

2 FINANČNÍ ŘÍZENÍ A PODMÍNKY ROZHODOVÁNÍ PODNIKU

Finanční řízení a rozhodování je nedílnou součástí všech aktivit podnikového organismu. Vychází a plní nezastupitelnou roli v rámci celkového řízení a rozhodování podniku. Přitom jsou základem strategické a dlouhodobé cíle podniku. Pro finance je charakteristické, že plní syntetickou roli, neboť pomocí finančních prostředků a kategorií lze převést na společného jmenovatele různé aktivity a činnosti a ohodnocovat a porovnávat různé podnikové činnosti. To zároveň umožňuje prostřednictvím financí řídit a rozhodovat o základních směrech vývoje a rozdělování finančních zdrojů v podniku.

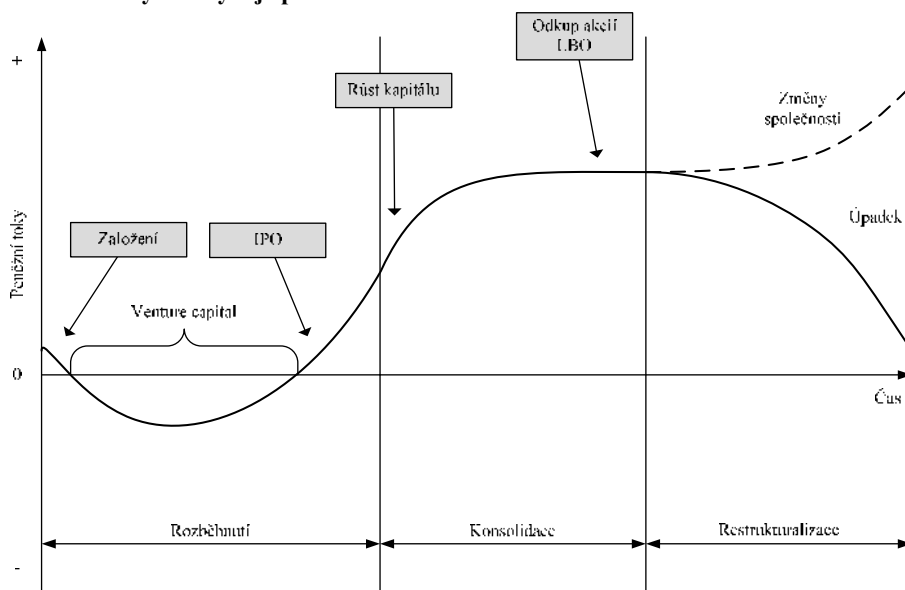
Finanční řízení a rozhodování má přitom dynamické aspekty, což znamená, že je nutné řídit a usměrňovat jak strategické, taktické, tak operativní dimenze a variabilitu v čase. Konkrétní aplikované postupy finančního řízení, cíle, používané nástroje a struktura finančních zdrojů závisí na fázích vývoje firmy. Každá fáze vývoje podniku vykazuje specifické rysy, které se projevují v různé struktuře peněžních toků a potřebě kapitálu. Cyklus vývoje peněžních toků, včetně tvorby a užití kapitálu, znázorňuje Obr. 2.1.

Z obrázku je zřejmé, že na počátku ve fázi založení společnosti (podniku, projektu, programu) vzniká potřeba velkých počátečních finančních prostředků ve formě rizikového kapitálu (*Venture Capital*). Následuje rozběhnutí činností, pro něž lze získat zdroje primární emisí akcií na kapitálovém trhu (*IPO – Initial Public Offering*).

Snahou managementu je zpravidla udržet podnik dlouhodobě ve fázi konsolidace, která je charakteristická stabilní hospodářskou situací, tržní pozicí podniku, růstem kapitálu atd.

Po ukončení konsolidační fáze a vyčerpání potenciálu daného projektu firmy nastává moment změny, přičemž přicházejí v úvahu dvě možnosti, buď úpadek firmy, pokud není nalezen adekvátní nový program, anebo základní restrukturalizace a změny spočívající v nastartování nového programu, který začíná opět fází rozběhnutí. V této fázi lze uplatnit zadlužený odkup akcií (*LBO – Leverage Buy Out*).

Obr. 2.1 Cyklus vývoje peněžních toků



S každou fází vývoje firmy jsou spojeny i různé cíle. Za základní dlouhodobý cíl firmy lze považovat růst hodnoty firmy a zvyšování finanční výkonnosti firmy.

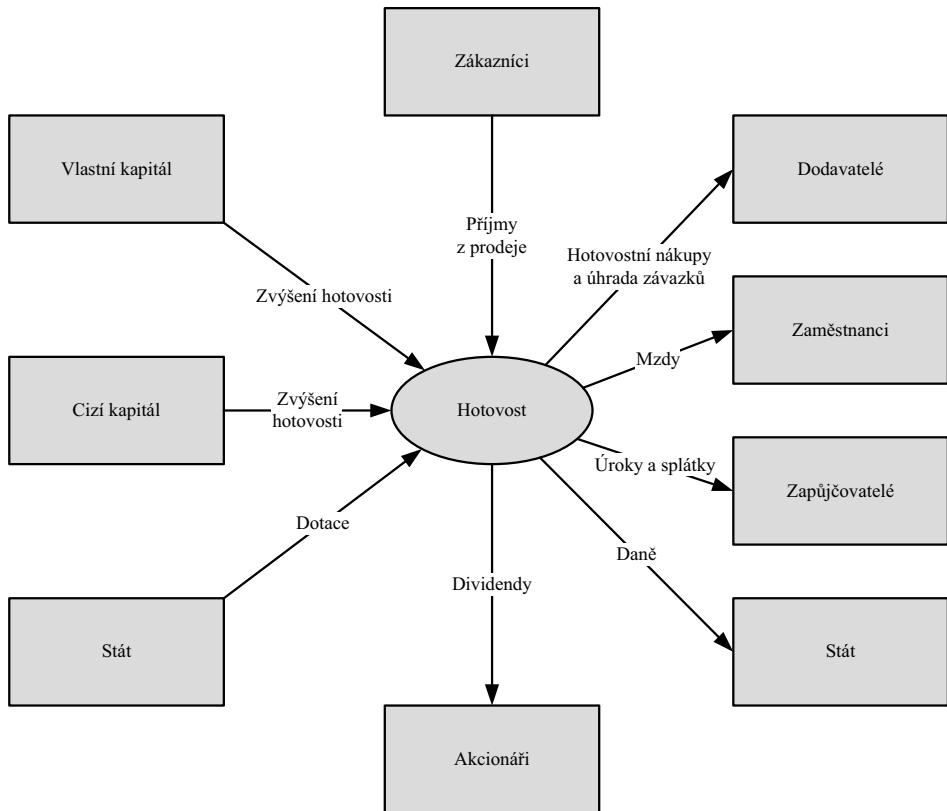
Jednou ze stěžejních úloh finančního managementu je plánování tvorby a užití finančních fondů a prostředků tak, aby byly dosaženy cíle podniku. Toho je dosahováno ve dvou směrech: uvnitř podniku se jedná o investování, finanční analýzu a rozhodování; ve vztahu k okolí o propojení vlastního podnikání a širšího (okolního) finančního prostředí.

