových akcií. Emise akcií má smysl pouze tehdy, jestliže chce společnost rozdělit akcionáře do dvou skupin tak, že u jedné z nich omezí hlasovací právo.

⇒ Kombinace předchozích dvou možností. Jestliže je pevná dividenda připadající na prioritní akcii nižší než dividenda připadající na běžnou akcii, potom držitel prioritní akcie dostane stejnou dividendu jako majitel akcie kmenové. V opačném případě, kdy běžná dividenda bude menší, dostane částku vyznačenou na plášti akcie.

Ad 2) Dividenda může být v podstatě vyplacena čtyřmi způsoby :

- a) v hotovosti tzv. hotovostní dividenda. Hotovostní dividenda představuje nejčastější a nejobvyklejší způsob výplaty dividendy.
- b) v podobě nové kmenové akcie tzv. akciová dividenda. Hlavní motivy, které vedou společnosti k výplatě akciových dividend, jsou dva. Za prvé jejich vyplacením se nesnižují peněžní prostředky, které může společnost použít na svoji další činnost (pomíjíme přitom administrativní a technické náklady, které jsou s tím spojené). Za druhé byla-li akciová dividenda vyplacena buď formou rozdělení nových akcií nebo ve formě vydání prozatímních poukázek, pak dochází na jedné straně ke snížení základu pro ohodnocení tržní ceny akcie a na straně druhé k zachování dosavadního podílu akcionářů na majetku společnosti a k růstu počtu jimi vlastněných akcií.
- c) v podobě obligací tzv. obligační dividenda. Výplata obligační dividendy je v dividendové praxi jev vzácný.
- d) v podobě nehotovostního majetku společnosti tzv. majetková dividenda. Její podstata spočívá ve výplatě jiného než hotovostního majetku.

Ad 3) Nejčastěji je dividenda vyplácena v ročním intervalu, v některých zemích bývá interval kratší (např. v USA čtvrtletní interval).

Ad 4) V závislosti na pravidelnosti vyplácení se zpravidla rozlišuje dividenda řádná (vyplácí se v pravidelných intervalech) a mimořádná (vyplácená nepravidelně).

V České republice je procedura vyhlášení a placení dividendy upravena v obchodním zákoníku. Dividenda může být vyplacena ve formě hotovostní, majetkové nebo obligační dividendy. Akciová dividenda není podle našich zákonů považována za dividendu a proto tento způsob nepodléhá zdanění a není omezen pravidly rozdělování zisku.

### 10.3.2 Druhy dividendové politiky

Dividendovou politiku můžeme definovat jako určení způsobu, na základě kterého bude podnik zisk zadržovat nebo rozdělovat na dividendy.

V současné dividendové praxi amerických a evropských společností je možné vysledovat tři základní druhy dividendové politiky (4, 23):

1. stabilní dividendovou politiku
2. pasivní reziduální dividendovou politiku
3. dividendovou politiku zaměřenou na udržování stálé výše dividendového podílu.

**Stabilní dividendová politika je v současných vyspělých ekonomikách nejrozšířenější**

1. *Stabilní dividendová politika* je založená na udržování stabilní výše dividendy na jednu akcii. Zvýšení této dividendy je prováděno pouze tehdy, jestliže si je management společnosti jistý, že je schopen udržet novou úroveň dividendy na jednu akcii i v budoucnu. Naopak její snížení bude provádět velice zdráhavě. Důvodem je obava z toho, aby toto snížení nebylo interpretovaného jako signál o špatném vývoji hospodaření dané společnosti. Tento směr dividendové politiky je ve světě v současnosti převládající.

2. Dalším druhem dividendové politiky je *pasivní reziduální politika*.

Její podstata spočívá v tom, že společnosti využívají svůj interní kapitál přednostně k profinancování investičních příležitostí. A pouze tehdy, jestliže společnost nemá možnost investovat do akcí s rentabilitou vyšší než jsou náklady obětované příležitosti průměrného akcionáře, bude ze zbývajících interního kapitálu distribuovat dividendu.

3. Posledním druhem je *dividendová politika založena na udržování fixní výše dividendového podílu*. Jinými slovy, společnosti budou zvyšovat či snižovat dividendu na jednu akcii v závislosti na vývoji čistého zisku na akcii. Ze všech tří uvedených druhů se jedná o historicky nejstarší druh, který je ve světě spíše na ústupu.

V České republice mnoho podniků dividendy nevyplácí a dividendovou politiku nemá. U podniků, které mají definovanou dividendovou politiku lze na základě provedeného průzkumu (viz blíže 36,37,38,39) vidět postupný příklon ke stabilní dividendové politice.

### 10.3.3 Faktory dividendové politiky

Tak jako ostatní rozhodovací procesy, tak také rozhodování o dividendové politice má svoje faktory, které toto rozhodnutí podmiňují a do jisté míry omezují. Faktory ovlivňující stanovení dividendové politiky lze rozčlenit do čtyř skupin:

- 1) *legislativní faktory* - zákony, vyhlášky a ostatní obecně platné předpisy
- 2) *finanční faktory* - finanční dispozice společnosti
- 3) *objektivní faktory* - takové, které nemohou být ovlivněny jak ze strany managementu tak také ze strany akcionářů
- 4) *subjektivní faktory* - investiční preference jednotlivých akcionářů a představy managementu společnosti o realizaci podnikové politiky.

ad 1) Legislativní pravidla upravují např. zdroje, z kterých mohou být dividendy vyplaceny či definují nezákonné dividendy (jestliže je dividenda nesprávně vyplacena z jiných účtů nebo v důsledku jejího vyplacení se společnost dostává do platební neschopnosti). Ve všech státech, které uplatňují tržní principy, jsou vždy přesně vymezeny finanční zdroje, které mohou společnosti použít na výplatu svých dividend. Nejčastěji jsou za takovýto zdroj označeny čistý zisk běžného roku a nerozdělený zisk minulých let. V některých státech je navíc umožněno vyplácet dividendu z čistého zisku běžného roku i bez ohledu na výši neuhrazené ztráty z minulých let. V jiných zemích je naopak povoleno, aby byla dividenda vyplácena i z jiné části vlastního jmění např. emisního ážia (23).

Rozdělování zisku je činnost, která spadá do kompetence akcionářů a manažerů společnosti. Stát do této činnosti zasahuje pouze v omezené míře. V převážné většině se přitom jedná o stanovení pořadí přednostních úhrad resp. přidělů ze zisku. Finanční zdroje na výplatu dividend jsou v České republice vymezeny v obchodním zákoníku (podrobněji viz kap. 10.2).

ad 2) Jedná se jednak o výši hotovostních peněžních prostředků a jednak o výši finančních zdrojů určených státem pro výplaty dividend (část musí být odvedena do rezervního fondu).

ad 3) Mezi objektivní faktory patří inflace a velikost společnosti. Tady se ukazuje vazba na kapitálovou strukturu společnosti. Inflace vede k tomu, že společnosti zdržují více zisku, aby uspokojily nároky na zvýšení *pracovního kapitálu* a současně aby udržely dosavadní výši jednotlivých výnosových ukazatelů.

Z pohledu velikosti společnosti platí: čím menší společnost, tím je pro ni výhodnější zdržovat větší procento ze zisku a vyplácet menší dividendu a dále: menší počet akcionářů způsobuje kolísavost výše vyplacené dividendy v jednotlivých letech.

ad 4) Subjektivní faktory vycházejí z preferencí a názorů manažerů a akcionářů společnosti. Nejdůležitějším faktorem z této skupiny jsou investiční a spotřebitelské preference akcionářů.

Akcionáři se mohou rozhodnout, že si budou nechávat vyplácet velkou dividendu, na základě čehož jim ovšem mohou chybět finanční zdroje na profinancování všech potřeb společnosti. V důsledku toho se potom budou muset snažit získat tyto prostředky někde jinde, např. další emisí akcií, čímž se sníží jejich podíl na dané společnosti a tedy i možnost ovlivňování jejího dalšího vývoje.



**SHRNUTÍ:**

- 1) Výsledek hospodaření podniku je rozdíl mezi celkovými výnosy a celkovými náklady podniku. Zisk podniku výrazně ovlivňuje tržní hodnotu podniku.
- 2) Pokud podnik vyrábí přesně tolik výrobků, aby tržby za jejich prodej právě pokryly všechny fixní i variabilní náklady, dosahuje nulového zisku a mluvíme o bodě zvratu (break-even point).
- 3) U podniku s nízkými fixními a vysokými variabilními náklady hovoříme o působení "slabé" provozní páky.
- 4) U podniku s vysokými fixními a nízkými variabilními náklady hovoříme o působení "silné" provozní páky.
- 5) V současném pojetí účetního zisku je daň z příjmu (ze zisku) zahrnována do nákladů, takže účetně vykazovaný zisk je už zisk po zdanění ( disponibilní zisk).
- 6) Konečná výše zisku, použitelná pro financování podniku, nezávisí jen na jeho celkové výši. Vytvořený zisk prochází procesem rozdělení. Zisk po zdanění je použit na tvorbu rezervního fondu, jiných fondů, na výplatu tantiém a podílů na zisku (u a.s. dividend).
- 7) Dividendovou politiku můžeme definovat jako určení způsobu, na základě kterého bude podnik zisk zadržovat nebo rozdělovat na dividendy.
- 8) V současné dividendové praxi rozlišujeme tři základní druhy dividendové politiky: stabilní dividendovou politiku, pasivní reziduální dividendovou politiku a dividendovou politiku zaměřenou na udržování stálé výše dividendového podílu na vytvořeném zisku.
- 9) Mezi faktory ovlivňující stanovení dividendové politiky zařazujeme: legislativní faktory, finanční faktory, objektivní a subjektivní faktory.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** celkové výnosy, celkové náklady, výsledek hospodaření, účetní zisk, zdanitelný zisk, disponibilní zisk, tržní hodnota podniku, variabilní náklady, fixní náklady, bod zvratu (break-even point), "slabá" provozní páka, "silná" provozní páka, stupeň provozní páky, finanční páka, celková páka, dividendy, dividendová politika, stabilní dividendová politika, pasivní reziduální politika, stálá výše dividendového podílu.



**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Správně doplňte následující výroky:**

1. Pokud podnik vyplácí dividendu pouze v případě, že nemá možnost investovat vytvořené zisky s požadovanou výnosností, hovoříme o ..... dividendové politice.
2. Při řízení sortimentu výroby nám pomáhá .....
3. V bodě zvratu je dosahovaný zisk společnosti ..... a pro podnik tento bod představuje ..... objem produkce, který by měl vyrábět.

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. U podniku s nízkými fixními a vysokými variabilními náklady hovoříme o působení "silné" provozní páky.  P /  N
2. Dividenda může být vyplacena pouze v hotovostní formě.  P /  N
3. Podniky s vysokým podílem fixních nákladů podstupují nižší provozní riziko.  P /  N
4. Příspěvek na úhradu pokrývá variabilní náklady a zisk.  P /  N
5. Příspěvek na úhradu je ekvivalentem zisku po zdanění.  P /  N
6. Zisk nemá výrazný vliv na tržní hodnotu podniku.  P /  N
7. Nejrozšířenější je ve vyspělých ekonomikách dividendová politika udržování stálé výše dividendového podílu na vytvořeném zisku.  P /  N



**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

vysoké fixní náklady

příspěvek na úhradu

fixní náklady a zisk

nízké provozní riziko

tržby = náklady

metoda dvou období

nízké fixní náklady

silná provozní páka

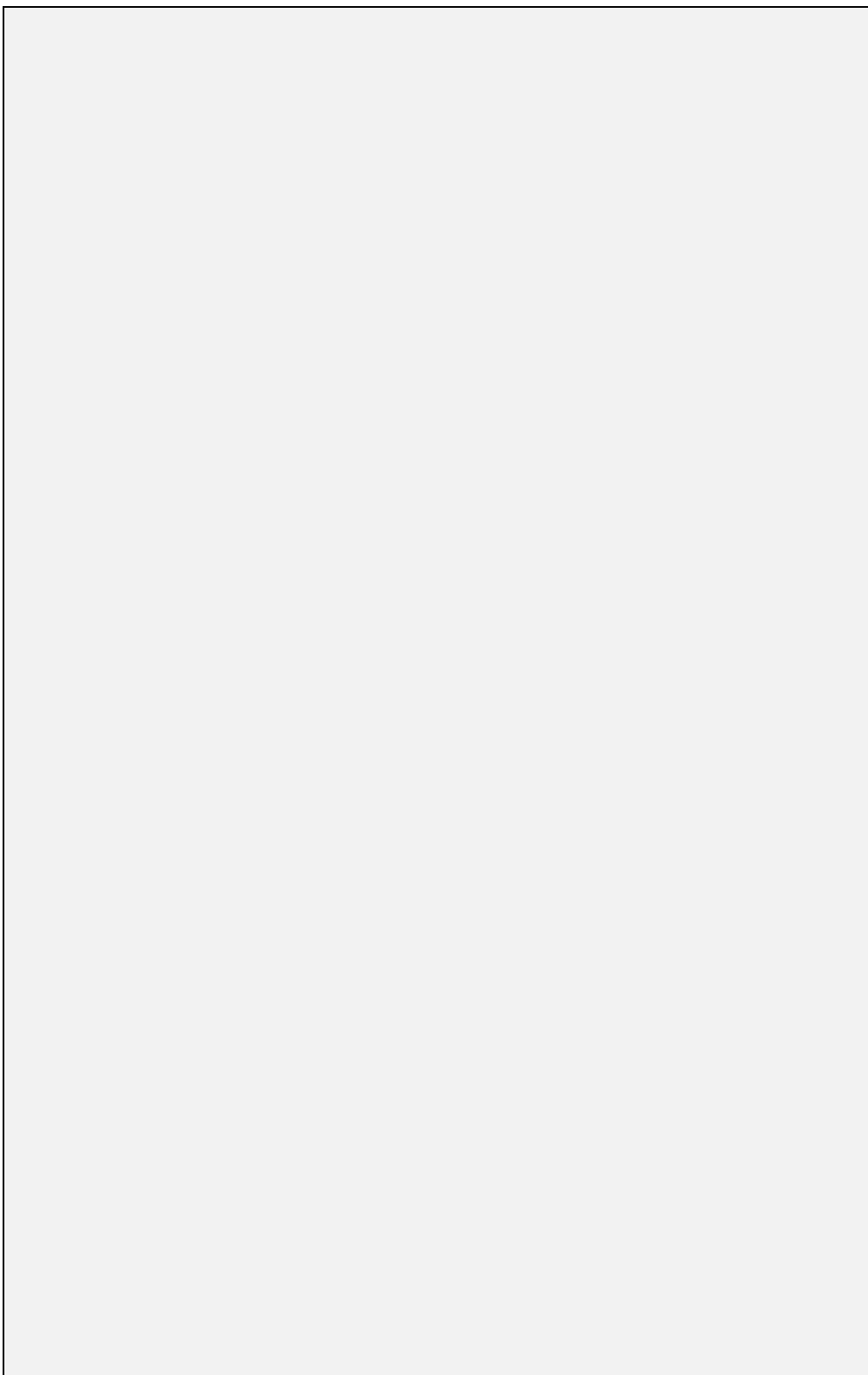
variabilní a fixní náklady

VH za účetní období

zisk po zdanění

bod zvratu

**Poznámky k 10. kapitole**

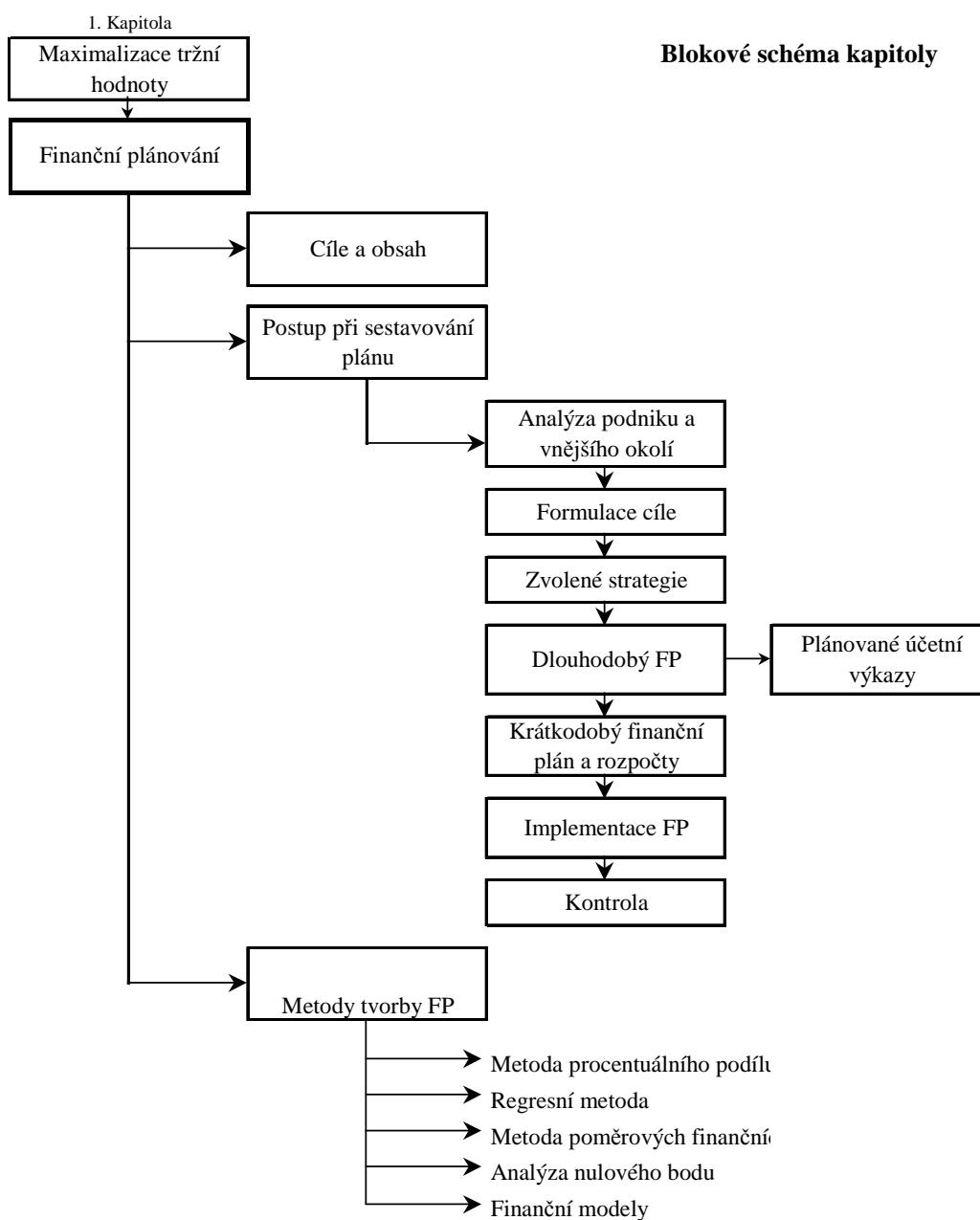


# 11 Finanční plánování

## CÍLE:

### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ vysvětlit pojem finanční plánování
- ✓ popsat strukturu finančního plánu
- ✓ charakterizovat metody tvorby finančního plánu





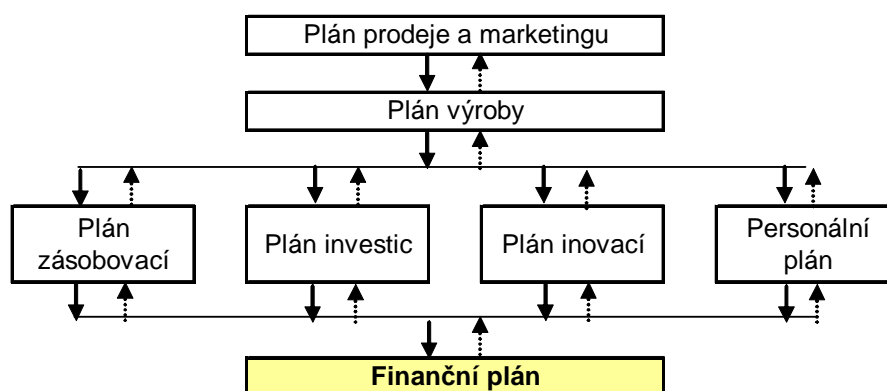
*V této kapitole je pozornost věnována finančnímu plánování jako důležité součásti řízení podniku. Vzhledem k tomu, že finanční plán má zastřešující úlohu v podnikovém plánování, je nutné této problematice porozumět a využívat nabízené postupy a metody plánování k sestavení dlouhodobých a krátkodobých plánů a rozpočtů.*



**Finanční plán má integrující úlohu**

Nejobecněji se finančním plánováním rozumí proces předjímání celkových efektů investičního a finančního rozhodování, jehož výsledkem je finanční plán (42).

Finanční plán má syntetizující a integrující úlohu, shrnuje požadavky na financování všech podnikových činností, současně platí, že cíle určené finančním plánem je nutné zabezpečit všemi činnostmi v podniku (13) (obr. 11-1).



Obr. 11-1 Vztah finančního plánů a ostatních plánů podniku

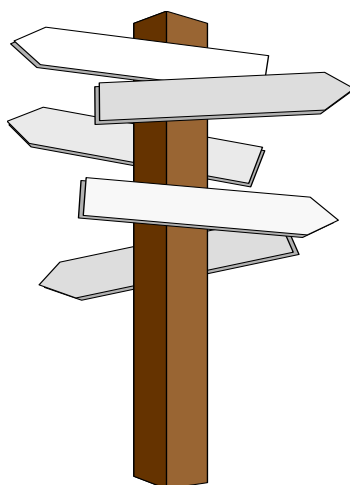
Postupnost podnikového plánovacího procesu spočívá v návaznosti plánování likvidity na proces plánování rentability. Dílčí plány (plán odbytu, zásobování, výroby,...) bývají zpravidla sestavovány jednotlivými funkčními útvary podniku nejprve z hlediska plnění podnikových cílů (zisku, rentability,...). Teprve následně se ověřují finanční účinky těchto plánů. Tímto postupem, tzv. horizontální koordinací dochází k propojení plánu zisku a plánu likvidity podniku. Vazba plánu zisku a plánu likvidity je oboustranná. Plány jednotlivých útvarů postavené z hlediska rentability ovlivňují likviditu a naopak proces zajišťování likvidity vede ke korekcím těchto plánů, a tím zpravidla i ke změně rentability.

