



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY

FINANČNÍ ANALÝZA A PLÁN FIRMY

JAROSLAVA HOLEČKOVÁ

Tato publikace byla zpracována jako jeden z výstupů projektu

Předmluva

Finanční analýza je v této publikaci prezentována spolu se základy finančního plánování. Má to své opodstatnění. Finanční plánování pro příští léta bude vycházet z finanční analýzy, a bude formovat budoucí finanční situaci (výkonnost a finanční pozici).

Finanční analýza je nedílnou součástí finančního řízení firmy a doznala značného rozvoje a významu i v naší podnikatelské praxi. Řízení firmy spočívá v rozhodování a to v podmínkách nejistoty. Budoucnost je vždy nejistá. Kdo podstupuje nějaké investiční a finanční riziko, uvítá každou přesvědčivou predikci relevantních jevů, se kterou pak zachází jako s informací o budoucím vývoji finančních poměrů. Kvalita rozhodnutí a pravděpodobnost jejich správnosti závisí na informacích, které jsou k dispozici a na jejich účelném zpracování. Úspěšnost finanční analýzy je závislá na kvalitních zdrojích informací.

Základním zdrojem jsou informace poskytované systémem finančního účetnictví. Tato publikace si neklade za cíl plně vysvětlit účetnictví a účetní principy, ale snaží se přiblížit a vysvětlit výstupy z účetnictví, tj. účetní výkazy, které jsou svým obsahem a strukturou do značné míry přizpůsobeny potřebám finanční analýzy. Za základní účetní výkazy považujeme rozvahu a výkaz zisku a ztráty, dále výkaz o peněžních tocích a výkaz o změnách vlastního kapitálu. Abychom účetní výkazy chápali, musíme porozumět účetním pravidlům a proniknout tak do účetnictví, jehož jsou výkazy výstupem. Také účetní odborníci by se také měli seznámit se základními metodami a technikami finanční analýzy, jak účetní výkazy využívat a interpretovat.

V současné době je pro finanční rozhodování důležitá dobrá znalost finanční situace (výkonnosti a finanční pozice) firmy. Poskytovat informace tohoto druhu je úkolem pro finanční analýzu, která slouží k hodnocení a řízení finanční situace. Analýza účetních výkazů ústí do komplexního hodnocení financí firmy z hlediska jejích uživatelů. Zájemci o tyto informace jsou nejenom manažeři odpovědní za dlouhodobou prosperitu firmy, o dobrou finanční pověst v obchodních a finančních kruzích, ale také externí zájemci, zejména banky, pokud firma potřebuje získat od banky úvěr a také odborníci, kteří se zabývají oceňováním různých společností. Důležité jsou tyto informace rovněž pro případné zahraniční a tuzemské investory zejména z kapitálového trhu.

Finanční analýza v užším pojetí spočívá v hodnocení stavu a minulého vývoje financí podniku na základě rozboru účetních výkazů. Jejím úkolem je osvětlit obsah účetní závěrky pro potřeby různých zájemců, uživatelů, zjistit souvislosti vykazovaných údajů a určit, zda je podnik spravován podle zásad zdravého a racionálního podnikání. Standardní analýza účetních výkazů zahrnuje analýzu výnosnosti, analýzu rizik z provozní, investiční a finanční činnosti, analýzu likvidity, analýzu finanční stability, analýzu finančního chování, a to z hlediska stavu v běžném roce a vývoje za uplynulý rok.

Finanční analýza v širším pojetí aspiruje na předpověď budoucího vývoje firemních financí. Predikce finanční důvěryhodnosti firmy na základě finanční analýzy se svěruje úsudku uživatele. Uživateli je dáována možnost zamýšlet se nad významem každého

indikátoru a domýšlet souvislosti skryté za testovanými jevy. Dříve než jsou přijímána jakákoliv investiční a finanční rozhodnutí ve firmě, musí být známa její „finanční kondice“, finanční zdraví.

Finanční analýza patří k základním dovednostem každého finančního manažera, představuje každodenní součást jeho práce, protože poznatky a závěry finanční analýzy slouží nejen pro strategické a taktické investiční a finanční rozhodování, ale i pro informování vlastníků, věřitelů a dalších zájemců.

V poslední době vzrůstá tlak na transparentnost a relevantnost informací, které firmy poskytují investorské veřejnosti. S postupně narůstající úlohou kapitálových trhů v získávání zdrojů pro firmy, poroste i tlak na poskytování informací. Shodný aparát, který používáme k analýze minulosti a současnosti, je rovněž využíván k analýze dopadů přijímaných rozhodnutí do budoucí finanční kondice.

Pokud jde o finanční plánování, navazuje na výsledky analýzy a posuzuje vyhlídky firmy na pokračující trvání (tzv. going concern) a výnosnou existenci se zřetelem k jeho dosavadní výkonnosti a tržní očekávání. Nejde tedy jen o momentální stav, ale především o základní vývojové tendence v čase, trendy, jak by se firma mohla vyvíjet do budoucnosti. Závěry finanční analýzy značně ovlivňují budoucí investiční a finanční rozhodování. Základem je plánování tržeb, sestavení plánované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a peněžních toků (z provozní, investiční a finanční činnosti) jako činitelů vývoje výkonnosti a finanční pozice. Publikace poskytuje výklad o zásadách finančního plánování nejen pro firemní manažery, ale i pro partnerské subjekty (banky), které si ověřují reálnost finančního plánu, požadují přesvědčivý průkaz o finanční perspektivě svého klienta.

Tato publikace je proto zaměřena na vysvětlení podstaty finanční analýzy a finančního plánování, základní metody a postupy práce. Nejde jen o zvládnutí používaných vzorců, ale zejména o pochopení významu ekonomických vztahů, které vzorce reprezentují, a použití výpočtů pro ekonomickou interpretaci.

1. Předmět a účel finanční analýzy

Praktická finanční analýza vychází spíše z vyzkoušených postupů než z teoretických základů. Proto pokládáme za vhodné předeslat teoretická východiska, která by měla nalézt odraz v metodice analytických výpočtů.

Finanční analýza je oblast, která představuje významnou součást soustavy řízení firmy a měla by patřit k základním dovednostem každého finančního manažera. Je úzce spojena s účetnictvím a finančním řízením firmy, propojuje tyto dva nástroje řízení, jejichž význam v tržní ekonomice vystupuje výrazně do popředí. Účetnictví poskytuje data a informace pro finanční rozhodování prostřednictvím základních finančních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty a přehledu o peněžních tocích (*cash-flow*). Tyto výkazy jsou sestaveny na podkladě finančního účetnictví jako procesu, který shromažďuje, identifikuje, třídí, eviduje, a dokumentuje údaje o hospodaření podniku. Účetnictví samo o sobě není cílem a nekončí sestavením účetních výkazů, slouží k předávání informací, které svým uživatelům umožňují činit vhodná rozhodnutí. S ohledem na tuto skutečnost je třeba zdůraznit, že účetnictví slouží především pro **ekonomické rozhodování**.

Účetnictví poskytuje finančnímu manažerovi údaje momentálního typu, v podobě převážně stavových absolutních veličin uváděných k určitému datu (např. rozvaha), resp. tokových veličin za určité období (např. výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích), které jednotlivě mají omezenou vypovídací schopnost. Samotné souhrnné výstupy účetnictví ještě neposkytují úplný obraz o hospodaření a finanční situaci podniku, o jeho silných a slabých stránkách, nebezpečích, trendech a celkové kvalitě hospodaření. Na pomoc přichází **finanční analýza** (*financial analysis*) jako formalizovaná metoda, která poměruje získané údaje mezi sebou navzájem a rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost, umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci firmy, podle nichž by bylo možné přijmout různá opatření, využít tyto informace pro řízení a rozhodování.

Finanční analýza představuje ohodnocení minulosti, současnosti a doporučení vhodných řešení do předpokládané budoucnosti finančního hospodaření firmy. Jejím cílem je poznat finanční zdraví firmy, identifikovat slabiny, které by mohly vést k problémům a determinovat silné stránky. Finanční analýza směřuje k poznání, co do budoucna firemní finance vydrží, má vyústit v potvrzení nebo modifikaci dosavadní finanční politiky. Nejde tedy jen o hodnocení jevů uplynulých období, ale také především o prognózu finančních perspektiv firmy. Z hlediska firmy je pro finanční strategii rozhodující stanovení optimálních ekonomických a finančních parametrů, které jsou závislé na mnoha vlivech (jako obor podnikání, velikost firmy, postavení na trhu, surovinová a energetická náročnost, dodavatelská pozice, kvalita pracovní síly a další faktory).

Účelem finanční analýzy je především vyjádřit pokud možno komplexně majetkovou a finanční situaci firmy, tzn. podchytit všechny její složky, případně při podrobnější analýze zhodnotit některou z jejích složek (rozbor výnosnosti majetku, rozbor zadluženosti, rozbor

rizik platební neschopnosti atd.) a také připravit podklady i pro interní rozhodování managementu.

Základním požadavkem kladeným na analýzu je **komplexnost**, zvážení všech vzájemně spjatých vlastností hospodářského procesu. Všechny oblasti hospodaření podniku jsou spojené nádoby, již v hlavním cíli podnikání – v úsilí o **maximální zhodnocování vloženého kapitálu a růstu tržní hodnoty** se skrývají různé protichůdné tendence. Finanční analýza by měla vést k syntéze všech aspektů kvality financí firmy.

Každá analýza a syntéza všech aspektů financí firmy vždy musí být uzavřena nějakým hodnotícím soudem. Výsledkem provedené analýzy je **úsudek** finančního analytika o finanční důvěryhodnosti a finanční spolehlivosti firmy, podmíněný i jeho subjektivními názory, které se opírají o jeho **zkušenost**.

Prvotním zájmem firmy a investorů bude jistě dostatečně vysoká výnosnost vloženého kapitálu, nízké zadlužení, které zvyšuje **finanční důvěryhodnost** podniku z hlediska investorů a věřitelů, jeho spolehlivost a finanční stabilitu, dostatek vhodných a likvidních prostředků, který umožňuje operativnost a pružnost rozhodování. Na druhé straně např. nízká zadluženost může znamenat nedostatečné využití cizího kapitálu, ne plně využitý podnikatelský potenciál. Vyšší obrátka jednotlivých položek majetku, hlavně zásob, umožňuje rychlejší splácení závazků, zároveň však může znamenat nedostatečné rezervy, nebo naopak udržování zásob vyšších než je nezbytně nutné může snižovat efektivnost využití kapitálu apod. Uvedené příklady ukazují na složitost posuzování majetkové, hospodářské a finanční situace podniku.

Dalším požadavkem je **soustavnost** provádění finanční analýzy, neměla by se provádět jen jednou do roka v souvislosti se zpracováním účetní závěrky a výroční zprávy, ale měla by se stát běžnou součástí řízení každého podniku. Chceme-li postihnout vývoj hospodaření firmy v průběhu roku, musíme přitom vycházet minimálně z měsíčních účetních výkazů.

V teorii i praxi existuje velké množství **definic finanční analýzy**, nejčastěji např.:

- = proces vyšetřování a vyvozování závěrů z výsledků hospodaření minulých nebo budoucích období určité osoby včetně zjišťování jeho slabých a silných stránek, testování jednotlivých finančních parametrů a ověřování jejich skutečné vypovídací schopnosti,
- = soubor činností, jejichž cílem je zjistit a vyhodnotit komplexně finanční situaci firmy, stanovit pomocí vhodných nástrojů diagnózu „**finančního zdraví**“ (financial health) silné a slabé stránky, nedostatky, vývojové trendy,
- = závěrečná, vrcholná fáze účetního procesu, soubor nástrojů pro interpretaci účetních výkazů z hlediska finanční situace.

Finanční zdraví firmy závisí na jeho **finanční situaci**. **Finanční situaci** budeme rozumět:

- **finanční výkonnost** (*financial performance*) a
- **finanční pozici** (*financial position*).

Pojem **finanční zdraví** (*financial health*) byl převzat z anglosaské literatury a používá se pro vyjádření uspokojivé finanční situace firmy. Nejobecněji za finančně zdravou firmu je možné považovat takovou firmu, která je v danou chvíli i perspektivně schopna naplňovat smysl své existence. Vyjadřuje míru odolnosti financí vůči externím a interním provozním rizikům za dané finanční situace. Finanční analýza hodnotí fungování mechanismu financí firmy podle stavu a vývoje finanční situace a podle účinků **provozní, investiční a finanční** činnosti na vývoj **finanční situace**.

V podmínkách tržní ekonomiky to prakticky znamená schopnost dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu (míry zisku, ziskovosti), která je požadována investory vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Finanční zdraví záleží tedy především na **výnosnosti (rentabilitě)** s přihlédnutím k **riziku**. Čím větší rentabilita vloženého kapitálu, tím lépe pro finanční zdraví firmy. Pevné finanční zdraví vytváří předpoklady k získání externích finančních zdrojů pro další rozvoj, neboť zisk je zdrojem splácení úvěrů, zároveň však firma musí být schopna zabezpečit svůj efektivní rozvoj i z interních finančních zdrojů.

Na kapitálovém trhu je míra perspektivní schopnosti zhodnocovat vložený kapitál "ohodnocena" investory prostřednictvím **tržní ceny akcií**, případně cenami jiných cenných papírů emitovaných firmou. Má-li společnost akcie obchodované na kapitálovém trhu, lze hodnotu akcie použít pro stanovení hodnoty firmy jako vrcholového cíle podnikatelské činnosti. V hodnotě firmy se komplexně zobrazují veškerá rozhodnutí, která byla učiněna ve vazbě na základní rozhodovací procesy, tj. do jakých aktiv a s jakým efektem investovat, jak tyto investice profinancovat, jak rozdělit vyprodukovaný výsledek hospodaření, kolik vyplatit akcionářům na dividendy, resp. kolik na základě zvážení růstových příležitostí reinvestovat zpět do firmy.

Zároveň musí být firma schopna uhrazovat závazky, nesmí mít problémy s likviditou. Z tohoto hlediska je důležitý i předpoklad dlouhodobé likvidity, kterou významně ovlivňuje poměr cizích finančních zdrojů k vloženému vlastnímu kapitálu (čím je menší, tím méně zranitelný je podnik při dočasně horším výsledku hospodaření, protože menší podíl cizích zdrojů znamená menší zatížení fixními platbami úroků v budoucnu). Odrazem této schopnosti ve finančně-účetní oblasti je určitá majetková a finanční struktura a rovněž i výše výsledku hospodaření.

Opačným stavem finančního zdraví je **finanční tíseň** (*financial distress*), kdy nastávají velmi vážné problémy v peněžních tocích, likvidita je ohrožena a situace není řešitelná bez zásadních změn v činnosti firmy a ve způsobu financování. Mezi finančním zdravím, které je stavem velmi relativním, a finanční tísní existuje široký prostor, ve kterém se firma může nacházet, balancovat blíže jednomu nebo druhému stavu. Představa finančně zdravé firmy záleží na účelu, pro který se finanční zdraví analyzuje. V důsledku měnících se podmínek

(změny úrokové míry, míry inflace, devizového kurzu) může také docházet k neustálému přehodnocování finančního zdraví jednotlivých tržních subjektů.