Investiční rozhodování (kapitálové rozpočtnictví) představuje investování do reálných aktiv (technologie, výrobní zařízení, zásoby, pohledávky) a také do finančních aktiv (cenné papíry). Finanční rozhodování pak směřuje k rozhodnutí, kolik kapitálu je nutné mít pro zajišťované činnosti a jaká má být jeho struktura, tj. poměr vlastního a cizího kapitálu.

Ústřední úlohou finančního řízení je tvorba a užití finančních prostředků, což je schématicky znázorněno na Obr. 2.2.

Hlavními zdroji jsou finanční prostředky generované výrobní činností a hrazené odběrateli, další jsou od vlastníků (vlastní kapitál), následují příjmy od věřitelů (cizí kapitál) a rovněž dotace ze státního rozpočtu. Finanční prostředky jsou vynakládány zejména na úhradu výrobních vstupů dodavatelům (materiál, energie apod.) a zaměstnancům (mzda, platy), dále splátky půjček zapůjčovatelům (banky), platby daní státu a výplata podílů na zisku vlastníků (dividendy).

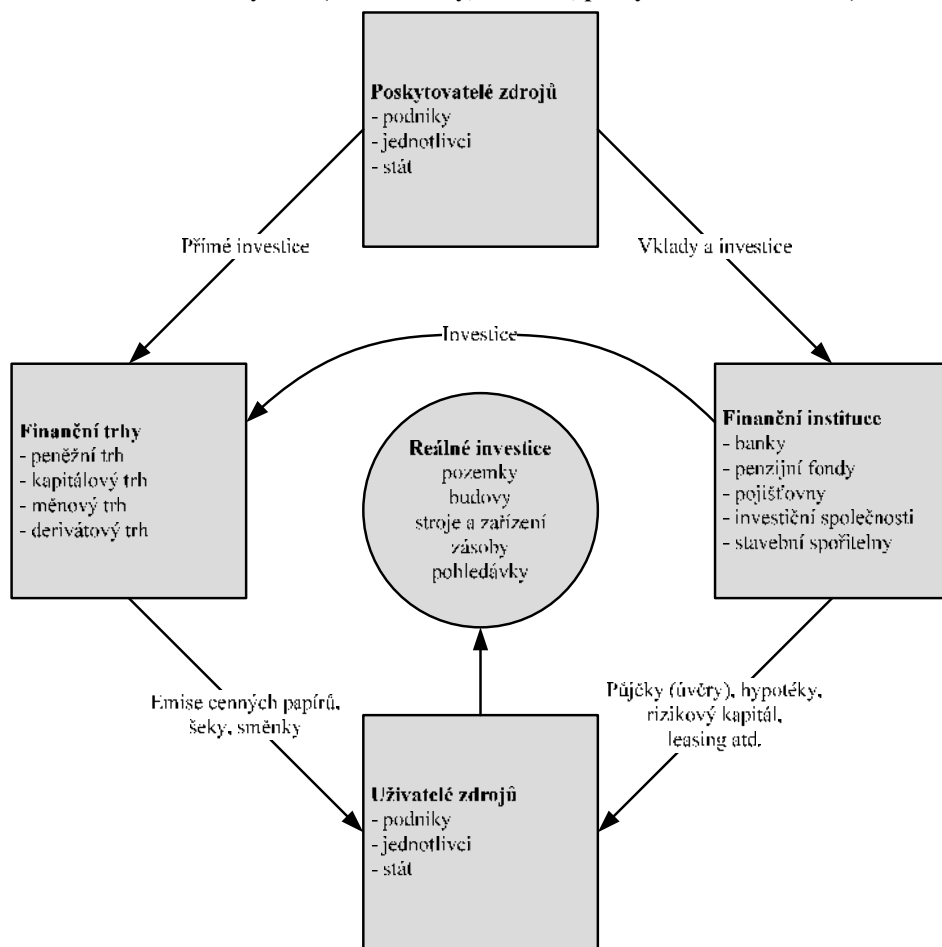
Obr. 2.2 Zdroje a užití peněžních prostředků



Významným úkolem finančního řízení je zajistit dostatek finančních zdrojů a umístit je tak, aby byly efektivně využity a přitom byla dosahována finanční rovnováha. Na Obr. 2.3 je zachycen tok finančních prostředků jako propojený finanční systém. Významnou roli přitom hrají finanční trhy a finanční zprostředkovatelé. Mezi nejvýznamnější části finančního trhu patří peněžní trh, kapitálový trh, dále měnový trh a derivátový trh. Ze zástupců finančních zprostředkovatelů lze uvést jako nejvýznamnější banky, pojišťovny, stavební spořitelny, penzijní fondy a investiční společnosti. V tomto systému jsou důležitými subjekty podniky, jednotlivci a stát. Těmito subjekty jsou přitom jak příjemci, tak poskytovatelé finančních prostředků.