## 11.1 Cíle a obsah finančního plánování

Úkolem finančního plánování je zejména posuzování a rozhodování o velikosti a druhu použitých finančních zdrojů, které jsou potřebné k financování majetku podniku a k zajištění likvidity a stability podniku.

Podle Valacha (44) finanční plánování omezuje finanční riziko, neboť musí předpokládat vnější a vnitřní rizika, kriticky posuzovat nejisté zisky, promítat důsledky současných rozhodnutí do dalších období, předvídat potřebu finančních zdrojů, posuzovat velikost a druh finančních zdrojů nutných k financování majetku a k zajištění likvidity, předvídat problematické situace, zpracovávat možné varianty finančního plánu při určitých předpokladech o budoucnosti a vybírat optimální variantu. Brealey a Myers (4) tvrdí, že finanční plánování se nesnaží minimalizovat riziko, neboť je to proces rozhodování o tom, která rizika se vyplatí, která lze vyloučit a která nestojí za to.

**Finanční plán  
omezuje riziko**



*Finanční plán:*

- vychází z dosavadního vývoje a z dosažené úrovně podniku hodnocené finanční analýzou, z vývoje budoucího prodeje a vývoje ekonomického prostředí
- umožňuje stanovit a analyzovat vazby mezi investičními návrhy a finančními možnostmi podniku
- umožňuje pracovat podniku s různými investičními a finančními variantami
- omezuje finanční riziko
- jeho úkolem je zajišťovat likviditu, dostatečný zisk před zdaněním a umožňuje sledovat základní podnikatelský cíl – růst tržní hodnoty podniku

- jeho smyslem je projektování budoucích výsledků současných rozhodnutí.

Plánování budoucích aktivit vyžaduje nejen znalost výchozí finanční situace podniku, ale i znalost finančních důsledků všech možných rozhodnutí.

**Při plánování je potřeba dodržet některé zásady**

Existuje několik *zásad dobrého plánování*:

- plán vychází ze znalosti tržní situace, včetně tendencí do budoucna
- plán je zaměřen na dosažení zisku a na zvýšení tržní hodnoty podniku
- plán zahrnuje všechny útvary podniku
- části plánu jsou časově a věcně sladěny
- plán sestavují pracovníci, kteří budou odpovědní za jeho provádění
- plánování je celoroční aktivita, spojená s trvalou kontrolou
- plán je založen na klouzavém systému, kdy se každý rok sestavují plány pro několik dalších let
- plán je pružný a upravuje se podle měnících se vnějších podmínek a vnitřních předpokladů tak, aby byl stále reálný
- plánování je systematické, přidržuje se určité metodiky a plán se zpracovává v písemné formě.

**Dlouhodobé a krátkodobé finanční plánování**

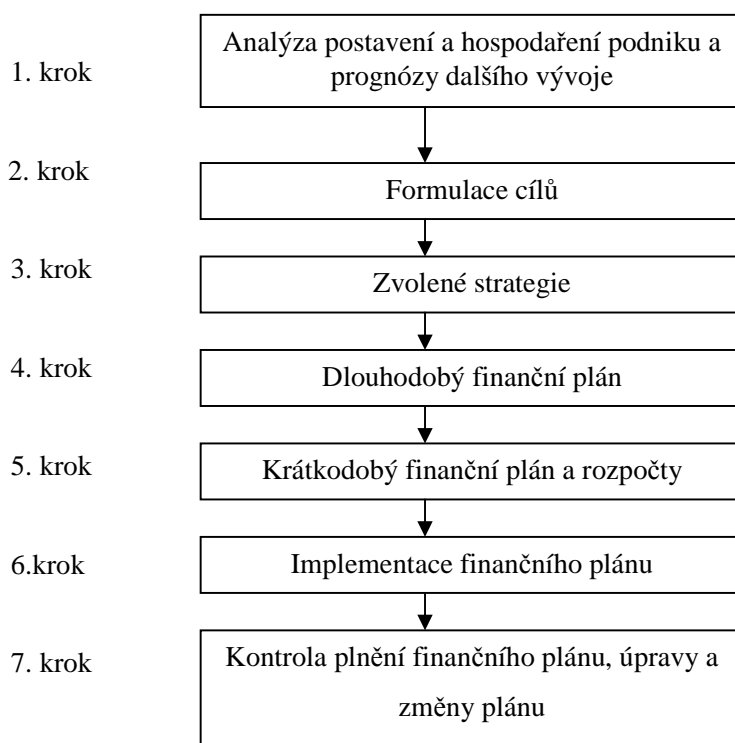
Z hlediska *časového horizontu* rozlišujeme dvě úrovně – dlouhodobé a krátkodobé finanční plánování. Dlouhodobé finanční plánování souvisí s rozhodnutími podniku, které mají dlouhodobý charakter a souvisí s potřebou získávání dlouhodobých finančních zdrojů. Krátkodobé finanční plánování souvisí s běžnou hospodářskou činností a spočívá především v plánování peněžních příjmů a výdajů, případným obstaráváním krátkodobých externích finančních zdrojů s cílem zajištění likvidity podniku.

Finančním plánem tedy rozumíme jasný záměr podniku do budoucna, který má konečnou podobu prognózy budoucí souhrnné finanční situace. Vyhotovuje se obvykle formou rozpočtových výkazů, které jsou předobrazem budoucích účetních výkazů. Sestavuje se rozpočtová rozvaha, rozpočtový výkaz zisků a ztrát a rozpočet cash flow. Tyto výkazy, které vycházejí z detailnějších výrobních, investičních,

personálních a dalších plánů a rozpočtů, jsou tedy v podstatě zadáním toho, jak by měly vypadat účetní výkazy na konci prognózovaného období.

## 11.2 Struktura finančního plánu

Posloupnost kroků při tvorbě a realizaci finančního plánu je uvedena na obr. 11-2.



Obr. 11-2 Postup tvorby finančního plánu

Východiskem finančního plánování je podrobná analýza podniku. V rámci analýzy je nutné posoudit vývoj finanční situace a hospodářských výsledků podniku, analyzovat vnější podmínky a posoudit jejich možný budoucí vývoj, provést SWOT analýzu podniku. Za účelem efektivního finančního plánování je třeba získat lepší přehled o faktorech, které ovlivňují výsledky podniku a jeho činnosti.

Na základě provedené analýzy a prognóz dalšího možného vývoje vrcholový management formuluje na příslušný časový horizont plánu cíle podniku. Může se

Východiskem  
plánování je analýza  
současné situace

Cíle podniku mohou  
být různé

jednat o obecné a specifické cíle. Obecným cílem podniku je zvyšování tržní hodnoty podniku, specifickým cílem může být:

- růst objemu prodeje
- výše rentability vloženého kapitálu
- výše podílů na zisku
- míra zadluženosti
- úroveň likvidity aj.

Formulace cílu neslouží pouze procesu plánování, ale plní i funkci motivace pro manažery a jsou normou pro měření jejich výkonnosti.

**Z cílů vychází  
strategie podnikání**

Vrcholový management dále vypracovává základní strategie pronikání na nové trhy, strategie v oblasti výzkumu, investování, financování, kvality výrobků, efektivnosti výroby apod.

**Do dlouhodobého  
plánu se promítají  
strategická  
rozhodnutí**

*Dlouhodobé finanční plánování* se uplatňuje v časovém rozmezí 2 - 5 let. Většina rozhodnutí má dlouhodobý charakter a musí být učiněna mnohem dříve než jsou realizována.

Dlouhodobý rozvoj je spojován s potřebou získat externí zdroje (dlouhodobé úvěry, zdroje z emise cenných papírů, aj.). Úkolem finančního plánování je pak předvídat na několik let dopředu potřebu finančních zdrojů k financování fixního, ale i oběžného majetku.

Dlouhodobější opatření v investiční a technické oblasti, provázená účinným marketingem působí významně na vývoj zisku. Proto zisk jako finanční cíl může být vytyčen jen v rámci dlouhodobého horizontu. Dlouhodobý finanční plán podniku tedy odpovídá lhůtám investičních a výzkumně vývojových projektů.

Obsahuje:

- analýzu finanční situace
- plán tržeb na základě prognózy a plánu prodeje
- plánovou výsledovku
- plánovou rozvahu
- plán peněžních toků



- rozpočet investičních výdajů
- rozpočet dlouhodobého externího financování

Finanční plán vychází z dosavadního vývoje a z dosažené úrovně podniku hodnocené finanční analýzou, z prognózovaného vývoje prodeje a z prognózovaného vývoje ekonomického prostředí.

Z požadovaného zisku před zdaněním, z prognózy prodeje, plánu tržeb a požadovaného hrubého rozpětí plyne potřebná výše a struktura majetku a tedy i rozpočet investiční činnosti (na obnovu a rozvoj), což ovlivňuje peněžní toky a nároky na finanční zdroje. Dále je nutno posoudit velikost a strukturu finančních zdrojů s využitím plánového výkazu zisku a ztrát, rozpočtu externího financování a plánové rozvahy. Dlouhodobý finanční plán se sestavuje v několika variantách, vybírá se optimální varianta, hodnotí se pomocí finanční analýzy.

**Krátkodobé plánování** se uplatňuje v rozmezí několika měsíců až 1 roku. Souvisí s běžnou hospodářskou činností a spočívá především v plánování peněžních příjmů a výdajů, případným obstaráváním krátkodobých externích finančních zdrojů s cílem zajištění likvidity podniku. Podnik musí mít jistotu, že má dostatek peněžních prostředků a je schopen uhrazovat své závazky a že krátkodobě přijaté a poskytnuté úvěry jsou sjednány co nejvýhodněji.

**Krátkodobý plán  
slouží operativnímu  
řízení**

Krátkodobý finanční plán (obvykle roční) zpřesňuje a konkretizuje opatření k zabezpečení dlouhodobých záměrů činnostmi v tomto období. Navazuje bezprostředně na skutečnost očekávanou v běžném roce. Nejvýznamnější součástí ročního finančního plánu je *plán zisku* v následujícím členění: tržby, přímý materiál, přímé mzdy, ostatní přímé náklady, režie, zisk před zdaněním, daň z příjmů, zisk po zdanění. Vychází z očekávané skutečnosti běžného roku a reaguje především na nastávající změny v omezujících podmínkách: např. zavedení nových výrobků do výroby, uvedení investičního majetku do provozu, opuštění některých aktivit apod.

Peněžní rovnováhu podniku zabezpečuje *plán peněžních toků*. Čistý zisk a odpisy se přejímají z plánové výsledovky. Položky tvořící pracovní kapitál (kromě krátkodobých bankovních úvěrů) sledují vývoj tržeb – buďto přímo úměrně nebo v jiné funkční závislosti. Dále je nutné zvážit peněžní toky z činnosti investiční, příjmy a výdaje týkající se dlouhodobých závazků, dlouhodobých úvěrů a emise

akcií. Výplata dividend navazuje na zisk po zdanění podle plánové výsledovky. Pokud vzniká přebytek nebo nedostatek peněžních toků, lze jej řešit např. snížením nebo zvýšením krátkodobých bankovních úvěrů.

Změny položek aktiv a pasiv, které jsou zahrnuty v plánu peněžních toků, se promítají do výchozí rozvahy běžného roku a po zohlednění nerozděleného zisku vznikne *plánová rozvaha*.

Celoroční údaje krátkodobého finančního plánu jsou potom rozčleněny na kratší časová období.

**Finanční plán je nutné rozpracovat do rozpočtů**

Souběžně s ročním plánem existují i finanční nástroje operativního řízení – *rozpočty a kalkulace*, které naplňují plánované finanční cíle dílčími zadáními v organizačním a výrobním průřezu. Finanční plány nelze uvést do života bez jejich rozpracování do rozpočtů odpovědnostních okruhů. Rozpočty vycházejí z finančního plánu, objeví-li se však v rámci rozpočtování důležitá informace, s níž finanční plán nepočítal, plán se upraví. Z hlediska finančního řízení je nejdůležitějším rozpočtem *rozpočet příjmů a výdajů*, sestavovaný i na kratší období než je rok (čtvrtletí, měsíce, týdny, dny).

**Na finanční plánování navazuje finanční kontrola**

Na finanční plánování navazuje *finanční kontrola*, při níž se porovnáváním finančního plánu s účetními výkazy zjišťují odchylky skutečnosti od plánu. Finanční kontrola poskytuje informace, na jejichž základě se navrhnou nápravná opatření k zajištění plánových cílů nebo se upravuje podnikový plán.

*Operativní kontrola* se zaměřuje na zisk, na příjmy a výdaje, na oběžná aktiva a krátkodobá pasiva. U těchto odchylek je potřebné rychle realizovat nápravu. Souběžně s finančními výsledky se podrobují operativní kontrole i další úseky činnosti podniku (odbyt, výroba, personální útvar, ...), čímž jsou poskytnuty informace, které dokreslují příčiny a souvislosti finanční situace.

Finanční kontrola navazuje na *rozpočtovou kontrolu*, účelem které je sledovat vývoj hospodaření jednotlivých vnitropodnikových útvarů.

*Strategická kontrola* sleduje dodržování plánovaných hodnot strategických finančních veličin, jako je finanční struktura, interní a externí finanční zdroje a investiční činnost. Strategická kontrola zahrnuje systém indikátorů příležitostí a hrozeb, vyplývajících především z vnějšího prostředí.

### 11.3 Metody tvorby finančního plánu

Při tvorbě finančního plánu může finanční manažer využít různé metody, techniky a modely. K základním metodám a modelům, které se využívají v procesu finančního plánování patří:

- metoda procentuálního podílu na tržbách
- regresní metoda
- metoda poměrových finančních ukazatelů
- analýza nulového bodu
- finanční modely (simulační a optimalizační)

#### 11.3.1 Metoda procentuálního podílu na tržbách

Základní obrysy finančního plánu se získávají z *plánu tržeb*. Uvedená metoda předpokládá stabilní poměr tržeb k některým nákladům (odpisy, úroky), k většině položek aktiv (dlouhodobý majetek, pracovní kapitál) a k zisku.

Metodou % podílu na tržbách vzniká rámcový finanční plán

Sestavuje se především *plán peněžních toků*, účelem výpočtu je zhruba vyjádřit objem výdajů na investiční činnost, jejich krytí čistým příjmem z provozní činnosti a změnou dlouhodobých externích zdrojů financování, pokud vychází přebytek nebo schodek peněžní činnosti z provozní a investiční činnosti celkem. Zvýšení dlouhodobých externích zdrojů řeší finanční manažer s ohledem na stanovenou finanční politiku podniku. Pokud by to z hlediska finanční politiky nebylo v daném rozsahu přijatelné, je nutné hledat cesty k vyrovnání potřeb a zdrojů v korekci provozní a investiční činnosti.

Na plán peněžních toků navazuje *plánová rozvaha a plánová výsledovka* posledního roku (nebo všech roků) plánovaného období.

Metodou procentuálního podílu na tržbách vzniká rámcový finanční plán, vhodný pro konfrontaci s připravovanými investičními projekty. Investiční projekty vstupují do plánu peněžních toků tržbami, ziskem po zdanění a investičními výdaji. *Rozpočet investičních výdajů* navazuje na harmonogram investiční výstavby. Přiřazuje investiční výdaje jednotlivým rokům, po které bude výstavba podle investičního projektu probíhat. Vzniká tak přehled o sumě investičních výdajů za každý rok.

Pro jednotlivé roky je potřebné upřesnit *rozpočet dlouhodobých externích zdrojů*.



### **PŘÍKLAD 11-1: Aplikace metody PROCENTNÍHO PODÍLU Z TRŽEB**

#### **Zadání:**

Podnik dosáhl ve výchozím roce tržeb 120 000 tis. Kč a zisku před úroky a zdaněním 12 000 tis. Kč. V plánovaném roce zůstane zachováno provozní ziskové rozpětí (zisk před úroky a zdaněním k tržbám) 10 %. Tržby se zvýší o 15 %. Dále se předpokládá podíl úroků na tržbách 5 %, podíl odpisů na tržbách 8 %. Uvažujme daň z příjmů 24 %. Vypočítejte čistý příjem z provozní činnosti (zisk po zdanění plus odpisy) v plánovaném roce metodou procentního podílu z tržeb.

#### **Řešení:**

##### Výchozí období

Tržby = 120 000 tis. Kč

EBIT = 12 000 tis. Kč

Provozní ziskové rozpětí (EBIT/Tržby) = 10%

##### Plánované období

Tržby = 120 000 tis. Kč x 1,15 = 138 000 Kč

Provozní ziskové rozpětí (EBIT/Tržby) = 10%

10% = (EBIT/138 000) x 100

EBIT = 13 800 tis. Kč

Úroky na tržbách 5 % = 6 900 tis. Kč

Odpisy na tržbách 8 % = 11 040 tis. Kč

Zisk před zdaněním = EBIT - Úroky = 13 800 tis. - 6 900 tis. = 6 900 tis. Kč

Zisk po zdanění = 0,76 x Zisk před zdaněním = 0,76 x 6 900 = 5 244 tis. Kč

Čistý příjem z provozní činnosti = zisk po zdanění + odpisy = 5 244 + 11 040 =  
= **16 284 tis. Kč**

Čistý příjem z provozní činnosti bude v plánovaném roce činit 16 284 tis. Kč.

### **11.3.2 Regresní metoda**

Na rozdíl od metody procentuálního podílu na tržbách tato metoda zohledňuje statisticky ověřenou skutečnost proměnlivého vztahu dvou veličin. Další postup při sestavování finančního plánu je obdobný jako u předešlé metody. Využití regresní metody je vhodné především pro plánování v delším období (je přesnější) a zpravidla v případech, kdy jsou k dispozici delší časové řady.

**Regresní metoda  
využívá statistické  
metody pro vztah  
dvou veličin**

### 11.3.3 Metoda poměrových finančních ukazatelů

Metodu poměrových finančních ukazatelů je možné využít buď pro tvorbu plánové rozvahy, nebo pro korekce východiskové rozvahy sestavené pomocí metody procentuálního podílu na tržbách.

Podstatou metody je využití vybraných poměrových finančních ukazatelů a plánovaných tržeb při tvorbě plánové rozvahy. Poměrové ukazatele vystupují jako vzorové hodnoty, které chce podnik v budoucnu dosáhnout. Mohou to být konkrétní finanční cíle podniku, průměrné hodnoty ukazatelů podniků působících ve stejném odvětví nebo poměrové ukazatele srovnatelného prosperujícího podniku.

**Poměrové ukazatele lze využít při tvorbě plánované rozvahy**

### 11.3.4 Analýza nulového bodu

Analýza nulového bodu zkoumá změnu velikosti zisku a prodejních cen výrobků na základě rozpouštění fixních nákladů na různou velikost produkce. Tuto metodu lze použít na zjišťování minima podnikatelské aktivity, tj. hranice, pod kterou by tržby neměly klesnout.

**Pro stanovení minima podnikatelské aktivity lze využít analýzu nulového bodu**

### 11.3.5 Finanční modely

V rámci finančního plánování je možné využít matematické modely, které lze rozdělit na dvě skupiny:

- simulační modely finančního plánu
- optimalizační modely finančního plánu.

**V rámci finančního plánování lze využít matematické metody**

*Simulační modely* pomáhají finančnímu manažerovi vypracovat plánové finanční dokumenty v několika variantách podle zadaných předpokladů.

Aplikace *optimalizačních finančních modelů* umožňuje hledat nejlepší řešení při určitých předpokladech a omezeních.



**SHRNUTÍ:**

1. Finančním plánováním rozumíme proces předjímání celkových efektů investičního a finančního rozhodování, jehož výsledkem je finanční plán.
2. Úkolem finančního plánování je zejména posuzování a rozhodování o velikosti a druhu použitých finančních zdrojů, které jsou potřebné k financování majetku podniku a k zajištění likvidity a stability podniku.
3. Z hlediska časového horizontu rozlišujeme krátkodobé a dlouhodobé finanční plánování. Krátkodobé finanční plánování souvisí s běžnou hospodářskou činností podniku, dlouhodobé pak s rozhodnutími podniku, které mají dlouhodobý charakter a souvisí s potřebou získávání dlouhodobých finančních zdrojů.
4. K základním metodám a modelům, které se využívají v procesu finančního plánování patří: metoda procentuálního podílu na tržbách, regresní metoda, metoda poměrových finančních ukazatelů, analýza nulového bodu, finanční modely (simulační a optimalizační).

**KLÍČOVÁ SLOVA:** finanční plánování, finanční plán, plánování likvidity, plánování rentability, krátkodobé finanční plánování, dlouhodobé finanční plánování, plán zisku, plán peněžních toků, plánová rozvaha, finanční kontrola, metoda procentuálního podílu na tržbách, regresní metoda, metoda poměrových finančních ukazatelů, analýza nulového bodu, finanční modely (simulační a optimalizační).



**OTÁZKY:**

- 1) V čem spočívá metoda procentního podílu z tržeb?
- 2) Jaké jsou úkoly finanční kontroly?



