

Recenzenti: prof. Dr. Ing. Jan Frait
prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.
prof. Ing. Jozef Kral'ovič, CSc.

Autorský kolektiv:

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová, vedoucí autorského kolektivu, všechny kapitoly včetně příloh,
Ing. Karolina Lisztwanová, Ph.D., spolupráce na kap. 4,
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D., spolupráce na kap. 4.4,
Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D., spolupráce na kap. 5.9, kap. 7.7,
Ing. Jiří Valecký, Ph.D., spolupráce na kap. 7.8, kap. 7.10.
prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal, spolupráce na kap.3, kap. 5, kap. 9 a příkladech

Vydání knihy bylo schváleno vědeckou radou nakladatelství.

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této knihy nesmí být reprodukována žádnou formou, elektronickým, optickým, audio, mechanickým či jiným způsobem, včetně systémů na ukládání a vyhledávání informací, bez písemného souhlasu vydavatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Finanční řízení a rozhodování podniku

Analýza, Investování, Oceňování, Riziko, Flexibilita, Interakce

Čtvrté rozšířené vydání, 2021

Dana Dluhošová a kol.

Vydalo nakladatelství Ekopress, s. r. o.

K Oboře 578, Osnice, Jesenice

Odpovědná redaktorka Iva Kapcová

Technická příprava a podklady k sazbě Jiří Valecký

Obálka a sazba Karel Novák

Tisk Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

www.ekopress.cz

.....
© prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová a kol., 2021

© Ekopress, s.r.o., 2021
.....

ISBN 978-80-87865-71-2

Obsah

1	Úvod	7
2	Finanční řízení a podmínky rozhodování podniku	11
2.1	Přístupy k měření výkonnosti podniku	14
2.2	Účetní ukazatele výkonnosti	15
2.3	Ekonomické ukazatele	16
2.4	Tržní ukazatele výkonnosti	20
2.5	Value drivers	22
2.6	Shrnutí	24
3	Vybrané metodické postupy	25
3.1	Vymezení volných finančních toků	25
3.2	Časová hodnota peněz	26
3.3	Statické a dynamické metody kvantifikace vlivu determinujících činitelů – analýzy odchylek	31
3.4	Riziko	37
3.5	Metody oceňování za rizika a flexibility	42
3.6	Metody rozhodování a oceňování za rizika, flexibility a interakce	45
3.7	Shrnutí	47
3.8	Řešené příklady	47
4	Finanční výkazy	54
4.1	Rozvaha	54
4.2	Výkaz zisku a ztráty	59
4.3	Výkaz cash flow	63
4.4	Vliv daní na finanční řízení a rozhodování podniků	68
4.5	Shrnutí	72
4.6	Řešené příklady	72
5	Finanční analýza	81
5.1	Zdroje informací pro finanční analýzu	81
5.2	Metody finanční analýzy	82
5.3	Způsoby srovnání výsledků finančních analýz	85
5.4	Poměrové ukazatele	85
5.5	Vybrané obecné vztahy podnikových financí	99
5.6	Pyramidový rozklad finančních ukazatelů	101
5.7	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně	103
5.8	Shrnutí	112
5.9	Řešené příklady	112