Finanční řízení podniku představuje dosahování rovnováhy mezi finanční výkonností (rentabilitou), kapitálovou strukturou (zadlužeností) a solventností (likviditou).

Obr. 2.3 Finanční systém (finanční trhy, instituce, poskytovatelé a uživatelé)



2.1 PŘÍSTUPY K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Jeden z hlavních cílů finančního řízení podniků lze obecně formulovat jako neustálé zvyšování výkonnosti firem.

V současné době ovlivňují podnikovou sféru a jeho chování globalizační trendy, zostřování konkurence, otvírání nových trhů, fúze a akvizice. Do popředí zájmu manažerů se dostává nutnost dlouhodobé orientace podniků na výkonnost. Zejména v procesu hodnocení úspěšnosti podniků se stávají klíčovými pojmy výkonnost podniků, měření výkonnosti a řízení hodnoty firmy.

Adaptace podniků na ekonomický vývoj a dosahování vyšší konkurenceschopnosti se projevuje i v pojetí a měření výkonnosti podniku. Přístupy k měření výkonnosti firem prošly

výrazným vývojem a odráží se v nich jak technicko-ekonomický typ ekonomiky, informační možnosti, tak stupeň poznání při řízení ekonomických systémů.

V průběhu posledních desítek let došlo k výraznému myšlenkovému odklonu v otázkách hodnocení efektivnosti podnikových aktivit od tradičních ukazatelů výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku. Rostoucí informační efektivnost kapitálových trhů zvyšuje efektivní alokaci kapitálu. Nová koncepce finančního řízení je založena na řízení hodnoty pro vlastníka (*Shareholder Value*). Ta je postavena na modifikovaných finančních ukazatelích, které umožňují úspěšně a lépe identifikovat procesy a činnosti, které reálně a dlouhodobě zvyšují hodnotu pro akcionáře a rovněž celkovou hodnotu firmy.

Koncepci *Shareholder Value* můžeme vnímat ve dvou dimenzích: *Shareholder Value* jako měřítko výkonu (finanční veličinu) a *Shareholder Value* jako nejvyšší podnikový cíl (cíl podniku). Z prvního hlediska jde primárně především o maximalizaci bohatství akcionářů. To by mělo být přirozené, protože akcionáři společnost vlastní a, jako racionální investoři, očekávají dlouhodobý výnos své investice. Vlastníci (akcionáři) požadují, aby zisk podniku byl vyšší než výnos, který by při stejném riziku mohli získat jinde. Pokud tomu tak není, znamená to, že se jim nepodařilo vložený kapitál dostatečně zhodnotit, čímž pochopitelně je nebo v budoucnu bude ohrožena existence firmy.

Z pohledu pojetí *Shareholder Value* jako podnikového cíle jsou podniky viděny jako nástroje pro splnění zájmů akcionářů. Takto se jako cíl podniku do popředí dostává maximalizace užítku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů. Oproti tomuto přístupu stojí *Stakeholder* přístup (*Stakeholder Approach*), u kterého kromě zájmů akcionářů jsou zahrnuty do cíle podniku také zájmy dalších zúčastněných (např. věřitelů, investorů, zaměstnanců, spolupracovníků atd.). Rozdíl mezi oběma koncepty spočívá v tom, že u *Shareholder Value* konceptu je uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců bráno jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, totiž tvorba hodnoty pro akcionáře, a ne jako cíl sám o sobě.

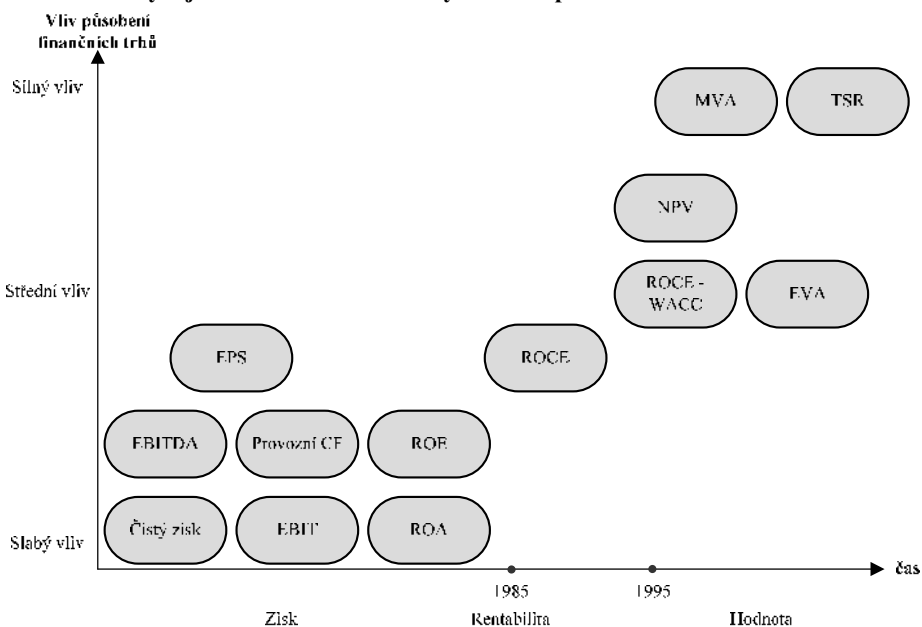
Přístupy k měření výkonnosti se neustále vyvíjejí, vývoj používaných ukazatelů v závislosti na čase je zobrazen na Obr. 2.4. Je zřejmé, že se přechází od tradičních účetních ukazatelů k ukazatelům, u nichž je výkonnost měřena pomocí změny hodnoty určené pomocí cen generovaných na trzích.

Ukazatele měření výkonnosti lze podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím rozdělit na 3 skupiny: účetní, ekonomické a tržní ukazatele. V následujících částech budou podrobně popsány jednotlivé ukazatele.

