

## Seminář č. 2 – 26.2.2008

### **Osnova:**

1. úvod do financí podniku
2. základní zdroje finančních informací o podniku (rozvaha, výsledovka)
3. majetková a finanční struktura podniku
4. příklady

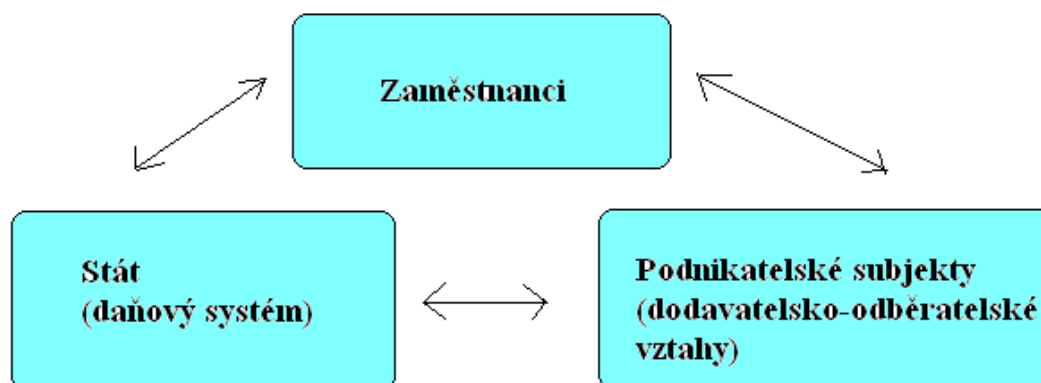
## **1 Úvod do financí podniku**

**Podnikové finance** se nejčastěji chápou jako zdroje financování podnikatelských aktivit, a to třemi základními způsoby:

- peněžní prostředky – hotovost a krátkodobé vklady u peněžních ústavů → nejlikvidnější. *(likvidita – platební schopnost)*  
*(na základě velikosti peněžních prostředků se posuzuje platební situace podniku, kdy se porovnává stav peněžních prostředků s peněžními závazky. Vysoký stav peněžních prostředků může nepříznivě ovlivňovat efektivnost podnikání, rentabilitu. Peněžní prostředky v hotovosti a vklady v bankách totiž nepřinášejí takový efekt, jaký by podnik zpravidla mohl dosáhnout, kdyby peníze použil na finanční, hmotné či nehmotné investice)*
- podnikový kapitál – souhrn všech peněz vázaných v celkovém majetku podniku k určitému okamžiku. Mohou být vloženy vlastníky (vlastní kapitál) nebo věřiteli (dluhy, cizí kapitál).
- finanční zdroje – zahrnují vedle peněžních prostředků také jiná finanční aktiva, krátkodobého i dlouhodobého charakteru (jako např. cenné papíry)

Podnikatelské aktivity jsou obvykle ovlivňovány 3 **subjekty** a jejich vzájemnou interakcí – viz obrázek 1.

**Obrázek 1:** Subjekty podnikatelských aktivit



*Zdroj: vlastní zpracování*

Finanční řízení podniku – subjektivní ekonomická činnost, zabývající se získáváním potřebného množství peněz a kapitálu z různých finančních zdrojů (financování), alokací peněz do různých forem nepeněžního majetku (investování) a rozdělováním zisku (dividendová politika) s cílem maximalizace tržní hodnoty vlastního majetku firmy.

### 1.1 Finanční cíle podniku

Názory na vymezení finančních cílů podniku se mezi ekonomy v tržní ekonomice neustále diskutují a procházejí určitým vývojem. Nejdříve se zjednodušeně předpokládalo, že základním cílem podnikání je dosažení maximálního zisku (statický přístup – nerozlišuje krátkodobé a dlouhodobé zisky, nebere v potaz časovou dimenzi – kdy bylo zisku dosaženo; jedná se spíše o teoretický přístup, v praxi se rozhoduje na základě několika cílů současně; zisk podniku vykazovaný v účetnictví je silně ovlivňován zvoleným pojetím nákladů a výnosů, metodou odepisování atd. → lepší používat CF; nebere v potaz stupeň rizika – není pravda, že vyšší zisk je dosahován při stejném stupni rizika.