Historické kořeny finanční analýzy jsou v USA, kde se finanční analýzou zabývaly nejen teoretické práce, ale našla i své praktické uplatnění. Původně se nejprve zaměřovala na prosté znázorňování změn v absolutních účetních ukazatelích, později sloužila k zjišťování a prokazování úvěrové schopnosti firem, po světové hospodářské krizi v 30. letech přistupuje zájem o likviditu a schopnost přežití. Později se obrátila pozornost také na rentabilitu a v této souvislosti na otázky hospodárnosti. USA jsou také kolébkou zpracování odvětvových přehledů, s nimiž se pak srovnávaly údaje za jednotlivé firmy. Z anglického pojmu *financial analysis* byl vlastně přejat u nás používaný název **finanční analýza** pro rozborovou činnost, která interpretuje finanční informace při posouzení výkonnosti a perspektivy firmy, i ve srovnání s jinými podniky a odvětvovými výsledky.

2. Uživatelé finanční analýzy

Informace, které se týkají finanční situace firmy, jsou předmětem zájmu mnoha subjektů přicházejících tak či onak do kontaktu s danou firmou. Finanční analýza je důležitá pro akcionáře, věřitele a další externí uživatele, rovněž tak i pro firemní manažery. Každá z těchto skupin má své specifické zájmy, s nimiž je spojen určitý typ ekonomických rozhodovacích úloh.

Výčet uživatelů finanční analýzy a jejich závěrů je nejen velmi rozsáhlý ale také rozmanitý. Všichni uživatelé mají jedno společné, potřebují **vědět**, aby mohli **řídít**.¹

Podle toho, kdo provádí a potřebuje finanční analýzu, ji můžeme rozdělit do dvou oblastí:

Externí finanční analýza je klíčem k interpretaci zveřejňovaných účetních výkazů, podle kterých externí uživatelé posuzují finanční důvěryhodnost (kredibilitu) podniku. Vychází ze zveřejňovaných finančních a účetních informací a jiných veřejně dostupných zdrojů. Analýza účetních výkazů je základem finanční analýzy, jak ji provádějí externí příjemci a uživatelé informací obsažených v účetní závěrce. Dosažená úroveň finančního zdraví bude pro okolí sloužit jako signál, jaké má podnik vyhlídky na pokračující trvání (going concern) a na rozvoj v příštích letech.

Interní finanční analýza je prováděna firemními útvary a také i přizvanými nebo povolanými osobami jako např. auditory, ratingovými agenturami, oceňovateli, kterým jsou k dispozici všechny požadované interní informace, údaje finančního, manažerského nebo vnitropodnikového účetnictví, z podnikových kalkulací, statistiky, plánu apod. Firemní management má k dispozici mnohem podrobnější spektrum finančních informací.

K **externím** uživatelům patří:

- investoři
- banky a jiní věřitelé
- obchodní partneři (odběratelé a dodavatelé)
- stát a jeho orgány
- konkurenti

K **interním** uživatelům patří:

- manažeři
- zaměstnanci
- odbory

¹ Kovanicová, D., Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, Díl II, str. 219, POLYGON, Praha, 1995

Investoři

Primárními uživateli finančně-účetních informací obsažených ve finančních výkazech podniku jsou **akcionáři** či **vlastníci**, kteří do firmy vložili kapitál. Akcionáři a ostatní investoři (společníci, majitelé firmy, příp. členové družstva) mají prioritní zájem o finančně-účetní informace, ať se jedná o kapitálově silné institucionální investory (investiční fondy), či fyzické osoby s relativně omezenými kapitálovými možnostmi. Potenciální investoři, kteří uvažují o umístění svých peněžních prostředků do firmy si chtějí ověřit, zda jejich rozhodnutí je správné.

Investoři využívají finanční informace o firmě ze dvou hledisek – **investičního** a **kontrolního**. **Investiční hledisko** představuje využití informací pro rozhodování o budoucích investicích, tzn. pro výběr portfolia cenných papírů, které odpovídá požadavkům investora na riziko, kapitálové zhodnocení, dividendovou výnosnost, likviditu atp. Hlavní zájem akcionářů se soustřeďuje na míru rizika a míru výnosnosti jimi vloženého kapitálu, chtějí se ujistit, že jejich peníze jsou vhodně uloženy a že firma je dobře řízena v zájmu akcionářů.

Kontrolní hledisko uplatňují akcionáři vůči manažerům podniku, jehož akcie vlastní. Zajímají se o stabilitu a likviditu firmy, o disponibilní zisk, na němž ve většině případů závisí výše jejich dividend a o to, zda podnikatelské záměry manažerů zajišťují trvání a rozvoj podniku. Proto akcionáři požadují průběžné zprávy o tom, jak manažeři nakládají se zdroji, které řídí; buď formou výročních, nebo i častějších zpráv o finančním stavu firmy (*periodical financial statements, chairman's statement, chief executive's review, director's report, operating and financial review, auditors' report*¹).

Manažeři mají značnou volnost jednání při dispozici s majetkem podniku. Tato skutečnost vytváří potenciální rozpor mezi zájmy akcionářů a manažerů. Teorie zastoupení definuje vztah zastoupení jako vztah, kdy jedna nebo více osob (principálové) najímají jinou osobu nebo jiné osoby (agenty), aby spravovali jejich záležitosti, což zahrnuje i delegování určité rozhodovací pravomoci na tyto osoby (např. akcionář – manažer, minoritní akcionář – majoritní akcionář, věřitel – dlužník, zaměstnavatel – zaměstnanec). V souvislosti s kontrolní činností vlastníků vůči manažerům v důsledku oddělení vlastnictví od řízení vznikají specifické tzv. **náklady zastoupení** (*agency costs*). Obsahují všechny náklady, které jsou spojeny s kontrolou managementu firmy.¹ Náklady zastoupení v **užším pojetí** představují ztráty způsobené odchýlením se zájmů agentů od zájmů principálů (např. podvodné jednání, nadspotřeba, neschopnost, lhostejnost agenta). Náklady zastoupení v **širším pojetí** vznikají v důsledku existence vztahu zastoupení (monitorovací, např. audit, motivační a reziduální náklady). Jejich výše může do značné míry ovlivnit vykazovanou výkonnost firmy a jeho hodnotu.

¹ Pandlebury, M., Groves, R.: *Company Accounts – Analysis, interpretation and understanding*, 6th edition, Thomson, 2004

Držitelé dlužních cenných papírů (dluhopisů, zástavních listů aj.) se zajímají hlavně o to, zda jim budou včas a v dohodnuté výši vypláceny úroky a splátky cenných papírů, zda do budoucna je zajištěna finanční stabilita a likvidita firmy, zda dluh je zajištěn majetkem.

Banky a jiní věřitelé

Věřitelé žádají co nejvíce informací o finančním stavu potenciálního dlužníka, aby se mohli správně rozhodnout, zda poskytnout úvěr, v jaké výši a za jakých podmínek. Banky při poskytování úvěrů svým klientům často zahrnují do úvěrových smluv klauzule (*bond covenants*), kterými je vázána stabilita úvěrových podmínek na hodnoty vybraných finančních ukazatelů. Banka si například může vymínit, že změní úvěrové podmínky (zvýší úrokovou sazbu), jestliže podnik překročí jistou hranici zadluženosti (ukazatel poměru dluhů k vlastnímu kapitálu).

Banka posuzuje před poskytnutím úvěru **bonitu dlužníka**. Označení bonita bývá často uplatňováno v souvislosti s hodnocením klientů bank. Hodnocení bonity podniku je prováděno analýzou jeho finančního hospodaření. Banka analyzuje strukturu jeho majetku a finanční zdroje, kterými je majetek financován, a zejména stávající a budoucí výsledky hospodaření. Zpravidla se nejprve analyzuje ziskovost podniku, neboť poskytuje výchozí zjištění, zda podnik potřebuje úvěr následkem špatného hospodaření, anebo potřebou financovat majetek nezbytný pro hospodářskou činnost (zásoby, stroje, zařízení). Stěžejní postavení má rentabilita, která dává odpověď na otázku, jak efektivně podnik hospodaří. Tato analýza poskytuje informaci, zda má podnik dostatečné finanční zdroje ke splácení existujících závazků a zda bude schopen splácet také nově požadovaný úvěr a úroky. Analýza tvorby finančních zdrojů má zásadní význam pro sjednání výše a splatnosti úvěru.

U střednědobých a dlouhodobých úvěrů je samostatně hodnocen investiční projekt, na který je úvěr požadován. Analyzuje se vliv tohoto podnikatelského záměru na zvýšení výroby, snížení nákladů, zvýšení zisku ap., tzn. nadějnost a efektivnost investiční akce. U krátkodobého úvěru je důležitá analýza likvidity, tj. porovnání oběžného majetku a krátkodobých závazků (krátkodobé bankovní úvěry a výpůjčky, dodavatelské úvěry, závazky z obchodního styku, závazky vůči zaměstnancům ap.). Čím je koeficient likvidity vyšší, tím může být návratnost úvěru jistější.

Tyto analýzy jsou podle potřeby doplňovány u jednotlivých úvěrů dalšími rozbory, např. obchodního obratu, zajištění odbytu zakázkami, míry zadluženosti, průzkumu trhu, na němž je klient aktivní apod.

¹ Problematiku Agency Costs rozpracovali M.C. Jensen a W.H. Meckling (1976)

Obchodní partneři

Dodavatelé (obchodní věřitelé) se zaměřují především na to, zda podnik bude schopen hradit splatné závazky, jde jim především o krátkodobou prosperitu. Podíl obchodního úvěru na cizích zdrojích dosahuje často značné výše. U dlouhodobých dodavatelů se soustřeďuje zájem také na dlouhodobou stabilitu, trvalé obchodní kontakty s cílem zajistit svůj odbyt u perspektivního zákazníka.

Odběratelé (zákazníci) mají zájem na finanční situaci dodavatele zejména při dlouhodobém obchodním vztahu, aby v případě finančních potíží, případně bankrotu dodavatele, neměli potíže s vlastním zajištěním výroby (jsou na něm svým způsobem závislí). Potřebují mít také jistotu, že dodavatelský podnik bude schopen dostát svým závazkům.

Stát a jeho orgány

Stát a jeho orgány se zajímají o finančně-účetní data z mnoha důvodů; např. pro statistiku, pro kontrolu plnění daňových povinností, kontrolu podniků se státní majetkovou účastí, rozdělování finanční výpomoci (přímá dotace, vládou zaručené úvěry atd.) podnikům, získání přehledu o finančním stavu podniků se státní zakázkou. Vyžadují informace pro formulování hospodářské politiky státu (finanční, daňové apod.) vůči podnikatelské sféře.

Uvedený výčet zájmových skupin není vyčerpávající. Bylo by možné uvést ještě další zájemce o finanční analýzu, jako např. analytici, daňoví poradci, oceňovatelé podniku, burzovní makléři, odborové svazy, university, novináři a nakonec i nejširší veřejnost se zajímá o činnost podnikové sféry z různých důvodů.

V některých případech dochází k objektivní kolizi zájmů různých skupin. Z těchto důvodů se vyžaduje kontrola základních finančních dat o podniku, předkládaných externím subjektům, tj. dat uvedených v účetních výkazech, nezávislým auditorem, který potvrzuje dodržování deklarovaných účetních metod použitých při sestavování těchto výkazů.

Externí uživatelé mohou používat celou řadu informačních zdrojů – výroční zprávy akciových společností, které jsou považovány za nejdůležitější zdroj informací pro potencionální investory, informace specializovaných firem (v USA např. Standard & Poors, Moody's) hodnotících úvěruschopnost, riziko akcií společností aj.

Konkurenti

Zajímají se o finanční informace podobných podniků nebo celého odvětví za účelem srovnání s jejich výsledky hospodaření, hlavně o rentabilitu, ziskovou marži, cenovou politiku, investiční aktivitu, výši a hodnotu zásob, jejich obratovost apod. Podniku není stanovena povinnost poskytovat informace, ale konkurence při získávání akciového kapitálu na kapitálovém trhu i úvěrů způsobuje, že podnik odmítající vydat informace o své

finanční situaci sám sebe vyřazuje ze hry, nebo do ní vstupuje za podstatně nevýhodnějších podmínek (dražší úvěry apod.). Podnik, který zatajuje nebo zkresluje finanční údaje se vystavuje riziku ztráty dobré pověsti a tím i konkurenceschopnosti v usilování o potenciální investory a zákazníky. Proto by životním zájmem manažerů měla být snaha udržet svůj vlastní kredit poskytováním správných a včasných informací externím subjektům.

Manažeři

Podnikový management využívá informace poskytované finančním účetnictvím, které je základem pro finanční analýzu především pro dlouhodobé strategické i operativní finanční řízení podniku. Tyto informace umožňují vytvoření zpětné vazby mezi řídicím rozhodnutím a jeho praktickým důsledkem. Znalost finanční situace podniku jim umožňuje rozhodovat se správně při získávání finančních zdrojů, při zajišťování optimální majetkové struktury včetně výběru vhodných způsobů jejího financování, při alokaci volných peněžních prostředků, při rozdělování disponibilního zisku apod. Finanční analýza, která odhaluje silné a slabé stránky finančního hospodaření podniku, umožňuje manažerům přijmout pro příští období správný podnikatelský záměr, který se rozpracovává ve finančním plánu. Manažeři mají však přístup k finančním informacím v mnohem širším spektru průběžně a nejsou závislí jen na účetní závěrce, externí uživatelé je dostávají obvykle jednou ročně ve formě finančních účetních výkazů.

Zaměstnanci

Zaměstnanci podniku mají přirozený zájem na prosperitě, hospodářské a finanční stabilitě svého podniku, neboť jim jde o zachování pracovních míst a mzdové podmínky. Často bývají podobně jako řídicí pracovníci motivováni výsledky hospodaření. Zajímají se o jistoty zaměstnání, o perspektivy mzdové a sociální. Hospodářské výsledky sledují a vliv na řízení podniku uplatňují zaměstnanci většinou prostřednictvím odborových organizací.

3. Zdroje informací pro finanční analýzu

Úspěšnost finanční analýzy je závislá na kvalitních **zdrojích informací**. Finanční analýza potřebuje velké množství dat z různých informačních zdrojů a různé povahy, které lze rozdělit do tří hlavních skupin:

1. Zdroje finančních informací – čerpají zejména z účetních výkazů finančního a vnitropodnikového účetnictví, informace finančních analytiků a manažerů podniku, výroční zprávy. Kromě těchto vnitřních zdrojů sem patří i vnější finanční informace jako roční zprávy emitentů veřejně obchodovatelných cenných papírů, prospekty cenných papírů, burzovní zpravodajství apod.
2. Kvantifikované nefinanční informace – jde především o oficiální ekonomickou a podnikovou statistiku, podnikové plány, cenové a nákladové kalkulace, další podnikové evidence (produkce, poptávka a odbyt, zaměstnanost), rozborů budoucího vývoje techniky a technologie.
3. Nekvantifikované informace – zprávy vedoucích pracovníků, auditorů, komentáře manažerů, odborný tisk, nezávislá hodnocení a prognózy.

Ekonomická hodnocení a rozhodování musí být založena na znalostech, které nelze získat bez analýzy dat. **Data** představují klíčovou, výchozí součást postupných kroků finanční analýzy, jimiž jsou:

1. data,
2. metody analýzy,
3. provedení analýzy,
4. interpretace výsledků analýzy,
5. syntéza a formulace závěrů a úsudků.