2.2 ÚČETNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI

Účetní ukazatele se používaly od poloviny 80. let 20. stol., jsou to např. čistý zisk *EAT*, provozní zisk *EBIT*, zisk před úhradou úroků, daní a odpisů *EBITDA*, zisk na akcii *EPS* nebo poměrové ukazatele, jako jsou rentabilita aktiv *ROA*, rentabilita dlouhodobého kapitálu *ROCE*, rentabilita vlastního kapitálu *ROE*. Fakt, že jsou založeny na účetní definici zisku, která jen zřídka vyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky, přináší problémy. Využití absolutního ukazatele na bázi čistého zisku *EAT* vykazovalo určité nedostatky, neboť nebylo možno oddělit základní a mimořádné výsledky. Rostoucí důraz na provozní zisk *EBIT* nebo *EBITDA* znamenalo zlepšení, neboť tímto se redukovaly vlivy mimořádných výnosů a nákladů.

Obr. 2.4 Vývoj finančních ukazatelů výkonnosti podniků



Ukazatel čistého zisku na jednu akcii (*Earnings per Share, EPS*) je určen jako čistý zisk připadající na jednu kmenovou akcii. Úmysl a záměr zlepšit hodnotu ukazatele se může projevit ve snaze zvyšovat zisk po zdanění metodologickými účetními postupy (kreativní účetnictví).

Druhá generace účetních ukazatelů se objevuje, když investoři začali uvažovat o pojmech ziskovosti tak, že srovnávali zisk s použitým vlastním kapitálem nebo celkovým kapitálem. **Ukazatel rentability vlastního kapitálu** (*Return on Equity, ROE*) vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu, a tedy i jeho zhodnocení v dosaženém čistém zisku. Míra zisku vypočtená z vlastního kapitálu je ukazatelem, pomocí něhož akcionáři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, tj. zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Význam tohoto ukazatele plyne z toho, že se zde spojuje a vyjadřuje vlastnický zájem.

Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (*Return on Capital Employed, ROCE*) je dalším ukazatelem ze sledovaných ukazatelů rentability. Tímto ukazatelem se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji, tj. zvýšení potenciálu vlastníka využitím dlouhodobého cizího kapitálu. Jedná se o ukazatel, který je často využíván k mezipodnikovému porovnání.

Rentabilita aktiv (*Return on Total Assets, ROA*) je o něco realističtější měřítko ekonomické výkonnosti, nejsou však brány v úvahu náklady na kapitál. Ani nadprůměrně vysoká rentabilita aktiv není zárukou zvyšování hodnoty firmy. Dokud nedojde k porovnání *ROA* s náklady firmy vztaženými na celkový používaný kapitál, nelze posoudit, zda dochází ke zvyšování či snižování hodnoty firmy. Ukazatel *ROA* bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože je poměřován zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Respektována je skutečnost, že výnos z

prostředků získaných z cizích zdrojů musí pokrýt i úroky a přinést další efekt představující zisk.

Avšak i tyto ukazatele lze ovlivnit určitou manipulací, neboť například společnost může zvýšit *ROE* tím, že zvýší zadluženost. Dokonce *ROE* může vypadat velmi dobře i v případě, že nebyla vytvořena žádná reálná hodnota, protože růst ziskovosti je eliminován vyšším rizikem, které není zohledněno v účetních datech. Protože pomocí ukazatele *ROCE* se lze vyhnout tomuto zkreslení, stal se tento ukazatel jedním z klíčových ukazatelů výkonnosti. Pouze v omezeném počtu odvětví není vhodné používat *ROCE* (např. bankovníctví, pojišťovnictví), v těchto odvětvích se široce používá především ukazatel *ROE*.

Kritiku tradičních ziskových veličin a na nich postavených ukazatelů výkonnosti lze shrnout do následujících bodů: nízká korelace k vývoji hodnoty na kapitálovém trhu, chybějící zohlednění nákladů na kapitál, orientace na minulost, chybějící zachycení nehmotného majetku, zanedbání ekonomických účinků po skončení sledovaného období.

2.3 EKONOMICKÉ UKAZATELE

Ekonomické ukazatele vznikly v důsledku poznatku, že vývoj rentability vždy plně nemusí korelovat s tvorbou hodnoty pro vlastníky. Aby bylo možné určit hodnotu, musí být výnosy porovnány s náklady na kapitál. Pokud jsou použity náklady na celkový kapitál *WACC*, je možno odhadnout, zda byla vytvořena hodnota (výnos z kapitálu je větší než *WACC*) nebo naopak „zničena“. Ekonomické ukazatele tedy na rozdíl od účetních ukazatelů zohledňují veškeré náklady na investovaný kapitál, ve výpočtu těchto ukazatelů je promítnut faktor rizika a časový horizont. Nejvýznamnějšími kritérii jsou čistá současná hodnota (*Net Present Value, NPV*), ekonomická přidaná hodnota (*Economic Value Added, EVA*) jako ukazatel na bázi ekonomického zisku, ukazatel *CF* z investic (*Cash flow Return on Investment, CFROI*).

Čistá současná hodnota *NPV*

Nepochybně nejvhodnějším ukazatelem tvorby hodnoty je *NPV*, který umožňuje propočítat vytvořené hodnoty. *NPV* vyjadřuje přírůstek majetku v souvislosti s realizací daného projektu. Obecně se jedná o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a počátečních jednorázových výdajů.

Nedostatkem ukazatele *NPV* je fakt, že musí být odhadnuty volné finanční toky na několik budoucích období. Pro externí analytiky, kteří nemají přístup ke všem nezbytným informacím, je proto propočítání *NPV* obtížné. Rychlým a snadným řešením je v důsledku nedostupnosti dat použít jako náhradu výše uvedené finanční ukazatele *EPS*, *ROE*, *ROCE*. Přitom je nezbytné si uvědomit, že zatímco tyto ukazatele je snazší získat a jednoduché je použít, jsou méně přesné a může dojít ke zkresleným výsledkům, pokud nejsou aplikovány obezřetně.