**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

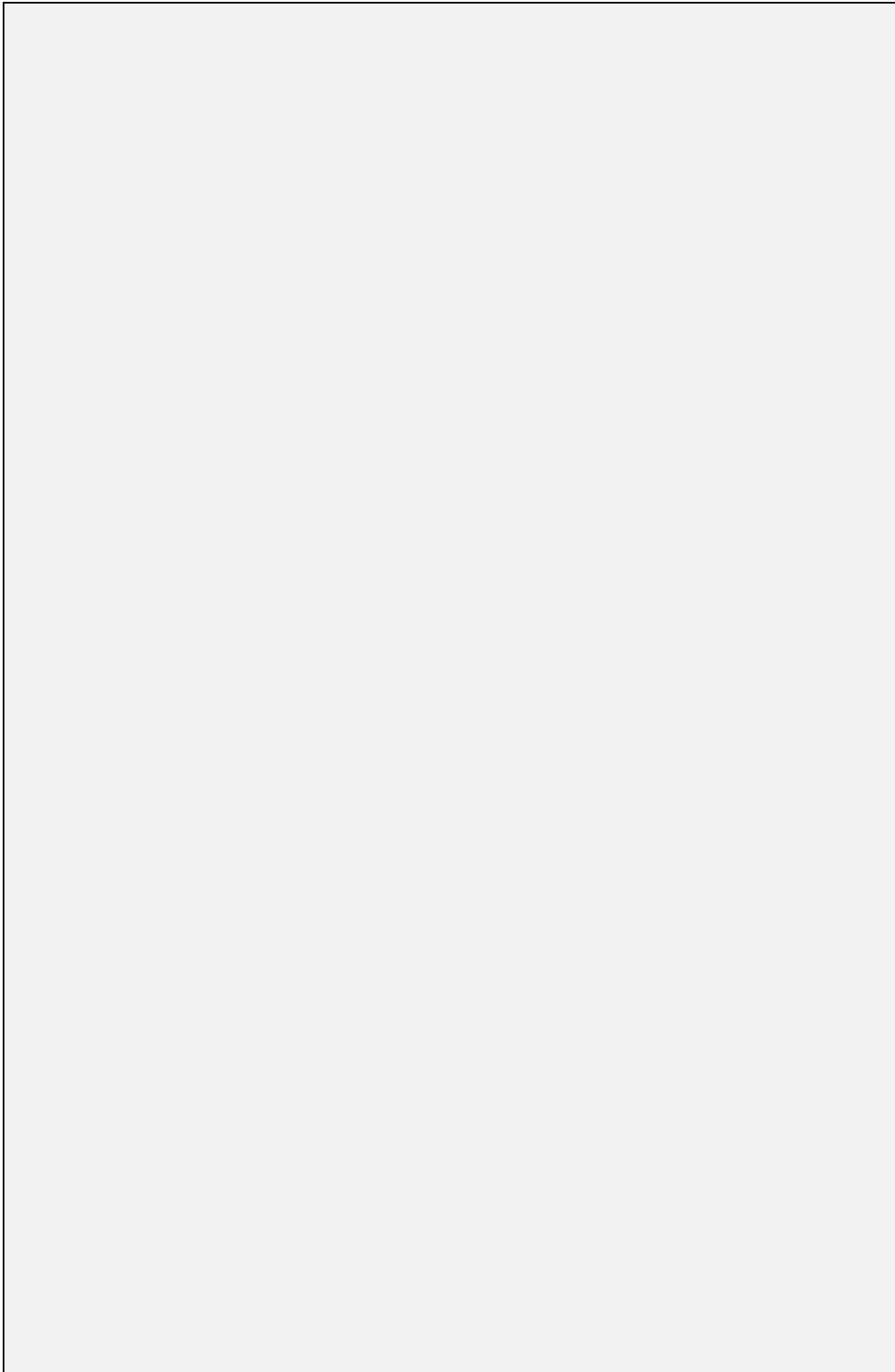
**Správně doplňte následující výroky:**

1. Základní obrysy finančního plánu se získávají z plánu .....
2. Finanční plán má ..... úlohu ve finančním řízení podniku.
3. .... plánování se uplatňuje v rozmezí několika měsíců až 1 roku.

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. U krátkých časových plánovacích horizontů se pracuje přednostně s cash flow sestavovaným nepřímou metodou.  P /  N
2. U metody procentuálního podílu na tržbách se zvažuje existence bodu zvratu.  P /  N
3. Pro sestavení finančního plánu je nutná spolupráce s ostatními odděleními podniku (marketingovým, personálním, technickým apod.)  P /  N

**Poznámky k 11. kapitole**



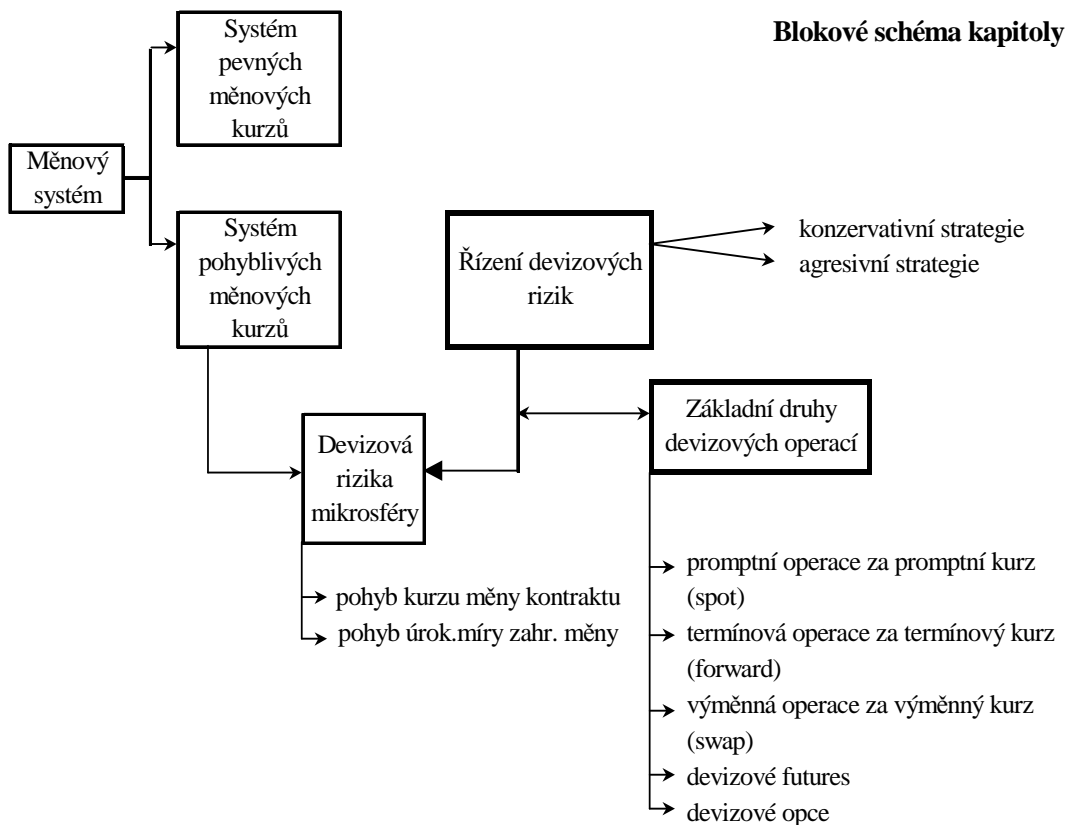


## 12 Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ popsat světový měnový systém
- ✓ charakterizovat národní devizový systém
- ✓ vysvětlit, v čem spočívají devizová rizika mikrosféry
- ✓ popsat základní druhy devizových operací
- ✓ vysvětlit, jak řídit devizová rizika v mikrosféře





*Předmětem této kapitoly bude nástin základních pojmů a vazeb v oblasti mezistátních finančních vztahů významných pro finanční řízení mikrosféry včetně popisu hlavních rizik.*



Naše ekonomika je zapojena do mezinárodní dělby práce

V současné době je každá ekonomika úzce propojena s vnějším ekonomickým prostředím a vlivem neustále se prohlubující globalizace tato její propojenost s vnějšími trhy dále roste. Objektivně i pro ČR je tento proces nezvratný, protože efektivní zapojení do mezinárodní dělby práce umožňuje české ekonomice realizovat významné úspory nákladů, jelikož mnohé produkty je ekonomika s to získat podstatně levněji formou dovozu místo vlastní domácí produkce. Česká republika je kromě toho objektivně nucena stále více se zapojovat do mezinárodní dělby práce i vzhledem k nedostatečným vlastním surovinovým a energetickým zdrojům, aby prostřednictvím efektivního vývozu byla schopna produkovat devizy nezbytné k pokrytí svých dovozních potřeb. V současnosti totiž více než 80 % domácí produkce je závislých na dovozních vstupech.

Tato významná míra zapojení ekonomiky do interakce s vnějším prostředím pak vyžaduje i adekvátní kvalifikovanost subjektů ekonomiky (státních i soukromých) při výkonu jejich finančních operací s tímto vnějším prostředím. Toto prostředí má totiž podstatně náročnější parametry a jejich neznalost způsobuje domácím subjektům účastnícím se interakce s ním výrazné ztráty při realizaci finančních operací s jeho subjekty.

## **12.1 Současný světový měnový systém, národní devizový systém a jejich rizika pro mikrosféru**

### **12.1.1 Základní pojmy**

**Měna** je souhrn peněžních znaků (především státovek a žirálních peněz) obíhajících ve vnitřním peněžním oběhu státu na základě státem stanovených pravidel (zpravidla ve formě zákonů).

**Deviza** je bezhotovostní forma zahraniční měny, vystupující nejčastěji v podobě žirálních peněz, směnky, šeku a platební karty.

**Valuta** je hotovostní forma zahraniční měny, vystupující v podobě zahraničních státovek a mincí.

**Měnový kurs** je cena národní měnové jednotky vyjádřena v měnových jednotkách jiných zemí. Zpravidla se ním rozumí kurs „střed“ příslušné národní banky. Tento kurs má jen informační funkci.

**Devizový kurz** je kurs národní měnové jednotky (např. CZK) vyjádřen v devizových jednotkách jiné země. Tento kurs stanovují jednotlivé obchodní banky v každé zemi a v každé obchodní bance může být jeho velikost vůči jiné zahraniční měně jiná.

**Devizový trh** je místo, kde se setkává nabídka s poptávkou po cizích devizových prostředcích. V národní ekonomice se ho zúčastňují především rozhodující obchodní banky země pod přímým dohledem příslušné národní banky a v některých zemích i pod dohledem ministerstva financí resp. bankovního dohledu. V mezinárodním měřítku se ho zúčastňují všechny banky ve světě, které mají něco do činění se směnou národních měnových prostředků za zahraniční, a také specializovaní účastníci devizových trhů - makléři (v německy mluvících zemích) nebo brokeři (v anglicky mluvících zemích).

**Revalvace měnového kursu** je zhodnocení – zpevnění kursu národní měny vůči ostatním měnám. Za národní měnovou jednotku v tomto případě koupí její vlastník více měnových jednotek jiných měn.

**Devalvace měnového kursu** je znehodnocení – oslabení kursu národní měny vůči ostatním měnám. Za národní měnovou jednotku koupí její vlastník v tomto případě méně měnových jednotek jiných měn.

**Konverze** je směna jedné devizy za jinou devizu, resp. za národní měnové jednotky.

**Devizová pozice** je vztah mezi pohledávkami a závazky devizového subjektu v jednotlivých zahraničních měnách k danému časovému okamžiku. Tato může být z hlediska rizika:

- Otevřená - rozdíl mezi pohledávkami a závazky k danému časovému okamžiku není nulový a proto uvedený subjekt podstupuje devizové riziko.
- Uzavřená - rozdíl mezi pohledávkami a závazky v dané měně v daném časovém okamžiku je u příslušného subjektu nulový a proto uvedený subjekt nepodstupuje žádné devizové riziko.

### 12.1.2 Systém pevných měnových kursů

**Rokem 1971 skončilo období pevných měnových kurzů**

Do roku 1971 existoval ve světě systém pevných měnových kursů založen na principu kovového krytí jednotlivých národních měn, přičemž toto kovové krytí bylo krytí drahým kovem – zlatem. Od 17.století se uplatnili různé modifikace tohoto krytí, přičemž přímé vystupování zlata v oběhu bylo stále více potlačováno.

**Nejznámější byl brettonwoodský systém**

Nejznámější a relativně dlouho úspěšně fungující modifikací tohoto systému byla jeho poslední modifikace. Byla přijata v roce 1944 v americkém lázeňském městečku Bretton-Woods a upravovala princip a fungování tohoto systému v období po druhé světové válce. V platnost vstoupila v roce 1945. Uvedená modifikace vycházela z principu, že jedinou za zlato vyměnitelnou měnou bude americký dolar. Ostatní měny stanoví svoje kursy vůči dolaru a přes ně se pak stanovil i zlatý měnový obsah jejich základních měnových jednotek. Výměna dolarů za zlato byla možná jen prostřednictvím centrálních bank zúčastněných zemí, přičemž vyměnit bylo možné jen přebytky platebních bilancí jednotlivých zemí. Třetí podmínkou bylo ustanovení o pevných měnových kurzech mezi měnami účastnických zemí, přičemž kursovní odchylka mohla představovat jen  $\pm 1\%$  oproti stanovenému startovnímu kursu. Při větších výchyilkách kursů musely centrální banky intervenovat v prospěch kursu své národní měny, tj.prodávát svou národní měnu při jejím vzestupu a tak uspokojit rostoucí poptávku po ní, resp. kupovat ji za devizové rezervy země v případě jejího poklesu. Devalvace a revalvace kursů bylo možné uskutečnit jen se souhlasem Mezinárodního měnového fondu při dlouhodobě nevyrovnaných platebních bilancích příslušných zemí.

**Jedinou za zlato vyměnitelnou měnou byl dolar**

**Systém pevných měnových kursů zaručoval podnikům plánovací jistotu**

Tento systém zaručoval exportérům a importérům zboží a služeb vysokou plánovací jistotu, protože kurz národní měny (až na několik málo výjimek revalvací a devalvací) byl vůči měně kontaktu stejný v momentu kalkulace, fakturace i inkasa za daný obchodní případ.

### 12.1.3 Systém pohyblivých měnových kursů

Krizí amerického dolaru a zrušením vyměnitelnosti této měny za zlato jako klíčového ustanovení brettonwoodského mezinárodního měnového systému jednostranným aktem USA v srpnu 1971 de facto skončilo i období pevných měnových kursů.

Institucionálně byl pak systém pohyblivých měnových kursů de iure založen na jednání Mezinárodního měnového fondu v Kingstonu na Jamajce v lednu 1976. Jeho podstata spočívá v tom, že kursy jednotlivých měn navzájem se určují už jen výhradně na základě nabídky a poptávky po jednotlivé měně na světových devizových trzích.

### 12.1.4 Rizika systému pohyblivých měnových kursů pro firemní prostředí

Systém pohyblivých měnových kursů postavil před firmy kvalitativně nová a do roku 1971 pro managery neznámá finanční rizika. Jejich podstata tkví v tom, že vzhledem k neustálým pohybům kursů jednotlivých měn žádný podnikatelský subjekt není s to přesně kvantifikovat svůj zisk k momentu inkasa své pohledávky. Vypočítané hodnoty k momentu kalkulace, fakturace a inkasa se totiž určitě liší, a to někdy i v rozsahu několik desítek procent. Příkladů z téměř již 30 let trvajících fenoménu plovoucích měnových kursů – jak bývá tento systém také někdy nazýván – je bezpočet.

**Pohyblivé měnové kursy přinášejí podnikům riziko**

Proto je potřeba v podniku umět tyto rizika vhodně řídit. U českých firem vznikla objektivní potřeba řízení těchto rizik od roku 1990 s přechodem ekonomiky na tržní systém řízení.

**Rizika měnových kurzů lze řídit**

### 12.1.5 Organizace vnitrostátního devizového trhu

Vývozci a dovozci zboží a služeb včetně služeb bankovních realizují prodej přebytečných deviz a nákup deviz nutných k úhradám do zahraničí na vnitrostátním devizovém trhu. Účastníky tohoto trhu jsou:

- Obchodní banky jako hlavní prostředníci pro nákup a prodej deviz v ekonomice
- Centrální banka
- Makléři resp. brokeři
- Firmy
- Jednotlivci (zpravidla pro turistické účely, ale už i jako spekulanti)

Vnitřní devizový trh možno rozdělit na dva vzájemně propojené subsystemy:

- Mezibankovní
- Retailový

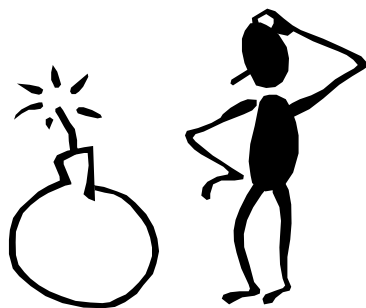
*Mezibankovní devizový trh* je tvořen obchodními vztahy mezi obchodními bankami, národní bankou a makléry resp. brokery. Dealeři uvedených subjektů obchodují mezi sebou na základě platebních vztahů vyplývajících jednak z platebních příkazů jejich klientů a jednak z vlastní podnikatelské činnosti v oblasti obchodování s vlastními devizovými prostředky. Tento trh tvoří převážnou většinu všech devizových obchodů na vnitrostátním devizovém trhu a jeho podíl dosahuje zpravidla až 90 % ze všech devizových operací. V některých publikacích je tento trh nazýván také velkoobchodním devizovým trhem.

*Retailový devizový trh* je založen na vztahu banka – klient, přičemž v poloze klienta vystupují firmy a soukromé osoby. Tyto zadávají obchodní bance příkazy na nákup, resp. prodej devizových prostředků a k jejich převodu na svého obchodního partnera do zahraničí s cílem splnit svůj obchodní závazek ze vzájemných obchodních vztahů. Do tohoto subsystému patří také realizace zahraničních šeků nebo nákup a prodej cestovních šeků příslušných nejvýznamnějších světových bank. V některých publikacích je tento trh nazýván maloobchodním devizovým trhem.

## 12.2 Devizová rizika mikrosféry

V souvislosti s realizací zahraničně obchodních a platebních operací mohou tuzemskému subjektu při řízení jeho zahraničních pohledávek, resp. závazků vzniknout dvě hlavní rizika:

- Riziko pohybu kursu měny kontraktu
- Riziko pohybu úrokové míry zahraniční měny v případě úvěrového vztahu.



## 12. Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik

Bankovní subjekty v průběhu 30 let existence pohyblivých měnových kursů a pohyblivých úrokových měr vytvořily celou škálu produktů, které umožňují v různém rozsahu tyto rizika eliminovat.

**K eliminaci rizik  
vytvořily banky řadu  
produktů**

Je potřeba výslovně zdůraznit, že nečinnost subjektu mikrosféry v této oblasti neznamená řízení těchto rizik. Nic neděláním v případě otevřené devizové pozice ze strany firmy lze přirovnat k pštrosovi, který strčil hlavu do písku. Tím však nebezpečí, které mu z existující otevřené devizové pozice hrozí, vůbec nepominulo. Takový subjekt pak může spoléhat jenom na štěstí, a to v případě, že otevřená devizová pozice se nezávisle na jeho znalostech bude vyvíjet pro něho ziskovým směrem. V opačném případě může dojít k velkým ztrátám, zejména při významných pohybech kursů.

**Nečinnost neznamená  
řízení rizik**

*V rámci řízení devizových rizik lze využít různých druhů devizových operací. Věnujte pozornost jejich studiu – jejich znalost vám může v budoucnu ušetřit nemálo finančních prostředků.*



### 12.3 Základní druhy devizových operací včetně zajišťujících

Mezi hlavní druhy těchto operací patří:

- Promptní (angl. spot) operace za promptní kurs
- Termínová (angl. forward) operace za termínový kurs
- Výměnná (angl. swap) operace za výměnný kurs
- Devizové futures
- Devizové opce.

**Ke snížení rizik lze  
využít různých  
devizových operací**

#### 12.3.1 Promptní (spot) devizová operace

*Promptní (spot) devizová operace* je základní operací na světových i národních devizových trzích. Její podstatou je dodání nakoupené devizy druhé smluvní straně do dvou obchodních dnů po uzavření kontraktu. V případě pracovního volna v průběhu těchto dvou obchodních dnů v jedné ze zemí, v měně které byl kontrakt uzavřen, se doba dodání posouvá o tento nepracovní den. Časový rozdíl mezi dnem uzavření kontraktu a dnem plnění slouží k transferu obchodované částky

z účtu prodávajícího na účet kupujícího a naopak (protože jeden subjekt jednu měnu prodává druhému subjektu a současně druhou od tohoto druhého subjektu kupuje).

Promptní devizová operace se vykoná za jeden z kurzů, který stanoví pracovník dealingového pracoviště oslovené banky pracovníku volající banky. Nabízený kurs je tvořen z dvou čísel, přičemž první číslo je nabídka oslovené banky ke koupi dané měny vůči jiné uvedené měně (angl. Bid) a druhé číslo je kurs, za který je daná banka příslušnou měnu připravena prodat (angl. Offer). Uvedený kurs se nazývá promptní neboli spotový kurs.

**Spread je rozdíl mezi nákupním a prodejním kurzem**

Rozdíl mezi nákupním a prodejním kurzem dané banky je její obchodní rozpětí (angl. spread). Spread se u bankovních obchodů pohybuje v současnosti v rozsahu 5 – 10 bodů pro partnerské banky, pokud obchodované množství je v rozsahu minimálně 1 mil. DEM nebo ekvivalentu jiné měny. Spread u valut je podstatně širší než u deviz. Je to zejména proto, že banka si do něj započítává i náklady spojené s obstaráním příslušné valuty (její převoz na obchodní místa, pojištění peněz, zjišťování pravosti zahraničních bankovek, atd.).

### **12.3.2 Termínová (forwardová) devizová operace**

*Termínová (forwardová) devizová operace* je nejstarší formou termínových devizových operací. Její základním znakem je, že doba splnění dodávky předmětného objemu obchodovaných deviz ode dne uzavření vzájemného obchodu je delší než 2 pracovní dny. Na světových devizových trzích se historicky vyprofilovaly obchody s dodáním za 3 dny (v bankovní anglické hantýrce zkratka T/N , tj. tomorrow/next), za 4,5,6 a 7 dní, pak za 1 týden (angl. zkratka S/W – spot/week), 2,3 a 4 týdny, a pak za 2, 3,... 12 měsíců. Obchodují se také termínové obchody na celé roky, tj. 1,2,3,.. let. V podstatě při větším obchodu, tj. zpravidla od částky 1 mil. USD, je každá větší zahraniční banka schopna postavit svému klientu termínový kurs na libovolné období včetně jednotlivých dnů.

Devizová forwardová operace se realizuje prostřednictvím termínovaného (forwardového) kursu. Jeho podstata vychází z ocenění rozdílné úrovně základní



## 12. Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik

úrokové sazby na každou z obou vzájemně obchodovaných měn. Vychází z toho, že rozdílná úroveň úrokových sazeb přitahuje cizí měnu za účelem dosažení vyššího zhodnocení oproti domácí úrokové úrovni. Příliv zahraniční měny má za následek zhodnocení domácí měny, která je výše úročena.

Vztah pro výpočet forwardového kursu je následující:

$$\boxed{\text{FR} = \text{SR} + \text{prémie (report)}} \quad (12.1)$$

$$\boxed{\text{FR} = \text{SR} - \text{diskont (deport)}} \quad (12.2)$$

$$\boxed{\text{prémie/diskont} = \text{SR} \times \text{úrokový rozdíl} \times \frac{\text{počet dní}}{360 \times 100}} \quad (12.3)$$

kde: FR = forward rate

SR = spot rate

Prémie (report) se připočítává k promptnímu kursu v případě vyššího úročení domácí měny oproti zahraniční měně.

Diskont (deport) se odečítá od spotového kursu v případě nižšího úročení domácí měny oproti zahraniční měně.