Soustavě informací potřebných pro finanční analýzu je uzpůsobeno hlavně **finanční účetnictví**, které ústí do auditovaných a zveřejněných účetních (finančních) výkazů, které by měly poskytovat „věrný a poctivý obraz předmětu účetnictví a finanční situace jednotky“ (viz zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb.). Chybná hodnocení finanční důvěryhodnosti podniků bývají zaviněna zavádějícími, byť auditovanými účetními závěrkami. Finanční skandály velkých amerických korporací (Enron, WorldCom, Tyco) byly důležitým poučením a vyvolaly potřebu přísnější legislativy v oblasti správy společností (*corporate governance*) nejen v USA. Nelze říci, že nebezpečí podvodných manipulací s účetními závěrkami je již zažehnáno. Ani svět finanční analýzy neodolá svodům, jak se zavděčit zájemcům příznivými (nebo nepříznivými) vyhlídkami.

Finanční analýza je soubor nástrojů pro interpretaci účetních výkazů z hlediska finanční situace. Hlavním smyslem rozboru účetních výkazů jako závěrečné vrcholné fáze celkového účetního procesu je dospět k určitým závěrům o celkové hospodářské a finanční situaci, podle nichž by bylo možné přijmout různá rozhodnutí.

Finanční situace je dána výkonností a finanční pozicí. **Výkonnost** se měří hlavně pomocí ziskovosti, rentability. Ve **finanční pozici** se odráží finanční rizika vyvolaná způsobem financování. Obraz finanční situace je v účetních výkazech poskládán z rozmanitých položek aktiv a pasiv, výnosů a nákladů, příjmů a výdajů. Srozumitelným zobrazením se stane teprve tehdy, jsou-li dána měřítka a kritéria hodnocení finanční výkonnosti a finanční pozice.

Při interpretaci se kopírují zásady uplatňované ve finančním řízení. Kvantifikací vztahů mezi vybranými položkami účetních výkazů vznikají **měřítka** finanční výkonnosti a finanční pozice (např. různé ukazatele). **Kritéria** hodnocení analyzovaných vztahů vycházejí z ekonomických nebo empirických poznatků o jejich účinku na kvalitu financí podniku.

Převážnou většinu údajů pro potřeby finanční analýzy poskytuje finanční účetnictví jako prvotní a často hlavní zdroj ekonomických dat. O stavu a vývoji financí podniku, jeho finanční situaci, vypovídá **účetní závěrka** (rozvaha, výkaz zisku a ztráty a příloha doplněná v předepsaných případech o výroční zprávu). Účetnictví prostřednictvím těchto finančních výkazů tvoří základní datovou bázi – poskytuje tedy data a informace pro ekonomické rozhodování. Účetní jednotky, které jsou povinny mít účetní závěrku ověřenou auditorem, zveřejňují účetní závěrku v Obchodním věstníku (<http://www.obchodnivestnik.cz>).

Účetnictví samo o sobě není cílem a nekončí sestavením účetních výkazů, samo ještě neurčuje diagnózu stavu podniku, slouží k předávání informací, které svým uživatelům umožňují činit vhodná rozhodnutí. Za účetním zpracováním musí následovat analýza jeho výsledků. Samotné souhrnné výstupy účetnictví ještě neposkytují úplný obraz o hospodaření a finanční situaci podniku, o jeho silných a slabých stránkách, nebezpečích, trendech a celkové kvalitě hospodaření. Na pomoc přichází **finanční analýza** jako formalizovaná metoda, která poměří získané údaje mezi sebou navzájem a rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost, umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci podniku, podle nichž by bylo možné přijmout různá opatření, využít tyto informace pro řízení a rozhodování.

Vytěžit z výkazů a dalších zdrojů informací, posoudit finanční zdraví podniku a připravit podklady pro potřebná řídicí rozhodnutí je hlavním úkolem finanční analýzy. Ekonomická hodnocení a rozhodování musí být založena na znalostech, které nelze získat bez analýzy dat. Účetní výkazy se do značné míry podřizují potřebám finančního řízení a finanční analýzy, účetní osnova volí soustavu účtů tak, aby umožňovala sestavovat výkazy s potřebnou vypovídací schopností o stavu rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a o důležitých příčinných souvislostech.

Potřebám finančního řízení se v našem účetnictví podřizuje jak členění majetku, tak vymezení nákladů, výnosů i tvorby výsledku hospodaření. Pro úspěšné řízení finančního hospodaření firmy je nezbytné rozeznávat nejen dvě základní kategorie majetku (**dlouhodobý** majetek a **oběžný** majetek), ale i **likvidnost** jeho složek – zda jde o

dlouhodobý majetek (s dobou splatnosti nebo držbou delší než jeden rok) nebo o krátkodobý majetek. Jedním z hlavních cílů finančního řízení bývá zajištění **výnosnosti, rentability** majetku. Ta roste s intenzitou využívání majetku, s **aktivitou** podniku. Výnosný ovšem může být nejen vlastní, ale i cizí kapitál, pokud ho podnik dokáže efektivně využít, tj. řídit svou **zadluženost** tak, aby kromě rentability byla zajištěna i **finanční stabilita** jako jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících **tržní hodnotu** podniku. Hodnocení všech těchto stránek hospodářského procesu připadá finanční analýze.¹

Problémem je, že analýza čerpá data z více či méně vzdálené minulosti. Proto se klade důraz na novelizace a odhady výsledků. Pokud se týká např. rozvahy, je zde problém, že nereflektuje aktuální hodnotu aktiv a pasiv. K určení realistické hodnoty musí být použit odhad, např. očištěné pohledávky z hlediska návratnosti, zásoby, jejichž hodnota by měla být založena na základě jejich prodejnosti, stálá aktiva na základě životnosti (reálné znehodnocení, ne standardní odpisy), apod.

Data mohou obsahovat i chyby, neurčitosti i záměrné odchylky, mohou být zkreslená, mohou být poškozená jak při svém vzniku, tak při přenosu, mohou odrážet nezjištěné vlivy. Odhad spolehlivosti dat – míry jejich neurčitosti či chyby – je pro užití dat velmi důležitý. Odhad neurčitosti závěrů je pak zejména ovlivněn neurčitostí vstupních dat analýzy.

Základní představu o finančním zdraví a finančním chování si finanční analytik vytváří podle údajů v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty, které jsou rozhodující součástí **účetní závěrky**, která je základním zdrojem informací pro finanční analýzu. V České republice upravuje tuto oblast především zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a dále od 1. 1. 2003 soubor opatření, kterými se stanoví účetní osnova a postupy účtování. K 1. 1. 2004 byla uskutečněna změna zákona o účetnictví, připraveny prováděcí vyhlášky a platí české účetní standardy, které si kladou za cíl harmonizovat postupy této oblasti s EU; tím dochází k naplnění dvou cílů prosazovaných v rámci EU, a to k:

- formální a obsahové harmonizaci účetního výkaznictví (*reporting*) zabezpečujícího uživatelům srovnatelnost informovaní pro rozhodování,
- dosažení nové kvality účetního výkaznictví s preferencí potřeb externích uživatelů a kritéria pravdivého a věrného zobrazení.

Očekává se, že zaváděním harmonizovaného účetnictví se podstatnou měrou zvýší přístup podniků na kapitálový trh, protože rozdílnost účetních standardů v jednotlivých zemích komplikuje až dosud práci analytiků. Lze očekávat, že postupující globalizace přinese další sjednocování tak, aby existoval jednotný a transparentní základ pro investory v globálním světě.

¹ Kovanicová, D., Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, Díl II, str. 219, POLYGON, Praha, 1995

Účetnictví poskytuje údaje momentálního typu, v podobě převážně stavových absolutních veličin uváděných k určitému datu (např. rozvaha), resp. tokových veličin za určité období (např. výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích).

Standardními účetní výkazy, které tvoří součást účetní závěrky, jsou:

- **rozvaha**,
- **výkaz zisku a ztráty**,
- **příloha** (její součástí je přehled o peněžních tocích – *cash flow*)

Nyní si vysvětlíme podrobněji jejich obsah a vypovídací schopnost.

Rozvaha

Údaje zjištěné z rozvahy uvádějí jednotlivé položky aktiv a pasiv, zachycují stav majetku v podniku a zdrojů jeho krytí ke zvolenému určitému časovému okamžiku, většinou k poslednímu dni účetního období, v peněžním vyjádření.

Aktiva

V členění aktiv (majetku) na **dlouhodobý majetek** a krátkodobý majetek (**oběžná aktiva**), respektuje jeho **postavení v reprodukčním procesu**, to znamená, že

- **dlouhodobý majetek** si zachovává svoji původní podobu v průběhu několika reprodukčních cyklů, odepisuje se a svou hodnotu přenáší postupně do hodnoty produkce,
- **oběžná aktiva** mění svoji podobu hned několikrát v průběhu jednoho reprodukčního cyklu přechází do spotřeby (do hodnoty produkce) jednorázově.

Dále respektuje i **časové hledisko**, vázanost, resp. dobu obratu v reprodukčním cyklu podniku a likvidnost,

- **dlouhodobá aktiva** (dlouhodobý majetek + dlouhodobé pohledávky) s dobou vázanosti a využitelnosti delší než jeden rok,
- **krátkodobá aktiva** s dobou vázanosti a využitelnosti do jednoho roku.

V této souvislosti je třeba zdůraznit, že ne všechna **krátkodobá aktiva** jsou totožná s **oběžnými aktivy** a naopak (např. dlouhodobé pohledávky, některé zásoby mohou být též dlouhodobé). A některý dlouhodobý majetek může mít krátkodobou povahu a přechází do spotřeby jako by se jednalo o oběžný majetek.

Strana **aktiva (A)** zachycuje konkrétní formy majetku, které podnik používá pro svou činnost. Majetek dlouhodobé povahy, u kterého je doba využitelnosti delší než jeden rok je v rozvaze uveden jako:

dlouhodobý majetek (dříve stálá aktiva), do kterého patří:

- **dlouhodobý nehmotný majetek (DNM)**
- **dlouhodobý hmotný majetek (DHM)**

- **dlouhodobý finanční majetek (DFM)**

Dlouhodobý nehmotný majetek (DNM) – patří sem takový majetek jako nehmotné výsledky výzkumu a vývoje, patenty, licence, obchodní značky, software a ocenitelná práva. Kromě životnosti delší než jeden rok (od r 2003 není finančně limitován i pořizovací cenou – dříve více než 60 tis. Kč). Za dlouhodobý nehmotný majetek se považuje i googwill.¹

Dlouhodobý hmotný majetek (DHM) – zahrnuje pozemky, budovy, stavby, dopravní prostředky, umělecká díla, samostatné movité věci, popřípadě soubory movitých věcí se samostatným technicko-ekonomickým určením, jejichž doba použitelnosti delší než jeden rok (od r. 2003 není finančně limitován pořizovací cenou – dříve více než 40 tis. Kč).

Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek je oceňován historickými cenami, tj. cenami v okamžiku pořízení. Při analýze se s údaji zachází jako s aktuálním oceněním aktiv.

V předepsaných vzorech rozvahy nalezneme vyjádření hodnoty majetku za běžné a minulé období, přičemž za běžné období je to ještě v členění na položky **“brutto”**, která vyjadřuje prvotní ocenění při pořízení, položky **“korekce”**, která představuje **oprávky** (tj. kumulované odpisy) a opravné položky sloužící k reálnějšímu ocenění, a položky **“netto”**, která je rozdílem položky brutto a korekce a vyjadřuje **současnou účetní hodnotu majetku**.

Ve finanční analýze se používá netto (zůstatková) hodnota dlouhodobého hmotného majetku, tj. brutto hodnota snížená o opravné položky a oprávky. Netto hodnota váže kapitál.

Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek (provozní, nefinanční dlouhodobý majetek) se účastní na tvorbě výkonů. Na dlouhodobý hmotný majetek se pohlíží jako na zobrazení provozní kapacity, která zajišťuje tržby. Představě o fyzickém objemu dlouhodobého nefinančního majetku by bylo blíže jeho ocenění pořizovacími cenami. Jeho netto hodnota může vyjádřit stav a vývoj provozního potenciálu jen s výhradami: např. úbytek může být způsoben nedostatečnou obnovou, ale kapacita se nemění.

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek (provozní, nefinanční dlouhodobý majetek) byl pořízen jako investice, podniku vznikl jednorázový výdaj, avšak majetkové části budou používány dlouhou dobu. Proces postupného opotřebování jak fyzického, tak morálního je vyjadřován formou odpisů. **Odpisy** rozlišujeme na účetní a daňové.

Účetní odpisy se provádí na základě stanoveného **odpisového plánu**, výběr metody a sazeb odpisů je plně v kompetenci podniku. Měly by co nejlépe vyjádřit předpokládané skutečné

¹ Goodwill představuje kladný nebo záporný rozdíl mezi oceněním podniku, nebo jeho části, nabytého zejména koupí, vkladem nebo oceněním majetku a závazků v rámci přeměn společnost, s výjimkou změny jeho právní formy, a souhrnem jeho individuálně přeceněných složek majetku sníženým o převzaté závazky. Goodwill se odepisuje po dobu 5 let od nabytí.

opotřebení, fyzické i morální v závislosti na očekávané životnosti nebo ve vztahu k výkonům.

Daňové odpisy stanovené zákonem o daních z příjmu (č. 586/1992 Sb. ve znění pozdějších předpisů) se používají pro účely výpočtu daňového základu. U jednotlivých skupin majetku je zákonem stanovena doba jejich životnosti. Tyto odpisy jsou konstruovány jako rovnoměrné nebo zrychlené. Zvolený způsob odepisování pak nelze měnit.

Z hlediska tvorby výsledku hospodaření jsou podstatné odpisy účetní, pro výpočet daně z příjmů pak daňové. Daňovými odpisy může stát podporovat investice v podnicích a hlavně jejich prostřednictvím reguluje vztah ke státnímu rozpočtu.

Rozdíl účetního a daňového odpisu se projevuje v položce **odložená daň**. Pokud podnik využívá možnosti odlišných účetních a daňových odpisů, má to za následek rozdíl mezi účetním a daňovým ziskem přechodného charakteru, tzv. **odložený daňový závazek nebo pohledávka**. Odložená daň vyplývá z toho, že účetně i daňově se odpisuje do 100 % pořizovací (vstupní) ceny a odpisy jsou daňově uznatelné náklady. Odložený daňový závazek, v případě, že **daňové odpisy jsou vyšší než účetní**, v tom případě platí nižší daň, zabraňuje okamžitému rozdělení zisku a vytváří tak vlastně rezervu na dobu, kdy poměr odpisů se změní a kdy vzroste daň z titulu **nižších daňových odpisů, než jsou odpisy účetní**. Celý mechanismus lze názorně ilustrovat na následujícím příkladu, kdy předmět v pořizovací ceně 100 se odepisuje v pěti letech z výnosu 100 a sazba daně ze zisku je např. 20 %.

Rok	1	2	3	4	5
1. Výnosy	100	100	100	100	100
2. Účetní odpis (rovnoměrný)	- 20	- 20	- 20	- 20	- 20
3. Daňový odpis (zrychlený)	- 40	- 30	- 15	- 10	- 5
4. Úč. Výsl. hosp. před zdaněním	80	80	80	80	80
5. Základ daně (ř. 1) + (ř. 3)	60	70	85	90	95
6. Daň	12	14	17	18	19
7. Výsledek k rozdělení (ř. 1) + (ř. 2) – (ř. 6)	68	66	63	62	61
8. Odložená daň (ř. 3) – (ř. 2) * 0,20	- 4,0	- 2,0	1,0	2,0	3,0
9. Výsledek k rozdělení (ř. 7) + (ř. 8)	64	64	64	64	64

Zdroj: autor

Z uvedené tabulky vyplývá rozdíl mezi výsledkem k rozdělení bez uplatnění odložené daně (ř. 7) a s uplatněním odložené daně (ř. 9.). Odložená daň zamezila plnému rozdělení výsledku hospodaření v prvních dvou letech a doplňovala výsledek k rozdělení v třetím až pátém roce. Tento výpočet osvětluje mechanismus a funkci odložené daně, její vliv na výsledky podniku, na výši disponibilního zisku.