V současnosti je proto za **základní cíl** podnikání všeobecně považována maximalizace tržní hodnoty firmy, v podmínkách akciové společnosti maximalizace tržní ceny akcií.

Vedle hlavního, dlouhodobého finančního cíle podniku existují i některé **dílčí, krátkodobé finanční cíle** jako např.

- zajišťování platební schopnosti (likvidity- schopnost krýt peněžními prostředky své závazky v dané výši a požadovaném čase → poměr peněžních prostředků a splatných závazků).
- finanční zdraví podniku (rentabilita + likvidita).

K úspěšnému zajišťování výše uvedených cílů je nutno dodržovat některé **principy**, o které by mělo moderní finanční řízení podniku opírat, a to:

- princip peněžních toků (*je potřeba brát v potaz příjmy a výdaje a ne účetní náklady a výnosy. Finanční zdraví firmy závisí na její schopnosti uhrazovat peněžní platby svým věřitelům, dodavatelům, zaměstnancům a vlastníkům. Nic nepomůže podniku, jestliže vykazuje zisk, ale nemá peněžní prostředky na nutné platby*),
- princip čisté současné hodnoty (*podnik by měl investovat je do těch činností, kde čistá současná hodnota je pozitivní. Čistá současná hodnota představuje rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z určité činnosti a výdaji na tuto činnost. Zohledňuje nejen výši peněžních příjmů a výdajů, ale i jejich časové rozložení během určité doby. Ukazuje přírůstek investice k tržní hodnotě firmy a tím i k bohatství jejich vlastníků*),
- respektování faktoru času,
- zohledňování rizika (*hlavně u dlouhodobých, strategických investic. Technicky se riziko obvykle zohledňuje úpravou diskontní sazby: čím vyšší riziko se předpokládá, tím vyšší se volí diskontní sazby pro aktualizaci peněžních toků*),
- optimalizace kapitálové struktury (*podnik by měl usilovat o takovou kapitálovou strukturu, při níž jsou průměrné náklady kapitálu minimální*),
- zohledňování stupně efektivnosti kapitálových trhů (*teorie efektivních kapitálových trhů došla k závěru, že tržní ceny akcií a jiných cenných papírů rychle a přesně zohledňují veškeré příslušné informace → kurz akcie je v souladu s její teoretickou hodnotou, neexistují akcie podhodnocené a nadhodnocené*),
- plánování a analýza finančních údajů (*analýza a plánování pohybu peněžních prostředků, kapitálu a finančních zdrojů*).

## 1.2 Zdroje financování podnikatelských aktivit

Dělení (viz obrázek 2 - Rozvaha):

- 1.) z hlediska času – krátkodobé a dlouhodobé
- 2.) z hlediska subjektu financování – cizí a vlastní

Optimální určení či přiřazení zdrojů k potřebám jsou schopny zvládnout empirická pravidla, známá jako **zlatá pravidla financování**.

### **Zlaté bilanční pravidlo:**

- krátkodobé zdroje by měly být použity na financování krátkodobých potřeb (oběžná aktiva),
- dlouhodobé zdroje by měly být použity na financování dlouhodobých potřeb (fixní aktiva – investice).

## 2 Základní zdroje finančních informací o podniku

Základními zdroji finančních informací o podniku jsou Rozvaha a Výkaz zisku a ztrát. Rozvaha je rozdělena na stranu aktiv (majetek podniku, vyjadřuje to, co podnik vlastní) a stranu pasiv (zdroj financování majetku podniku), přičemž musí vždy platit bilanční rovnice:

$$\Sigma A = \Sigma P$$

Výkaz zisků a ztrát postihuje jednotlivé náklady a výnosy podniku, podává informace o tvorbě hospodářského výsledku a zároveň obsahuje mezisoučty rozdělující výsledek hospodaření na provozní, finanční a mimořádný.