V současné době jsou tyto výpočty v bankách účastnících se obchodování na světových devizových trzích z hlediska jejich výpočtu plně automatizovány, aby příslušné dealery nezdržovaly v obchodování. Spread u nich se již dnes pohybuje v takovém malém rozpětí, jako je tomu u spotového kursu. To znamená, že velcí klienti získají nabídnutý kurs bid/offer v rozsahu 5 bodů.

### **PŘÍKLAD 12-1: Výpočet FORWARDOVÉHO KURZU**

#### **Zadání:**

Určete forwardový kurz CZK/SKK pro českého vývozce na 4 měsíce, když úročení 4-měsíčních českých depozit je 1,5 % p.a. a analogických slovenských 3,5 % p.a. Současný kurz je 0,744 CZK/SKK.

#### **Řešení:**

Dosadíme do vztahu 12.3 a vypočteme výši prémie/diskontu.

$$\text{prémie/diskont} = 0,744 \times 2 \times \frac{120}{360 \times 100} = 0,00496$$



Protože jsou česká depozita úročena nižší sazbou (1,5 %) oproti slovenským (3,5%), musíme diskont odečíst od spotového kurzu (viz vztah 12.2).

$$FR = 0,744 - 0,00496 = \mathbf{0,739}$$

Forwardový kurz činí 0,739 CZK/SKK.

*Domácí vývozní nebo dovozní firma by z pohledu profesionálního finančního řízení měla vždy udělat analýzu své otevřené devizové pozice.* Tato devizová pozice může být:

- dlouhá
- krátká

*Dlouhá devizová pozice* firmy znamená, že firma má přebytek pohledávek dané měny ke konkrétnímu datu, např. očekává z ciziny nějaké platby za vývoz svých výrobků nebo služeb nebo za poskytnutý vývozní úvěr.

*Krátká devizová pozice* firmy ke konkrétnímu časovému termínu znamená, že firma má vůči zahraničí nějaké devizové závazky (různého druhu) přesahující její pohledávky a tyto závazky jsou ke konkrétnímu termínu splatné.

V těchto případech musí finanční manager firmy přijmout strategii pro řízení rizik z této otevřené devizové pozice. V podstatě má dvě následující varianty volby:

- Devizovou pozici ponechá otevřenou, protože vývoj kursu měny kontraktu se bude vyvíjet ve prospěch směru otevřené devizové pozice.*
- Finanční manager otevřenou devizovou pozici uzavře, protože na základě analýzy relevantních faktů ovlivňujících měnový kurz domácí nebo zahraniční měny očekává k momentu inkasa zpevnění domácí měny.*

### 12.3.3 Výměnná (swapová) operace a swapový kurs

V hospodářské praxi se dá riziko změny kursu měny kontraktu zajistit i prostřednictvím swapové (výměnné) operace (to swap = vyměňovat si). Swapová operace je kombinací promptního a termínového obchodu. Swapová sazba je určována výlučně různou úrovní úrokových měr v zúčastněných zemích. Swapová sazba je rozdíl mezi promptním a termínovým kurzem.

Swapová sazba je rozdíl mezi promptním a termínovým kurzem

## 12. Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik

---

Podstatou swapové operace jsou dvě nedělitelné operace, uzavřené ve stejném okamžiku se stejným partnerem, přičemž minimálně jedna z nich je forwardová. Devizové trhy znají 2 základní typy swapových operací:

- Spot – forward
- Forward – forward

U operace první dealer banky:

1. devizy nakupuje za promptní kurs a současně stejný objem deviz na termín prodá  
nebo
2. devizy prodává za promptní kurs a současně stejný objem ve stejné měně na termín kupuje.

Zvláštěností této operace je, že promptní kurs je zpravidla brán jako střed. Tento typ obchodů se ve firmě využívá v případě potřeby např. okamžité platby do ciziny v dané měně, přičemž inkaso v dané měně obdrží firma až za nějaký konkrétní čas – např. 4 měsíce z vývozního akreditivu. Swapové operace spot-forward slouží tedy ve firemním finančním řízení především k překlenutí přechodné nelikvidity v dané měně.

U druhé operace je swapový kurs kótován jako dva samostatné forwardové kursy.

### 12.3.4 Devizové futures

Devizové futures mají mnohé znaky shodné s forwardovými operacemi. Jejich podstatou je také termínovaný kontrakt na předmětnou zahraniční měnu, tj. s dodáním minimálně za 3 pracovní dny. Co je od forwardových operací odlišuje, je především:

- Devizové futures probíhají zásadně na organizovaných trzích
- Tyto kontrakty jsou standardizovány

### 12.3.5 Devizové opce (currency option)

Z hlediska terminologie a přesného překladu z angličtiny v podstatě správný etymologický název má být měnové opce. Protože však na světových devizových

tržích každá světová měna vystupuje u těchto obchodů v jevové podobě deviz, říká se těmto obchodům i „devizové opce“. Tento název „devizové opce“ bude proto používán i v celé následující části.

Currency option jsou svou podstatou opět termínovou devizovou operací se všemi jejími základními znaky. Navíc však mají jednu vlastnost, která je odlišuje od klasické forwardové operace.

**S devizovou opcí je spojeno právo, nikoliv však povinnost nakoupit nebo prodat stanovený objem deviz**

Touto jejich specifickou vlastností je právo, nikoli však povinnost nabyvatele opce nakoupit (kupní opce – call option) nebo prodat (prodejní opce – put option) stanovený objem deviz v rámci sjednaného časového období za dohodnutou cenu.

Tento druh devizové operace byl uveden na trh jako klasický produkt k zajišťování kursovních rizik vývozců a dovozců. Realizace této operace umožňuje exportérům i importérům přesně kvantifikovat výšku svých nákladů na tuto operaci v rozsahu obvykle do výšky 3 – 5 %, a tudíž podstatně přesněji plánovat své skutečné náklady a výnosy skutečným neutralizováním kursovních rizik pro firmu.

Od svého vzniku v roce 1973 se však mezičasem opční devizové obchody rozvinuly i do klasické spekulativní podoby, kdy je nevyužívají exportéři a importéři k zajištění svých otevřených devizových pozic u vývozu nebo dovozu zboží a služeb, ale velcí devizoví investoři k otevírání a uzavírání svých čistě finančních otevřených devizových pozic bez jakéhokoliv jejich materiálního pozadí. Dnes mají tito devizoví investoři rozhodující podíl na currency options tržích.

Průběh obchodu s currency option je následující:

Nabyvatel neboli držitel opce (holder) na základě smlouvy mezi ním a vypisovatelem opce (seller, writer) má právo od smlouvy a jejího plnění odstoupit, přičemž cenou za toto odstoupení je zaplacení peněžní prémie. Současně vypisovatel opce se zavazuje po dobu trvání opce splnit svou nabídku. Majitel opce je povinen oznámit vypisovateli opce nejpozději 2 pracovní dny před její splatností, jestli opci uplatní a bude tedy na vypisovateli opce vyžadovat její splnění – nebo opci neuplatní

## 12. Devizový trh, devizové operace a finanční řízení devizových rizik

---

(např. z důvodu nevýhodného kursovního vývoje) a zaplatí sjednanou peněžní prémii. Pokud majitel opce toto své rozhodnutí vypisovateli opce sjednanou formou neoznámí, opce majiteli propadá.

Rozeznáváme 2 základní druhy opcí:

- Kupní opce (call option)
- Prodejní opce (put option)

Vypisovatel opce může vypsát kupní i prodejní opci. U *kupní opce* se zavazuje, že kupci opce umožní koupit od něho za vypsáných podmínek dohodnuté množství deviz při ve smlouvě sjednaném devizovém kursu. U *prodejní opce* se vypisovatel opce zavazuje, že od kupce put opce je připraven od něho koupit sjednané množství deviz za sjednaný kurs při splnění podmínek stanovených v put opčním kontraktu.

Při koupi opce platí kupující prémii, jejíž výšku ovlivňují následující faktory:

- Striking price
- Prémie
- Doba splatnosti
- Úroková sazba měny, ve které se platí premie
- Volatilita
- Druh opce – americká nebo evropská

*Striking price*, někdy i *strike price* (vykonávací cena) je kurs, za který je možno opční kontrakt koupit.

*Prémie* je cena, za kterou si kupující kupuje právo od vypisovatele opce od kontraktu odstoupit. U devizových opcí typu call je premie o to vyšší, o co vyšší je *strike price* vůči aktuálnímu promptnímu kursu. U devizových opcí typu put je premie za prodejní opci o to nižší, o co nižší je *strike price* oproti promptnímu aktuálnímu kursu.

*Doba splatnosti* přímo úměrně ovlivňuje výšku prémie. U kratších splatností je premie nižší a naopak u delších splatností je premie zpravidla vyšší. Je to z toho důvodu, že predikce kursu na kratší období je obvykle lehčí a přesnější než na období delší. Protože vypisovatel opce nese větší riziko změn kursů a jeho zisková marže je v důsledku pevně stanovené strike price pevně ohraničena, promítá toto riziko do výšky ceny prémie a tu musí zaplatit kupující.

*Úroková sazba měny*, ve které se platí premie, ovlivňuje výši prémie z titulu různých úrokových sazeb jednotlivých měn kontraktu. Úroková sazba způsobuje tím větší výši prémie, čím vyšší je úrokový rozdíl ve prospěch měny, ve které se premie vyplácí. Je to z toho důvodu, že vypisovatel např. call opce musí svá aktiva držet v měně, ve které opci vypsál a kterou bude v budoucnu povinen dodat.

*Volatilita* je míra rozkolísanosti kurzu jedné měny vůči jiné měně. U měnových opcí je v kursu obsažena jednak volatilita kurzů příslušných měn minulá a jednak očekávání devizových trhů předmětných kurzů očekávaná v budoucnu. Větší volatilita kurzu u předmětné opce má za následek větší výšku prémie, kterou musí zaplatit nabyvatel opce jejímu vypisovateli.

*Druh opce* rozeznáváme z hlediska možnosti jejího plnění v čase. Na světových finančních trzích se v současnosti vyskytují dva základní druhy:

- Evropská opce
- Americká opce

Rozdíl mezi nimi není regionální, ale v možnosti realizace opce. Podstata evropské opce tkví v dohodě o její splatnosti k předem pevně stanovenému datu, zatímco u amerického typu opce lze opční právo využít kdykoliv v průběhu kontraktu, tzn. od jeho uzavření až do doby splatnosti. Je jisté, že u tohoto druhého způsobu nese vypisovatel opce podstatně větší rizika a proto jsou americké opce oproti evropským podstatně dražší.

Devizové opce z hlediska standardů mohou být:

- Standardizovány
- Over the counter

*Standardizované devizové opce* mají stanoveny standardní objemy pro jednotlivé měny, standardní strike prices a standardní termíny splatnosti. Tyto termíny jsou stanoveny a jsou shodné s termíny pro obchody futures.

*Over the counter devizové opce* je možné dohodnout i mimo existující burzovní specializované trhy a za nestandardizovaných podmínek. Vypisovatelem opce je v takovém případě zpravidla velká nadnárodní banka, mající značné zkušenosti s tímto typem obchodů, která je schopna pro svého velkého klienta stanovit ad hoc podmínky pro nabyvatele opce.

### **12.3.6 Riziko pohybu úrokové míry u úvěrového kontraktu a nástroje na jeho řízení**

Po provedené liberalizaci peněžních vztahů se zahraničím se pro domácí podnikatelské subjekty otevřely i kvalitativně nové možnosti v oblasti nových úvěrových nástrojů oproti situaci z plánované ekonomiky. Jejich podstata spočívá v tom, že podnikatelský subjekt si může sám zvolit, jestli je pro něho výhodnější:

- vzít si domácí úvěr nebo úvěr ze zahraničí
- jestli tento úvěr bude za pohyblivou (variabilní) anebo za pevnou (fixní) úrokovou sazbu.

**Zdrojem financování  
podniku může být  
devizový úvěr**

Podstatně větší prostor vznikl pro subjekty zabývající se vývozní a dovozní činností, a to se vznikem možností využít nové formy financování, které často jsou rychlejší a levnější oproti klasickým úvěrovým vztahům (např. faktoring, forfaiting, atd.).

Hlavní riziko, před které jsou subjekty v oblasti zahraničních úvěrových vztahů postaveny, je riziko pohybu úrokové míry kontraktu. Subjekt účastnící se těchto vztahů by měl umět kvalifikovaně odhadnout, jestli pro zvolenou měnu kontraktu:

**Rizikem pro dlužníka  
i věřitele je pohyb  
úrokové míry  
kontraktu**

1. úrokové míry pro období trvání úvěrového kontraktu porostou
2. zůstanou stabilní
3. úrokové míry poklesnou.

Na základě této analýzy pak zvolí pro svou finanční situaci a potřeby strategii, která mu umožní minimalizovat náklady na vypůjčené zdroje nebo maximalizovat výnosy v případě jeho věřitelského postavení.

Nadnárodní banky, které jsou největšími účastníky tohoto trhu, vyvinuly za uplynulých 30 let množství produktů, umožňujících podnikatelskému subjektu vytvořit si pro financování jeho potřeb optimální strategii.

Tyto produkty jsou jak pro věřitele, tak také pro dlužníky. Umožňují kombinovat pevné úrokové sazby s pohyblivými, umožňují stanovení flukтуаčního pásma výše úroků, ve které se budou moci úrokové sazby kontraktu jenom pohybovat, atd. Pro podnikatelský subjekt je potřebné se s těmito produkty seznámit a pak z nich „namixovat“ optimální variantu pro své potřeby včetně krytí úrokových rizik.

## 12.4 Řízení devizových rizik v mikrosféře

Jak je z výkladu v předešlé části patrné, účastníci devizových trhů si velmi rychle uvědomili rizika z kurzovních výkyvů a jejich negativní dosah na hospodaření všech subjektů účastnících se mezinárodních zbožově-peněžních vztahů. Proto se od vzniku pohyblivých měnových kurzů v roce 1971 jednotlivé subjekty světových finančních trhů věnovaly vývoji takových finančních produktů, které umožňují tyto rizika výrazně zmírnit, nebo i úplně neutralizovat za přiměřenou a uživatelskými trhovými subjekty akceptovatelnou cenu.

Pro zajištění těchto kurzovních rizik se ve finančním světě udomácnil termín **hedging**.

*Hedging* je proces vykonání nutných devizových operací, jejichž prostřednictvím libovolný subjekt světových finančních vztahů *uzavírá* svou otevřenou devizovou pozici prostřednictvím opačné devizové, depozitní nebo úvěrové operace.

Rizika lze zmírnit  
nebo neutralizovat



Pro hedging se používají především již popsané devizové operace. Jde o operace typu forward, swap, devizové futures a devizové opce.

Finanční řízení těchto rizik na úrovni firmy spočívá ve:

- Kvantifikaci svých pohledávek a závazků v zahraniční měně, resp. jednotlivých zahraničních měnách (jak na základě pohybu zboží, tak i ze všech úvěrových vztahů se zahraničím)
- Určení jejich splatnosti
- Zvolení vhodné strategie řízení devizových rizik.

Teorie i praxe rozeznává dva základní druhy strategií:

1. konzervativní
2. agresivní.

*Konzervativní strategie* je založena na zabezpečení eliminace všech kursovních a úvěrových rizik pro dopady do jejího hospodářského výsledku za přiměřenou cenu (zpravidla 2 – 4 % z celkové hodnoty kontraktu u kursovních rizik a do 1 % u úvěrových rizik). Nepovoluje zaujímání otevřených devizových pozic, ale striktně trvá na jejich úplném uzavření. To znamená, že má zájem se orientovat na svoji hlavní produkční činnost a nemíní nechat ohrozit svou existenci ztrátami z otevřených devizových pozic. Jejím základním a jediným cílem je orientace na své silné produkční stránky a na tvorbu zisku právě z těchto činností a ze žádných jiných.

*Agresivní strategie* je založena na cíleném a cílevědomém vytváření otevřených devizových pozic i nad rámec vlastní produkční činnosti. V praxi to znamená, že takovýto subjekt úmyslně vytváří svou otevřenou devizovou pozici s cílem dosažení mimořádného zisku z devizových operací i nad rámec pokrytí vlastních vývozních, dovozních nebo úvěrových potřeb. Takovýto subjekt vychází z dobré informovanosti v určitém segmentu světových devizových trhů a tyto informace také komerčně realizuje ve formě mimořádných zisků z devizových operací, které nemají žádnou materiální oporu v jeho vlastní produkční činnosti.

**Řízení devizových  
rizik jako součást  
hospodářských  
operací**

**Vedle zajištění  
hospodářských  
operací lze na  
devizových trzích  
vydělávat spekulací**



**SHRNUTÍ:**

1. Mezi dvě hlavní devizová rizika patří riziko pohybu kursu měny kontraktu a riziko pohybu úrokové míry zahraniční měny v případě úvěrového vztahu.
2. Devizová rizika mohou být eliminována následujícími operacemi: promptní (spot) operace za promptní kurs, termínová (forward) operace za termínový kurs, výměnná (angl. swap) operace za výměnný kurs, devizové futures a devizové opce.
3. Hedging je proces vykonání nutných devizových operací, jejichž prostřednictvím libovolný subjekt světových finančních vztahů uzavírá svou otevřenou devizovou pozici prostřednictvím opačné devizové, depozitní nebo úvěrové operace.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** měna, deviza, valuta, měnový kurz, devizový kurz, devizový trh, revalvace a devalvace měnového kurzu, konverze, devizová pozice, systém pevných měnových kurzů, systém pohyblivých měnových kurzů, devizová rizika, základní druhy devizových operací, promptní devizová operace (spot), termínová devizová operace (forward), dlouhá devizová pozice, krátká devizová pozice, výměnná operace (swap), devizové futures, devizové opce, hedging, konzervativní a agresivní strategie.



**OTÁZKY:**

- 1) Vysvětlete, proč je potřeba se zabývat řízením devizových rizik.
- 2) Charakterizujte, na jakém principu fungoval systém pevných měnových kursů .
- 3) Popište rizika pro podnikatelské subjekty, která souvisejí se systémem pohyblivých měnových kursů.
- 4) Vysvětlete, jaká rizika se mohou vyskytnout v souvislosti s realizací zahraničně obchodních a platebních operací.
- 5) Charakterizujte princip devizových opcí.



**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Správně doplňte následující výroky.**

1. Bezhotovostní forma zahraniční měny se nazývá .....
2. Zpevnění kursu národní měny vůči ostatním měnám můžeme označit pojmem .....
3. V případě, že za národní měnovou jednotku koupíme méně měnových jednotek jiných měn, mluvíme o .....
4. V situaci, kdy rozdíl mezi pohledávkami a závazky k danému časovému okamžiku není nulový a uvedený subjekt podstupuje devizové riziko, hovoříme o ..... devizové pozici.
5. Rozdíl mezi promptním a termínovým kurzem vyjadřuje .....
6. V případě nižšího úročení domácí měny oproti zahraniční měně se jedná o ....., který musíme od spotového kurzu .....
7. Míru rozkolísanosti kurzu jedné měny vůči jiné měně vyjadřuje .....
8. Proces vykonání nutných devizových operací, jejichž prostřednictvím libovolný subjekt světových finančních vztahů uzavírá svou otevřenou devizovou pozici prostřednictvím opačné devizové, depozitní nebo úvěrové operace se nazývá .....

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Systém pevných měnových kursů je založen na principu kovového krytí jednotlivých národních měn.  P /  N
2. Systém pohyblivých měnových kurzů zaručuje exportérům a importérům zboží a služeb vysokou plánovací jistotu.  P /  N
3. V případě, že doba splnění dodávky předmětného objemu obchodovaných deviz ode dne uzavření vzájemného obchodu je delší než 2 pracovní dny, mluvíme o promptní devizové operaci (spotu).  P /  N

4. S devizovou opcí je spojena povinnost nakoupit nebo prodat stanovený objem deviz.

P /  N

5. Strategie, která nepovoluje zaujímání otevřených devizových pozic, ale striktně trvá na jejich úplném uzavření, se nazývá konzervativní.