6	Náklady kapitálu	128
6.1	Náklady na celkový kapitál	129
6.2	Kapitálová struktura a náklady kapitálu	129
6.3	Náklady na cizí kapitál	133
6.4	Náklady na vlastní kapitál	134
6.5	Shrnutí	139
6.6	Řešené příklady	140
7	Investiční rozhodování	142
7.1	Klasifikace investičních projektů	142
7.2	Charakteristika a návaznosti fází investičního procesu	145
7.3	Zdroje financování investic	148
7.4	Hodnocení investičních projektů	150
7.5	Parametry hodnocení projektu	151
7.6	Kritéria hodnocení nezadlužených projektů	154
7.7	Rozšíření a zobecnění ekonomických kritérií hodnocení projektů	159
7.8	Volba způsobu financování investičního projektu	164
7.9	Shrnutí	166
7.10	Přílohy a řešené příklady	167
8	Oceňování podniku	187
8.1	Kapitálová struktura a hodnota firmy	189
8.2	Výnosové metody oceňování	191
8.3	Majetkové metody ocenění	194
8.4	Metody komparativní	195
8.5	Kombinované metody	196
8.6	Fázové metody	196
8.7	Rozšíření metod oceňování podniků	200
8.8	Shrnutí	201
8.9	Řešené příklady	203
9	Aplikace reálných opcí	211
9.1	Finanční deriváty	211
9.2	Oceňování opcí	215
9.3	Reálné opce	218
9.4	Teorie her a reálné opce	221
9.5	Shrnutí	224
9.6	Řešené příklady	225
	Závěr	241
	Literatura	243
	Seznam tabulek	247
	Seznam obrázků	249
	Rejstřík	253

1 ÚVOD

Charakteristickým rysem současné etapy rozvoje a řízení ekonomiky ve světě je stále větší vzájemná propojenost jednotlivých procesů a nutnost efektivní adaptace na změny. Významným fenoménem je vliv stále větších šoků na ekonomiku v důsledku propojení světa, ať už se jedná o krize způsobené ekonomickými a cyklickými šoky nebo šoky způsobenými přírodními jevy, jako například virové pandemie.

Pro českou ekonomiku, která patří mezi malé otevřené ekonomiky, tvoří klíčové determinanty (faktory) zapojení do evropského a světového hospodářského prostoru. Podniky působí v rizikovém a konkurenčním tržním prostředí a aplikují tržní postupy a nástroje řízení a rozhodování. Takováto ekonomika je zákonitě vystavena zvýšenému vlivu okolního prostředí a z toho vyplývajících nároků na adaptaci.

Finance lze chápat jako jeden z významných syntetizujících prostředků, který umožňuje efektivně a racionálně rozhodovat, a tedy řídit ekonomické a finanční procesy, a to jak na mikroúrovni, tak makroúrovni. Z tohoto pohledu je znalost a zvládnutí finančního řízení a rozhodování na úrovni podniku jedním ze základních a důležitých předpokladů a aspektů úspěšného vývoje ekonomiky.

Hlavním záměrem publikace je poskytnout komplexní zpracování problematiky finančního řízení a rozhodování podniku. Důraz je přitom kladen na to, aby byly prezentovány základní procesy, kterými jsou finanční analýza, investování a oceňování. Dále pak, vzhledem k vlastnostem finančního a ekonomického prostředí, je pozornost věnována aspektům rizika, flexibility a interakce při řízení a rozhodování.

Text je strukturován tak, že nejprve jsou popsány a vysvětleny obecně používané principy a metodické postupy ve finančním řízení a rozhodování podniku. Jedná se zejména o kategorizaci finančních toků, princip časové hodnoty peněz, metody analýzy odchylek, kvantifikace rizika a oceňování na bázi současné hodnoty. Následuje zpracování jednotlivých základních témat, kterými jsou pojetí finančních výkazů, měření finanční výkonnosti, aplikace finančních analýz na bázi poměrových ukazatelů a pyramidálních analýz odchylek, stanovení nákladů kapitálu, metody investičního rozhodování a oceňování podniku. Na závěr je zařazena jako určité zobecnění problematika reálných opcí a teorie her v kombinaci s reálnými opcemi. Je to přístup, který umožňuje při ocenění za rizika včlenit do potenciálních budoucích rozhodnutí flexibilní aktivní zásahy včetně vzájemných interakcí subjektů v ekonomice.

Záměrem je, aby monografie představovala text vycházející z jednotné a obecné metodické koncepce, aby byla prezentována základní témata, přístupy a metody finančního řízení a rozhodování včetně komplexních řešených příkladů, avšak ve zjednodušené podobě.

Jednotlivé kapitoly obsahují část popisující danou problematiku, její pojetí a metody řešení, dále pilotní řešení, komplexní příklady osvětlující souhrnně uvedené postupy, poslední část představuje shrnutí daného tématu. Řešené příklady jsou důsledně členěny na tyto části: zadání, postupy a řešení, výsledky.