**Obrázek 2:** Rozvaha, aktiva a pasiva podniku

<b>A</b>	<b>P</b>
<p><b>Stálá aktiva</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- dlouhodobý nehmotný majetek</li> <li>- dlouhodobý hmotný majetek</li> <li>- dlouhodobý finanční majetek</li> </ul>	<p><b>Vlastní kapitál</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- základní kapitál</li> <li>- kapitálové fondy</li> <li>i) emisní ážio</li> <li>ii) ostatní kapitálové fondy</li> </ul>
<p><b>Oběžná aktiva</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- zásoby</li> <li>i) materiál</li> <li>ii) nedokončená výroba a polotovary</li> <li>iii) výrobky</li> <li>iv) zvířata</li> <li>v) zboží</li> <li>vi) poskytnuté zálohy na zásoby</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) zákonný rezervní fond</li> <li>ii) ostatní fondy ze zisku</li> <li>- hospodářský výsledek</li> <li>i) výsledek hospodaření minulých let</li> <li>ii) výsledek hospodaření běžného účetního období</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- dlouhodobé pohledávky</li> <li>- krátkodobé pohledávky</li> <li>- finanční majetek</li> <li>i) peníze</li> <li>ii) účty v bankách</li> </ul>	<p><b>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>
<ul style="list-style-type: none"> <li>iii) krátkodobý finanční majetek</li> <li>iv) nedokončený krátkodobý finanční majetek</li> </ul>	<p><b>Ostatní pasiva</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- přechodná pasiva - přechodné účty pasiv</li> <li>- dohadné položky pasivní</li> </ul>
<p><b>Ostatní aktiva</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- přechodná aktiva - přechodné účty aktiv</li> <li>- dohadné účty aktivní</li> </ul>	

*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

### Obrázek 3: Výkaz zisků a ztrát

**Tržby** (za prodej výrobků a služeb)

± změna stavu vnitropodnikových zásob

+ aktivace (materiálu, zboží, investic a vnitropodnikových služeb)

---

= **výroba**

- výrobní spotřeba (materiál, energie, služby)

- osobní náklady (mzdy, sociální zabezpečení)

- daně a poplatky (mimo daň z příjmu)

- odpisy

± některé další výnosy a náklady

---

= **provozní hospodářský výsledek**

+ finanční výnosy (tržby z CP, úroky)

- finanční náklady (úroky, pojistné, koupě CP)

---

= **výsledek hospodaření z finančních operací**

- daň z příjmů (za běžnou činnost)

---

= **hospodářský výsledek za běžnou činnost**

+ mimořádné výnosy

- mimořádné náklady

---

= **hospodářský výsledek z mimořádné činnosti**

- daň z příjmu z mimořádné činnosti

---

= **hospodářský výsledek za účetní období (účetní zisk)**

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### 3 Majetková a finanční struktura podniku

Významnou součástí obchodní zdatnosti podniku je udržení majetkově-finanční stability.

Majetkově-finanční stabilitou rozumíme schopnost podniku vytvářet a trvale udržovat správný vztah mezi majetkem a používaným kapitálem. Konkrétně jde o 3 základní otázky:

- poměr mezi jednotlivými složkami majetku (majetková struktura),
- poměr mezi jednotlivými druhy používaného kapitálu (finanční struktura),

- vzájemný vztah mezi jednotlivými složkami majetku a jednotlivými druhy používaného kapitálu.