P /  N

**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

Promptní operace za promptní kurs	Otevřená, uzavřená
Termínová operace za termínový kurs	Hotovostní forma zahraniční měny
Výměnná operace za výměnný kurs	Bezhotovostní forma zahraniční měny
Deviza	Swap
Valuta	Hedging
Konverze	Spread
Devizová pozice	Směna jedné devizy za jinou devizu
Zajištění kurzových rizik	Forward
Obchodní rozpětí	Spot

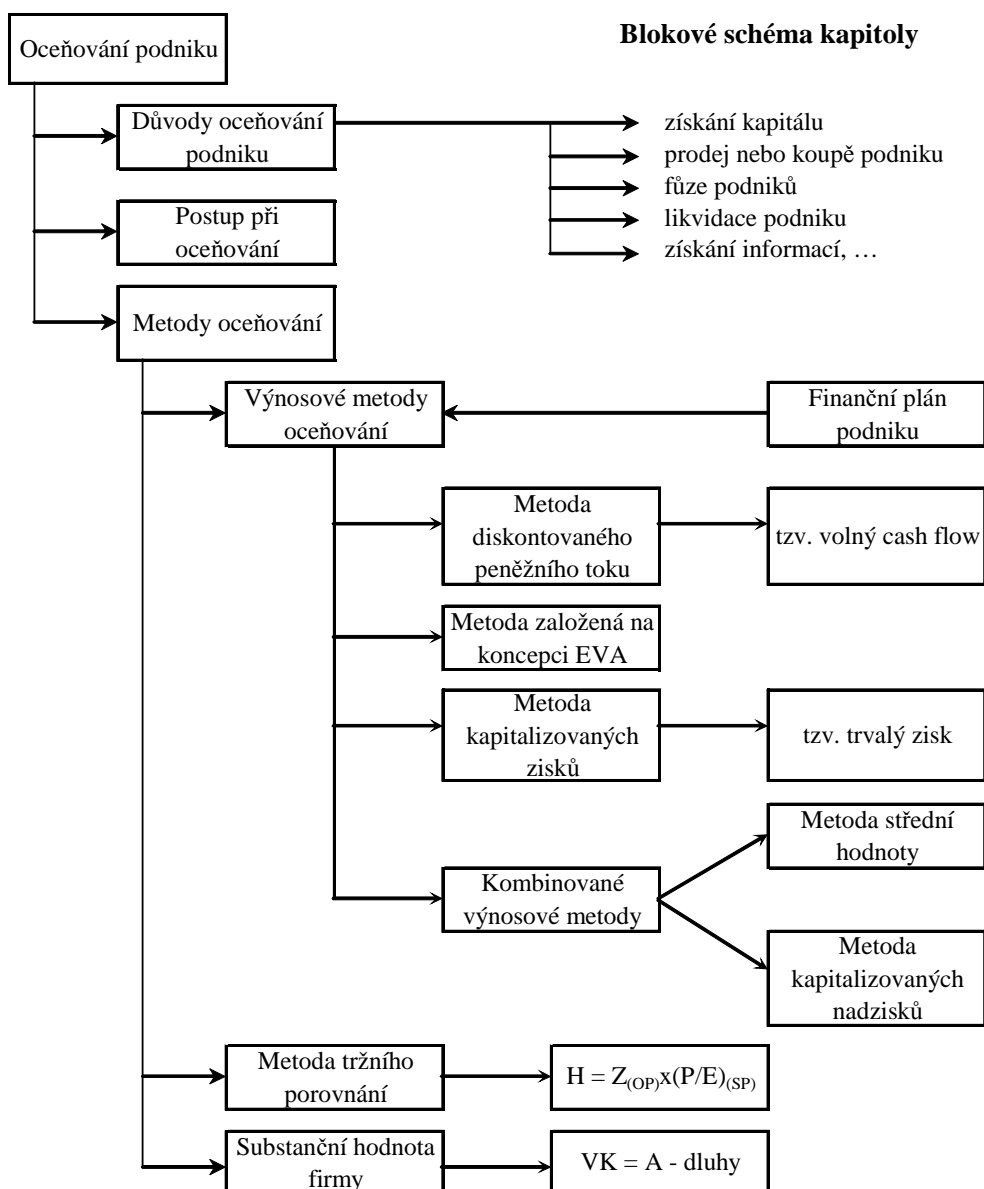
**Poznámky ke 12. kapitole:**

## 13 Oceňování podniku

### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ vyjmenovat důvody pro oceňování podniků
- ✓ popsat postup při oceňování podniků
- ✓ charakterizovat základní metody oceňování





*Z 1. kapitoly si jistě pamatujete, že základním úkolem finančního řízení je maximalizace její hodnoty. V této kapitole se seznámíte s metodami, pomocí kterých je možné zjistit hodnotu podniku. Obecným cílem těchto metod je zjistit co nejvěrněji tržní hodnotu podniku. Studium problematiky oceňování je třeba věnovat zvláštní pozornost, jelikož má ve finančním řízení zastřešující charakter.*



### 13.1 Důvody oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku má v praxi vždy konkrétní cíl, na jehož základě se volí do jisté míry i metoda oceňování. Mezi hlavní důvody zjišťování hodnoty podniku patří zejména:

- snaha získat nový vlastní nebo cizí kapitál,
- zájem prodat nebo koupit podnik, popřípadě majetkovou účast,
- fúze podniků,
- likvidace podniku,
- získání informací o vývoji podniku,
- fiskální důvody, aj.

Pro odhad hodnoty podniku se používá více metod, jejich použití je omezeno dostupností informací a větší nebo menší obtížností postupů a je podřízeno funkcím, které by ocenění mělo splnit. Z hlediska rozhodování o dlouhodobých zdrojích financování jde o zjištění vlivu přijatého rozhodnutí na tržní hodnotu podniku.

#### Postup při oceňování podniku

Obecně je potřebné při oceňování podniku dodržet tento postup (25):

1. Hodnotit podnik ze strategického hlediska; výsledkem hodnocení je kvalitativní rámec pro budoucí vývoj podniku a posouzení reálnosti čísel, která budou obsažena ve finančním plánu.
2. Ocenit podnik z finančního hlediska; ocenění obsahuje dva kroky:
  - a) ocenění podniku „samého o sobě“
  - b) ocenění podniku z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnu.

**Důležitý je správný postup při oceňování**

Velice důležité je uvědomit si, že oceňování podniku neznamená pouhé dosazení čísel do vzorců, ale především je nutno zpracovat řadu dílčích podpůrných analýz. Jedná se především o analýzu makroprostředí, ve kterém podnik funguje, analýzu mikroprostředí a nesmí chybět ani finanční analýza podniku.

**Problém k zamyšlení 13-1:**

Vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Zamyslete se proč a uveďte, které ukazatele charakterizující makroprostředí mají na podniky podle vašeho názoru největší vliv.



## 13.2 Metody oceňování podniku

Nejčastěji používané metody stanovování tržní hodnoty podniku jsou založeny na:

- ✓ analýze výnosů
- ✓ analýze tržní hodnoty
- ✓ analýze majetku (6, 24, 25)

*Při oceňování v praxi je užitečné, aby byla provedena aplikace několika metod oceňování, a to především s cílem hledání co nejuvěrnějšího výsledku. Každá z metod vychází z jiných principů a tudíž přináší jiný pohled na hodnotu podniku.*



### 13.2.1 Výnosové metody oceňování

Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Výnosové metody založené obecně na očekávaných příjmech, jsou tedy teoreticky nejsprávnější metodou (6, 18, 25). Největším problémem těchto metod je odhad budoucích výnosů podniku.

**Výnosové metody jsou teoreticky nejsprávnějším přístupem**

Existují 4 základní výnosové metody:

- a) metoda diskontovaného peněžního toku
- b) metoda založena na koncepci EVA

- c) metoda kapitalizovaných výnosů
- d) kombinované metody

### 13.2.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Metoda DCF vychází z budoucího vývoje podniku

Hodnota dnes se vždy rovná budoucímu peněžnímu toku diskontovanému alternativním nákladem. Problémem je definovat, co se pod pojmem peněžní tok skrývá, odhadnout výši těchto toků v budoucnu a stanovit diskontní sazbu (kalkulační úrokovou míru) (6). Použitá míra diskontování by měla odrážet náklady příležitosti těch, kdo poskytují kapitál. Náklady příležitosti kteréhokoliv investora se rovnají míře návratnosti, kterou by mohl investor vydělat na jiných investicích se stejným rizikem.

Finanční struktura má vliv na hodnotu podniku

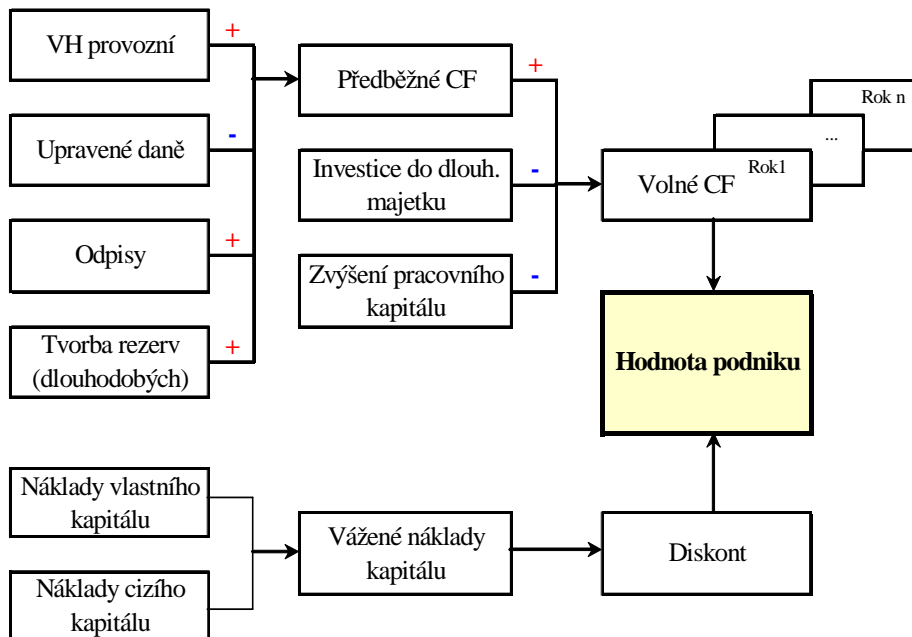
Pro potřeby oceňování je východiskem pro použití této metody stanovení tzv. **volného cash flow** (disponibilního peněžního příjmu) (25). Je to celkový peněžní příjem podniku po zdanění, který je k dispozici všem, kdo poskytují podniku kapitál, tj. věřitelům i vlastníkům. Lze jej považovat za peněžní příjem po zdanění, který by byl k dispozici vlastníkům podniku, kdyby podnik neměl žádný dluh (6). Disponibilní peněžní příjem není ovlivněn finanční strukturou podniku, ale fin.struktura má vliv na vážený průměr hodnoty kapitálu podniku a tím i na hodnotu podniku. Výpočet volného cash flow přehledně znázorňuje tab. 13-1 a obr. 13-1.

Základem je stanovení volného CF

<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Výsledek hospodaření (zisk/ztráta) z provozní činnosti před daněmi</li> <li>- Upravená daň z příjmu (= VH z provozní činnosti před daněmi x daňová sazba)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>= Výsledek hospodaření (zisk) z provozu po daních</li> <li>+ Odpisy</li> <li>+ Ostatní náklady započítané v provozním zisku, které nejsou výdaji v běžném období</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>= Předběžný peněžní tok z provozu</li> <li>- Investice do pracovního kapitálu (provozně nutného)</li> <li>- Investice do pořízení investičního majetku (provozně nutného)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>= <b>Volný cash flow</b></li> </ul>

Tab.13-1 Výpočet volného cash flow (27)





Obr. 13-1 Výpočet volného cash flow (27)

Stanovení odpovídající kalkulační úrokové míry (diskontní sazby) pro kapitalizaci patří spolu s prognózou budoucích výsledků hospodaření k nejdůležitějším faktorům, které mají vliv na objektivnost ocenění podniku na bázi výnosů.

Propočet metodou DCF probíhá obvykle ve dvou krocích (25):

1. Určíme celkovou hodnotu podniku. Celkovou hodnotou podniku rozumíme součet hodnoty vlastního a cizího kapitálu. Z cizího kapitálu je ovšem započítáván jen úročený cizí kapitál. Hodnotu celkového kapitálu určíme pomocí celkového volného peněžního toku, který zahrnuje jak platby za vlastní, tak i za cizí kapitál. (Pozn.: volný peněžní tok obsahuje i úroky z cizího kapitálu).

**Dvoufázová metoda  
ocenění se skládá ze  
dvou kroků**

2. Ve druhém kroku vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu. Celkovou hodnotu podniku snížíme o hodnotu dluhů k datu ocenění. Nové dluhy, které budou teprve přijaty, neuvažujeme, počítáme s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. Nakonec přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění.

Budoucí období je možné rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje zbytek časového horizontu od konce první fáze do nekonečna.

Při použití standardní dvoufázové metody můžeme hodnotu podniku celkem (H) určit pomocí vztahu:

$$H = \sum_{t=1}^k \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_S}{i} \times (1+i)^{-k} \quad (13.1)$$

- kde:  $CF_t$  = cash flow v jednotlivých letech  
 $i$  = diskontní sazba (kalkulovaná úroková míra)  
 $CF_S$  = stálé cash flow na období, které začíná od k-teho roku  
 $k$  = délka první fáze v letech

$$\frac{CF_S}{i} = \text{trvalá renta, event. } \frac{CF_S}{i - g}$$

kde  $g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během 2. fáze

Použití dvoufázové metody předpokládá, že jsme schopni určit hodnotu podniku po explicitně prognózovaném období. Doporučená délka první fáze se v literatuře liší, např. Mařík (25) doporučuje alespoň 7 let, Wöhe (52) 5 let; Wöhe navíc předkládá variantu, podle které se trvalá renta vypočítává již z výsledků prvního roku. Od druhého roku se věnuje pozornost již jen předvídatelným změnám, které jsou váženy rok od roku klesající pravděpodobností výskytu.



**PŘÍKLAD 13-1: Výpočet HODNOTY PODNIKU METODOU DCF - (POUŽITÍM DVOUFÁZOVÉ METODY)**

**Zadání:**

Oceňovaný podnik má následující plán cash flow pro příštích pět let (v mil.Kč):

Rok	Cash flow
2007	80
2008	90
2009	110

2010	115
2010 a dále	135

Diskontní úroková míra je 12 %. Určete výnosovou hodnotu podniku k 1.1.2007.

**Řešení:**

1. fáze je tvořena obdobím, kdy máme vypracovanou prognózu peněžního toku pro jednotlivá léta - v našem případě rok 2007-2010

$$H_{1.fáze} = \sum_{t=1}^k \frac{CF_t}{(1+i)^t} =$$

$$= \frac{80}{(1+0,12)^1} + \frac{90}{(1+0,12)^2} + \frac{110}{(1+0,12)^3} + \frac{115}{(1+0,12)^4} = 294,6 \text{ mil.Kč}$$

2. fáze je tvořena odhadem CF bez časového omezení. Hodnotu podniku pro toto období vypočítáme jako perpetuitu, kterou převedeme na současnou hodnotu.

$$H_{2.fáze} = \frac{CF_S}{i} \times (1+i)^{-k} = \frac{135}{0,12} \times (1+0,12)^{-4} = 715 \text{ mil.Kč}$$

Hodnotu podniku dostaneme, když sečteme obě fáze.

$$H = \sum_{t=1}^k \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_S}{i} \times (1+i)^{-k} = 294,6 + 715 = 1009,6 \text{ mil.Kč}$$

Hodnota podniku činí 1009,6 mil. Kč.

Kromě standardní dvoufázové metody lze použít pro ocenění podniku s nekonečně dlouhou existencí metody založené na odhadu průměrného tempa růstu (viz např. 25).

### 13.2.1.2 Metoda založená na koncepci EVA

Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné z především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku.

**EVA odráží tvorbu hodnoty**

Jednoduše můžeme napsat, že hodnota podniku je rovna:

$$H_{\text{Podniku}} = \text{investovaný kapitál} + \text{současná hodnota budoucích EVA}$$

Uvedený tvar můžeme rozepsat podrobněji:

$$H_{\text{Podniku}} = C_t + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{EVA_n}{WACC_n} \times (1+WACC_n)^{-n} \quad (13.2)$$

kde H - hodnota podniku  
 $C_t$  - investovaný kapitál (vlastní kapitál + úročené cizí zdroje)  
 $t$  - jednotlivá léta existence podniku

- n - délka prognózovaného období
- EVA - ekonomická přidaná hodnota
- WACC - vážené průměrné náklady kapitálu

Prognóza zisku na dlouhou dobu dopředu není ve většině podniků reálná, proto se dává v podmínkách naší republiky přednost tzv. dvoufázové metodě. Princip této metody spočívá v tom, že plánovači jsou schopni připravit poměrně reálný plán zisku na zhruba 3-5 let. Pro následující období je většinou možný jen odhad. Hodnota podniku je tedy součtem investovaného kapitálu, diskontované EVA pro 1.fázi a trvalé renty z odhadu stálé EVA - 2.fáze, kterou je ještě nutno převést na aktuální hodnotu výchozího okamžiku plánování. Jako diskontní míru, převádějící budoucí hodnoty EVA na současnou hodnotu EVA, použijeme vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). Pro ilustraci bude uveden zjednodušený příklad.



#### **PŘÍKLAD 13-2: Výpočet HODNOTY PODNIKU S VYUŽITÍM MODELU EVA**

##### **Zadání:**

Společnost PLASTA, a.s. je výrobcem výrobků pro plastikářský průmysl. Na základě níže uvedených údajů se pokuste stanovit její hodnotu. Dlouhodobý bankovní úvěr byl společnosti poskytnut s 8% úrokovou sazbou. Náklady na vlastní kapitál jsou odhadnuty ve výši 10%. V úvahu bereme 24% daň z příjmu.

Vlastní kapitál	140 mil. Kč
Úročené cizí zdroje	60 mil. Kč
Investovaný kapitál	200 mil. Kč

Finanční plán PLASTA, a.s. (roky 2007-2009)

	ROK	EBIT	Investovaný kapitál
	2007	40	210
	2008	42	225
	2009	45	240
	po r. 2009	49	250

##### **Řešení:**

Nejdříve vypočteme vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) dle vztahu 8.7.

$$WACC = 8 (1 - 0,24) * 60 / 200 + 10 * 140 / 200$$

$$WACC = 8,824\%$$

Dále vypočteme hodnotu EVA pro období 2007-2009 a po roce 2009 (4. řádek). Pro její výpočet použijeme vztah 4.34. Diskontováním WACC hodnoty EVA převedeme na současnou hodnotu (5. řádek). Vypočteme trvalou rentu (6. řádek) a opět převedeme na současnou hodnotu (7. řádek).

	2007	2008	2009	po r. 2009
1. Investovaný kapitál	210	225	240	250
2. EBIT x (1 - T)	30,4	31,92	34,2	37,24
3. WACC x C	18,53	19,85	21,18	22,06
4. EVA	11,87	12,07	13,02	15,18
5. PV EVA	10,91	10,19	10,10	10,82
6. Pokračující hodnota				172,03
7. PV pokrač. hodnoty				133,48
8. Hodnota podniku				364,69

Podle vztahu 13.2 tedy získáme hodnotu podniku.

$$H = 200 + \frac{11,87}{(1+0,08824)} + \frac{12,07}{(1+0,08824)^2} + \frac{13,02}{(1+0,08824)^3} + \frac{15,18}{0,08824} \times (1+0,08824)^{-3} =$$

$$= \mathbf{364,69 \text{ mil. K}\check{c}}$$

nebo  $H = 200 + 10,91 + 10,19 + 10,1 + 133,48 = \mathbf{364,69 \text{ mil. K}\check{c}}$

Celková hodnota podniku PLASTA, a.s.	364,69 mil. Kč
Cizí zdroje	60 mil. Kč
Hodnota VK	304,69 mil. Kč

### 13.2.1.3 Metoda kapitalizovaných výnosů

V německé praxi je dáována přednost metodě kapitalizovaných výnosů, která se opírá o minulé výsledky (období 3-5 let). Časová řada minulých zisků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň a stává se základem pro výpočet tzv. **trvalého zisku**. Trvalý zisk je třeba chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku. Pro odhad trvalého zisku se používají dvě metody:

- paušální metoda
- analytická metoda

Metoda kapitalizovaných výnosů patří ke konzervativním metodám

Podstatou paušální metody je vážený průměr minulých upravených zisků:

$$\text{trvalý zisk} = \sum_{t=1}^K q_t \cdot Z_t \quad (13.3)$$

kde:  $Z_t$  = minulé upravené zisky  
 $q_t$  = váhy, které určují význam zisku za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvalého zisku (roky bližší současnosti mají větší váhu)  
 $K$  = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Tato metoda je vhodná tam, kde se nepředpokládá žádný větší dlouhodobý růst. V ostatních případech je lepší použít metodu analytickou, u které posoudíme setrvačnost dosud působících faktorů a zároveň se pokusíme zjistit, zda nepůsobí faktory jiné. Na základě rozborů faktorů působících na zisk se pokusíme odhadnout vývoj trvale odnímatelného zisku do budoucnosti.

Máme-li k dispozici odhad trvalého zisku, můžeme diskontovat tento odhad trvalého zisku (nebo řady budoucích trvalých zisků).

Výpočet výnosové hodnoty metodou kapitalizace zisku se provádí pomocí vzorce tzv. **věčné renty** (25):

$$\boxed{\text{Výnosová hodnota} = \frac{Z_T}{i_K}} \quad (13.4)$$

kde:  $Z_T$  = trvalý zisk,  $i_K$  = kalkulovaná úroková míra

### 13.2.2 Metody tržního porovnání

Metoda je založena na srovnání

Tržní hodnotou podniku rozumíme odhad ceny, za kterou by bylo možné podnik reálně prodat. Jde-li o podnik, jehož akcie jsou běžně obchodovány, lze vycházet z aktuálního kurzu akcií na veřejných trzích. Z kurzu akcií a jejich počtu pak snadno určíme tržní hodnotu vlastního kapitálu. Pokud se nejedná o akciovou společnost, jejichž akcie jsou běžně obchodovány, nebo se jedná o jinou právní formu společnosti, pak se vychází z aktuálních cen srovnatelných podniků.

Metoda tržního porovnání je zde uplatňována ve třech rovinách (25):

- srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známá
- srovnání s jinými podniky, které byly předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu

- srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu.

Abychom z ceny srovnatelného podniku mohli odvodit tržní hodnotu našeho podniku, používáme tzv. *tržní faktory (multiplikátory)*. Obecná podoba multiplikátoru je cena akcie/vybraný ukazatel přepočtený na akcii.

**Využití  
multiplikátoru P/E  
pro tržní ocenění**

Nejznámější je poměr P/E (Price Earning Ratio), tj. ukazatel poměru tržní ceny (kursu) akcie k čistému zisku na akcii. Srovnávací hodnotu akcie hodnoceného podniku dostaneme vynásobením jeho čistého zisku na akcii a P/E obdobného podniku, popř. průměrného P/E daného oboru.

Odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku:

$$H = Z_{(OP)} \times (P/E)_{(SP)} \quad (13.7)$$

kde:  $Z_{(OP)}$  = zisk na akcii přepočtený za poslední období pro oceňovaný podnik

$(P/E)_{(SP)}$  = multiplikátor P/E vyvozený ze souboru srovnatelných podniků

S použitím multiplikátorů je spojena řada problémů (24):

- jak vypočítávat zisk, aby údaje byly srovnatelné
- v jakém časovém okamžiku mají být podchyceny údaje o kurzech a zisku (změny zisku mohou vyvolat změnu kurzu až s určitým zpožděním).

Obvykle se ocenění podniku neprovádí pouze na základě srovnání P/E, ale doplňuje se o další ukazatele odvozené od kursu akcie. Jedná se především o poměr tržní ceny akcie k peněžnímu toku připadajícímu na akcii P/CF, k tržbám (obratu) připadajícím na akcii P/T, k účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii P/VK nebo k aktivům P/A.

Poměr P/CF odstraňuje základní nedostatky výpočtu zisku (cash flow je obtížněji manipulovatelné než zisk). Další ukazatel P/T má význam zase hlavně v odvětvích, kde je relativně stabilní hrubá marže, ale silně kolísající zisk, což je častý případ obchodních podniků. Ve výrobních podnicích se naopak často zdůrazňuje význam aktiv, protože ta jsou potenciálem tvorby výnosů.

Výhodou metody tržního porovnání je její technická jednoduchost. Kromě multiplikátorů je však nutné vzít v úvahu i další vlivy, které je nutno do ocenění promítnout (pomocí různých srážek a přírážek). Tím se však z objektivní metody stává metoda s více či méně subjektivním charakterem a je vhodné ji považovat za metodu pomocnou.