Ekonomická přidaná hodnota *EVA*

Ukazatel *EVA* je založen na známém konceptu ekonomického zisku, který je součástí ekonomické a finanční teorie již delší dobu. Avšak aplikace tohoto principu je determinována zvládnutím mnoha metodologických problémů spojených s konkrétní dostupností účetních dat, měřením a interpretací v podnicích. Důsledkem je, že teprve v nedávné době se podařilo tyto problémy ve vyspělých tržních ekonomikách zvládnout a zavést tento ukazatel do hlavního proudu využívání v podnikové praxi. Stále více firem ve vyspělých tržních i transformujících se ekonomikách přijímá tento ukazatel jako základ pro podnikové plánování

a sledování výkonnosti firmy. Novost ukazatele spočívá v tom, že při hodnocení výkonnosti jsou brány v úvahu nejen náklady na cizí kapitál, ale počítá se i s cenou kapitálu vlastního.

Ekonomická přidaná hodnota je měřítkem výkonnosti firmy, které bylo vytvořeno s cílem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře. Stern Stewart & comp, viz Stewart (1991), popularizovali tento přístup v USA, kde se začal v 90. letech 20. století implementovat do řízení řady firem.

EVA vychází ze základního pravidla, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Tyto náklady kapitálu nebo požadovaná míra výnosnosti se týkají jak vlastního kapitálu tak dluhu. Tak jak věřitelé mají nárok na výplatu svých úroků, tak i akcionáři požadují vyplacení adekvátní míry návratnosti vloženého kapitálu, která by kompenzovala jejich riziko. Z jiného pohledu je *EVA* vlastně způsobem, kterým akcionáři měří zisk podniku po úhradě alternativních nákladů na kapitál.

Obecný koncept ukazatele *EVA* jako měřítka finanční výkonnosti vyjadřuje nadzisk firmy, tedy rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které představují minimální míru výnosnosti kapitálu.

Konkrétní propoččet ukazatele *EVA* je determinován dostupností dat a způsobem stanovení nákladů kapitálu. V zásadě lze rozlišit dva základní koncepty výpočtu: na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí (*Value Spread*).

EVA na bázi *provozního zisku*, někdy označovaného jako *EVA-Entity*, je definována následovně,

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C.$$

Z definice plyne, že základními elementy pro výpočet *EVA* je čistý provozní zisk po zdanění *NOPAT*, hodnota celkového firemního kapitálu *C* a náklady na celkový kapitál *WACC*. Pozitivní hodnoty ukazatele *EVA* je dosahováno tehdy, pokud *NOPAT* převyší požadavky na kapitál, tento rozdíl pak reprezentuje hodnotu přidanou k bohatství akcionářů za určité období. Naopak negativní hodnota ukazatele *EVA* představuje pokles bohatství akcionářů, protože firma není schopna dosahovat ani minimální výnos požadovaný subjekty, které poskytují kapitál pro její financování.

Ukazatel *EVA* ovlivňují tři významné oblasti rozhodování v podniku, které mají vliv na vstupující komponenty pro výpočet. Jedná se o operativní, investiční a finanční rozhodnutí.

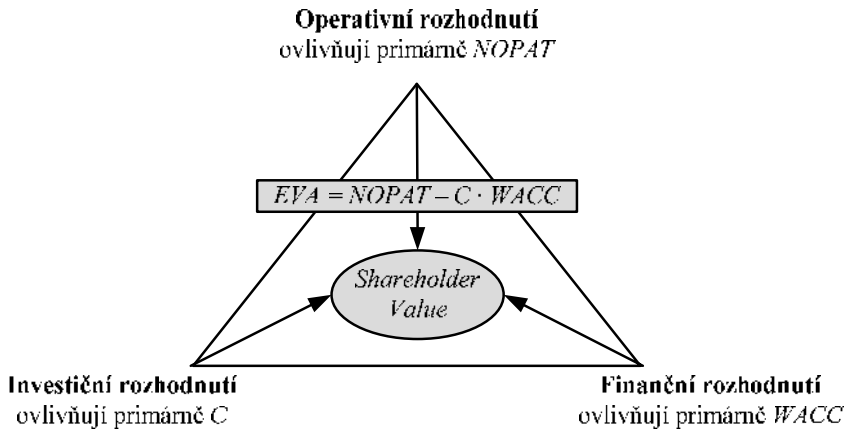
Operativní rozhodnutí se týkají podnikových výkonů a mají vliv na výsledný efekt *NOPAT*. V investičním rozhodování jde o otázku použitého kapitálu *C*. Tato rozhodnutí určují rozsah a strukturu majetku, a tím stranu aktiv bilance. Rozhodnutí v oblasti financování ovlivňují kapitálovou strukturu podniku *WACC*. Situace je schématicky znázorněna pomocí Obr. 2.5.

Jiné verze výpočtu *EVA* lze vyjádřit pomocí tzv. hodnotového rozpětí (*Value Spread*). Hodnotové rozpětí představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.

EVA na bázi *hodnotového rozpětí*,

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C.$$

Zde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu. Vztah ukazuje, že výše *EVA* je především závislá na rozdílu *ROC - WACC*, tedy na tzv. reziduálním výnosu kapitálu.

Obr. 2.5 Základní komponenty *EVA* a *Shareholder Value*

EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, někdy označována jako *EVA-Equity*,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E .$$

Přitom *ROE* vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, *E* je vlastní kapitál. V tomto případě se vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu. Pro vlastníka je žádoucí, aby rozdíl *ROE* a R_E byl co největší, minimálně by měl být kladný. Pouze v tomto případě mu investice do firmy přináší více, než by mu vynesla alternativní investice.

EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí

$$EVA / E = (ROE - R_E) .$$

U této varianty není hodnota ukazatele ovlivněna výší vlastního kapitálu a lze tedy měřit relativní výkonnost firmy.

Ukazatel *EVA* se dnes stává jedním z klíčových ukazatelů, který je využíván nejen pro měření finanční výkonnosti podniku, ale také pro účely stanovení hodnoty firem, pro řešení otázek hmotné zainteresovanosti managementu v hodnotově orientovaném řízení. Maximalizace ekonomické přidané hodnoty by měla být kritériem pro rozhodnutí týkajících se nových investic, změn výrobního programu, zásob, pohledávek či výběru dodavatelů nebo distribučních cest.