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní zdroje}}$$

$$\text{provozní páka} = \frac{\text{fixní aktiva}}{\text{oběžná aktiva}}$$

### 3.1 Majetková struktura podniku

**Majetková struktura** podniků představuje podrobnou strukturu aktiv podniku (viz Obrázek 2: Rozvaha - levá strana).

#### 3.1.1 Výše celkového majetku

Pro výši celkového majetku lze jako rozhodující definovat 3 faktory:

##### 1) rozsah podnikových výkonů (tržby)

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\Sigma \text{ aktiv}}$$

Obvykle se předpokládá, že k dosažení vyšších výkonů (tržeb) je nezbytná vyšší potřeba majetku, vyšší suma aktiv. Předpokládá se tedy konstantní hodnota aktiv.

##### 2) stupeň využití majetku

Zde již představa zhruba konstantní úrovně obratu aktiv přestává být udržitelná. Do popředí se dostává vazba na relativně rychlejší růst výkonů (ve srovnání s tempem růstu majetku).

Výraz pak nabývá alternativní podoby:

$$\frac{\text{výkony za období}}{\text{průměrný stav majetku}} = \frac{\text{tržby}}{(\Sigma \text{ aktiv na začátku roku} + \Sigma \text{ aktiv na konci roku}) / 2}$$

$$= \text{MAX}$$

Maximalizace výrazu přirozeně vede k závěru, že čím vyšší je využití daného majetku, tím nižší je jeho potřeba.

### 3) cena majetku

- pořizovací cena = cena pořízení + náklady související s pořízením (dopravné)
- cena pořízení = cena, za níž byl majetek nakoupen (speciálně u finančního majetku: cenné papíry)
- náklady = vlastní náklady výroby (pro majetek vytvořený vlastní činností)
- reprodukční pořizovací cena = cena pořízení v okamžiku ocenění
- nominální hodnota = peněžní částka, trvale přiřazena složce majetku pro její popis (typické u pohledávek)
- čistá realizační cena = prodejní cena – náklady spojené s prodejem.

Zvláštní pozornost je věnována oceňování zásob (s ohledem na jejich výrazné specifikum – časté změny v podobě spotřeby a doplňování). Metody oceňování zásob jsou následující:

- individuální ocenění (příslušnými cenami) – údajně technicky obtížně realizovatelné
- metoda průměrného ocenění – zásoby se ocení váženými průměrnými pořizovacími cenami všech dodávek příslušného druhu. Jako váhy vystupují množství dodávek. V případě nižší tržní ceny se rozdíl odepíše – zvýší se tedy náklady a sníží zisk.
- FIFO (First In First Out) – konečné zásoby jsou oceněny cenami poslední dodávky. To je pro podnik daňově výhodné při růstu cen, neboť dochází k umělému nárůstu nákladů reprodukčního procesu.
- LIFO (Last In First Out) – konečné zásoby jsou oceněny cenami první dodávky (v ČR nepřipustné). Při poklesu cen zásob může z tohoto způsobu oceňování opět podnik získat daňovou výhodu.

#### 3.1.2 Faktory ovlivňující majetkovou strukturu

Majetková struktura podniku je velmi diferencovaná. Závisí především na technické náročnosti výroby, která ovlivňuje podíl stálého hmotného majetku.

- 1) **technická náročnost výroby** – může být definována nepřímo ukazatelem provozní páky s následujícím rozdělením firem na firmy kapitálově lehké a kapitálově těžké.

$$\text{provozní páka} = \frac{\text{fixní majetek}}{\text{oběžný majetek}}$$

- 2) **rozvinutost peněžního a kapitálového trhu** – pestřejší nabídka produktů peněžního i kapitálového trhu poskytuje prostor pro – zvýšení podílu finančního majetku

- růst finančních investic



- pestřejší portfolio finančního majetku

to vše s potenciálně příznivými důsledky pro rentabilitu podniku i řízení podnikatelského rizika. Např. v našich podmínkách, kdy tento trh se teprve rozvíjí, je podíl finančního majetku dlouhodobého i krátkodobého na celkovém majetku mnohem nižší, než je tomu v rozvinuté tržní ekonomice.