Obsahově se jedná vlastně o časové rozlišení daňové povinnosti a disponibilního zisku, kdy v období daňově výhodném (účetní odpisy jsou nižší než daňové odpisy) je menší daňová povinnost. V důsledku toho je větší disponibilní zisk, jehož část se odloží na období daňově nevýhodné (účetní odpisy jsou větší než daňové odpisy), kdy je větší daňová povinnost a menší disponibilní zisk. Vytváří se tak vlastně rezerva na příští vyšší daň.

Prostřednictvím odložené daně se vlastně upravuje výsledek k rozdělení na bázi účetního výsledku hospodaření, nikoliv daňového a eliminuje se tím vliv daňových odpisů. Z hlediska finančního řízení podniku má odložená daň ten význam, že umožňuje zrovnoměnit výsledek hospodaření, o jehož rozdělení se bude rozhodovat.

Poslední třetí částí dlouhodobého majetku je **dlouhodobý finanční majetek (DFM)**, který představuje specifickou formu dlouhodobého investování volných peněžních prostředků. Jedná se zejména o podílové cenné papíry a vklady v podnicích s rozhodujícím nebo podstatným vlivem, ale i nákup uměleckých děl, předmětů z drahých kovů aj., nesmí však sloužit k vlastní podnikatelské činnosti.

Druhou kvalitativně odlišnou částí aktiv je **majetek krátkodobé povahy**, který je v rozvaze uveden jako **oběžná aktiva**. Na rozdíl od dlouhodobého majetku vytvářejícího provozní kapacitu plní odlišnou roli. Je určen k přechodnému používání, např. ke spotřebě nebo prodeji, u kterého je doba využitelnosti do jednoho roku, probíhá postupně celým koloběhem hospodářské činnosti a nabývá postupně různých podob (peněžní prostředky, zásoby, nedokončená výroba, hotové výrobky, pohledávky a opět peníze), mění tedy postupně svoji podobu „od peněz k penězům“. Jejich úlohou je zajišťovat plynulost reprodukčního procesu.

Do oběžných aktiv (OA), do nichž patří:

zásoby (Zás) tvoří významnou část oběžných aktiv. Jejich charakteristickým rysem je, že se většinou jednorázově spotřebují. Obsahují dvě různorodé skupiny: zásoby nakupované (suroviny, materiál, zboží na skladě) a zásoby vlastní výroby (nedokončená výroba, hotové výrobky).

- **pohledávky (Pohl)** v rozvaze se dělí podle doby splatnosti na krátkodobé **KrPohl** (splatné do jednoho roku) a dlouhodobé **DIPohl** (se splatností delší než jeden rok), což způsobuje určitou komplikaci, neboť jsou vykazovány v oběžném majetku, proto se např. při výpočtu ukazatelů likvidity z oběžných aktiv vyjímají. Dále se dělí na pohledávky z obchodního styku, pohledávky ke společníkům a sdružení, pohledávky v podnicích s rozhodujícím a s podstatným vlivem.
- **krátkodobý finanční majetek (KFM)** zahrnuje tři základní složky: peníze v hotovosti, účty v bankách a pořizovaný krátkodobý finanční majetek, tj. krátkodobé obchodovatelné cenné papíry, vkladové listy, hypoteční zástavní listy, směnky apod., sloužící ke krátkodobému uložení dočasně volných peněžních

prostředků, které podnik v případě potřeby rychle přemění v hotové peníze a jeho držba nepřesahuje jeden rok.

- **časové rozlišení** (v aktivech) se týká:
 - nákladů příštích období, (např. předem placené nájemné, předplatné),
 - komplexních nákladů příštích období (u podniků, kde je důležitý technický rozvoj),
 - příjmů příštího období, jde o výnosy běžného období, které nebyly přijaty (např. provedené nevyfakturované práce a služby, plnění pojistných smluv).

Pasiva

V **členění pasiv** kromě zákonné úpravy položek výkazu rozlišujeme dále podle jejich původu (externí a interní zdroje) nebo podle závazkového charakteru:

- vlastní pasiva, resp. **vlastní kapitál**
- cizí pasiva, resp. **cizí zdroje** (mají závazkový charakter buď vůči ostatním subjektům či ve vztahu k zúčtování vytvořených zdrojů do výnosů).

Dále respektuje také časové hledisko a lze rozlišit:

- **krátkodobá pasiva** (závazky s dobou splatnosti do jednoho roku) a
- **dlouhodobá pasiva** (závazky s dobou splatnosti nad jeden rok a ta pasiva, která nemají závazkový charakter v současnosti – např. rezervy).

Pro úplnost lze ještě uvést dělení na **interní finanční zdroje** (podnik vytváří na základě své vlastní činnosti) a **externí finanční zdroje** (podnik nezískává ze své vlastní činnosti).

Strana pasiv ukazuje, jakým způsobem jsou aktiva podniku financována. Základním kritériem jejich členění je vlastnictví. Podle toho rozlišujeme zdroje na vlastní a cizí (**vlastní kapitál a cizí zdroje**).

Vlastní kapitál (VK) – jsou vlastní zdroje, které byly do podnikání vloženy nebo byly vytvořeny hospodářskou činností podniku. Je součástí dlouhodobého kapitálu (spolu s dlouhodobými závazky a dlouhodobými bankovními úvěry). Reprodukce majetku v inflačním prostředí si žádá, aby se vlastní kapitál přiměřeně doplňoval z nerozděleného zisku.

Součástí vlastního kapitálu jsou:

- **základní kapitál (ZK)** – peněžní vyjádření peněžitých i nepeněžitých vkladů všech společníků do společnosti.
- **kapitálové fondy (KF)** – zahrnují vklady společníků nad rámec základního kapitálu tj. emisní ážio (rozdíl mezi vyšší prodejní cenou a jmenovitou hodnotou akcie při emisi), dary, dotace.

- **fondy ze zisku (FZ)** – vytvořené po rozdělení zisku, zejména rezervní fond, resp. nedělitelný fond, jejichž způsob tvorby a minimální výše je zákonně stanovena, dále statutární a ostatní fondy vytvářené podle vlastních pravidel podniku.

Základní kapitál a kapitálové fondy bývají bez pohybu a samostatně se jim ve finanční analýze nevěnuje pozornost, dokud nedojde k transakci, která se těchto položek týká. Jejich vývoj souvisí s externím financováním.

- **výsledek hospodaření minulých let (VHML)** je část zisku po zdanění, která nebyla přidělena do fondů ani vyplacena v dividendách a převádí se do dalšího období. Může se jednat i o neuhrazenou ztrátu.
- **výsledek hospodaření za účetní období (VHUO)** je zisk (resp. ztráta) určený k rozdělení, resp. ponechání v podniku.

Cizí zdroje (CZ) podnik získal od jiných právnických nebo fyzických osob, byly mu zapůjčeny na určitou dobu za stanovenou cenu – **úrok**, který je nákladem vynaloženým v souvislosti s užitím kapitálu věřitelů. Pro věřitele je úrok výnosem z kapitálu. Základní strukturu cizích zdrojů podniku tvoří:

- rezervy
- dlouhodobé a krátkodobé závazky
- bankovní úvěry a finanční výpomoci
- časové rozlišení
- **rezervy (Rez)** představují „vnitřní dluh“. Mají sloužit ke krytí výdajů z dlouhodobě existujících rizik a z budoucích závazků, pro případ nenadálých výkyvů v hospodaření (např. ztráty z podnikatelské činnosti). Podnik tedy tvoří rezervy v případě, kdy v budoucnu očekává rozsáhlý jednorázový výdaj, který by mohl nepříznivě ovlivnit průběh hospodaření.

Rezervy se člení se na:

- **účetní rezervy** vytvářené v souladu se zákonem o účetnictví, tvoří se na vrub nákladů, ale nepovažují se za daňový náklad (nejsou daňově účinné), jejich tvorba a užití je v pravomoci managementu podniku. Jsou to například rezervy na:
 - záruční opravy,
 - restrukturalizaci,
 - náhrady škod způsobených exhalacemi,
 - skladování vyhořelého jaderného paliva,
 - likvidaci výrobků, které dosloužily (např. automobilových vraků),
 - obchodní spory,
 - poskytnutou záruku,
 - daň z příjmů.
- **zákonné rezervy** jsou upravené zákonem o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů (č. 593/1992 Sb.) zákona o ochraně a využití nerostného bohatství

(č. 4/1988 Sb.). Zákonné rezervy se tvoří stejně jako rezervy účetní na vrub nákladů, ale nejsou daňově uznatelným nákladem. Jsou to například rezervy na:

- opravy dlouhodobého majetku,
- rekultivaci a sanaci pozemků dotčených těžbou,
- vypořádání důlních škod.

Tvorba rezerv probíhá na vrub nákladů, to znamená, že snižuje výsledek hospodaření, jejich použití jde naopak ve prospěch výnosů, to znamená, že zvyšuje výsledek hospodaření. Podstatné je, zda zákon o rezervách a zákon o dani z příjmů uznává náklad z pohledu daně z příjmů či nikoliv. V tom případě podnik sice vytvořením rezervy zatíží náklady, ale v okamžiku stanovení základu pro výpočet daně z příjmu musí o tuto položku snížit náklady. Opačná situace nastává v případě rozpouštění rezervy.

Dluhy jako kategorie finanční analýzy jsou cizí zdroje po odečtení rezerv. Ve finanční analýze se uplatňují také **čisté dluhy**, tj. dluhy minus krátkodobý finanční majetek.

- **dlouhodobé závazky (DZ)** mají podobu dluhopisů a půjček od nebankovního sektoru, mají lhůtu splatnosti delší než jeden rok, zahrnují zejména emitované dluhopisy, závazky k podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem, dlouhodobé přijaté zálohy, dlouhodobé směnky k úhradě aj.
- **krátkodobé závazky (KZ)** mají lhůtu splatnosti do jednoho roku, zahrnují hlavně závazky z obchodního styku, k zaměstnancům, státu (daňové a dotace), ke společníkům a sdružení, k podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem. bývají většinou neúročené, a tak také s nimi standardní finanční analýza zachází. Ve skutečnosti ovšem úročené bývají závazky k ovládajícím a řídicím osobám, závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem a vydané dluhopisy, ale nepředstavují většinou významné položky, a v samostatných podnicích se málokdy vyskytují. Rozlišení úročených (finančních) dluhů a neúročených (provozních) dluhů je důležité v analýze peněžních toků.
- **bankovní úvěry a výpomoci** – představují závazky vůči bankám a mohou být také dlouhodobé (dlouhodobé bankovní úvěry - **DBU**) a krátkodobé (běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci - **KBU**).

Dlouhodobé bankovní úvěry stejně jako dlouhodobé závazky mají zpravidla stanoveny určité smluvní podmínky, např. dodržovat určitou úroveň zadlužení a poměr zisku před odpisy, úroky a zdaněním vzhledem k čistému dluhu a splatným úrokům.

Krátkodobé bankovní úvěry mají zejména podobu revolvingového úvěru a limitovaného kontokorentního úvěru.

Dlouhodobé závazky a bankovní úvěry se pokládají ve finanční analýze za dluhy úročené.

- **časové rozlišení** (v pasivech) se týká:
 - výdajů příštích období (např. pozadu placené nájemné, prémie a odměny placené po uplynutí roku),

- výnosů příštího období (např. předem přijaté nájemné u pronajímatele, nevyfakturované dodávky).

Pro finanční analýzu je velmi důležité specifikovat, které položky z časového hlediska jsou dlouhodobé a které krátkodobé:

- **dlouhodobá pasiva – (DP)** představují dlouhodobé finanční zdroje, které tvoří vlastní kapitál, rezervy, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry.
- **krátkodobá pasiva – (KP)** představují krátkodobé finanční zdroje, které tvoří krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci.

Pro finanční analýzu je výkaz Rozvaha, který je v plném rozsahu upraven vyhláškou č. 500/2002 Sb., zpravidla používán v následující agregované podobě:

Zdroj: autor

Položka		Položka finančního výkazu
Aktiva		
Dlouhodobý majetek	DM	$R\ 003 = R004 + R013 + R023$
Dlouhodobý nehmotný majetek	DNM	R004
Dlouhodobý hmotný majetek	DHM	R013
Dlouhodobý finanční majetek	DFM	R023
Oběžná aktiva	OA	$R\ 031 = R032 + R039 + R048 + R058$
Zásoby	Zás	R032
Dlouhodobé pohledávky	DP	R039
Krátkodobé pohledávky	KP	R048
Krátkodobý finanční majetek	KFM	R058
Časové rozlišení	ČRa	R063
Aktiva celkem	A	R001
Pasiva		
Vlastní kapitál	VK	$R068 = 069+073+079+082+085$
Základní kapitál	ZK	R069
Kapitálové fondy	KF	R073
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	FZ	R079
Výsledek hospodaření z minulých let	VHML	R082
Výsledek hospodaření běžného období	VHBO	R085
Cizí zdroje	CZ	$R086 = R087 + R092 + R103 + R115$
Rezervy	Rez	R087
Dlouhodobé závazky	DZ	R092
Krátkodobé závazky	KZ	R103
Dlouhodobé bankovní úvěry	DBU	R116
Krátkodobé bankovní úvěry + fin. výp.	KBU	$R117 + R118$
Časové rozlišení	ČRp	R119
Pasiva celkem	P	R067

Výkaz zisku a ztráty

Smyslem výkazu zisku a ztráty je informovat o úspěšnosti práce podniku, o výsledku, kterého dosáhl podnikatelskou činností. Konkretizuje, které náklady a výnosy za jednotlivé činnosti se podílely na tvorbě výsledku hospodaření běžného období, který je pak v rozvaze zobrazen jako jediný údaj (výsledek hospodaření běžného účetního období). Zachycuje vztahy mezi výnosy podniku dosaženými v určitém období a náklady spojenými s jejich vytvořením.

Slouží k posouzení schopnosti podniku zhodnocovat vložený kapitál. Přestože se rozvaha považuje za páteř účetnictví, z účetních výkazů publikovaných ve výroční zprávě je větší významnost přisuzována výkazu zisků a ztrát než rozvaze. Z ekonomických ukazatelů má výsledek hospodaření, resp. zisk nebo ztráta jednoznačnou prioritu. Finančně zdravý podnik musí být schopen vytvářet svou činností dostatečný přebytek výnosů nad náklady – zisk. Zisk vykazovaný v ročních výkazech podniku může sice v hodnotovém vyjádření komplexně zobrazit kvalitu práce podniku za příslušné období, není však vždy spolehlivým ukazatelem úspěchu podniku a spolehlivou mírou úrovně jeho řízení.