Text obsahuje základní témata finančního řízení a rozhodování, a proto může být využit jako přehledový materiál pro orientaci o možnostech a prostředcích aplikovatelných při finančním řízení a rozhodování. Rovněž může sloužit jako metodický materiál při řešení reálných problémů.

Monografie je určena především zájemcům o problematiku finančního řízení a rozhodování na úrovni podniku. Jedná se zejména o finanční a ekonomické specialisty, manažery a vzhledem k tomu, že jsou finance do jisté míry průřezovou disciplínou, může být užitečná i dalšímu širokému okruhu zájemců.

Publikace je taktéž využitelná jako odborný text pro studenty bakalářského a magisterského studia finančních, ekonomických a manažerských specializací, přičemž může být podkladem pro výuku modulů v rámci studia MBA zaměřených na finanční problematiku. Text může být rovněž využit jako základní a výchozí studijní materiál pro studenty doktorského studia.

Publikace je koncipována a napsána pro čtenáře s různým zaměřením a různými zájmy. Proto obsahuje snadnější a náročnější pasáže. Z toho vyplývá, že může být studována několika způsoby.

Pro zájemce o základní informace a seznámení s používanými metodami ve finančním řízení a rozhodování lze doporučit všechny kapitoly, kromě kap. 3 a kap. 9. V případě čtenářů s hlubším zájmem o danou problematiku je možné postupovat v pořadí kapitol, nebo vynechat 3. kapitolu a následně se k ní vrátit. Pro zájemce o metodologickou problematiku je možné doporučit kapitolu 3. Kapitola 9 je určena pro čtenáře se zájmem o nejnovější metody a postupy finančního rozhodování. Pro čtenáře, jejichž zájmem je získat informace týkající se konkrétních postupů a řešení zjednodušených komplexních úloh jsou určeny řešené příklady uvedené u jednotlivých kapitol.

Doplnění 3. vydání

Doplnění o grafické prezentace, jako příklad lze uvést prezentace vývoje anuity a analýzu odchylek. Nově byla přepracována metodická charakteristika analýzy citlivosti v kapitole 3.4.1. Byl přidán Příklad 7.5 na analýzu citlivosti investičního projektu pomocí jak jednofaktorové, tak dvoufaktorové analýzy citlivosti. Dále byl zpracován Příklad 8.2 na jednofaktorovou analýzu citlivosti při stanovení hodnoty podniku.

V metodické části, kapitole 3.5, byl zobecněn a nově kategorizován popis metod oceňování, přičemž kromě faktoru rizika byl zohledněn i faktor flexibility. Nově byl zpracován také Příklad 9.3 pro propočet a analýzu těchto možností.

V části týkající se finanční analýzy byly metodické prostředky (horizontální analýza, vertikální analýza, poměrová analýza) rozšířeny o vertikálně-horizontální analýzu. Byla doplněna jak teorie, tak byl o tento aspekt doplněn Příklad 5.1.

Přepracována byla kapitola 5.7 týkající se hodnocení finanční úrovně podniku. Detailněji jsou vysvětleny a uvedeny příklady ratingu. Podrobně je vysvětlen a popsán vývoj Z-modelů E. Altmana od původního ratingového modelu Z-Score až po nejnovější Z-Metrics.

Kapitola obsahující investiční rozhodování byla rozšířena o hodnocení investičních projektů ve všech fázích (postaudit) a dále o metody aplikovatelné při výběru způsobu financování, viz kapitola 7.8. Byly odvozeny a porovnány výsledky hodnocení pomocí kritéria NPV, současné hodnoty výdajů a čisté výhody leasingu. Byl přidán Příklad 7.6 zaměřený na výběr financování na bázi kritéria NPV-Equity pro financování z vlastních zdrojů, úvěrem a leasingem. Dále byl doplněn Příklad 7.7 na volbu financování mezi leasingem a úvěrem pomocí metody současné hodnoty výdajů a čisté výhody leasingu.