### 3) hospodářská situace země i firmy a její hospodářská politika

Tyto faktory jsou schopny pozitivně ovlivnit:

- růst rentability, a to cestou snižování nákladů (technické inovace) nebo zvyšování obrátu vloženého majetku
- růst významu oběžného majetku ve finančním řízení podniku i růst jeho podílu v bilanci firmy.

## 3.2 Finanční struktura podniku

**Finanční struktura** podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek (viz Obrázek 2: Rozvaha – pravá strana pasiv). Z dynamického hlediska finanční struktura podniku ukazuje strukturu přírůstku podnikového kapitálu, ze kterého je financován přírůstek majetku.

Vedle pojmu finanční struktura se používá i pojem **kapitálová struktura**. Zachycuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho fixní majetek a trvalá část oběžného majetku. Jde tedy o strukturu dlouhodobého kapitálu podniku. Kapitálová struktura je tedy pouze částí jeho finanční struktury.

### 3.2.1 Cena kapitálu

O ceně kapitálu platí:

a) **cenou vlastního kapitálu je dividenda** (pro akciové společnosti), popř. podíl na zisku (v jiných případech). Výše ceny závisí obvykle nejméně na době splatnosti a na riziku užití kapitálu.

b) **cenou cizího kapitálu je úrok**, případně podíl na zisku

$$N_{CK} = (1 - D_s) * i \quad (\text{uvažujeme vliv daňového systému})$$

$N_{CK}$  .... náklady na cizí kapitál

$i$ ..... úroková míra (v %)

$D_S$ ..... daňová sazba (v %)

Cenu cizího kapitálu ovlivňuje systém zdanění velmi průhledným způsobem – úroky z úvěrů a obligací jsou odpočitatelnou položkou ze základu daně (dividendy ne). I zde platí, že čím delší doba splatnosti, tím vyšší cena kapitálu.

### c) náklady na celkový kapitál (K) – optimalizace

$$K = i * (1 - D_S) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K}$$

CK..... cizí kapitál

VK..... vlastní kapitál

K..... celkový kapitál

$N_{VK}$ .... náklady na vlastní kapitál po zdanění zisku v %. Pokud bereme v úvahu i předpokládané tempo růstu dividend, dostáváme vztah

$$N_{VK} = \frac{\text{dividenda}}{\text{cena akcie}} + \text{míra růstu dividend}$$

Pokud se budeme přednostně orientovat na dobu, po kterou cizím kapitálem disponujeme, objevíme u ceny cizího kapitálu tyto empiricky zjištěné zákonitosti:

- nejlevnější je krátkodobý cizí kapitál
- pomyslný střed cenového pásma přísluší dlouhodobému cizímu kapitálu
- jako nejdražší se ukazuje akciový kapitál (neomezená doba splatnosti, kapitál se nevrací)

### 3.2.2 Optimální míra zadluženosti

Pro posuzování míry optimality dané finanční struktury podniku, jako kritériální funkce vystupují zejména:

#### a) ukazatel finanční páky

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Platí, že pro velkou hodnotu finanční páky stoupá riziko věřitelů. Tento ukazatel se také skutečně používá pro měření finančního rizika.

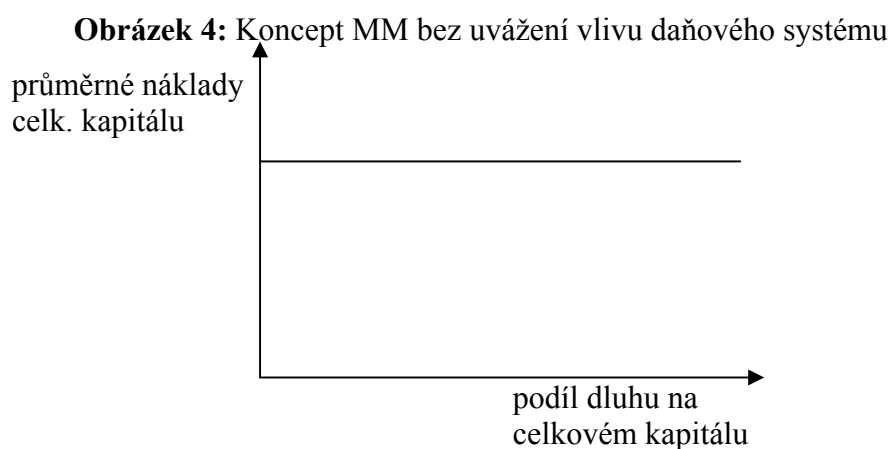
#### b) ukazatel ziskového či úrokového krytí