Výkaz zisku a ztráty je sestavován při uplatnění tzv. **akruálního principu**, který znamená, že transakce jsou zachycovány a vykazovány v období, jehož se časově i věcně týkají, nikoliv podle toho, zda došlo v daném období k peněžnímu příjmu nebo výdaji. Jinak řečeno, výnosy se uznávají v období, ve kterém byly realizovány – realizační princip (okamžikem vyskladnění, dodání zboží zákazníkovi nebo poskytnutí služby), bez ohledu na to, zda v témž období došlo k jejich inkasu. Obdobně je pro uznání nákladů rozhodující období vzniku nákladů, tedy období, v němž se náklady podílely na tvorbě výnosů – princip věcné shody nákladů s výnosy, bez ohledu na to, zda byly ve stejném období zaplacený. Nákladové a výnosové položky se tedy neopírají o skutečné hotovostní peněžní toky – příjmy a výdaje, a proto ani výsledný zisk neodráží skutečnou hotovost získanou hospodařením podniku. **Zisk a peníze nejsou totéž!**

Akruální princip zastřešuje oba výše uvedené principy: **časovou a věcnou shodu nákladů a výnosů pomocí účtů časového rozlišení**

jak v aktivech, kam náleží:

- náklady příštích období (výdaje běžného období, které se stanou nákladem až v příštích obdobích),
- příjmy příštích období (výnosy, které budou přijaty v příštích obdobích),

tak v pasivech, kam náleží:

- výnosy příštích období (příjmy běžného období, které jsou výnosy až některého z dalších období),
- výdaje příštích období (jsou náklady běžného období, ale výdaj bude učiněn až v budoucnu).

V této souvislosti je třeba připomenout, že náklady se projevují jako úbytek aktiv nebo zvýšení závazků, kdežto výnosy jako přírůstek aktiv nebo snížení závazků, což je vyjádřeno i položkami časového rozlišení. Věcná shoda nákladů a výnosů v naší praxi je zajištěna tak, že se náklady ponechají v původní plné výši a výnosy se upraví prostřednictvím změny stavu vnitropodnikových zásob do věcné shody s náklady.

Finanční analýza nepracuje s výkazem zisku a ztráty ve tvaru, kde změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace se připočítávají k tržbám, nýbrž s modelem, kde na počátku stojí tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výroků a služeb jako rozhodující výnos, kdežto změna stavu zásob a aktivace je důvodem k úpravě nákladů (v rámci ostatních provozních výnosů a nákladů). Ve struktuře provozních nákladů se jmenovitě sleduje výrobní spotřeba, osobní náklady a odpisy. Ostatní provozní výnosy a náklady se vyjádří souhrnně jednou položkou.

Pro finanční analýzu výsledku hospodaření je významné i rozhodnutí o tom, které složky zisku (ztráty) by do výsledku hospodaření měly být zahrnovány. Z tohoto hlediska se rozlišují dvě základní pojetí výsledku hospodaření:

- výsledek hospodaření zahrnuje veškeré zisky (ztráty) za dané období, tedy jak běžné zisky a ztráty, tak i zisky a ztráty mimořádné povahy (např. ztráty ze živelných pohrom)
- výsledek hospodaření by měl být kritériem výdělkové schopnosti podniku a jako takový by neměl zahrnovat mimořádné zisky a ztráty, vzniklé v příslušném období. Toto pojetí zdůrazňuje vztah nákladů a výnosů k činnosti daného období a je z ní tedy nutné vyloučit jakékoli významnější položky, u nichž tento vztah chybí, jako např.:
 - zisky a ztráty vzniklé prodejem těch složek aktiv, které nejsou za účelem prodeje pořizovány (např. dlouhodobý majetek a materiál),
 - škody ze živelných pohrom u hospodářských prostředků takové povahy, které se obvykle nepojišťují (např. povodně),
 - zúčtování a tvorba rezerv, časového rozlišení a opravných položek.

Tento problém určitým způsobem zohledňuje existence **stupňovitého** uspořádání **výkazu zisku a ztráty** užívaného i v našem účetnictví, je rozlišována část **provozní, finanční a mimořádná**. Takže jde například o to, zda výsledek hospodaření z mimořádné činnosti do analýzy zahrnout nebo od něho abstrahovat. Kategorie výsledku hospodaření, jak ukazuje uvedená struktura výkazu:

Zdroj: autor

I. OBCHODNÍ ČINNOST
+ tržby za prodej zboží
- náklady na prodané zboží
= OBCHODNÍ MARŽE
II. VÝROBNÍ ČINNOST
+ tržby za prodej vlastních výrobků a služeb
+/- změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby
+ aktivace (materiálu, zboží a dlouhodobého majetku, vyrobených ve vlastní režii, a vnitropodnikových služeb)
- výkonová spotřeba (materiál, energie, služby)
= PŘIDANÁ HODNOTA
- osobní náklady (mzdy, odměny, sociální zabezpečení)
- daně a poplatky (kromě daně z příjmů)
- odpisy nehmotného a hmotného investičního majetku
- ostatní provozní náklady
= PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
III. FINANČNÍ ČINNOST
+ výnosy z finančních operací
- náklady finančních operací
= FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
+/- FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
- daň z příjmů za běžnou činnost
= VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST
IV. MIMOŘÁDNÁ ČINNOST
+ mimořádné výnosy
- mimořádné náklady
- daň z příjmů z mimořádné činnosti
= MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST
+ MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ
= VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ

Informace získané z takto uspořádaného výkazu zisku a ztráty lze pak bezprostředně použít pro rozbor výsledku hospodaření podniku, především pro výpočet různých ukazatelů rentability. Z hlediska finanční analýzy mají největší význam výnosy, tržby, provozní výsledek hospodaření, nákladové úroky, výsledek hospodaření za běžnou činnost a výsledek hospodaření za účetní období.

Velmi důležitá je část provozního výsledku hospodaření, která se nazývá **přidaná hodnota**¹. Ukazuje, kolik by byl podnik schopen „vydělat“ v tom nejužším slova smyslu, tj. pouze ve vztahu tržby a nejužší související náklady (spotřeba materiálu a energie) bez vlivu dalších nákladových položek, jako jsou osobní náklady, daně a poplatky, odpisy, tržby a náklady z prodeje dlouhodobého majetku, změna stavu rezerv či ostatní náklady a výnosy (výpočet: Obchodní marže ř. 03 + Výkony ř. 04 – Výkonová spotřeba ř. 08). Zajímá nás, zda růst, resp. pokles přidané hodnoty byl způsoben změnou tržeb (růstem, resp. poklesem) nebo změnou nákladů (poklesem, resp. růstem) nebo vlivem obou položek.

Pro finanční analýzu je výkaz zisku a ztráty zpravidla používán v následující agregované podobě:

Položka výkazu zisku a ztráty		Výpočet
Tržby	T	$V01 + V04 + V19 + V26 + V29 + V31 + V33 + V39 + V42 + V44 + V47 + V53$
Výkonová spotřeba	VS	$V02 + V08 + V22 + V27 + V28 + V32 + V38 + V40 + V41 + V44 + V45 + V46 + V54$
Osobní náklady	ON	$V12$
Odpisy	Odp	$V18$
Zisk před úroky a zdaněním	ZUD	$V61$
Nákladové úroky	U	$V43$
Zisk před zdaněním	ZD	$V61 - V43$
Daň z příjmu	D	$V49 + V55$
Zisk po zdanění	Z	$V60 - V59$

Zdroj: autor

V analýze např. **bodu zvratu** (u provozního rizika ztráty) se může uplatnit místo zisku před úroky a zdaněním **čistý provozní přebytek**². Vznikne můstek od účelového ke kalkulačnímu členění nákladů. Výrobní spotřeba se pro tento účel jeví jako variabilní provozní náklady, osobní náklady a odpisy jako fixní provozní náklady.

Tržby

minus výrobní spotřeba

přidaná hodnota

minus osobní náklady

hrubý provozní přebytek

minus odpisy

čistý provozní přebytek

minus ostatní provozní výnosy a náklady

¹ Přidaná hodnota v pojetí výkazu zisku a ztráty je ukazatel zásadně odlišný od ekonomické přidané hodnoty – EVA, o kterém bude pojednáno později v rámci hodnotových kritérií výkonnosti podniku.

² Český statistický úřad používá v konstrukci některých ukazatelů kategorie provozní přebytek, což je účetní přidaná hodnota snižená o osobní náklady u **hrubého přebytku** a dále snižená o odpisy u **čistého přebytku**.

provozní výsledek hospodaření
minus finanční výnosy a finanční náklady vyjma nákladové úroky
zisk před úroky a zdaněním
minus úroky
zisk před zdaněním
minus daň z příjmů
zisk po zdanění

Příloha k účetní závěrce

Příloha (angl. notes) se stala nedílnou součástí účetní závěrky. Obsahuje takové informace, které v rozvaze a výkazu zisku a ztráty nenalezneme. Příloha přispívá k objasnění skutečností, které jsou významné z hlediska externích uživatelů účetní závěrky, aby si mohli vytvořit správný úsudek o finanční situaci a výsledcích hospodaření podniku, provést srovnání s minulostí a odhadnout možný budoucí vývoj.

Příloha vysvětluje a doplňuje informace obsažené v rozvaze a výkazu zisku a ztráty [(§ 18 odst. 1 písm. c) zákona č. 563/1991]. Účetní jednotky jsou povinny v příloze účetní závěrky uvést například:

- informaci o použitých metodách, např. o odchylkách od těchto metod s jejich řádným zdůvodněním a s uvedením jejich vlivu na majetek a závazky, finanční situaci a výsledek hospodaření jednotky (§ 7 odst. 5 zákona),
- za období počínající koncem rozvahového dne a končící okamžikem sestavení účetní závěrky jsou účetní jednotky povinny uvést v příloze o účetní závěrce rovněž tyto informace:
 - a) skutečnosti, které poskytují další informace o podmínkách či situacích, které existovaly ke konci rozvahového dne,
 - b) skutečnosti, které jako nejisté podmínky či situace existovaly ke konci rozvahového dne, a jejichž důsledky mění významným způsobem pohled na finanční situace účetní jednotky.

Vysvětlení zaslouží i každá významná položka, kde to je podstatné pro analýzu a pro hodnocení finanční výkonnosti a finanční pozice, pokud taková a informace nevyplývá z výkazu.

Obsah ani forma přílohy nejsou striktně upraveny, její obsah je však závazný a měla by obsahovat následující údaje:

- obecné údaje – charakteristiku podniku, jeho právní formu, organizační strukturu, počet zaměstnanců, kapitálové účasti ap.
- informace o používaných účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobu oceňování (ocenění majetku externě pořizovaného i vytvářeného vlastní činností), stanovení reprodukční pořizovací ceny, vedlejších pořizovacích nákladů, opravných položek k majetku, o sestavení odpisových plánů a o použitých odpisových metodách, a hlavně o změnách způsobů oceňování, postupů odpisování a účtování s uvedením důvodů těchto změn a vyčíslení jejich vlivu na majetek,

závazky a výsledek hospodaření. Informace o účetních metodách a jejich změnách jsou při finanční analýze důležité pro posouzení srovnatelnosti dat v časové řadě.

- doplňující údaje k účetním výkazům poskytují pro finanční analýzu závažné údaje týkající se dlouhodobého majetku (přírůstky, úbytky, zatížení zástavním právem), jehož tržní ocenění se může výrazně odlišovat od jeho ocenění v účetnictví, informace o najímaném majetku, o rozdělení zisku, popř. způsobu úhrady ztráty z předchozího účetního období, o pohledávkách (hlavně po lhůtě splatnosti) a závazcích, o rezervách, o výdajích na výzkum a vývoj apod.
- přehled o peněžních tocích (cash flow) je výkaz, který podává informaci o peněžních tocích za uplynulé účetní období, tj o příjmech, výdajích a změně stavu peněžních prostředků (peníze v pokladně a na účtech, ceniny, peníze na cestě) a peněžních ekvivalentů (obchodovatelné cenné papíry, termínované vklady do tří měsíců), o skladbě příjmů a výdajů, které ke změně vedly.

Přehled o peněžních tocích

Peněžní toky se uvádí v členění na:

1. **provozní činnost** – základní výdělečná činnost podniku, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Peněžní toky z provozní činnosti jsou rozdílem mezi příjmy a výdaji spojenými s běžnou činností. Odvozuje se transformací výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním úpravami o nepeněžní operace, změnu potřeby pracovního kapitálu (pohledávek z provozní činnosti, krátkodobých závazků z provozní činnosti, zásob), přijaté a zaplacené úroky (s výjimkou kapitalizovaných), minus zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost.
2. **investiční činnost** – pořízení a vyřazení dlouhodobého majetku z titulu prodeje, event. činnost související s poskytováním úvěrů, půjček a výpomocí, které nejsou považovány za provozní činnost. Peněžní toky z investiční činnosti zahrnují hlavně výdaje spojené s pořízením dlouhodobých aktiv, příjmy z prodeje dlouhodobých aktiv, půjčky a úvěry spřízněným osobám.
3. **finanční činnost** – vede ke změnám ve výši a struktuře vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků. Peněžní toky z finanční činnosti zahrnují zejména přírůstky a úbytky dlouhodobého kapitálu, tj. dlouhodobých závazků, dopady změn vlastního kapitálu, přijaté a vyplacené dividendy.

Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období se rovná součtu peněžních prostředků na začátku období a peněžních toků z výše uvedených činností. Výkaz je velmi užitečný pro posouzení likvidity, platební schopnosti podniku, neboť výkaz zisku a ztráty založený na akruálním účetnictví neukazuje, zda vznikají reálné peněžní příjmy a výdaje.

Podnik může vykazovat vysoké tržby a zisk v účetnictví, ale jeho peněžní příjmy a stav peněžních prostředků může být nízký. Může to být právě důsledek obsahového a časového

nesouladu mezi náklady a výdaji, výnosy a příjmy, ziskem a stavem peněžních prostředků. Vedle sledování majtkové a finanční struktury je proto třeba sledovat a analyzovat také pohyb peněžních prostředků, protože růst zisku ještě neznamená růst peněžních prostředků. Zisk není totéž co peníze. To je také důvodem, proč se finanční informace odvracejí od zisku a akruálního účetnictví a přiklánějí se k peněžním tokům.

Účetní závěrka může zahrnovat i přehled o peněžních tocích (§ 18, odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb.). Přestože z dikce zákona nevyplývá obligatorní povinnost sestavovat tento výkaz, je třeba jej považovat za tak důležitý, že jeho sestavení jako nedílná součást účetní závěrky by mělo být – zvláště u auditovaných účetních jednotek – samozřejmostí.¹

Výroční zpráva

Povinné náležitosti výroční zprávy jsou upravené v § 21 zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb. Výroční zpráva obsahuje nejméně informace:

- a) o minulém vývoji činnosti účetní jednotky a o jejím postavení nejméně za dvě bezprostředně předcházející účetní období,
- b) o skutečnostech, které poskytují informace o podmínkách či situacích, které nastaly až po konci rozvahového dne,
- c) o předpokládaném vývoji činnosti účetní jednotky,
- d) o výdajích na činnost v oblasti výzkumu a vývoje,
- e) o pořízování vlastních akcií, zatímních listů, obchodních podílů a akcií, obchodních podílů ovládající osoby,
- f) v rozsahu účetní závěrky za účetní období, a výrok auditora, nestanoví-li jinak zvláštní předpis, v rozsahu účetní závěrky za bezprostředně předcházející dvě účetní období,
- g) požadované podle zvláštních právních předpisů,
- h) o tom, zda účetní jednotka má organizační složku v zahraničí.