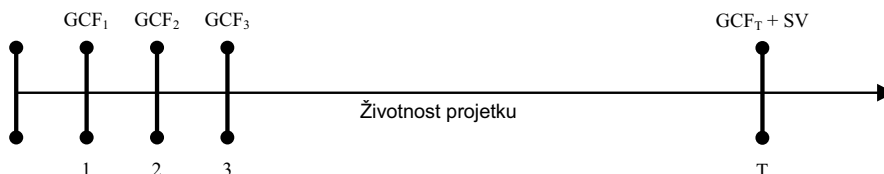
Ukazatel *CF* z investic *CFROI*

Původní verze ukazatele *CFROI* odpovídá průměrnému vnitřnímu výnosovému procentu existujících podnikových investic. Podstata ukazatele je podobná jako u ukazatele *EVA* s tím rozdílem, že se porovnává vnitřní výnosové procento s průměrnými náklady na kapitál. Tedy

$$\sum_{t=1}^T GCF_t (1+CFROI)^{-t} + SV (1+CFROI)^{-T} = GCE ,$$

kde GCE jsou provozní aktiva v pořizovací ceně (vypočteny jako provozní aktiva v zůstatkové ceně a oprávkou) a tato cena musí být transformována na současnou hodnotu zohledňující inflaci od nákupu aktiv po možnost vyhodnocení, GCF je CF z provozních aktiv (tj. zjednodušeně $EBIT(1 - t) + odpisy$), GCF je pak brána jako annuita se stejným obdobím jako očekávaná doba životnosti aktiv, SV představuje zůstatkovou (zbytkovou) hodnotu aktiv po uplynutí doby životnosti.

Obr. 2.6 Finanční toky ukazatele CFROI



Ukazatel $CFROI$ se porovnává s $WACC$. Pokud je $CFROI > WACC$, společnost tvoří hodnotu. Pokud je nižší, pak dochází k ničení hodnoty.

2.4 TRŽNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI

Tržní ukazatele výkonnosti jsou vysoce citlivé na vývoj akciového trhu, přitom je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu. K významným tržním ukazatelům patří ukazatel tržní přidaná hodnota MVA a ukazatel tržní výnos akciového kapitálu TSR .

Ukazatel tržní přidané hodnoty MVA je stejně jako ukazatel EVA registrován jako obchodní značka společnosti Stern Stewart & Co.

Firmou Stewart byla takto definována další měřítka, pomocí něhož se hodnotí, zda určitá firma vytvořila akcionářskou hodnotu. Jestliže celková tržní hodnota firmy je větší než množství kapitálu do ní investovaného, pak se firmě podařilo vytvořit akcionářskou hodnotu. Když je tomu naopak, tržní hodnota je menší než investovaný kapitál, firma "zničila" akcionářskou hodnotu. Tento rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou firmy je dle Stewart nazýván tržní přidaná hodnota MVA . Tento ukazatel se jeví jako nejpřesnější měřítka bohatství, jež podnik vytvořil. Hlavním důvodem pro toto tvrzení je skutečnost, že kurs akcií na efektivním akciovém trhu odráží všechny relevantní veřejně dostupné informace. Kurs se stává dobrým informačním zdrojem díky neustálému oceňování veřejně obchodovatelných akcií, které provádějí vzájemně si konkurující investoři ve snaze dosáhnout co nejvyššího zisku. Úspěšné firmy zvyšují svoji MVA , a tím zároveň zvyšují hodnotu kapitálu do nich investovaného. Neúspěšné firmy snižují hodnotu kapitálu, který byl na počátku do nich investován. Zda-li firma uspěje při tvorbě MVA záleží na míře výnosnosti. Jestliže u dané firmy míra výnosnosti překročí náklady kapitálu, pak jsou akcie firmy na trhu obchodovány s premií, na druhé straně firmy, které mají výnosnost menší než náklady kapitálu, se prodávají s diskontem. Z uvedeného vyplývá, že podnik vytváří akcionářskou hodnotu tehdy, je-li MVA větší než nula, tzn. převyšuje-li celková tržní hodnota firmy množství investovaného kapitálu.

MVA je definována na bázi *hodnotového rozpětí* takto,

$$MVA = MV - C,$$

kde MV je celková tržní hodnota podniku, C je celkový investovaný kapitál.

MVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí za zjednodušujícího předpokladu, že se tržní a účetní hodnota dluhu sobě rovnají, je určena následovně

$$MVA = MVE - BVE,$$

zde *MVE* je tržní hodnota vlastního kapitálu (*Market Value of Equity*), *BVE* je účetní hodnota vlastního kapitálu (*Book Value of Equity*).

V souvislosti s tím, jak roste význam analýz založených na čisté současné hodnotě v určování tržní hodnoty firmy, se čím dál tím více zdůrazňuje, že tržní přidanou hodnotu lze stanovit jako současnou hodnotu budoucích *EVA*,

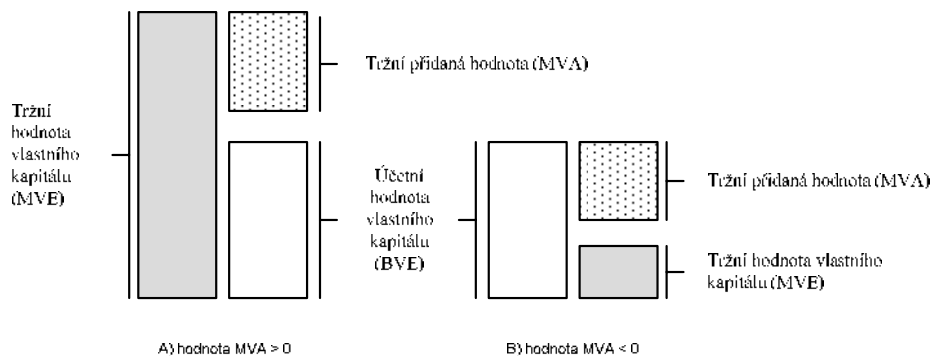
$$MVA = PV(EVA) = \sum_t EVA_t \cdot (1+R)^{-t}.$$

Zvýšením ukazatele *EVA* firma zvýší rozdíl mezi hodnotou firmy a kapitálem do ní investovaným. Vztah *BVE* a *MVA* má své implikace pro účely oceňování a lze nalézt novou definici hodnoty firmy,

$$MVE = BVE + MVA.$$

Tedy platí, že tržní hodnota vlastního kapitálu je rovna součtu účetní hodnoty vlastního kapitálu a současné hodnoty budoucích *EVA*. Tento vzájemný vztah je zřejmý z Obr. 2.7. Přitom jsou uvedeny dvě varianty. V prvním případě je dosahována kladná *MVA*, v druhém případě vzniká záporná *MVA*, která bývá někdy označována jako *MVL* (*Market Value Lost*).