$$\frac{\text{zisk před platbou úroků a daní}}{\text{úrok (roční)}} = \text{ziskové krytí}$$

Názory na optimální míru zadluženosti jsou ve finanční teorii předmětem rozsáhlé diskuse. Rozlišujeme tyto základní teorie:

### 1) původní představy

Podle této představy nezávisely náklady celkového kapitálu vůbec na změnách ve finanční struktuře. Odtud vyplynul logický, i když z pohledu praxe finančního řízení podniku absurdní závěr, že hledání optimálního zadlužení nemá smysl.



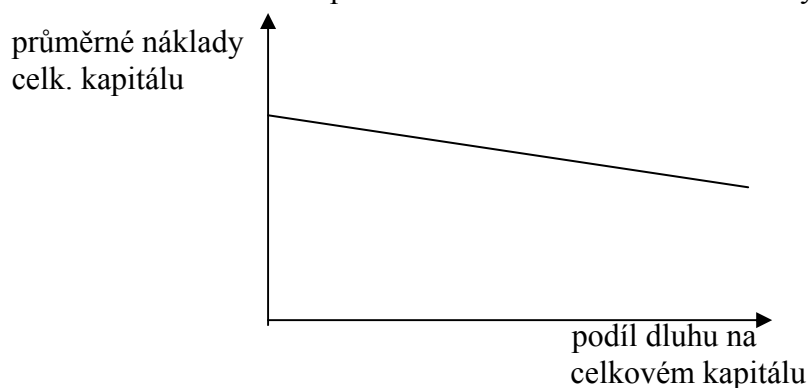
*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

### 2) koncept MM s vlivem daňového systému

Úrok je nákladová položka, která snižuje daňový základ podniku. Takto se objevuje prvek úrokového (daňového) štítu, který zprostředkovaně, v podobě snížení daňové zátěže podniku snižuje de facto cenu cizího kapitálu.

Bez uvážení dalších faktorů tedy náklady celkového kapitálu s růstem zadlužení klesají. Tento formálně nepochybně správný názor vede opět k prakticky neudržitelné filozofii zadlužovat podnik co nejvíce.