Podle zákona o cenných papírech č. 591/1992 Sb. je třeba poskytnout investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, hospodářských výsledcích emitenta za uplynulé roční období a o vyhlídkách budoucího vývoje, zejména informace o

- očekávané hospodářské a finanční situaci v příštím roce, po případě ve víceletém výhledu,
- všech příjmech a tantiémách statutárních orgánů– a o peněžních vztazích mezi emitentem a těmito osobami,
- počtu akcií, které jsou v majetku členů představenstva, dozorčí rady a vedoucích zaměstnanců

S výroční zprávou je záhodno se seznámit pokud možno ještě před zahájením finančně-analytických výpočtů. Obsahuje kromě jiných informací **zprávu představenstva**, která podává komentář k jednotlivým aspektům podnikatelské činnosti, jako je

vlastnická struktura a emitované cenné papíry,
poslání a hlavní činnosti,
vize, strategické cíle a strategické cesty,
provozní a finanční restrukturalizace,
akvizice,
majetková a kapitálová struktura,
finanční výsledky,
navrhované rozdělení zisku, dividendy vyplacené v minulosti,
podnikatelské prostředí (ceny, úroky, daň z příjmů, devizový kurz, legislativa),
marketingová a obchodní politika,
výrobní politika,
investiční politika,
výzkum a vývoj (inovační politika),
licence a průmyslové vlastnictví,
správa akciové společnosti (corporate governance),
podniková kultura (etický kodex),
vztah k veřejnosti (public relations),
vztah k akcionářům (investor relations),
společenská zodpovědnost (sponzoring, charita),
vztah k životnímu prostředí,
lidské zdroje (personální politika, sociální program),
strategické záměry společnosti,
finanční výhled.

¹ Müllerová, L.: Účetnictví 12/2004, str. 18.

4. Techniky a metody finanční analýzy

V závislosti na konkrétních potřebách lze finanční analýzu účetních výkazů provádět různým způsobem, v různé míře podrobnosti, pomocí různých forem a technik. Finanční analýza zkoumá finanční situaci podniku. Finanční výkazy podávají obraz o finanční situaci podniku v řeči finančního účetnictví, účetnictví je jazykem financí. Finanční situace se testuje kvantitativními metodami, zpracovávajícími údaje uvedené v účetních výkazech. Z účetních výkazů je třeba vypreparovat indikátory finanční situace podniku a jejího vývoje, a z pouček finančního řízení odvodit kritéria pro jejich hodnocení. Finanční situaci ovšem nelze zjistit pouhým výpočtem. Celkový obraz o finanční situaci se domýšlí úsudkem analytiků na základě zkušeností, podle indicií, naznačených relevantními testovanými kvantitativními vztahy.

Před výkladem metod finanční analýzy je nutné předeslat, že systém finanční analýzy není kodifikovaný, není žádným způsobem legislativně upraven právními předpisy nebo všeobecně uznávanými jednotnými standardy jako například finanční účetnictví a daňová problematika, což komplikuje provádění finanční analýzy, způsobuje nejednotnost terminologie a postupů, nejednoznačnost výkladu, interpretace a srovnávání jejich výsledků. Buď se stejným pojmem přiřazuje různý obsah nebo naopak různé pojmy jsou spojeny s představou stejného obsahu.

Přestože neexistuje nějaká oficiální metodika finanční analýzy, vyvinuly se určité obecně přijímané analytické postupy a v podnikové praxi se setkáváme s nejrůznějšími přístupy a technikami analýzy, které si kladou za cíl podat stejně jako účetnictví věrný obraz o majetkové, finanční a důchodové situaci jak externím uživatelům, tak manažerům podniků. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR se snaží zavádět určité jednotné metodické prvky v oblasti finanční analýzy při provádění národohospodářských analýz jednotlivých odvětví, které zveřejňuje na své internetové stránce www.mpo.cz.

Kvantitativní metody testování

Základní techniky finanční analýzy zahrnují metody založené na zpracování zjištěných údajů obsažených v účetních výkazech a údajů z nich odvozených – ukazatelů. Podle toho se dělí na dvě skupiny. Budeme-li používat a analyzovat přímo položky účetních výkazů, hovoříme o **metodě absolutní**, s využitím absolutních, resp. extenzivních ukazatelů. V případě, že budeme používat vztah dvou různých položek a jejich číselných hodnot, hovoříme o **metodě relativní** s využitím relativních, resp. intenzivních ukazatelů.

Metoda absolutní spočívá v používání údajů přímo zjištěných v účetních výkazech. Tyto údaje obsažené v účetních výkazech jsou považovány za tzv. absolutní ukazatele. **Absolutní ukazatele** vyjadřují určitý jev bez vztahu k jinému jevu. Jsou velmi citlivé na velikost podniku, což znemožňuje nebo komplikuje jejich použití při porovnávání výsledků různých podniků, můžeme je však dobře srovnávat v rámci jednoho podniku.

Někdy se používá též pojem **extenzivní ukazatele**, které nesou informaci o rozsahu (objemu), představují kvantitu v jejich přirozených jednotkách (u položek účetních výkazů jsou to peněžní jednotky).

V rámci absolutních ukazatelů lze vymezit členění ukazatelů na **stavové a tokové. Stavové ukazatele** uvádí údaje o stavu (vázanosti) k určitému časovému okamžiku. Takovými ukazateli jsou např. stav majetku a finančních zdrojů v rozvaze. Nejsou citlivé na délku období, na jehož konci je daný okamžik. **Tokové ukazatele** respektují závislost hodnot ukazatele na délce období, ke kterému se vztahují, vypovídají o vývoji ekonomické skutečnosti za určité období (časový interval), o změně extenzivních ukazatelů, k níž došlo za určitou dobu. Délka období, za které je sledujeme, výrazně ovlivňuje jejich výši. Příkladem těchto ukazatelů jsou např. výnosy a náklady, tvorba výsledku hospodaření. Výše výnosů a nákladů je závislá na délce období, za které je sledujeme.

Metoda relativní spočívá v poměrování údajů zjištěných v účetních výkazech. **Relativní, resp. intenzivní ukazatele** vypovídají o vztahu dvou různých jevů a jejich číselná hodnota vyjadřuje velikost jednoho jevu připadající na měrnou jednotku druhého jevu. Z toho vyplývá, že jejich citlivost na velikost podniků je výrazně nižší, až zanedbatelná (jejich porovnatelnost mezi podniky však mohou komplikovat jiné skutečnosti, např. různý obor podnikání).¹

Intenzivní ukazatele charakterizují míru, v jaké jsou **extenzivní ukazatele** podnikem využívány a jak silně či rychle se mění.² Významnou úlohu hrají **poměrové ukazatele**, jsou základním metodickým nástrojem, jádrem metodiky finanční analýzy. Jsou formou číselného vztahu, do kterého jsou uváděny finančně-účetní informace, podílem dvou extenzivních, stavových nebo tokových ukazatelů. Poměrové finanční ukazatele (*financial ratio*) se běžně vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti. Existuje mnoho smysluplných závislostí, které lze vyjádřit poměrem dvou položek účetních výkazů. Konstrukce a výběr ukazatelů je podřízen hlavně tomu, co chceme změřit. Zaměření analýzy musí být relevantní zkoumanému problému či prováděnému rozhodnutí.

Základní kvantitativní metody finanční analýzy poskytují návod (klíč) k hodnocení finanční situace, jejího vývoje a příčin jejího vývoje na základě obrazu, zakódovaného v účetních výkazech. Doplňkové kvantitativní metody spočívají v časovém a mezipodnikovém srovnávání primárních i odvozených údajů z účetních výkazů.

¹ Zalai, K. a kol.: Finančno-ekonomická analýza podniku, 3. vyd., str. 20, Sprint vřra, Bratislava, 2000

² Kovanicová, D., Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, Díl II, str. 236, POLYGON, Praha, 1995

Základní kvantitativní metody používají absolutní rozdíly (metody absolutní) a relativní poměry (metody relativní) položek výkazů. Rozdíly shodných položek výkazů ze dvou po sobě jdoucích účetních období se uplatňují v horizontální analýze a v analýze peněžních toků. Poměr dvou různých položek z téhož účetního období se používá ve vertikální analýze a v poměrových ukazatelích. Doplnkové kvantitativní metody spočívají v časovém a mezipodnikovém srovnávání primárních i odvozených ukazatelů.

Absolutní ukazatele

Horizontální a vertikální analýza

Absolutní ukazatele používáme zejména k analýze vývojových trendů – horizontální analýze a k analýze komponent – vertikální analýze. **Horizontální a vertikální analýza** jsou výchozím bodem rozboru účetních výkazů, měla by pomoci snadněji nahlédnout do výkazů, o nichž bychom měli mít již celkem dobrou představu. Oba postupy umožňují vidět původní absolutní údaje z účetních výkazů v určitých souvislostech. Představují základní východisko analýzy účetních výkazů a slouží nám k prvotní orientaci v hospodaření podniku. Upozorňují na problémové oblasti, které je potřeba podrobit podrobnějšímu zkoumání.

V případě horizontální analýzy se sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji ve vztahu k nějakému minulému účetnímu období. Vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké smysluplné veličině (např. celková bilanční suma). Cílem horizontální a vertikální analýzy je především rozbor minulého vývoje finanční situace a jeho příčin, s omezenými možnostmi učinit závěry o finančních vyhlídkách podniku.

Technika výpočtů horizontální a vertikální analýzy

Horizontální analýza (též **analýza vývojových trendů**) zkoumá změny absolutních ukazatelů v čase, vyjadřuje změnu v určité položce v procentech nebo indexem (buď řetězovým nebo bazickým). Porovnání jednotlivých položek výkazů v čase se provádí po řádcích, horizontálně, proto tedy hovoříme o horizontální analýze absolutních ukazatelů. Horizontální analýza si klade za cíl změřit pohyby jednotlivých veličin a to absolutně a relativně a změřit jejich intenzitu. Již v tomto stádiu analýzy se dají postřehnout momenty, kdy vývoj dvou korespondujících položek se dostává do kolize se známými finančními pravidly – např. že index vývoje dluhů není v náležitém souladu s indexem výsledku hospodaření.

Finanční účetní výkazy obsahují jak údaje týkající se běžného roku, tak údaje z předcházejících let nebo alespoň z minulého roku. Je nutné mít k dispozici údaje za minimálně dvě po sobě jdoucí období.

Hledáme odpověď na dvě základní otázky:

- O kolik jednotek se změnila příslušná položka v čase? – (absolutní změna)

- O kolik % se změnila příslušná položka v čase? – (procentní změna)

Technika rozboru je jednoduchá:

1. vypočte se rozdíl hodnot z obou po sobě jdoucích let (absolutní výše změny)

$$\text{absolutní změna} = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}$$

2. vyjádří se procentem k hodnotě výchozího roku

$$\text{procentní změna} = \frac{\text{absolutní změna}}{\text{hodnota}_{t-1}} \times 100 (\%)$$

Kromě procentní změny lze změnu vyjádřit indexem a to buď řetězovým nebo bazickým. **Bazické indexy** porovnávají hodnoty určitého ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou téhož ukazatele ve zvoleném stále stejném období (výchozí báze), které je vzato za základ pro srovnání. **Řetězové indexy** srovnávají hodnoty určitého ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou téhož ukazatele v předcházejícím období.

V rámci horizontální analýzy **rozhvahy** se stanoví **indexy meziročních změn** agregovaných položek. Rozdílná tempa vývoje jednotlivých složek majetku a kapitálu si žádají vysvětlení, protože mohou mít vliv na vývoj finanční situace.

V rámci horizontální analýzy **výkazu zisku a ztráty** se stanoví **indexy meziročních změn** hlavních položek výnosů a nákladů. Rozdílná tempa vývoje výnosů a nákladových druhů si žádají vysvětlení, protože mohou mít pozitivní nebo negativní vliv na výkonnost.

Vertikální analýza (též **procentní rozbor komponent** nebo **strukturální analýza**) spočívá v tom, že se na jednotlivé položky účetních výkazů pohlíží v relaci k nějaké veličině, zjišťuje procentní podíl jednotlivých položek výkazů na zvoleném základu. Při analýze rozvahy bývají položky výkazu vyjádřeny jako procento z celkových aktiv, resp. z celkových pasiv, tedy z bilanční sumy. Ve výkazu zisku a ztráty se jako základ pro procentní vyjádření určité položky bere obvykle velikost celkových výnosů nebo tržeb.

Tato technika umožní zkoumat relativní strukturu aktiv a pasiv a roli jednotlivých činitelů na tvorbě zisku. Pracuje s účetními výkazy v jednotlivých letech odshora dolů, nikoli napříč jednotlivými lety, proto se označuje jako vertikální analýza. Máme-li navíc vedle sebe údaje za dva roky či za více let, můžeme identifikovat trendy nebo nejzávažnější časové změny komponent. Relativizovaný rozměr veličin [v %] (angl. *common sized financial statements*) činí vertikální analýzu velmi vhodným nástrojem pro meziroční a mezipodnikové srovnávání.

Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Absolutní hodnoty na jednotlivých řádcích se zpracovávají trojím způsobem:

- stanoví se rozdíl mezi údaji za dva (pravidla po sobě následující) roky, obvykle se odečte od údaje za běžný rok údaj za rok minulý. Pozornost se věnuje největším kladným či záporným rozdílům,
- vypočte se podíl (index) údaje za rok běžný a za rok minulý. Pozornost se věnuje relativně značně vysokým či nízkým indexům, zejména když jde o položky s absolutně největšími rozdíly,
- každé položce se přiřadí její podíl (v procentech) na celkových aktivech či pasivech. Pozornost se věnuje nápadně vysokým změnám procentního podílu na rozvahovém součtu.

Změny zjištěné v aktivech se srovnávají se změnami v pasivech, a zkoumají se jejich vzájemné návaznosti, a příčinné souvislosti s věcnými vnitřními a vnějšími vlivy.

Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Analýza výkazu zisku a ztráty se odehrává v podobě relativních ukazatelů:

- meziročních indexů, které odhalí nerovnoměrnosti v relativních změnách výnosových a nákladových položek (horizontální analýza),
- procentních podílů jednotlivých položek na tržbách, kde změna podílu může signalizovat změnu sortimentu, cen, ne hospodárnost aj. (vertikální analýza).

Výkaz zisku a ztráty je citlivý na externí vlivy (ceny, úroky, daň z příjmů) i vlivy na úrovni podniku: vývoj objemu prodeje, cen, výrobně technologické změny, změny výrobního sortimentu. Vysvětlení je třeba hledat nejen ve výroční zprávě, ale i v obecných hospodářských informacích.

Nevýhodou horizontální a vertikální analýzy je hlavně to, že změny pouze konstatuje, neukazuje však jejich příčiny, je výchozím krokem v orientaci v konkrétním podniku a může upozornit na problémové oblasti, které bude třeba podrobit hlubšímu rozboru. Je-li k dispozici kvalitní výroční zpráva, lze významné pohyby komentovat podle jejich finančních i nefinančních příčin.

Rozdílové ukazatele

Kromě horizontálního a vertikálního rozboru za absolutní ukazatele lze považovat i tzv. **rozdílové ukazatele**, které získáme jako rozdíl dvou absolutních ukazatelů. Někdy se označují jako **finanční fondy** nebo **fondy finančních prostředků**.

Pojem “fond” se ve finanční analýze používá v jiném smyslu než jak jej vymezuje účetnictví, tj. jako zdroj krytí aktiv (např. kapitálové fondy, rezervní fond aj.), ve finanční analýze se fond chápe jako:

1. agregace určitých stavových položek vyjadřujících aktiva nebo pasiva,

2. rozdíl mezi určitými položkami aktiv na jedné straně a určitými položkami pasiv na straně druhé. Takový rozdíl se obvykle označuje jako **čistý fond** (*net fund*). Fondy finančních prostředků zde nejsou účetním termínem, ale pojmem finančního řízení.