Použití této metody vyžaduje vyspělý trh s cennými papíry s dobře se orientujícími investory, kteří svými nákupy a prodeji nepřipustí existenci výrazně podhodnocených nebo nadhodnocených akcií. Použití této metody při zjišťování vlivu rozhodnutí o zdrojích financování na tržní hodnotu podniku je kromě výše uvedeného omezené z důvodu problematické srovnatelnosti podniků.



**PŘÍKLAD 13-3: Výpočet TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ MULTIPLIKÁTORU P/E**

Zadání:

Za poslední rok byly prodány tyto podniky srovnatelné s podnikem oceňovaným:

Podnik	Roční zisk podniku mil. Kč	Dosažená prodejní cena podniku mil. Kč
A	500	3200
B	250	1300
C	870	4150

Průměrný roční zisk oceňovaného podniku za poslední tři roky je 760 mil.Kč. Stanovte tržní hodnotu podniku.

Řešení:

P/E pro podnik A =  $3200 / 500 = 6,4$

P/E pro podnik B =  $1300 / 250 = 5,2$

P/E pro podnik C =  $4150 / 870 = 4,8$



Protože každý ze srovnatelných podniků A,B,C má jiný poměr poměr mezi prodejní cenou a jejich ročním ziskem (nebolič multiplikátoru P/E), využijeme průměrnou hodnotu relace prodejní ceny a zisku.

$$(P/E)_{(SP)} = \frac{6,4 + 5,2 + 4,8}{3} = 5,5$$

$$H = Z_{(OP)} \times (P/E)_{(SP)} = 760 \times 5,5 = \mathbf{4180 \text{ mil. Kč}}$$

Tržní hodnota podniku činí 4 180 mil. Kč.

### 13.2.3 Substanční hodnota firmy

Při zjišťování substanční hodnoty firmy jde o určení hodnoty vlastního kapitálu, kterou získáme odečtením všech dluhů podniku od součtu všech položek aktiv. Substanční hodnotou podniku rozumíme souhrn relativně samostatných ocenění jeho jednotlivých majetkových složek. Tyto složky oceňujeme podle objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (nejedná se proto o likvidační hodnotu) (25). To nás nutí pracovat s informacemi z účetních výkazů a narážíme tím na některé problémy, které v souvislosti se zjišťováním tržní hodnoty musíme vzít v úvahu:

**Hodnota VK = aktiva  
- dluhy**

- orientace na historické účetnictví (oceňování v pořizovacích cenách) způsobuje, že ceny konkrétních položek aktiv neodrážejí změny tržních cen (20)
- v inflačním prostředí se mění kupní síla peněžní jednotky používané v účetnictví
- může dojít k různým postupům při vyjadřování časového posunu mezi výdaji a náklady, resp. příjmy a výnosy.

V důsledku toho může dojít k tomu, že účetně je vykázána nižší hodnota vlastního kapitálu než je hodnota reálná o tzv. **tiché rezervy**. Ke vzniku tichých rezerv může dojít u těchto položek:

- u dlouhodobého majetku a to na základě změny jeho aktuální ceny na trhu, za kterou by ho bylo možné dnes pořídit. V účetnictví založeném na principu historických cen vznikají tyto tiché rezervy automaticky. Na základě zvolené metody odpisování mohou tiché rezervy vznikat i v důsledku rozhodnutí podniku a to zrychleným odpisováním majetku, nebo rychlejším odepsáním, než je jeho doba životnosti. Rezervy mohou vzniknout i při nezahrnutí pořizovacích nákladů do ceny

majetku, který je postupně odepisován. To všechno se projevuje na ocenění položky hmotných aktiv i na výši hospodářského výsledku (a tím i na dani ze zisku). Pro zjištění reálné hodnoty je potom nutné na základě tržních cen určit cenu půdy a pozemků, na základě nákladů na znovupořízení snížených o příslušné odpisy ocenit budovy a stavby, stroje a zařízení. Můžeme použít i jejich případnou prodejní cenu sníženou o náklady z prodeje.

Při pořízení majetku ve vlastní režii, tzv. aktivací se využívá ocenění majetku vlastními náklady. Tyto náklady však jsou adekvátní individuálním podmínkám a nemusí odpovídat svojí výší tržním podmínkám, což omezuje vypovídací schopnost pro tržní ocenění. Navíc i toto ocenění bude konzervovat podmínky z doby jeho uskutečnění podobně jako u pořizovacích cen a u starších reprodukčních cen.

- u dlouhodobého nehmotného majetku může docházet k tvorbě tichých rezerv, obvykle je však problematické stanovit běžnou cenu pro jejich aktuální ocenění.
- u dlouhodobého finančního majetku - pro zjištění reálné hodnoty je nutné: obchodovatelné cenné papíry ocenit aktuální tržní cenou, ostatní ocenit na základě odborného odhadu.
- u zásob materiálu může nejčastěji dojít k tichým rezervám nezahrnutím vedlejších pořizovacích nákladů do ocenění zásob, u zásob nedokončené výroby a hotových výrobků jejich oceněním pouze přímými náklady, nezahrnutím režijních nákladů. Na druhé straně je při stanovení reálné hodnoty nutné snížit stav zásob o zásoby technicky zastaralé a nedostatečné kvality.
- u pohledávek mohou vzniknout tiché rezervy v souvislosti s existencí pochybných nebo nedobytných pohledávek. U pohledávek dlouhodobých se pro jejich reálné ocenění používá namísto nominální hodnoty hodnota současná.
- u aktivních položek časového rozlišení dochází ke vzniku tichých rezerv v případě neaktivování nákladů nebo příjmů příštích období.
- u dluhů je nutné přezkoumat všechny položky: u dlouhodobých závazků je třeba přepočítat jejich hodnotu na současnou, u rezerv je nutné posoudit odůvodněnost jejich výše. K tvorbě tichých rezerv může dojít i u pasivních položek časového rozlišení, zejména při nadhodnocení výdajů příštích období. Nesmíme zapomenout, že případné rozpuštění tichých rezerv může ovlivnit zisk a tím zvýšit daňovou povinnost - o její výši je potom nutné zvýšit závazky.

Účetní ocenění je jedním z hlavních informačních zdrojů pro tržní oceňování podniků. Jedná se o informace, které jsou pohotově k dispozici z účetních knih a výkazů, ale je v nich promítnuta celá řada faktorů, které vyplývají z různých požadavků ekonomické praxe. Při tržním oceňování je proto důležité znát do jaké míry jsou informace z účetnictví využitelné.

Substanční hodnota netto je potom propočtena buď jako (25, 44):

Substanční hodnota provozně nutného majetku brutto
- Reálná hodnota závazků
+ Tržní (prodejná) hodnota majetku nepotřebného pro provoz
= Substanční hodnota netto

nebo:

Vlastní kapitál podle účetnictví
+ Zvýšení (snížení) účetní hodnoty aktiv
- Zvýšení (snížení) účetní hodnoty pasív
= Substanční hodnota netto

Kupní cena podniku může být vyšší než jeho substanční hodnota - tento rozdíl potom představuje **goodwill**. Goodwill tvoří faktory jako je: kvalifikovaná a zkušená pracovní síla, vytvořené obchodní kontakty, odbytové kanály, perspektivní výrobní program a další.

**Substanční hodnota  
nebere v úvahu  
goodwill**

Substanční hodnota byla v kontinentální Evropě používána jako jeden z hlavních způsobů oceňování, postupně je vytlačována výnosovou hodnotou. V současné době převažuje názor, že je účelné zjišťovat substanční hodnotu jako pomocnou veličinu, která doplňuje výnosové ocenění a je možné ji využít v různých kombinovaných výnosových metodách. Tímto způsobem ji lze využít i pro účely zjištění vlivu financování na tržní hodnotu podniku.

#### **13.2.4 Likvidační hodnota**

**Likvidační hodnoty se dosáhne rozprodejem majetku podniku**

Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Celková hodnota podniku však není rovna součtu hodnot jednotlivých podnikových majetkových součástí – tyto statky musí být spojeny do jednoho celku, aby bylo možné dosáhnout produkce a zhodnocení vložených prostředků (52).

**SHRNUTÍ:**

1. Základním úkolem finančního řízení je maximalizace tržní hodnoty. Cílem oceňovacích metod je zjištění tržní hodnoty podniku.
2. Mezi hlavní důvody zjišťování hodnoty podniku patří zejména snaha získat nový vlastní nebo cizí kapitál, zájem prodat nebo koupit podnik, popřípadě majetkovou účast, fúze podniků, likvidace podniku aj.
3. Nejčastěji používané metody stanovování tržní hodnoty podniku jsou založeny na analýze výnosů, analýze tržní hodnoty nebo analýze majetku.
4. Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele.
5. Metoda diskontovaných peněžních toků stanoví hodnotu podniku rovnu budoucímu peněžnímu toku diskontovanému alternativním nákladem.
6. Tržní hodnotou podniku rozumíme odhad ceny, za kterou by bylo možné podnik reálně prodat.
7. Při zjišťování substanční hodnoty firmy jde o určení hodnoty vlastního kapitálu, kterou získáme odečtením všech dluhů podniku od součtu všech položek aktiv.
8. Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku.

**KLÍČOVÁ SLOVA:** oceňování podniku, výnosová metoda ocenění, likvidační hodnota, metoda diskontovaného peněžního toku, volné cash flow, dvoufázová metoda, metoda oceňování založená na koncepci EVA, metoda kapitalizovaných výnosů, trvalý zisk, metoda tržního porovnání, multiplikátor P/E, substanční hodnota firmy, tiché rezervy, goodwill.

**OTÁZKY:**

1. Jaké znáte základní skupiny oceňovacích metod?
2. Jaká je podstata výnosových metod pro oceňování podniku?



3. Co rozumíte pod pojmem „volné cash flow?“ Čím se liší „volné cash flow“ od cash flow získané výpočtem pomocí nepřímé metody?
4. Vysvětlete pojem "multiplikátor" v souvislosti s určováním tržní hodnoty podniku a popište způsob jeho použití.
5. Charakterizujte pojem goodwill. U kterých metod oceňování podniku není goodwill zahrnut ve výsledné hodnotě podniku?



#### **SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Poměr P/E je používán v rámci substanční metody oceňování podniku.  P /  N
2. Hodnota podniku získaná metodou DCF je snížena o goodwill.  P /  N
3. Výnosové metody jsou založené na očekávaných příjmech, jsou tedy teoreticky nejsprávnější metodou.  P /  N
4. Za tzv. volný cash flow považujeme peněžní příjem podniku po zdanění, který je k dispozici vlastníkům, nikoli však věřitelům.  P /  N
5. Hodnota podniku je ovlivněna finanční strukturou podniku při metodě diskontovaných peněžních toků.  P /  N

6. Multiplikátor P/E vypovídá o tom, kolikrát musí kupující v ceně zaplatit vykazovaný roční zisk.

$\frac{P}{N}$

**Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

trvalý zisk

tržní porovnání

prodej jednotlivých částí

substanční metoda oceňování

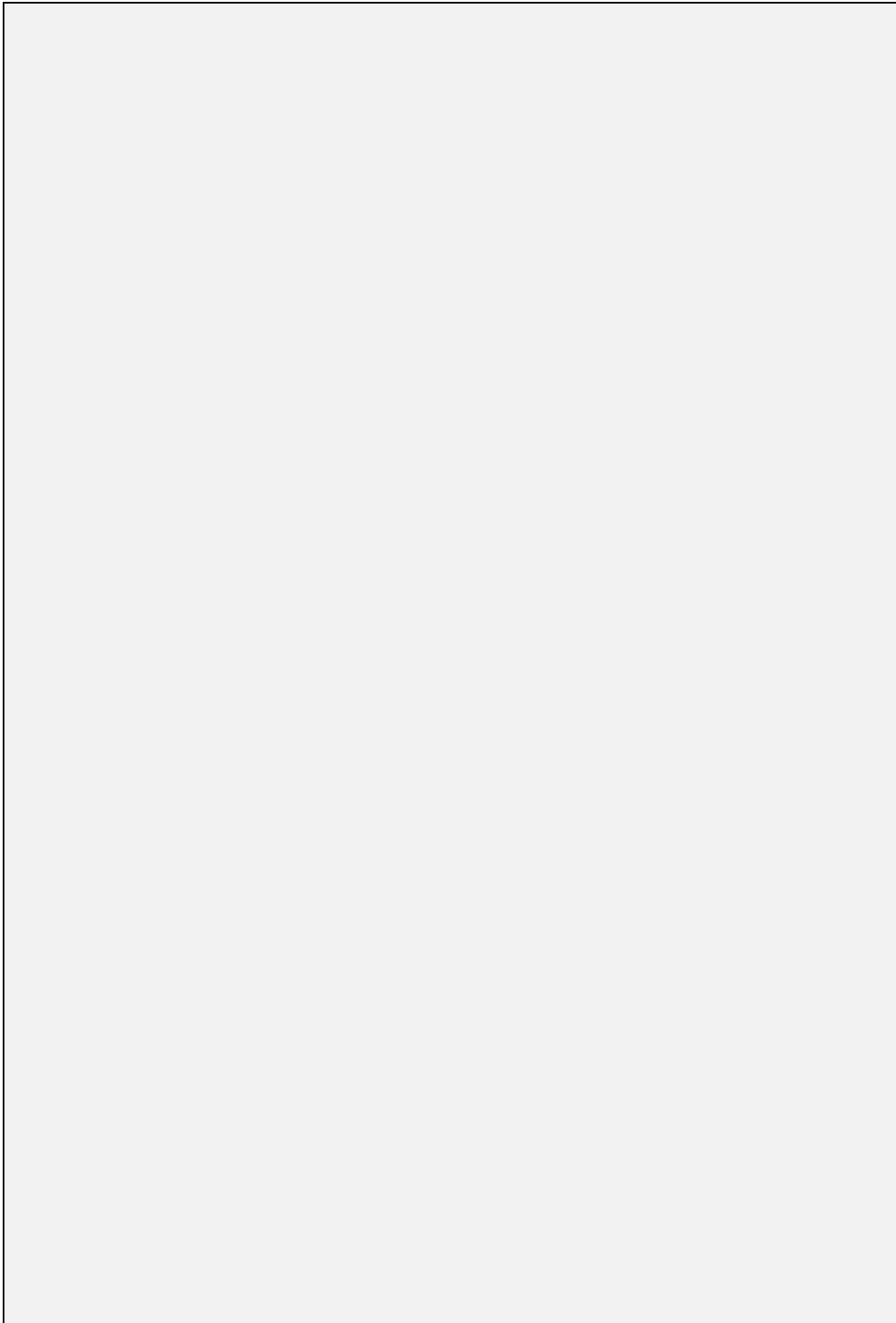
tiché rezervy

metoda kapitalizovaných výnosů

multiplikátor P/E

likvidační metoda

**Poznámky ke 13. kapitole**





## 14 Spojování podniků. Zánik podniků

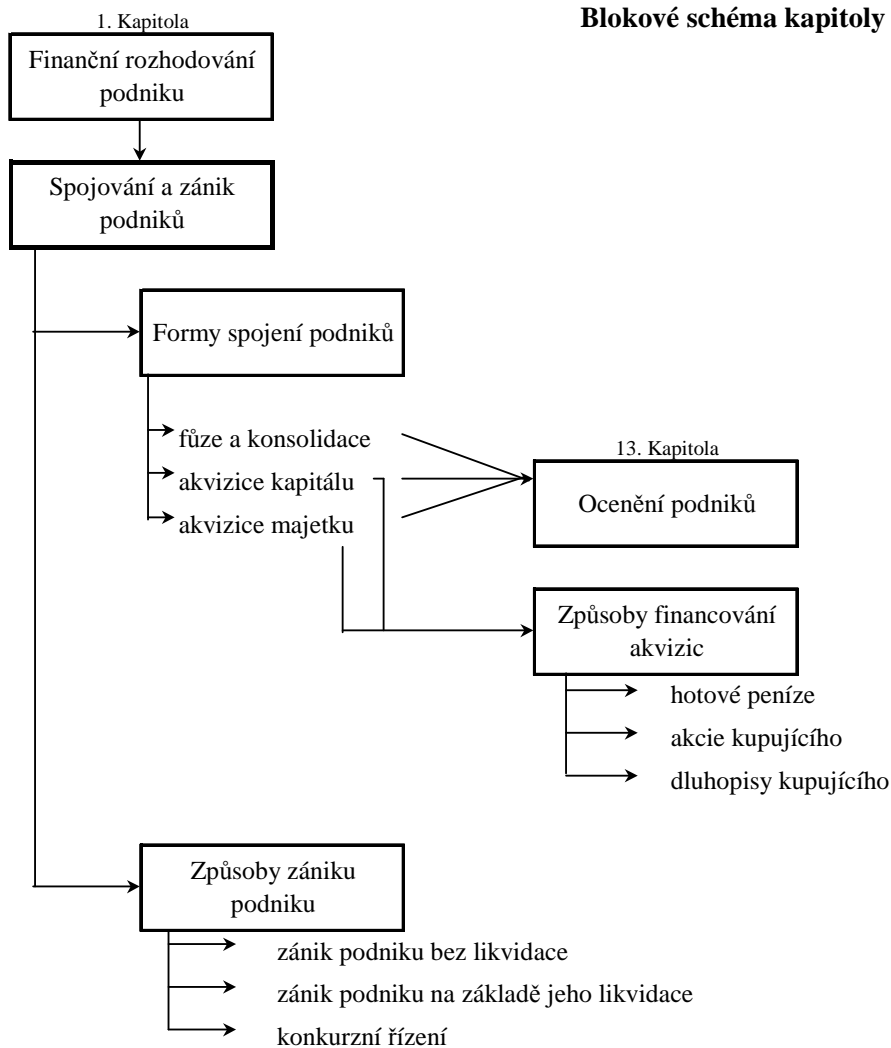
### CÍLE:

#### Na konci této kapitoly budete umět:

- ✓ popsat základní formy spojení podniků a motivy, které ke spojení vedou
- ✓ stanovení ceny a způsoby financování těchto spojení
- ✓ charakterizovat způsoby zániku podniku



### Blokové schéma kapitoly





*V tržních ekonomikách dochází často ke koupím, slučování či rozdělování podniků. Tato poslední kapitola skript pojednává o motivech fúzí a akvizic, jejich podstatě a přínosu. V závěru kapitoly je pozornost věnována aspektům zániku podniku.*

## 14.1 Formy spojení podniku



Z právního hlediska rozlišujeme několik základních způsobů, které může podnik použít k tomu, aby získal jiný podnik (24):

1. fúze nebo konsolidace
2. akvizice kapitálu
3. akvizice majetku.

**Fúze** je takové spojení dvou podniků, kdy jeden podnik získá veškerá aktiva a pasíva druhého podniku a zachová si přitom svoji aktivitu. Získaný podnik právně zaniká a věčně se stává součástí podniku, který jej pohltil.

**Konsolidace** se od fúze odlišuje tím, že dosavadní podniky ukončují svoji činnost a je vytvořen podnik nový, který vlastní aktiva i pasíva obou předchozích podniků.

Principem **akvizice kapitálu** je koupě akcií s hlasovacím právem. Cena akcií může být hrazena hotovými penězi, věcným vkladem, akciemi přebírajícího podniku nebo jinými druhy cenných papírů. Pokud jsou akcie kupované za hotové, lze využít více postupů:

- koupit akcie na burze
- nabídka na převzetí
- koupě nových akcií při zvyšování základního kapitálu kupovaného podniku.

**Akvizice majetku** – podnik může získat jiný podnik tak, že koupí veškerý jeho majetek (převod práv k majetku).

Podle českého práva může ke koncentraci kapitálu dojít na základě:

- sloučení nebo splynutí právnických osob
- nákupu většiny akcií společnosti na finančním trhu
- koupě podniku (akvizice majetku) –převodu práv k majetku.

**Ke koncentraci kapitálu může dojít různými způsoby**

#### 14.1.1 Sloučení a splynutí společností (26)

Ke *sloučení (fúzi)* dochází, pokud se dvě společnosti spojí tak, že jedna z nich zaniká a na druhou přechází kapitál zaniklé společnosti (stanovení výměnného poměru podílů). Potom platí:

**U sloučení jeden z podniků zaniká**

- akcionáři zanikající společnosti dostanou za své podíly podíly společnosti přebírající (stanovit výměnný poměr podílů)

- právní nástupce poplatníka pokračuje v odpisování započatém původním vlastníkem.

Pokud dochází ke *splynutí (konsolidaci)*, obě společnosti právně zanikají a jejich kapitál přechází na novou společnost vzniklou splynutím.

**U splynutí oba podniky zanikají a vzniká podnik nový**

Sloučit se nebo splynout mohou pouze společnosti se stejnou formou podnikání, přičemž rozhodnutí v tomto směru musí přijmout valné hromady všech zúčastněných společností, popř. všichni společníci v těch společnostech, které valnou hromadu nemají.

#### 14.1.2 Koupě podílu na vlastním kapitálu podniku

U této formy koncentrace kapitálu jde o získání podstatného (20-50 %) nebo rozhodujícího vlivu (více než 50 % hlasovacích práv), přičemž koupě podílu může proběhnout více způsoby, jako je:

- veřejná nabídka na odkup
- soukromá nabídka na odkup od jednotlivých akcionářů
- postupný odkup akcií na veřejných trzích.

Z právního hlediska subjektivita získaného i získávajícího podniku nezaniká.

K *výhodám* oproti ostatním formám koncentrace kapitálu patří zejména to, že tento způsob je méně administrativně a právně náročný, lze zvolit intenzitu vlastní integrace a převzetí lze uskutečnit též jako nepřátelské. Současně není potřebný souhlas valné hromady kupované společnosti.

Při koupi je současně nutné počítat s tím, že při získání kontrolního vlivu bude obvykle placena i premie nad tržní cenu.

### 14.1.3 Koupě podniku

Koupi podniku právně upravuje Obchodní zákoník (smlouva o prodeji podniku). Kupující může do svých aktiv zahrnout rozdíl mezi kupní cenou a hodnotou čistých převzatých aktiv (opravná položka k nově nabytému majetku, kterou je možné odpisovat). Podnik může rozhodnout o přecenění jednotlivých majetkových položek (vyšší daňové odpisy – snížení daňového základu).

## 14.2 Motivy fúzí a akvizic

Motivy k fúzím nebo akvizicím mohou být podnikatelské nebo spekulativní

*K motivům, proč kupovat podnik nebo jeho část, může patřit:*

- snaha o zvýšení podílu na trhu
- získání přístupu k technologiím
- proniknutí do nových oblastí podnikání
- výhodné investování přebytečného kapitálu, aj.

Záměry spojené s převzetím podniku mohou být podnikatelské nebo spekulativní.