Nově jsou v kapitole týkající se oceňování podniku popsány a graficky prezentovány teoretické modely zachycující vztah hodnoty firmy a struktury kapitálu (zadluženosti). Součástí kapitoly je také porovnání závislosti hodnoty podniku a nákladů kapitálu podniku na kapitálové struktuře.

Doplnění 4. vydání

K celkovému pojetí řízení a rozhodování podniku byl přidán nový klíčový koncepční aspekt, kterým je interakce subjektů s využitím metod teorie her. Nově je zařazena kap. 3.6 Metody rozhodování a oceňování za rizika, flexibility a interakce. Byla vytvořena kategorizace modelů za rizika, flexibility a interakce. Popsány byly charakteristiky modelů her a rovnovážné strategie. Uvedeny byly tržní struktury aplikovatelné při oceňování a investičním rozhodování. Byly zpracovány příklady na interakce.

Dále byly v kapitole 2 doplněny ukazatele výkonnosti o rozvinutý ukazatel ekonomické přidané hodnoty REVA. Metodická 3. kapitola byla doplněna o integrální metodu rozkladu multiplikativní a exponenciální vazby. Dále byla tato kapitola rozšířena o podkapitulu 3.3.4 Dynamická analýza odchylek (analýza rozptylu). Kapitola 4 obsahuje aktualizaci finančních výkazů. Nově byla zařazena podkapitola 4.4 charakterizující vliv daní na rozhodování podniku. Charakteristické struktury příjmů a výdajů neboli fázové chování cash flow bylo rozpracováno v Tab. 4.2 Struktura CF dle fází a podfází vývoje firmy.

V páté kapitole byly doplněny dva bankrotní modely, Ohlsonův a Zmijewského model. V Příkladu 5.1 byla část vertikálně-horizontální analýzy doplněna o tabulkovou formu. Dále byl přidán Příklad 5.3 na dynamickou analýzu odchylek na bázi analýzy rozptylu. Podkapitola náklady kapitálu 6.4 byla doplněna o arbitrážní třífaktorový Fama-French model a arbitrážní pětifaktorový Fama-French model. Dále je nově uveden autoregresní průřezový model, který reflektuje síťovou strukturu finančních trhů. Nově byla rozšířena kategorizace oceňovacích metod a v kapitole 8.6. byl doplněn parametrický model pro stanovení pokračující hodnoty.

V nové kapitole 9.4 Teorie her a reálné opce byla rozpracována interakce a kombinace interakce s reálnými opcemi. V jedné části jsou popsány a odvozeny rovnovážné modely tržních struktur (Cournotův duopol, oligopol, dokonalý trh, monopol). Dále je popsána dvoumaticová hra s nenulovým součtem, včetně procedur nalezení rovnovážných strategií. Nově jsou zařazeny dva příklady na aplikace propojení interakcí ekonomických subjektů s metodikou reálných opcí, Příklad 9.4 Ocenění podniku v duopolní struktuře, Příklad 9.5 Investiční rozhodnutí v duopolní a monopolní tržní struktuře.

Doplnění 4. vydání knihy obsahuje doplnění a upřesnění, která jsou výsledkem řešení projektů SGS SP2021/57 a SP2020/124. Poděkování patří recenzentům a kolegům z katedry financí, Ekonomické fakulty, Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava za jejich cenné a podnětné připomínky. Zároveň je nutné ocenit a poděkovat za spolupráci při technické úpravě a grafickém zpracování publikace Jiřímu Valeckému a Karlu Novákovi.

Věřím, že rozšíření knihy a nově zařazená témata obohatí knihu a přispějí ke komplexnějšímu a ucelenějšímu uchopení a zpracování dané problematiky. Přála bych si, aby publikace přispěla k větší a hlubší znalosti metod, hlubšímu pochopení a poznání problematiky finančního řízení a rozhodování. S vděčností uvítám připomínky, náměty a doporučení týkající se dané problematiky.