Mezi nejčastěji používané fondy ve finanční analýze patří:

čistý pracovní kapitál

čisté pohotové prostředky

čisté peněžně pohledávkové finanční fondy

Čistý pracovní kapitál (*net working capital*) také označovaný jako provozní nebo provozovací kapitál je nejčastěji užívaným rozdílovým ukazatelem vypočtený jako rozdíl mezi oběžnými aktivy (bez dlouhodobých pohledávek) a krátkodobými závazky, resp. dluhy, neboť k samotným krátkodobým závazkům musíme přidat i běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci.

Obsah kategorie pracovní kapitál představuje oběžná aktiva očištěná o ty závazky podniku, které bude nutno v nejbližší době (do jednoho roku) uhradit nebo jej lze charakterizovat jako část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji (dlouhodobé závazky, dlouhodobé bankovní úvěry a vlastní kapitál podniku)

ČPK = oběžná aktiva - krátkodobá pasiva (dluhy)

Konstrukce čistého pracovního kapitálu je založena na rozlišení oběžného majetku s dobou obratu kratší než jeden rok a neoběžného (dlouhodobého) majetku. Souvisí s běžným krátkodobým financováním – tedy v podstatě s financováním oběžného majetku pokud jde o:

- určení optimální výše každé položky oběžných aktiv a jejich struktury (zásoby, pohledávky, peněžní prostředky v hotovosti i na běžných účtech, krátkodobý finanční majetek a
- stanovení jejich přiměřené celkové výše, výběr vhodného způsobu financování oběžných aktiv.

Funkčně zajišťuje oběžný majetek plynulou hospodářskou činnost a úkolem finančního řízení je vybírat a získávat pro uspokojení potřeby oběžného majetku vhodné zejména cizí zdroje a v případě přebytku peněžních prostředků vyhledávat výnosnější alternativní formy jejich umístění (např. do krátkodobých cenných papírů, do dlouhodobého finančního majetku aj.) s ohledem na zajištění likvidity podniku, neboť jednotlivé složky krátkodobých aktiv jsou nejen různě výnosné a rizikové, ale i různě likvidní. To je výchozím bodem hodnocení finanční situace každého podniku. Stanovení velikosti pracovního kapitálu je určitým kompromisem finanční stability a omezování nákladů kapitálu.

Relace mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy má významný vliv na platební schopnost podniku. Má-li být podnik likvidní, musí mít potřebnou výši relativně volného kapitálu – čistého pracovního kapitálu. Termín “čistý” znamená, že kapitál je z finančního

hlediska očištěn od břemene brzké úhrady krátkodobého cizího kapitálu, tedy je oddělen od té části oběžných aktiv, již nelze použít jinak než právě k úhradě splatných krátkodobých závazků.

Termín “pracovní” má vyjádřit disponibilitu tímto majetkem – jeho pružnost, pohyblivost, manévrovací prostor pro činnost podniku. Představuje relativně volný kapitál, který manažeři podniku využívají k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti. Pro manažery je čistý pracovní kapitál částí oběžného majetku, financovanou dlouhodobým kapitálem – jinak řečeno – je částí dlouhodobého kapitálu vázaného v oběžném majetku. Touto částí dlouhodobého majetku svěřuje vlastník pravomoc i odpovědnost vedení podniku za financování běžné činnosti. Právě dovednost při hospodaření s čistým pracovním kapitálem je jedním ze základních kritérií hodnocení manažerské úspěšnosti.

Velikost čistého pracovního kapitálu je významným indikátorem platební schopnosti podniku. Čím vyšší je čistý pracovní kapitál, tím větší by měla být při dostatečné likvidnosti jeho složek schopnost podniku hradit své finanční závazky. Nabývá-li tento ukazatel záporných hodnot, jedná se o tzv. **nekrytý dluh**. S ukazatelem čistého pracovního kapitálu jako mírou likvidity je třeba zacházet velmi obezřetně, protože může zahrnovat málo likvidní nebo dokonce dlouhodobě či trvale nelikvidní položky, jako např. nevymahatelné pohledávky, zastaralé neprodejně zásoby, neprodejně výrobky apod. Jeho výše může být také silně ovlivněna použitými způsoby oceňování jeho jednotlivých složek, hlavně majetku. Ne vždy tedy musí růst pracovního kapitálu znamenat i růst likvidity.

Čisté pohotové prostředky (peněžní finanční fond) jsou vypočítávány jako rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky, přičemž pohotovými peněžními prostředky se rozumí peníze v hotovosti a na běžných účtech, někdy se zahrnují i jejich ekvivalenty jako směnky, šeky, krátkodobé termínové vklady, krátkodobé cenné papíry, neboť v podmínkách fungujícího kapitálového trhu jsou rychle přeměnitelné na peníze. Výhodou ukazatele tohoto typu je jeho nízká souvislost s podnikovými oceňovacími technikami. Může však být nevědomky či záměrně ovlivněn časovým posunem plateb ve vztahu k okamžiku zjišťování likvidity zadržením nebo naopak dřívějším uskutečněním plateb. Publikované účetní závěrky neposkytují pro externí analytiku vstupní údaje pro výpočet tohoto ukazatele.

ČPP = pohotové peněžní prostředky - okamžitě splatné závazky

Čistý peněžní majetek (peněžně pohledávkový finanční fond) představuje určitý kompromis, střední cestu mezi oběma výše uvedenými ukazateli, je konstruovaný tak, že vedle pohotových prostředků a jejich ekvivalentů zahrnuje do oběžných aktiv ještě krátkodobé pohledávky (bez nevymahatelných). Proto se nazývá peněžně pohledávkový finanční fond.

ČPM = oběžná aktiva - zásoby - nelikvidní pohledávky - krátkodobá pasiva

Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem, jádrem metodiky finanční analýzy. Jsou formou číselného vztahu, do kterého jsou uváděny finančně-účetní informace. Poměrové finanční ukazatele (*financial ratio*) se běžně vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti. Existuje mnoho smysluplných závislostí, které lze vyjádřit poměrem dvou položek účetních výkazů. Konstrukce a výběr ukazatelů je podřízen hlavně tomu, co chceme změřit. Zaměření rozboru musí být relevantní zkoumanému problému či prováděnému rozhodnutí.

Poměrových finančních ukazatelů se postupem času vyvinulo značné množství. V některých případech je navrženo i několik různých ukazatelů pro hodnocení stejné charakteristiky finanční situace. V této souvislosti je třeba zdůraznit, že prosté nahromadění velkého množství různých ukazatelů, které jsou schopny vyprodukovat některé nabízené počítačové programy, nelze ještě považovat za kvalitně provedenou finanční analýzu. Neplatí „čím více poměrových ukazatelů, tím lépe“.

Hlavní důraz z hlediska finančního manažera i ostatních uživatelů je kladen na vypovídací schopnost poměrových ukazatelů, vzájemné vazby a závislosti, způsob jejich interpretace a jaký význam je jim přisuzován pro posouzení ekonomické situace podniku. Je tedy třeba rozumně vybírat poměrové ukazatele testující nejzávažnější souvislosti. Mohou analytiku upozornit na problém, který vyžaduje další pátrání po jevech, jež se za problémem skrývají.

Zároveň ovšem nelze vyvozovat závěry pouze na základě jednoho ukazatele, který se jeví příliš vysoký nebo příliš nízký. Také pokud se týče velikosti vypočtených hodnot jednotlivých ukazatelů, je častým omylem představa, že lze stanovit nějaké pevné "doporučené" či dokonce "optimální" hodnoty poměrových ukazatelů, které mají univerzální platnost. Pak by stačilo pouhým porovnáním naměřených hodnot s těmito vzorovými rozhodnout, zda jsou dobré nebo špatné. Ekonomická realita je bohužel složitější a poměrové ukazatele nepředstavují naprosto přesná měřítka pro sledované charakteristiky hospodaření podniku, ale mají víceméně orientační charakter.

Poměrové ukazatele jsou pohotovou formou sdělení, skrytých již v účetních výkazech. Absorbují však nedostatky účetního výkaznictví, a nemohou tedy být o nic pravdivější.

System poměrových ukazatelů je v podstatě shodný na celém světě. To však neplatí pro jejich vyhodnocování. Podnik se jeví jako finančně zdravý při jiných přijatelných hodnotách poměrových ukazatelů v zemích s rozvinutým akciovým financováním, než v oblasti s převahou bankovních úvěrů v pasivech, zejména kde je značný podíl krátkodobých bankovních úvěrů. Soustavy kritérií není tedy radno přenášet v prostoru a čase, jak se to u nás zprvu často dělo.

Proto jako obecná zásada při rozboru účetních výkazů platí, že výsledky dosažené využitím různých více či méně dokonalých metod a technik rozborové práce nelze absolutizovat, přijímat je bez výhrad, ale slouží spíše jen jako určité vodítko, či výchozí báze přijímání různých rozhodnutí. Finanční situaci nelze zjistit jen pouhým výpočtem.

Vrcholové ukazatele

Finanční situace se testuje **vrcholovými poměrovými ukazateli** podle hledisek **výkonnosti** (účetní a tržní ziskové výnosnosti) a **finanční pozice** (likvidity, finanční stability, solventnosti). Tyto ukazatele mají tzv. **jistící faktor** (zisk, položku z aktiv) v **čitateli** a tzv. **rizikový faktor** (vlastní kapitál, dluhy, zásoby, úroky) ve **jmenovateli**.

V čitateli se objevují faktory (tzv. jistící), které rizika omezují, tedy

- výnosy z majetku: výkony, tržby,
- zisk: zisk před odpisy, úroky a zdaněním, zisk před úroky a zdaněním, zisk před zdaněním, zisk po zdanění,
- likvidní majetek, zejména oběžný: zásoby, krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek.

Do jmenovatele patří faktory vyvolávající rizika, tedy

- zdroje financování (pasíva), zejména: vlastní kapitál, cizí zdroje, dluhy, úročené dluhy, dlouhodobý kapitál, krátkodobé závazky,
- majetek (aktiva), který váže kapitál, zejména: dlouhodobý majetek, zásoby, krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek, pracovní kapitál.

Jak je vidět, některé položky se mohou vyskytnout ve jmenovateli i v čitateli, ovšem v jiné roli.

Při souběhu stavových a tokových veličin v jednom poměrovém ukazateli vyžaduje finanční analýza, aby stavová veličina byla vyjádřena jako **aritmetický průměr** počátečního a konečného stavu v období, za které došlo k uvedenému toku.

Univerzální ukazatele

Některé poměrové ukazatele lze aplikovat na všechny podniky bez ohledu na obor činnosti. Jsou to tzv. **univerzální ukazatele**, podle jejichž hodnoty lze spolehlivě srovnávat finanční situaci v různých podnicích. **Vrcholové ukazatele jsou vždy univerzální.**

V čitateli i ve jmenovateli mají veličinu nehmotné povahy:

- všechny položky pasiv,
- dlouhodobý finanční majetek,
- nehmotná oběžná aktiva, tj. dlouhodobé a krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek, a aktivní časové rozlišení,
- výnosy a náklady, všechny typy zisku,
- peněžní toky, tj. příjmy a výdaje peněžních prostředků.

Univerzální ukazatele mají stejnou vypovídací schopnost o finančním zdraví u všech podniků, bez ohledu na odvětví, protože v čitateli i ve jmenovateli mají čistě finanční veličiny, které mají všude stejný význam pro finanční situaci. Jejich uplatnění při analýze finančního zdraví je **univerzální**.

Univerzálními nemohou být ukazatele, které v čitateli nebo ve jmenovateli obsahují veličiny **věcné** povahy, které se jen zobrazují v peněžním ocenění, jako je dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek, dlouhodobý majetek, zásoby, oběžná aktiva, výkony, tržby, výrobní spotřeba. Mezi univerzální ukazatele patří i poměrové ukazatele, které vyjadřují některou zásadu finančního řízení, jako je zlaté pravidlo financování. Pro některé univerzální ukazatele je možné stanovit rozpětí hodnot, které jsou z hlediska finančního zdraví podniku považovány za uspokojivé (postačující).

Syntetické ukazatele

Samostatnou skupinu ukazatelů používaných k finančnímu hodnocení podniku tvoří ukazatele konstruované jako kombinace primárních ukazatelů. Často je jejich konstrukce motivována snahou získat charakteristiku, jež by hodnotila finanční situaci podniku **synteticky**, tzn. dokázala by spojit poměrové ukazatele různých vypovídacích vlastností (ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity, příp. další), nebo charakteristiku hodnotící specifický důsledek určité finanční situace (např. pravděpodobnost konkursu, bankrotu). Tyto ukazatele vznikají s využitím metod víceaspektního hodnocení, kdy jednotlivým poměrovým ukazatelům do nich vstupujících jsou přiřazovány různé váhy.

Finanční situaci lze tedy vyjádřit jako syntézu dílčích hledisek v podobě **váženého průměru nebo váženého součtu** (skóre) univerzálních poměrových ukazatelů, kterými byla testována jednotlivá hlediska. Váhy se přisuzují poměrovým ukazatelům na základě empirie (zkušenosti) nebo matematicko-statistickými metodami (diskriminační analýzou). Scoringová stupnice je založena na zásadě, že čím je vyšší skóre, tím je lepší finanční situace. Na tomto principu jsou založeny **predikční scoringové modely**. Typickým příkladem je např. Altmanův model pro charakterizování nebezpečí úpadku podniku v brzké budoucnosti, který se v mnoha modifikacích používá v různých západních zemích a také u nás.

Faktorová analýza

Univerzální ukazatele lze rozkládat na dílčí tzv. **faktorové poměrové ukazatele**, podle jejichž vývoje se usuzuje na úlohu činností (provozní nebo finanční), stojících za vývojem ziskovosti (rentabilita celkového kapitálu, cash rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb, provozní ziskové rozpětí), za vývojem aktivity (obrat aktiv, obrat položek oběžných aktiv, obrat krátkodobých závazků) a za vývojem zadluženosti (finanční páka, zadluženost, průměrná úroková míra).

Některé univerzální ukazatele mohou stát na vrcholu „pyramidy“ (vrcholové ukazatele), která vzniká jejich rozkladem na **příčinné ukazatele** po způsobu DuPontské pyramidové

analýzy rentability investovaného kapitálu. Příčinné (faktorové) ukazatele ziskovosti, aktivity a zadluženosti vysvětlují příčiny vývoje vrcholových ukazatelů rentability, likvidity a solventnosti.

Rentabilitu celkového kapitálu RCK lze rozložit na dva faktory: provozní ziskové rozpětí PZR (ZUD/T) a obrat aktiv ObrA (T/A)

$$\frac{RCK}{A} = \frac{ZUD}{T} \times \frac{T}{A}$$

O správnosti rozkladu na faktory se přesvědčíme krácením zlomků na pravé straně rovnice:

Potom vývoj rentability celkového kapitálu RCK je přímo úměrný vývoji provozního ziskového rozpětí PZR a vývoji obratu aktiv (celkového kapitálu) ObrA:

$$\frac{RCK_1}{RCK_0} = \frac{PZR_1}{PZR_0} \times \frac{ObrA_1}{ObrA_0}$$

Na příčinné faktory lze rozložit i další užitečné vrcholové univerzální ukazatele: rentabilitu vlastního kapitálu, provozní pohotovou likviditu, krytí zásob pracovním kapitálem, krytí čistých dluhů a úrokové krytí.