**Obrázek 5:** Koncept MM s uvažováním vlivu daňového systému

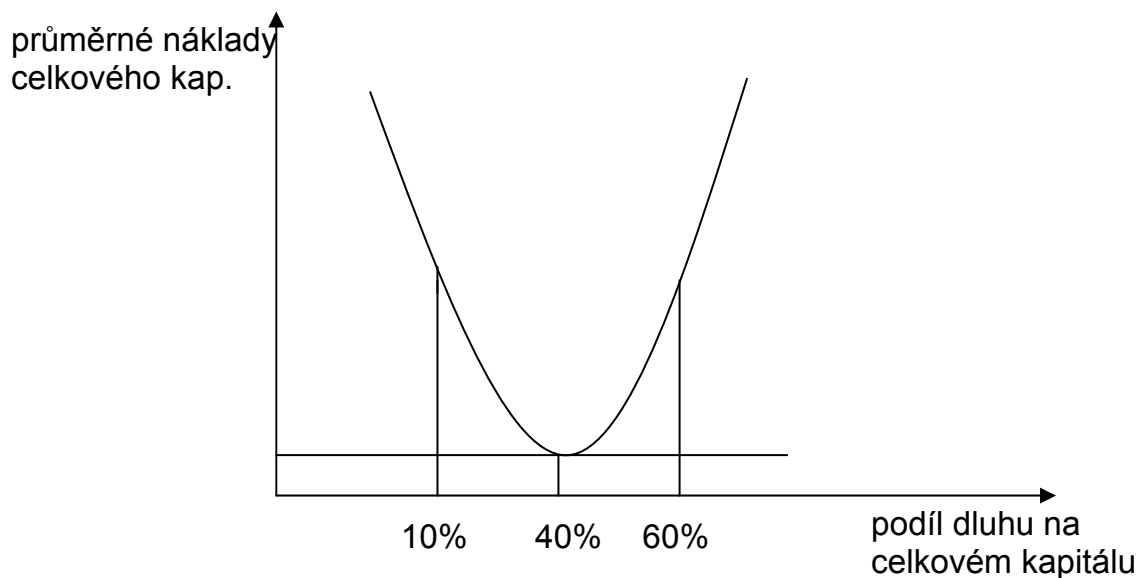


*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

### 3) kompromisní teorie (tzv. U-křivka celkových nákladů kapitálu)

Optimum finanční struktury podniku je definováno jako situace, kdy průměrné náklady celkového kapitálu jsou minimální. Toto optimum se vlivem sociálně psychologických faktorů v čase proměňuje. V současnosti se pohybuje okolo cca 40% podílu dluhu v celkovém kapitálu podniku.

**Obrázek 6:** Koncept U-křivky



*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

Jako rozhodující faktory pro stoupající větve U-křivky se uvádí:

- s růstem zadluženosti rostou náklady dluhu (tlak věřitelů) i náklady vlastního kapitálu (tlak akcionářů)

- jde o důsledek zvýšeného rizika věřitelů i akcionářů při vyšším zadlužení
- od určité míry celkové náklady rostou (vliv daňového štítu je pohlcen vyššími požadavky věřitelů)
- je nezbytné brát ohled i na velikost a stabilitu zisku.

V praktické rovině vykazuje optimum finanční struktury následující charakteristické rysy:

- minimalizuje náklady na financování podniku
- je v souladu s majetkovou strukturou
- je v souladu s výkonností podniku.

### 3.3 Souvislosti majetkové a finanční struktury a strategie financování

Souvislosti mezi majetkovou a finanční strukturou jsou viditelné v konceptech zlatých pravidel financování a Net Working Capital.

#### 1) Zlaté pravidlo financování

- dlouhodobá aktiva mají být financována dlouhodobými zdroji
- krátkodobá aktiva mají být financována krátkodobými zdroji.

#### 2) Net Working Capital (NWC)

$$NWC = OA - \text{krátkodobá pasiva}$$

Pro  $NWC > 0$  ..... **konzervativní strategie** (v tomto případě je dlouhodobými zdroji financován i krátkodobý majetek podniku, přičemž základní kapitál má krýt aktiva pro daná obor podnikání typická). Tato situace je bezpečná, ale relativně drahá (dlouhodobé zdroje jsou dražší než zdroje krátkodobé).

**Obrázek 7:** Konzervativní strategie financování podniku

oběžný majetek	krátkodobá pasiva
	net working capital
fixní majetek	základní kapitál

*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

Pro  $NWC < 0$  ..... **agresivní strategie** (spočívá v relativním nedostatku dlouhodobých pasiv, což vede k orientaci na převážně krátkodobé zdroje financování). Tato strategie je riskantní (možný výpadek krátkodobých zdrojů může ohrozit stabilitu podniku), ale relativně levná (krátkodobé zdroje jsou levnější než zdroje dlouhodobé).

**Obrázek 8:** Agresivní strategie financování podniku

fixní aktiva	dlouhodobá pasiva
	net working capital
oběžná aktiva	

*Zdroj: Kalouda, František: Základy firemních financí*

Pro  $NWC = 0$  ..... neutrální strategie