*Důvodem, proč prodávat, mohou být následující okolnosti:*

- potřeba sanace
- ohrožení konkurzem
- vlastník se chce vzdát aktivní činnosti, aj.

### 14.2.1 Strategie podniku a akvizitivní strategie

Podnik může sledovat na obecné úrovni tři základní strategie:

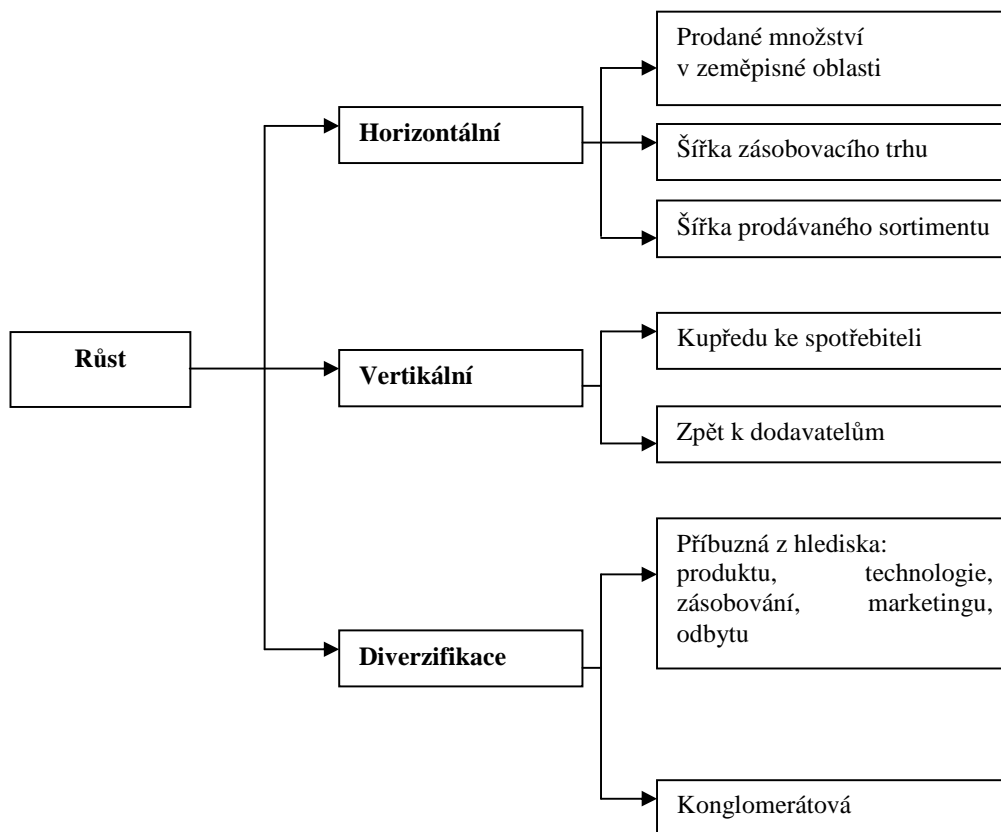
- strategii diferenciací
- strategii nízkých nákladů
- prosazení se na dílčím úseku trhu (tj. jedna z předchozích variant, ale s dopadem jen na úzký výsek trhu).

Každou z těchto strategií lze uskutečňovat více způsoby, např. strategii nízkých nákladů lze realizovat:

- a) nákupem nových technologií při stejné kapacitě
- b) rozšířením produkce

- investicemi v rámci podniku
  - spojením podniku s dalším podnikem ve stejné branži
- c) vertikálním spojením s dodavateli nebo odběrateli.

Typy růstových a diverzifikačních strategií jsou ukázány na obr. 14-1.



14-1 Typy růstových a diverzifikačních strategií (26)

Většinu strategických záměrů lze uskutečnit buď *vlastní výstavbou*, *koupí* nebo *spojením*.

Základními *kritérii* pro rozhodnutí, kterou cestu zvolit, je:

- čas
- náklady
- organizační rizika.

*Vlastní výstavba* je obvykle velmi časově náročná. Je potřeba zajistit výzkumnou a vývojovou základnu, dodavatele, vybudovat produkční kapacity a odbytové kanály.

Pomocí *akvizic* lze tyto lhůty zkrátit. Akvizice však nominálně bývají dražší a další těžkosti mohou vzniknout s organizačním a kulturním propojením kupujícího podniku s cílovou firmou, případně s neznalostí podnikání v nové oblasti (26).

### 14.3 Hodnocení podniku z finančního hlediska (ocenění podniku)

K nejsložitějším otázkám akvizic patří určení správné ceny podniku. Nejpoužívanější metody byly uvedeny v kapitole 13. Kromě těchto metod lze v případě akvizic použít ocenění podniku s přihlédnutím k synergii. *Firma A vydělá na akvizici firmy B, jestliže spojená firma bude mít větší hodnotu než je součet hodnot jednotlivých firem. Zdrojem růstu hodnoty je přírůstek cash flow v důsledku akvizice.*

**Důležité je určení  
ceny podniku**

Tento přírůstek je možno rozložit na 4 části:

- a) přírůstek výnosů (účinnější marketing, omezování konkurence, atd.)
- b) snížení nákladů (úspory z rozsahu, technologické transfery)
- c) daňové úspory (přecenění majetku, který se odepisuje, zvýšení kapacity zadluženosti, využití rezervních fondů, využití daňových štítů)
- d) snížení rizika a nákladů kapitálu (např. úspora emisních nákladů).

*Finanční hodnocení cílového podniku má dvě fáze:*

1. Ocenění podniku jako samostatné jednotky.
2. Ocenění synergií – ocenění dodatečných peněžních toků.

Ekonomický přínos z nákupu jiného podniku můžeme vyjádřit jako rozdíl mezi současnou hodnotou nově vzniklého podniku a součtem současných hodnot těchto podniků před spojením nebo splynutím. Výnos a náklady spojené s touto transakcí můžeme vyjádřit takto:

$$\boxed{\text{Výnos} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)} \quad (14.1)$$

$$\boxed{\text{Náklady} = \text{peněžní platba} - PV_B} \quad (14.2)$$

Čistá současná hodnota z dané investice se potom rovná:

$$\boxed{NPV = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{peněžní platba} - PV_B)} \quad (14.3)$$

Po úpravě:

$$\boxed{NPV = PV_{AB} - PV_A - \text{peněžní platba}} \quad (14.4)$$

## 14.4 Způsoby financování akvizic (24,26)

Financování je třeba řešit tak, aby vyhovovalo zájmům obou partnerů. Znamená to, že prodejce bude chtít takovou protihodnotu, která má dobrou likvidnost. Kupující má zase zájem, aby mohl financování zajistit, a to s co nejmenšími náklady.

**Způsob financování akvizic má vliv na riziko i výnosnost**

Pro kupujícího se nabízí řada možností, jak dohodnutou sumu zaplatit. Může použít:

- hotové peníze,
- akcie kupujícího,
- dluhopisy kupujícího.

### 14.4.1 Koupě za hotové

K hlavním výhodám tohoto způsobu placení patří pružnost. Dále pak skutečnost, že při této formě placení bude nejspíše dohodnutá cena odpovídat ceně zaplacené. Prodejci to usnadňuje porovnání více nabídek. Při promptním placení lze též očekávat skonto.

Hotové placení snižuje i některá rizika kupujícího. Nemusí se totiž obávat vlivu prodávajícího na další chod podniku, jako je tomu při placení akciemi.

Při hotovostní úhradě je významné, z jakých zdrojů budou získány potřebné peníze. Nabízí se řada možností:

- Použít zásobu hotových peněz, které má podnik k dispozici. Bývá to případ podniků, které již příliš nerostou a neočekává se, že peníze mohou být dobře investovány v kupujícím podniku.
- Pokud kupující nemá volnou hotovost nebo jí nemá dost, pak si ji musí opatřit vhodným způsobem:
  - získá úvěr u bank,
  - získá úvěrové prostředky na kapitálovém trhu.

Při akvizicích je však možné značně zvýšit úvěrovou kapacitu kupujícího podniku, protože může ke splácení přijatého dluhu použít nejen své prostředky, ale často i:

- hotovost kupované firmy,
- budoucí příjmy kupované firmy,
- prostředky získané prodejem části majetku kupované firmy, který není nezbytně potřebný pro její další chod.

#### **14.4.2 Koupě pomocí akcií**

V principu se jedná o řádné zvýšení vlastního kapitálu. Je účelné připomenout základní ustanovení, které má obchodní zákoník ČR pro tento případ:

- Rozhodnutí o zvýšení vlastního kapitálu vyžaduje dvoutřetinovou podporu přítomných akcionářů (podle druhu akcií).
- Pokud se zvýšení základního kapitálu uskuteční na základě nepeněžního vkladu, je třeba jej ocenit odborným odhadem.

Pro samotné zvýšení základního kapitálu jsou k dispozici tři způsoby:

- upsání nových akcií,
- podmíněné zvýšení (vydání vyměnitelných dluhopisů),
- převod části ostatního majetku do základního kapitálu.



Rozhodující význam pro spojování podniků má upsání nových akcií. Pokud mají akcionáři předkupní právo na nové akcie, je třeba jej pro případ akvizice vyloučit.

Variantou tohoto postupu je zvýšení základního kapitálu představenstvem (obchodní zákoník § 210). Kapitál získaný zvýšením základního kapitálu pak bude sloužit jako kapitálová infúze pro kupovaný podnik. Tato cesta má své oprávnění zejména tehdy, je-li kupován podnik s velkou potřebou kapitálových investic. Proto se s tímto postupem často setkáváme u nás, kde řada podniků má bezprostřední finanční těžkosti a navíc potřebuje velké vklady kapitálu.

Dalšími cestami jsou různé formy hybridního financování. Příkladem jsou prioritní akcie bez hlasovacího práva. Tímto způsobem může kupující podnik získat kapitál k financování akvizic aniž by hrozilo nežádoucí uplatnění užších zájmů.

#### Výměna akcií

Uplatnění této formy je silně ovlivněno vývojem na kapitálových trzích. Růst poměru kurs akcie/zisk na akcii umožňuje kupujícímu platit menším počtem akcií. Vliv poměru kurs akcie/zisk na akcii je ukázán na následujícím příkladu.

#### **PŘÍKLAD 14.1.**

##### **Zadání (26):**

Podnik A kupuje podnik B. P/E u podniku A je menší než u B. Koupě odpovídá cenám na burze. Máme k dispozici tato data:

	<b>Podnik A</b>	<b>Podnik B</b>
Zisk k rozdělování	1 mil. Kč	2 mil. Kč
Počet akcií	10 000	20 000
Zisk na akcii	100 Kč	100 Kč
Kurz akcie	400 Kč	600 Kč
P/E	4	6
Burzovní hodnota	4 mil. Kč	12 mil. Kč

##### **Řešení:**

A zaplatí za 20 000 akcií B celkem 12 mil. Kč. Akcie A má cenu 400 Kč. Aby mohl podnik A získat podnik B za akcie, musí vydat 30 000 nových akcií A.

Trh však může předpokládat, že P/E u A bude platit i pro spojenou firmu AB. Možností podniku B nebude tedy podle předpokladů trhu dostatečně využito. Spojená firma AB pak vykáže tato data:



<b>Podnik AB</b>	
Zisk k rozdělování	3 mil.Kč
Počet akcií	40 000
Zisk na akcii	75 Kč
Kurz akcie	300 Kč (4x75)
P/E	4
Burzovní hodnota	12 mil.Kč

Akcionář A tedy ztratí  $400 - 300$ , tj. 100 Kč na akcii. Akcionář B za akcii B v hodnotě 600 Kč dostal 1,5 akcie A, tj. 450 Kč. Ztratil tedy dokonce 150 Kč na akcii.

Výměna akcií tedy může být ztrátová v případě, že:

- P/E kupované společnosti je větší než u kupující,
- trh se domnívá, že P/E kupujícího se uplatní i po spojení obou podniků.

Dále je třeba počítat s rizikem plynoucím z toho, že dosavadní akcionáři kupovaného podniku si zachovávají vliv na chod podniku po akvizici.

#### 14.4.3 Placení dlužními úpisy

Rovněž při akvizicích se uplatní výhody plynoucí z použití cizího kapitálu:

- dluhová služba má fixní úroveň,
- úrokové náklady snižují základ daně,
- financování úvěrem znamená pro akcionáře kupujícího podniku, že se vyhnou zředění dosavadního akciového kapitálu.

#### Zadlužené výkupy (LBO)

Zadlužené výkupy (LBO) představují převzetí podniku investorskou skupinou za účasti současného vedení podniku, přičemž transakce je financována převážně vypůjčeným kapitálem.

Financování je tedy zajištěno hlavně pomocí cizího kapitálu. Tento kapitál pochází z nejrůznějších zdrojů. Zárukou je především hodnota přebíraného podniku.

Velice důležitým rysem je cíl tohoto způsobu převzetí. Na rozdíl od dříve probíraných akvizic zde není cílem ani využití synergie ani diverzifikace rizika. Smyslem je učinit získaný podnik efektivnějším. Nástrojem je snižování nákladů a

zvyšování cash flow. Podnik se stává vlastnictvím investorské skupiny a řídicích pracovníků.

### 14.5 Holdingové společnosti

S procesem integrace podniků úzce souvisí i problematika holdingových společností. České právo používá pojmy konsolidační celek nebo ovládající a ovládaná osoba. *Konsolidační celek* tvoří mateřský podnik a ty dceřinné a přidružené podniky, jež nejsou od povinnosti vstoupit do tohoto celku osvobozeny. Mateřským podnikem se rozumí subjekt, který uplatňuje buď přímo nebo nepřímo v dceřinných společnostech svůj rozhodující vliv na základě větší než 50% účasti na základním kapitálu a v přidružených podnicích vliv podstatný na základě vlastnictví 20-50% podílu na základním kapitálu. Konsolidační celek podléhá povinnosti sestavování konsolidované účetní závěrky. *Ovládanou osobou* je společnost, v níž může *ovládající osoba* vykonávat přímo či nepřímo většinu hlasovacích práv.

### 14.6 Zánik podniků

K zániku podniku může dojít buď na základě dobrovolného uvážení jeho majitelů, nebo na základě donucení. Ukončení činnosti může být uskutečněno buď s likvidací nebo bez likvidace anebo v případě úpadku na základě soudem prohlášeného konkurzu.

Ke skončení činnosti podniku může docházet z různých příčin – neúspěch výrobků na trhu, nedostatek kapitálových zdrojů, neschopnost splácet své závazky, vysoké náklady na provoz podniku apod. nebo se majitelé dobrovolně rozhodnou činnost podniku ukončit.

Pokud se podnik dostává do finanční tísně, je možné často přijmout opatření, které pomohou předejít zániku podniku – především je potřebné hledat zdroje hotovosti (zvýšením příjmů nebo snížením výdajů). Příjmy se mohou zvýšit např. prodejem nepotřebného majetku, využitím leasingu typu „sale and lease back“, odprodejem majetkových podílů, úvěrem apod. Ve výdajové oblasti lze zavést úsporný režim, příp. odložit některé platby – přizpůsobit splátkové kalendáře, počkat s investicemi apod.

**K ukončení činnosti podniku dochází z různých příčin**

#### 14.7.1 Způsoby zániku podniku

- *Zánik podniku bez likvidace* – pokud veškerý majetek a závazky podniku přecházejí na jednoho či více právních nástupců (při přeměně v jinou právní formu podnikání, rozdělení, sloučení nebo splynutí nebo u podniku jednotlivce)
- *Zánik podniku na základě jeho likvidace* – k likvidaci může dojít na základě dobrovolného rozhodnutí vlastníků podniku nebo na základě rozhodnutí soudu, např. z důvodu nečinnosti společnosti, zrušení jejího oprávnění k podnikání nebo poklesu hodnoty jejího základního kapitálu pod hranici danou zákonem apod.
- *Konkurzní řízení* – zahajuje příslušný soud na žádost věřitelů, nebo návrh podává sám dlužník. V případě již probíhající likvidace je to povinen učinit likvidátor. Konkurzní řízení je zahájeno, pokud má podnik více věřitelů a není schopen po delší dobu plnit své platné závazky či hodnota jeho majetku není vyšší než hodnota jeho splatných závazků.



**SHRNUTÍ:**

- 1) Podnik můžeme získat fúzí nebo konsolidací, akvizicí kapitálu nebo akvizicí majetku.
- 2) K motivům vedoucím ke koupi podniku může patřit: snaha o zvýšení podílu na trhu, získání přístupu k technologiím, proniknutí do nových oblastí podnikání nebo také výhodné investování přebytečného kapitálu, aj.
- 3) Důvodem pro prodej pak může být např. potřeba sanace, ohrožení konkurzem nebo skutečnost, že se vlastník chce vzdát aktivní činnosti, aj.
- 4) Ekonomický přínos z nákupu jiného podniku můžeme vyjádřit jako rozdíl mezi současnou hodnotou nově vzniklého podniku a součtem současných hodnot těchto podniků před spojením nebo splynutím.
- 5) Podnik může zaniknout bez likvidace, na základě jeho likvidace, na základě konkurzního řízení.



**KLÍČOVÁ SLOVA:** sloučení, splynutí, fúze, konsolidace, akvizice kapitálu, akvizice majetku, synergie, holding, zánik podniku, zánik podniku bez likvidace, zánik podniku s likvidací, konkurzní řízení.

**OTÁZKY:**

1. Vyjmenujte, jakými způsoby může podnik získat jiný podnik.
2. Jaké motivy vedou podniky k úvahám o fúzi?
3. Popište jednotlivé způsoby zániku podniku.





**SEBEHODNOTÍCÍ CVIČENÍ:**

**Správně doplňte následující výroky.**

1. .... je takové spojení dvou podniků, kdy jeden podnik získá veškerá aktiva a pasíva druhého podniku a zachová si přitom svoji aktivitu.
2. V případě, že dosavadní podniky ukončují svoji činnost a je vytvořen podnik nový, který vlastní aktiva i pasíva obou předchozích podniků, mluvíme o .....
3. U LBO je transakce financována převážně .....
4. Pro získání rozhodujícího vlivu je nutné získat .....hlasovacích práv.

**Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1. Sloučit se nebo splynout mohou pouze společnosti se stejnou formou podnikání.

P /  N

2. Firma A vydělá na akvizici firmy B, jestliže spojená firma bude mít menší hodnotu než je součet hodnot jednotlivých firem.

P /  N

3. Konkurzní řízení je zahájeno, pokud má podnik více věřitelů a není schopen po delší dobu plnit své platné závazky či hodnota jeho majetku je vyšší než hodnota jeho splatných závazků.

P /  N

**Poznámky ke 14. kapitole:**



## Řešení úkolů:

### 1. KAPITOLA - CHARAKTERISTIKA PODNIKOVÝCH FINANČÍ

- **Doplňte následující výroky:**

1. *maximalizace tržní hodnoty*
2. *úroková míra*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Základním finančním cílem v tržní ekonomice je maximalizace tržní hodnoty.*

2.  P /  N

*N - Úroková míra spojená s malým nebo žádným rizikem se nazývá bezriziková úroková míra.*

3.  P /  N

4.  P /  N

*N - Krátkodobé finanční rozhodování je méně riskantní, neprojevuje se zde tak výrazně vliv času a jeho změny jsou snadněji realizovatelné.*

- **Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

peněžní trh	—————>	krátkodobé finanční instrumenty
základní finanční cíl	—————>	dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty podniku
cena peněz	—————>	úroková míra
dílčí finanční cíl	—————>	dlouhodobá maximalizace zisku

### 2. KAPITOLA - ČASOVÁ HODNOTA PENĚZ A RIZIKO VE FINANČNÍM ROZHODOVÁNÍ

- **Doplňte následující výroky:**

1. *perpetuita*
2. *anuita*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - S nižší úrokovou mírou hodnota perpetuity stoupá. Při výpočtu současné hodnoty perpetuity je úroková míra ve jmenovateli (v čitateli je věčná renta), tzn. čím nižší úrokovou mírou dělím, tím vyšší vyjde současná hodnota perpetuity.*

2.  P /  N

*N - U perpetuity jde o stejné peněžní příjmy po nekonečně dlouhou dobu. Stejně peněžní příjmy po určitou přesně definovanou dobu vyjadřuje annuita.*

3.  P /  N

*P - Peníze, se kterými podnik disponuje v současnosti, mají pro něho větší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti. Je tomu tak proto, že současné peněžní prostředky může podnik finančně investovat a získávat tak úrokové výnosy.*

4.  P /  N

*N - Faktor času hraje ve finančním rozhodování velice důležitou roli. Platí, že koruna dnes má větší hodnotu než koruna zítra.*

5.  P /  N

*N - Systematické riziko vzniká v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí. Nesystematická rizika jsou specifická pro jednotlivé obory, firmy, projekty.*

---

### **3. KAPITOLA - MAJETKOVÁ A FINANČNÍ STRUKTURA PODNIKU. CASH FLOW**

- **Doplňte následující výroky**

1. výdajů příštích období
2. kapitálových fondů
3. míra zadluženost
4. přidaná hodnotai

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Kapitálové fondy představují externí kapitál, který podnik získal z vnějšku (nejde o cizí kapitál). Patří sem především emisní ážio; dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů, dotací na pořízení dlouhodobého majetku, z vkladů společníků nezvyšující základní kapitál ap.*

2.  P /  N

*N - Rezervy jsou součástí cizího kapitálu, tvoří se na vrub nákladů. Součástí vlastního kapitálu jsou rezervní fondy, které se tvoří ze zisku.*

3.  P /  N

*N - Cash flow vyjadřuje rozdíl mezi příjmy a výdaji.*

4.  P /  N

*N - Zisk vyjadřuje rozdíl mezi výnosy a náklady.*

5.  P /  N

*N - Horší využití majetku zvyšuje potřebu majetku. Čím hůře majetek využívám, tím více ho ke své činnosti potřebuji.*



6.  P /  N

*P - Na čím delší dobu jej mám k dispozici, tím více riskantní je to pro věřitele, tím více musím platit.*

• **Přiřad'te správně pojmy, které spolu souvisejí:**

výnosy - náklady	—————>	zisk
pohledávky	—————>	majetková struktura podniku
příjmy - výdaje	—————>	cash-flow
emisní ážio	—————>	vlastní kapitál
závazky	—————>	cizí zdroje

**4. KAPITOLA - FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU**

• **Doplňte následující výroky:**

1. *likvidita*
2. *rentabilita celkového (vlastního) kapitálu*
3. *čistý pracovní kapitál*