Obr. 2.7 Vztah mezi tržní hodnotou vlastního kapitálu *MVE* a tržní přidanou hodnotou *MVA*



Oba ukazatele, *MVA* i *EVA* se týkají téže problematiky, s tím rozdílem, že ukazatelem *EVA* se hodnotí úspěšnost firmy očima podniku (managementu), zatímco pomocí *MVA* očima trhu. Základní rozdíl mezi ukazateli tedy spočívá v tom, že *EVA* vychází z interních informací firmy, na druhé straně *MVA* závisí na kursu akcie.

Co se týká vzájemného vztahu mezi uvedenými ukazateli, platí, že dosažené hodnoty *EVA* se promítají do hodnot *MVA*. U firmy s kladnou, případně rostoucí, ekonomickou přidanou hodnotou může být pozorován růst cen akcií v čase. Rostoucí zisky snížené o náklady na kapitál povedou k růstu tržní přidané hodnoty. Naopak firmy, jejichž výnosy nepostačují na pokrytí průměrných vážených nákladů kapitálu, zaznamenají pokles cen akcií, protože nepříznivý výhled *EVA* snižuje současnou hodnotu firmy. Tento přímo-úměrný vztah mezi ukazateli *EVA* a *MVA* a zásada „je-li kladná *EVA*, bude kladná *MVA*“, případně „je-li záporná

EVA, bude záporná *MVA*“ skutečně ve většině případů platí. Existují však i situace, v nichž se například *EVA* pohybuje v záporných hodnotách a *MVA* je přesto kladná, případně další situace vymykající se uvedenému pravidlu. Původcem těchto nesrovnalostí jsou častokrát investoři a fluktuace nabídky a poptávky. Nejen, že záleží na očekáváních, která mají investoři ohledně dalšího vývoje firmy, ale často také podřizují své investiční chování psychologickým aspektům nemajícím přímou vazbu na momentální výsledky podniku.

Pokud by kapitál v rovnici pro ukazatel *EVA* odrážel běžnou hodnotu aktiv a pokud by výnosnost tohoto kapitálu odrážela skutečný výnos, nebylo by třeba zkoumat vztah *EVA* a *MVA*. Taková situace ovšem nenastane, protože jak kapitál, tak i výnosnost jsou odvozeny z historických cen. V podmínkách ekonomik se slabým a málo rozvinutým finančním trhem nejsou dostatečné předpoklady pro propočet a aplikaci ukazatele *MVA*, neboť základem je kvalitní kapitálový trh.

Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu (*Total Shareholder Return, TSR*) je tržním měřítkem pro vlastníky. Lze jej vyjádřit takto,

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t},$$

kde C_{t+1} (C_t) je tržní cena akcie v čase $t+1$ (t), *DIV* je vyplácená dividenda na akcii.

Ukazatel *TSR* je vyjádřen relativně a odpovídá součtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Je to výnos, který získávají akcionáři z koupě akcií. Hlavním nedostatkem těchto dvou ukazatelů je, že mohou ukazovat „ničeni“ hodnoty z důvodu očekávání investorů, že dojde k poklesu budoucích zisků, i když výnos kapitálu je vyšší než náklady kapitálu. Oproti tomu na rostoucích akciových trzích společnosti s průměrnou výkonností mohou vykazovat příznivé hodnoty *TSR* a *MVA*. V dlouhém období se tyto velké odchylky vyrovnávají (vyhlazují) a *TSR*, *MVA* odráží firemní výkonnost. Přesto v mezidobí mohou existovat značné odchylky mezi těmito indikátory a firemní výkonností.

Tyto úvahy a zjištění vedly burzovní instituce k doporučení zřetelně odlišovat ekonomické a tržní indikátory. Ekonomické indikátory měří výkonnost dosahovanou v minulých letech, zatímco tržní indikátory odrážejí předvídanou budoucí tvorbu hodnoty. U ukazatelů tržní povahy jsou zohledněny ceny akcií, které odrážejí budoucí očekávání. Přesto ekonomické a tržní ukazatele lze považovat spíše za ukazatele se doplňující než se vylučující. Shrnutí předností a nedostatků uvedených ukazatelů je provedeno v Tab. 2.1.

Tab. 2.1 Srovnání účetních, ekonomických a tržních ukazatelů výkonnosti

Ukazatel	Účetní ukazatele			Ekonomické ukazatele			Tržní ukazatele	
	Zisk na akcii	Rentabilita vlastního kapitálu	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu	Čistá současná hodnota	Ekonomický zisk	Cash flow return on investment	Tržní přidaná hodnota	Celková výnosnost (výnos) vlastního kapitálu
Zkratka	EPS	ROE	ROCE	NPV	EVA	CFROI	MVA	TSR
Silné stránky	Historická data, jednoduchost.	Jednoduchý koncept.	Jednoduchý koncept.	Nelepší kritérium.	Jednoduchý indikátor vycházející z koncepce WACC.	Není omezen jedním rokem.	Mimořádně jednoduchý. Reflektuje spíše celkovou než roční vytvořenou hodnotu.	Reprezentuje tržní výnosnost vlastníků ve středním a dlouhém období.
Slabé stránky	Nezahrnuje faktor rizika. Snadná manipulovatelnost. Nezahrnuje náklady na vlastní kapitál.	Účetní ukazatel, nezahrnuje proto faktor rizika, omezen do jednoho roku, aby byl významný, musí být porovnán s požadovanou výnosností.	Malá propojenost (spojitost) s tvorbou hodnoty. Nezahrnuje faktor rizika.	Obtížné pro výpočet a externí analýzy.	Omezen do jednoho roku. Obtížné pro hodnocení změn v čase.	Komplexní propočít.	Podřízeno tržní volatilitě. Obtížné aplikovatelné pro nekótované společnosti.	Kalkulováno pro příliš krátké období. Ovlivněno tržní volatilitou.