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Čím je hodnota ukazatele P/E nižší, tím výhodnější investiční příležitost pro investora představuje.*

2.  P /  N

*N - Schopnost podniku hradit své závazky vyjadřuje likvidita.*

3.  P /  N

*N - Pokud se v podniku aktiva obrátí méněkrát (doba obratu je delší), znamená, že potřebujeme mít k dispozici více aktiv než je efektivní.*

4.  P /  N

*N - Přidaná hodnota je rozdíl mezi výkony a výkonovou spotřebou (viz výkaz zisku a ztráty), ekonomická přidaná hodnota (EVA) představuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál. Její podstata spočívá v tom, že výše ekonomického zisku se liší od zisku, který se vykazuje v účetnictví.*

5.  P /  N

*N - Čím vyšší likvidita, tím více mám k dispozici oběžného majetku buď ve formě zásob, pohledávek nebo finančního majetku. V těchto prostředcích je umrtven kapitál, který by jinak mohl být využit efektivněji.*

• **Přiřad'te správně pojmy, které spolu souvisejí:**

P/E	—————>	ukazatel kapitálového trhu
-----	--------	----------------------------

---

EVA	————>	ekonomická přidaná hodnota
EBIT	————>	čistý zisk + daň + nákl. úroky
úrokové krytí	————>	ukazatel zadluženosti
EBT	————>	zisk před zdaněním
čistý pracovní kapitál	————>	rozdílový ukazatel

---

### 5. KAPITOLA - ŘÍZENÍ OBĚŽNÉHO MAJETKU

• **Doplňte následující výroky:**

1. *platební kalendář*
2. *kratší*
3. *doba mezi dvěma po sobě jdoucími dodávkami téhož materiálu*
4. *klesají*

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N – V případě vyšších úrokových měr je výhodné volné peníze investovat.*

2.  P /  N

3.  P /  N

*P – pokud tato krátká doba obratu zásob neohrozí plynulost výroby (u zásob materiálu) nebo odbyt (u zásob hotových výrobků).*

---

### 6. KAPITOLA - ZDROJE A FORMY KRÁTKODOBÉHO FINANCOVÁNÍ. PLATEBNÍ STYK

• **Doplňte následující výroky:**

1. *ramboursní úvěr*
2. *obchodní úvěr*
3. *skonto*
4. *agresivní strategie financování*

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

2.  P /  N

*N – jedná se o neutrální strategii financování.*

3.  P /  N

*N - nemusí tomu tak být, rozhodnutí o využití skonta by mělo vycházet z propočtu sazby skonta přepočteného na roční ekvivalentní sazbu z úvěru. Je-li přepočtená sazba vyšší než sazba u úvěru, je obchodní úvěr dražší než případný bankovní a je výhodné skonta využít.*

## 7. KAPITOLA – INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ

- **Doplňte následující výroky:**

1. *rizikových přírážek*
2. *diskontovanými peněžními příjmy z investice a (diskontovaným) kapitálovým výdajem*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Vnitřní výnosové procento je taková úroková míra, při které současná hodnota peněžních příjmů z investice se rovná kapitálovým výdajům.*

2.  P /  N

*N - Metody hodnocení investic, které nerespektují faktor času, označujeme jako statické. Metody, které respektují faktor času, se nazývají dynamické.*

3.  P /  N

*N - Majitel akcie nemůže požadovat vrácení podílu na majetku.*

4.  P /  N

5.  P /  N

*N - V důsledku růstu úroku dochází k růstu úspor (nabídky kapitálu). Subjekty jsou daleko lépe motivováni k úsporám při růstu úroků.*

6.  P /  N

## 8. KAPITOLA - NÁKLADY KAPITÁLU. KAPITÁLOVÁ STRUKTURA A JEJÍ OPTIMALIZACE

- **Správně doplňte následující výroky.**

1. *daňový štít*
2. *optimální kapitálová struktura*
3. *finanční páka*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Použití dluhu (cizího kapitálu) ke zvýšení rentability vlastního kapitálu vyjadřuje finanční páka.*

2.  P /  N

3.  P /  N

P - Souvisí s rizikem a daňovým štítem. Vlastní kapitál nese největší riziko (například při likvidaci podniku jsou akcionáři až poslední v řadě při vyrovnávání závazků), dividendy nepředstavují náklad (na rozdíl od úroků z bankovních úvěrů či obligací), vyplácejí se až ze zdaněného zisku.

4.  P /  N

N - V případě, že rentabilita celkového vloženého kapitálu (nesoucího náklad) je vyšší než úroková sazba z cizího kapitálu, působí zadlužení pozitivně na rentabilitu vlastního kapitálu, mluvíme o kladném působení finanční páky.

• **Přiřadte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

náklady vlastního kapitálu	————>	stavebnicová metoda
náklady cizího kapitálu	————>	daňový štít
minimální průměrné náklady na kapitál	————>	optimální kapitálová struktura
úroková redukce zisku	————>	multiplikátor jmění akcionářů

---

**9. KAPITOLA - DLOUHODOBÉ FINANCOVÁNÍ INVESTIČNÍHO MAJETKU**

• **Správně doplňte následující výroky**

1. *leasingová splátka*
2. *kmenová akcie*
3. *nerozdělený zisk, odpisy, rezervní fondy, zdroje z prodeje nepotřebného majetku*
4. *účetní a daňové*

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

P - Dluhopisy mají pevně určen úrok, zatímco u akcií není jistota výplaty dividend

2.  P /  N

N - Finanční leasing je dlouhodobý, neposkytují se při něm servisní služby, není vypověditelný a platby za nájemné musí plně uhradit cenu pronajatého zařízení.

3.  P /  N

N - Prioritní dividendy je vyplácena přednostně, je s ní spojeno nižší riziko, a tedy i nižší dividendy.

4.  P /  N

5.  P /  N

N - Kmenové akcie jsou charakteristické tím, že majitel pobírá pohyblivou dividendu a má právo zúčastnit se hlasování na valné hromadě. Majitel akcie nemá právo na vrácení podílu.

## 10. KAPITOLA - PODNIKOVÝ ZISK A DIVIDENDOVÁ POLITIKA

- **Správně doplňte následující výrok.**

1. reziduální
2. příspěvek na úhradu fixních nákladů a zisku
3. nulový, minimální

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - U podniku s nízkými fixními a vysokými variabilními náklady hovoříme o působení "slabé" provozní páky.*

2.  P /  N

*N - Může být vyplacena ve formě hotovostní, majetkové nebo obligační dividendy.*

3.  P /  N

*N - Podniky s vysokým podílem fixních nákladů podstupují vyšší provozní riziko. Podniky s vysokými fixními náklady mají bod zvratu relativně daleko od počátku, musí tedy dosáhnout vyšších tržeb než je třeba v případě podniků se slabou provozní pákou, které mají bod zvratu relativně blízko počátku.*

4.  P /  N

*N - Příspěvek na úhradu pokrývá fixní náklady a zisk.*

5.  P /  N

*N - příspěvek na úhradu = výnosy - variabilní náklady (příspěvek na úhradu fixních nákladů a zisku), zisk po zdanění = výnosy - náklady*

6.  P /  N

*N - Zisk podniku výrazně ovlivňuje tržní hodnotu podniku. Tržní hodnotu podniku lze vyjádřit jako součin tržní ceny akcie, která závisí na očekávaném dividendovém výnosu (dividenda je vyplácena ze zisku) a počtu akcií.*

7.  P /  N

*N - Jedná o historicky nejstarší druh, který je ve světě spíše na ústupu. Nejrozšířenější je ve vyspělých ekonomikách stabilní dividendová politika.*

- **Přiřaďte správně pojmy, které spolu souvisejí:**

vysoké fixní náklady	—————>	silná provozní páka
fixní náklady a zisk	—————>	příspěvek na úhradu
tržby = náklady	—————>	bod zvratu
nízké fixní náklady	—————>	nízké provozní riziko
variabilní a fixní náklady	—————>	metoda dvou období

---

zisk po zdanění  $\longrightarrow$  výsledek hospodaření za účetní období

---

### 11. KAPITOLA – FINANČNÍ PLÁNOVÁNÍ

- **Správně doplňte následující výroky**

1. *tržeb*
2. *zastřešující*
3. *krátkodobé*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N – přednostně se pracuje s cash flow sestavovaným přímou metodou (platebním kalendářem).*

2.  P /  N

*N – u této metody se zvažuje vztah mezi nárůstem (poklesem) tržeb a jiných položek výkazu zisku a ztrát a rozvahy.*

3.  P /  N

*P- bez informací o průzkumech trhu, kapacitních možnostech, personálních potřeb a souvisejících osobních nákladech apod. není možné sestavit finanční plán.*

---

### 12. KAPITOLA - DEVIZOVÝ TRH, DEVIZOVÉ OPERACE A FINANČNÍ ŘÍZENÍ DEVIZOVÝCH RIZIK

- **Správně doplňte následující výroky.**

1. *deviza*
2. *apreciace (revalvace) měnového kursu nebo zhodnocení*
3. *depreciaci (devalvaci) měnového kursu nebo znehodnocení*
4. *otevřené*
5. *swapová sazba*
6. *diskont (deport), odečíst*
7. *volatilita*
8. *hedging*

- **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

2.  P /  N

*N - Se systémem pohyblivých měnových kursů jsou spojena finanční rizika, protože dochází k neustálým pohybům kursů jednotlivých měn a žádný podnikatelský subjekt není schopen přesně kvantifikovat svůj zisk k momentu inkasa své pohledávky. Vypočítané hodnoty k momentu kalkulace, fakturace a inkasa se liší, a to někdy i v rozsahu několik desítek procent.*

3.  P /  N

*N - jednalo by se o termínovou (forwardovou) devizovou operaci. Podstatou promptní devizové operace (spotu) je dodání nakoupené devizy druhé smluvní straně do dvou obchodních dní po uzavření kontraktu*

4.  P /  N

*N - S devizovou opcí je spojeno právo, nikoliv však povinnost nakoupit nebo prodat stanovený objem deviz*

5.  P /  N

• **Přiřad'te správně pojmy, které spolu souvisejí:**

Promptní operace za promptní kurs	→ Spot
Termínová operace za termínový kurs	→ Forward
Výměnná operace za výměnný kurs	→ Swap
Deviza	→ Bezhotovostní forma zahraniční měny
Valuta	→ Hotovostní forma zahraniční měny
Konverze	→ Směna jedné devizy za jinou devizu
Devizová pozice	→ Otevřená, uzavřená
Zajištění kurzových rizik	→ Hedging
Obchodní rozpětí	→ Spread

### 13. KAPITOLA - OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uved'te, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

*N - Multiplikátor P/E je využit při metodě tržního porovnávání*

2.  P /  N

*N – při použití substanční metody se získává hodnota podniku, ve které není obsažen goodwill.*

3.  P /  N

4.  P /  N

*N - Je to celkový peněžní příjem podniku po zdanění, který je k dispozici všem, kdo poskytují podniku kapitál, tj. věřitelům i vlastníkům. Lze jej považovat za peněžní příjem po zdanění, který by byl k dispozici akcionářům podniku, kdyby podnik neměl žádný dluh*

5.  P /  N

*P - Finanční struktura má vliv na vážený průměr hodnoty kapitálu podniku a tím i na hodnotu podniku.*

6.  P /  N

• **Přiřad'te správně pojmy, které spolu souvisejí:**

trvalý zisk	—————>	metoda kapitalizovaných výnosů
prodej jednotlivých částí	—————>	likvidační metoda
tiché rezervy	—————>	substanční metoda oceňování
multiplikátor P/E	—————>	tržní porovnání

---

**14. KAPITOLA - SPOJOVÁNÍ PODNIKŮ. ZÁNÍK PODNIKŮ**

• **Správně doplňte následující výroky.**

1. *fúze*
2. *konsolidaci*
3. *cizím kapitálem*
4. *více než 50 %*

• **Zakroužkujte, zda-li jde o výrok pravdivý (P) či nepravdivý (N). Uveďte, proč se tak domníváte.**

1.  P /  N

2.  P /  N

*N – spojená firma musí mít větší hodnotu než je součet hodnot jednotlivých firem – pouze v tom případě lze považovat akvizici za výdělečnou*

3.  P /  N

*N - hodnota jeho majetku musí být nižší než hodnota splatných závazků*



## Literatura



1. BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha: Management Press, 1996. ISBN 80-85603-80-2.
2. BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada Publishing, s.r.o., 1995. ISBN 80-7169-201-8.
3. BRADLEY, M., JARRELL, G.A., KIM, E.H. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* (39) 1984: pp.857-878.
4. BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-24-4.
5. BRENNAN, M.J.: Corporate Finance Over the Past 25 Years, *Financial Management*, Vol.24, No. 2, Summer 1995, pp. 9-22
6. COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1991. ISBN 80-85605-41-4.
7. DeANGELO, H., MASULIS, R. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate Taxation. *Journal of Financial Economics* (8) 1980: pp. 5-29.
8. DĚDIČ, J., PAULY, J. *Cenné papíry*. Praha: Prospektrum, 1994. ISBN 80-85431-98-X.
9. DHILLON, U.S., JOHNSON, H. 1994. The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No.1 1994: pp.281-89.
10. FIREŠ B., ZELENKA V. *Oceňování majetku a dluhů v účetnictví*. Praha: Management Press, 1997. ISBN 80-85943-24-7.
11. FOTR, J. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-0939-2.
12. FRAIT, J. *Mezinárodní peněžní teorie*. Ostrava: FE VŠB – TU, 1996. ISBN
13. FREIBERG, F. *Finanční teorie a financování*. Praha: ČVUT, 1994.
14. GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2004. ISBN 80-2450684.
15. CHUNG, K.H. 1993. Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance and Accounting* 20 (1) 1993: pp.5-12
16. JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3.
17. KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. Praha: VŠE Praha, 1998. ISBN 80-7079-641-3.
18. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
19. KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. Praha: C.H.Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

20. KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví*. Díl I a II. Praha: Polygon, nakladatelství agentury BOVA, 1995. ISBN 80-901778-4-0.
21. KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví v kontextu současného vývoje*. Praha: Polygon, 1997. ISBN 80-85967-51-0.
22. MacKIE-MASON, J.K. 1990. Do Firms Care Who Provides Their Financing? *In: Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. A National Bureau of Economic Research Project Report, 1990: pp. 63-103.
23. MAREK, P. *Dividendová politika*. Praha: NAD ZLATO, 1993. ISBN 80-85626-11-X.
24. MAŘÍK, M., DĚDIČ, J. *Akvizice a oceňování podniku*. Praha: VŠE, 1995. ISBN 80-7079-938-2.
25. MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.
26. MAŘÍK, M. *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-558-1.
27. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
28. MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
29. MILLER, M.H., MODIGLIANI, F. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* (October) 1961: pp. 411-433.
30. MILLER, M.H., ROCK, K. 1985. Dividend Policy Under Assymetric Information. *Journal of Finance* 1985: pp. 1031-1051.
31. MODIGLIANI, F., MILLER, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* (48) 1958: pp.261-297.
32. MYERS, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5) 1977: pp. 147-76.
33. MYERS, S.C., MAJLUF, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* (13) 1984: pp.187-221.
34. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing, 2002. ISBN 80-247-0125-1.
35. NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty podniku*. Praha: Profess Consulting. 2005. ISBN 80-7259-022-7.
36. PAVELKOVÁ, D. Převládá nechuť k vyplácení. *Ekonom*, 1999, roč.43, č. 22, s.48-49. ISSN 1210-0714.
37. PAVELKOVÁ, D. Factors Influencing the Dividend Policy of Czech Companies. *Czech Business and Trade*, 2000, No. 2, pp.11-12. ISSN 1211-2208.
38. PAVELKOVÁ, D. Učíme se pomalu. *Ekonom*, 2000, č.43, s.36-38, ISSN 1210-0714.

39. PAVELKOVÁ, D. Cost of Capital in the Czech Republic. *Czech Business and Trade*, June 2001, pp.42-43. ISSN 1211-2208.
40. POLIDAR, V. *Management bank a bankovních obchodů*. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-11-4.
41. ROSE, P.S. *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing, a.s., 1993. ISBN 80-85605-52-X.
42. SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. Brno: Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-140-1.
43. SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: Aleko, 1992. ISBN 80-85341-37-9
44. VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. Praha: EKOPRESS, 1999. ISBN 80-86119-21-1.
45. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-8611938-6.
46. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2.část. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-067-9.
47. VLACHYNSKÝ, K. a kol. *Podnikové financie*. II.část. Bratislava: Súvaha, spol.s r.o., 1994. ISBN 80-88727-08-1
48. VYSUŠIL, J. *Základy managementu*. Praha: HZ Praha, 1996. ISBN 80-86009-00-9.
49. WAWROSZ, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. Praha: Sagit, 1999. ISBN 80-7208-106-3.
50. WEHRICH, H., KOONTZ, H. *Management*. Praha: Victoria Publishing, 1993. ISBN 80-85605-45-7.
51. WISNIEWSKI, M. *Metody manažerského rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 1996. ISBN 80-7169-089-9.
52. WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha: C.H.Beck, 1995. ISBN 80-7179-014-1.

[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

[www.finance.cz](http://www.finance.cz)

[www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)

[www.ucetnictvi.cz](http://www.ucetnictvi.cz)

[www.zakony.ihned.cz](http://www.zakony.ihned.cz)

## OBSAH

<b>1</b>	<b>CHARAKTERISTIKA PODNIKOVÝCH FINANČÍ.....</b>	<b>7</b>
1.1	Cíle finančního řízení	8
1.2	Finanční rozhodování podniku	10
1.3	Finanční trhy a podnikové finance	16
<b>2</b>	<b>ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ A RIZIKO VE FINANČNÍM ROZHODOVÁNÍ.....</b>	<b>21</b>
2.1	Časová hodnota peněz ve finančním rozhodování podniku	22
2.2	Riziko ve finančním rozhodování	29
<b>3</b>	<b>MAJETKOVÁ A FINANČNÍ STRUKTURA PODNIKU. VÝNOSY, NÁKLADY A VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ. CASH FLOW .....</b>	<b>37</b>
3.1	Majetková struktura podniku	38
3.2	Finanční struktura podniku	42
3.3	Výnosy, náklady a výsledek hospodaření	46
3.4	Cash flow	51
<b>4</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU .....</b>	<b>63</b>
4.1	Účel finanční analýzy	64
4.2	Zdroje informací pro finanční analýzu	65
4.3	Metody finanční analýzy	65
4.4	Postup při finanční analýze	66
4.5	Ukazatele finanční analýzy	66
4.6	Slabé stránky finanční analýzy	94
<b>5</b>	<b>ŘÍZENÍ OBĚŽNÉHO MAJETKU .....</b>	<b>99</b>
5.1	Charakteristika oběžného majetku a jeho struktury	101
5.2	Celková potřeba oběžného majetku	101
5.3	Řízení oběžného majetku	102
<b>6</b>	<b>ZDROJE A FORMY KRÁTKODOBÉHO FINANCOVÁNÍ. PLATEBNÍ STYK .....</b>	<b>119</b>
6.1	Obchodní úvěr	120
6.2	Krátkodobé bankovní úvěry	122
6.3	Ostatní zdroje krátkodobého financování	123
6.4	Zajištění platebního styku	125
<b>7</b>	<b>INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ .....</b>	<b>131</b>
7.1	Kapitálové rozpočty výdajů a očekávaných peněžních příjmů z investic	132
7.2	Hodnocení efektivnosti investičních projektů	135
7.3	Investice do dlouhodobého finančního majetku a jejich efektivnost	141
7.4	Vliv úroku, daní a inflace na investiční rozhodování	146
7.5	Riziko v oblasti investičního rozhodování	148

<b>8</b>	<b>NÁKLADY KAPITÁLU. KAPITÁLOVÁ STRUKTURA A JEJÍ OPTIMALIZACE.</b>	<b>153</b>
8.1	Náklady kapitálu podniku a jejich kvantifikace	154
8.2	Kapitálová struktura podniku	162
<b>9</b>	<b>DLOUHODOBÉ FINANCOVÁNÍ INVESTIČNÍHO MAJETKU.....</b>	<b>171</b>
9.1	Třídění finančních zdrojů	172
9.2	Financování z externích zdrojů	173
9.3	Financování z interních zdrojů	181
9.4	Přednosti a nedostatky jednotlivých zdrojů financování	182
<b>10</b>	<b>PODNIKOVÝ ZISK A DIVIDENDOVÁ POLITIKA .....</b>	<b>191</b>
10.1	Tvorba hospodářského výsledku	192
10.2	Zdanění zisku a rozdělení hospodářského výsledku	199
10.3	Dividendová politika	201
<b>11</b>	<b>FINANČNÍ PLÁNOVÁNÍ.....</b>	<b>211</b>
11.1	Cíle a obsah finančního plánování	213
11.2	Struktura finančního plánu	215
11.3	Metody tvorby finančního plánu	219
<b>12</b>	<b>DEVIZOVÝ TRH, DEVIZOVÉ OPERACE A FIN. ŘÍZENÍ DEVIZ. RIZIK .....</b>	<b>225</b>
12.1	Současný světový měnový systém, nár.devizový systém a jejich rizika pro mikr.	226
12.2	Devizová rizika mikrosféry	230
12.3	Základní druhy devizových operací včetně zajišťujících	231
12.4	Řízení devizových rizik v mikrosféře	240
<b>13</b>	<b>OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>245</b>
13.1	Důvody oceňování podniku	246
13.2	Metody oceňování podniku	247
<b>14</b>	<b>SPOJOVÁNÍ PODNIKŮ. ZÁNİK PODNIKŮ .....</b>	<b>265</b>
14.1	Formy spojení podniku	266
14.2	Motivy fúzí a akvizic	268
14.3	Hodnocení podniku z finančního hlediska (ocenění podniku)	270
14.4	Způsoby financování akvizic	271
14.5	Holdingové společnosti	275
14.6	Zánik podniků	275
	<b>ŘEŠENÍ ÚKOLŮ .....</b>	<b>279</b>
	<b>LITERATURA .....</b>	<b>289</b>

Název	Podnikové finance Studijní pomůcka pro distanční studium
Autor	doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková, Ing. Adriana Knápková, Ph.D. Fakulta managementu a ekonomiky
Vydavatel	Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Vydání	čtvrté nezměněné
Vyšlo	2008
Náklad	150 výtisků
Tisk	Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně Academia centrum

Publikace neprošla redakční ani jazykovou úpravou.

**ISBN 978 - 80 - 7318 - 732 - 3**