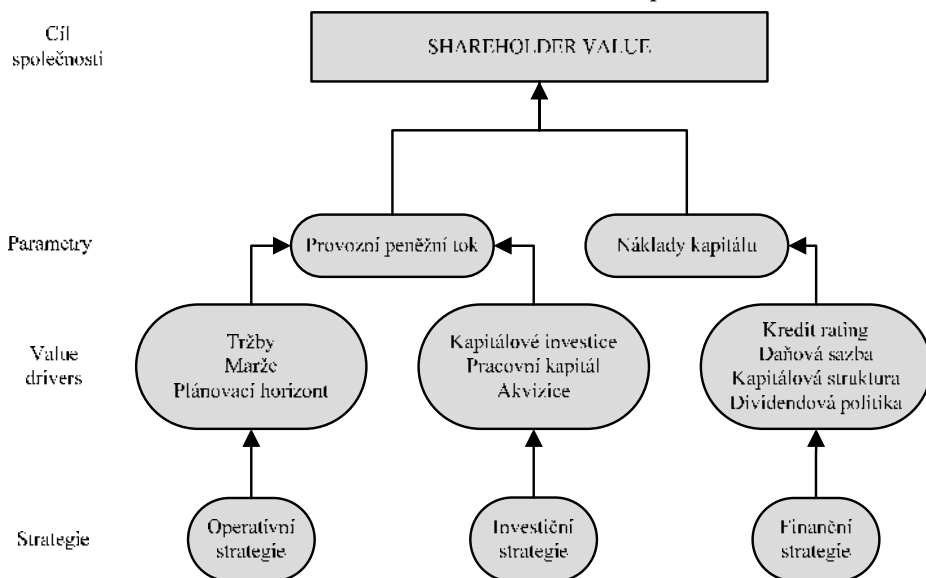
2.5 VALUE DRIVERS

Kromě účetních, ekonomických a tržních ukazatelů výkonnosti podniku je sledována další skupina, která se nazývá *value drivers*. Je nutné poznamenat, že neexistuje český výraz pro termín *value drivers*. Bývá překládán jako hodnotové generátory, hybatelé, řídicí proměnné apod. Vzhledem k tomu, že ani jeden výraz není podle našeho názoru zcela výstižný, bude dále používán anglický termín.

Value drivers jsou základem podnikové výkonnosti, protože tvoří predikční ukazatele výkonnosti, zatímco finanční ukazatele, jako například *ROCE*, lze zařadit mezi historické ukazatele výkonnosti. Management má silnou potřebu rozumět, kam se bude firma ubírat v budoucnosti. Zvláštní skupinu tvoří tzv. klíčové ukazatele, které jsou specifické pro každé odvětví. Klíčové indikátory výkonnosti mohou být buď operativní nebo strategické. U farmaceutických firem to mohou být například výdaje na výzkum a vývoj, v podnicích s obalovou technikou pro potraviny je to tržní podíl, v maloobchodě je to počet nově otevřených prodejen nebo počet nových výrobků na trhu. Mezi praktiky je častým zvykem provést analýzu *value drivers* dekompozicí *ROCE* na jejich prvotní komponenty, *EBIT*, *C*. Ačkoliv je toto dobrým výchozím bodem, skutečné *value drivers* mohou být nalezeny další dekompozicí na faktory, které ovlivňují tržby a náklady. *Value drivers* jsou velmi specifické pro každou firmu a odvětví a je jich značné množství. Je tedy nutné je stanovit a modifikovat pro každou specifickou výrobní jednotku.

Na Obr. 2.8 je znázorněna vazba mezi strategiemi a rozhodnutími managementu a tvorbou hodnoty. Pozornost je zaměřena na to, jak může firma řídit a plánovat své aktivity, aby zvýšila hodnotu pro akcionáře a současně i pro všechny zainteresované strany (*Stakeholders*). Klíčová rozhodnutí, a to strategická, operativní, investiční nebo finanční, ovlivňují především peněžní toky *CF* podniku a finanční riziko, projevující se v nákladech na kapitál.

Obr. 2.8 Vztah mezi finančními rozhodnutími a hodnotou pro akcionáře



2.6 SHRNUÍ

V kapitole je provedena stručná charakteristika finančního řízení a rozhodování podniku. Vzhledem k nutnosti používat různé přístupy a nástroje dle fázi vývoje firmy, je uveden cyklus vývoje firmy. Dále jsou popsány základní nástroje finančního řízení, včetně podmínek jejich uplatnění. Vzhledem k tomu, že ústřední úlohou finančního řízení je tvorba a užití finančních prostředků, je prezentován systém tvorby a užití peněžních prostředků. S ohledem na to, že finanční řízení ovlivňuje okolní prostředí, je popsán finanční systém v ekonomice a úloha jednotlivých subjektů. Základním cílem finančního řízení je růst výkonnosti firmy, a proto je velká pozornost věnována přístupům k měření výkonnosti podniků a uplatnění při řízení. Je prezentován vývoj dosavadních kritérií finanční výkonnosti, který směřuje od účetních ukazatelů na bázi zisku k hodnotovým ukazatelům na bázi tržních hodnot.

Za základní literaturu k této kapitole lze doporučit EHRBAR, A. (1998), YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. (2001), PIKE, R., NEALE, B. (2003), DLUHOŠOVÁ, D. (2004d), MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2005), VERNIMMEN, P. et al. (2005).