Srovnávání poměrových ukazatelů

U všech ukazatelů – univerzálních i příčinných – lze vyslovit, zda jeho zvýšení je pro vývoj finanční situace přínosné či nikoli. Proto je účelné srovnávat

- změny poměrových ukazatelů podniku v čase,
- poměrové ukazatele různých podniků navzájem,
- postavení podniků na žebříčku podniků sestaveného podle velikosti jednotlivých poměrových ukazatelů,
- poměrové ukazatele podniku s poměrovými ukazateli vedoucího podniku v odvětví (benchmarking),
- poměrové ukazatele podniku s odvětvovými kvantily (mediánem, kvartily), např. pomocí pavučinového (spider) diagramu.

Syntéza a predikční modely

Modely se snaží popsat současnou finanční situaci (často s pomocí matematického aparátu) jako vážený průměr či součet několika poměrových ukazatelů, nebo jako součet bodů přiřazených k hodnotám poměrových ukazatelů. Získaný číselný údaj se pak ohodnotí z hlediska přisuzovaného sklonu financí podniku k finanční tísní nebo bankrotu, anebo se podle něj zařadí podnik do některého z několika stupňů bonity (finančního zdraví).

Některé modely, na základě údajů z reprezentativního vzorku podniků, určují matematicko-statistickými metodami interval, ve kterém jsou podniky ohroženy finanční tísní či bankrotem. To jsou **bankrotní modely**.

Jiné využívají ekonomické zákonitosti a zkušenosti finančního analytika k odstupňování finančního zdraví podle bonity a finančního zdraví podniku z hlediska uživatelů finanční analýzy. To jsou **bonitní modely**. Každý finanční analytik si může pro posuzování finančního zdraví vytvořit svůj vlastní bonitní model, nebo zkusit použít model, který doporučován v odborných pramenech.

Dobře formalizovaná syntéza v podobě predikčního modelu může přispět ke zkvalitnění úsudku o finančním zdraví. I v naší bankovní praxi najdeme příklady dovedného využívání predikčních modelů pro hodnocení bonity klientů.

Shora uvedené metody poměrových ukazatelů a ekonomických modelů založených na klasické matematické statistice nejsou úplným výčtem metod používaných ve finanční analýze. Pro úplnost je třeba zmínit se o nových, nestatistických metodách, např. gnostické teorii dat, které se postupně začínají aplikovat při analýze reálných ekonomických dat.

5. Základní oblasti finanční analýzy

I když se informační potřeby různých skupin uživatelů účetních výkazů liší, lze odvodit obecné pravidlo, že všechny tyto skupiny jsou v té či oné míře zainteresovány na zjištění těchto základních charakteristik hospodářské a finanční situace podniku, jehož účetní výkazy jsou předmětem rozboru:

- jaká je **výnosnost** (rentabilita) podniku, tj. jeho schopnost zajistit přiměřený zisk z použitého (vloženého) kapitálu;
- jaká je **platební schopnost** (krátkodobá likvidita) podniku, tj. jeho schopnost uspokojit své finanční závazky v době jejich splatnosti;
- jaká je **hospodářská a finanční stabilita** (dlouhodobá solventnost) podniku, tj. schopnost dlouhodobě zabezpečit své finanční závazky a dlouhodobě dosahovat přiměřené výnosnosti.

Rozbor účetních výkazů se proto přednostně zaměřuje na zjištění uvedených skutečností. Tyto skutečnosti také představují základní cíle účetních výkazů. Je důležité zdůraznit, že pro rozbor úrovně rentability, platební schopnosti a hospodářské a finanční stability jsou účetní výkazy nezbytnou podmínkou; na druhé straně je však nutné vzít v úvahu, že vliv některých činitelů, k nimž je třeba při rozhodování přihlížet, se v účetních výkazech bezprostředně neprojeví. Jde např. o kvalifikaci, celkové schopnosti a zkušenosti vedení podniku, konkurenční schopnost podniku a jeho celkové postavení na trhu, míru diverzifikace výroby apod.

Tato publikace si klade za cíl především zaměřit pozornost na dnes v praxi nejrozšířenější a nejpoužívanější rozborovou techniku rozboru účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů, jejich vypovídací schopnost, vzájemné vazby, způsoby jejich vyhodnocování a také na jejich využití pro hodnocení bonity cenných papírů a predikci finanční tísně. Při znalosti jejich předností, ale i slabin a omezení jsou poměrové ukazatele stále významným a v celosvětovém měřítku nejpoužívanějším prostředkem pro hodnocení dosažených výsledků hospodaření podniku.

Za dlouhou dobu používání poměrových ukazatelů jako metodického nástroje finanční analýzy bylo navrženo velké množství, řádově desítky ukazatelů, z nichž některé se navzájem liší pouze drobnými modifikacemi. Praktickým používáním se však vyčlenily určité skupiny ukazatelů všeobecně akceptované, které umožňují vytvořit si základní představu o hospodářské a finanční situaci daného podniku.

Uspořádání, počet a konstrukce se liší s ohledem na cíl analýzy a s tím spojený okruh uživatelů, pro něž je analýza zpracovávána. Ukazatele se obvykle rozdělují do dvou hlavních kategorií:

1. **provozní ukazatele** (*operating ratios*) vyjadřují finanční výkonnost podniku, celkovou úroveň hospodaření s majetkem,

2. **finanční ukazatele** (*financial ratios*) se zaměřují na posouzení finanční pozice, tj. finanční struktury, zadluženosti a likvidity, tedy schopnosti splácení závazků.

V rámci těchto dvou kategorií se sdružují do skupin, přičemž každá skupina se váže k některému aspektu hospodaření a finanční situace podniku (tedy jeho finanční výkonnosti a finanční pozici). Zpravidla se uvádí dělení na 5 základních skupin, podle posuzované vlastnosti podniku, podle klíčových charakteristik, na které se zaměřuje. Zároveň je nutné upozornit, že ani počet skupin, ani jejich obsahové vymezení není standardizováno.

Mezi základní charakteristiky patří:

- 1) **rentabilita (výnosnost),**
- 2) **aktivita (rychlost a doba obratu aktiv),**
- 3) **likvidita,**
- 4) **finanční stabilita,**
- 5) **ukazatele kapitálového trhu**

První skupinu ukazatelů tvoří **ukazatelé rentability**, resp. **výnosnosti** (*profitability ratios*), tj. různé formy míry zisku (poměření zisku ke kapitálovým vstupům) jako všeobecně akceptovaného vrcholového ukazatele efektivnosti podniku k vyjádření schopnosti dosahovat přiměřený zisk a zhodnocovat tím kapitál do podniku vložený. Vyjadřuje pozitivní nebo naopak negativní vliv řízení aktiv, financování firmy a likvidity na rentabilitu. V rámci této skupiny jsou často uváděny i bezprostřední analytické ukazatele míry zisku, tj. určitá forma rentability odbytu (poměření zisku k výstupu, prodeji) a nákladové rentability (poměření zisku k nákladům). Patří sem zejména následující ukazatele:

- rentabilita celkového kapitálu,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- rentabilita dlouhodobého kapitálu,
- rentabilita tržeb (odbytu),
- rentabilita nákladů.

Druhou skupinu tvoří **ukazatele aktivity** (*asset utilization ratios*). Hodnotí vázanost kapitálu v jednotlivých formách majetku, měří schopnost podniku využívat vložených prostředků. Jsou charakterizovány buď **rychlostí obratu**, resp. obratovostí (počtem obrátek – tj. kolikrát se obrátí konkrétní položka majetku za stanovený časový interval) nebo **dobou obratu** (doba, po kterou je majetek vázán, resp. za jak dlouho proběhne jeho přeměna).

Význam má nejen obrat celkových aktiv, ale i obratovost jednotlivých složek majetku (stálých aktiv, oběžných aktiv, zásob, pohledávek, finančního majetku, apod.) pro nalezení různých “aktivních” úseků hospodaření. Mezi nepoužívanější ukazatele aktivity patří hlavně:

- relativní vázanost celkových aktiv
- obrat, resp. doba obratu oběžných aktiv

- obrat, resp doba obratu zásob
- obrat, resp doba obratu pohledávek
- obrat, resp doba obratu závazků

Třetí skupinu představují **ukazatele platební schopnosti**, resp. likvidity (*liquidity ratios*).¹ Cílem těchto ukazatelů je vyjádřit potenciální schopnost podniku hradit své splatné závazky. Základním problémem v této oblasti je zajištění dostatku likvidních prostředků s rezervou na nepředvídatelné situace, avšak bez nadměrného umrtvování kapitálu. Platební schopnost se vyjadřuje v podobě těchto hlavních ukazatelů:

- běžná likvidita,
- pohotová likvidita,
- okamžitá likvidita.

Čtvrtá skupina sdružuje ukazatele hodnotící **finanční stabilitu** vyplývající především ze zadluženosti, zahrnuje celou řadu ukazatelů hodnotících finanční strukturu podniku, zejména porovnáváním poměru vlastních a cizích finančních zdrojů (*debt utilization ratios*). Za nejdůležitější se považují tyto ukazatele:

- celkové dluhy (cizí zdroje) k celkovým aktivům, tzv. věřitelské riziko,
- vlastní kapitál k celkovým aktivům,
- celkové dluhy (cizí zdroje) k vlastnímu kapitálu,
- úrokové krytí, resp. zisková úhrada úroku,
- krytí úvěrového břemene,
- doba splácení dluhů, aj.

Pátá skupina obsahuje **ukazatele kapitálového trhu**, jde-li o akciovou společnost, jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné. Jedná se především o tyto ukazatele:

- výplatní poměr,
- dividenda na akcii,
- dividendový výnos,
- ziskový výnos (rentabilita tržní ceny akcie),
- P/E (Price/Earning) tj. tržní cena akcie dělená ziskem na 1 akcii,
- Price/book Value,
- dividendové krytí

Následující text se bude zabývat hlavními reprezentanty jednotlivých skupin ukazatelů a zároveň charakterizovat jejich vypovídací schopnost, výhody a nevýhody, vzájemné souvislosti a vazby na ostatní ukazatele. Pro řadu ukazatelů neexistuje zcela jednotná všeobecně přijatá česká terminologie, tzn. že uvedené termíny nemusí nutně souhlasit s terminologií používanou jinými autory. Z tohoto důvodu je uváděn kromě definice a konstrukce ukazatele jeho standardní název v angličtině.

¹ V souvislost s platební schopností je kromě pojmu likvidita, kterou se zpravidla rozumí souhrn všech likvidních prostředků podniku, používán i pojem solventnost jako schopnost podniku okamžitě hradit své finanční závazky v době jejich splatnosti.

6. Analýza rentability

Problematika zjišťování **rentability**, resp. **výnosnosti** je již dlouhou dobu v řadě zemí velmi populární, a to z více důvodů. Především je organickou součástí mnoha rozhodovacích procesů, při nichž je třeba brát v úvahu, jakého ekonomického přínosu se dosáhlo, resp. dosáhne vynaložením určité částky prostředků na určitý účel. Vzhledem k omezenosti finančních prostředků je takový propočet nutný v převážné většině dlouhodobých rozhodnutí, jejichž důsledky se – na rozdíl od rozhodnutí krátkodobých – projeví v průběhu více let. Jde např. o rozhodování o tom, do kterých projektů investovat finanční prostředky, zda koupit či naopak prodat akcie či dluhopisy toho či jiného podniku, zda má ústředí investovat do té či jiné pobočky, zda v činnosti podniku pokračovat či naopak ji ukončit atd. Zjištění výnosnosti použitého kapitálu je například i součástí výpočtu tzv. **maximální nabídkové ceny**, již je přejímající podnik ochoten zaplatit za podnik, který přichází v úvahu pro převzetí. Velmi široké použití má měření výnosnosti vložených prostředků i ve vnitropodnikovém řízení, zejména při řízení větších vnitropodnikových jednotek, na něž byla delegována značná pravomoc a odpovědnost.¹

Rentabilita, resp. **výnosnost** vloženého kapitálu, patří k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti. Přestože každý podnik má své specifické cíle, jejichž míra naplnění slouží jako kritérium úspěšnosti daného podniku, je všem podnikům společný cíl dosahovat uspokojivé výnosnosti vloženého kapitálu, kterou je ovšem třeba hodnotit v souvislosti s **platební schopností** (likviditou) a **finanční stabilitou**, které souvisí s celkovou majetkovou a finanční strukturou.

Podnik vedený snahou maximalizovat zisk za každou cenu se však může dostat velmi rychle do finančních potíží vyplývajících např. z přeúvěrování (k němuž může dojít např. v důsledku snahy o urychlené získávání finančních prostředků na expanzi), z příliš vysokého stavu zásob, z chybného investování dočasně volných peněžních prostředků do dlouhodobých cenných papírů, které nemůže pohotově přeměnit v peníze apod. Naopak příliš opatrný podnik, který se chce za každou cenu vyhnout riziku platební neschopnosti a udržuje proto relativně vysokou pojistnou zásobu pohotových peněžních prostředků, umrtvuje zbytečně své kapitálové zdroje a dosahuje výrazně menší výnosnosti. To může ohrozit jeho technický rozvoj, obnovu výrobního zařízení a tím i výši nákladů a konkurenceschopnost. Z toho je patrné, že dlouhodobá finanční stabilita podniku je podmíněna správnou strukturou zdrojů (optimálním poměrem mezi vlastními a cizími zdroji) a dále výběrem nejvhodnějších cizích zdrojů.²

¹ Fireš, B.: Základy účetnictví v tržní ekonomice, str. 92, Institut řízení, Praha, 1991

² Kovanicová, D.: Abeceda účetních znalostí pro každého, str. 338, IX. vydání, POLYGON, Praha, 1999

Každé investiční rozhodnutí je také spojeno s **rizikem**, které musí být posuzováno spolu s **očekávaným výnosem**. Investoři se zajímají hlavně o **míru rizika** a **míru výnosnosti** jimi vloženého kapitálu. Obě veličiny spolu úzce souvisí a vzájemně na sebe působí, proto důsledky přijatých rozhodnutí je nutno hodnotit jak z hlediska dopadu na výnosnost, tak i z hlediska vlivu na riziko podstupované podnikem. V souladu s obecným cílem podniku dosáhnout uspokojivé rentability vložených prostředků spolu s trvalým zachováním uspokojivé finanční situace umožňující trvalý rozvoj podniku je třeba zkoumat, zda ve snaze maximalizovat zisk není podnik příliš zadlužen nebo naopak zda příliš neumrtvuje kapitálové zdroje udržováním relativně značné zásoby peněžních prostředků s cílem minimalizace rizika platební neschopnosti. Optimální kompromis těchto dvou proti sobě jdoucích cílů (výnosnosti a finanční stability) závisí na specifických podmínkách, ve kterých podnik funguje.

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

Ukazatelů rentability se používá pro hodnocení a komplexní posouzení:

- celkové efektivnosti činnosti a výtěžkové schopnosti podniku,
- intenzity využívání majetku podniku,
- reprodukce a zhodnocení kapitálu vloženého do podniku.

Za nejvýznamnější způsob, jímž se hodnotí podnikatelská činnost, úroveň hospodaření podniku, je porovnání celkového zisku s výší podnikových zdrojů, vloženého kapitálu, kterého bylo použito k jeho dosažení.

Zisk je absolutním ukazatelem **výkonu**. Zisk vztažený ke kapitálu se nazývá rentabilita, resp. výnosnost, což je relativní ukazatel **výkonnosti** podle údajů z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty.

Ukazatele rentability patří do kategorie tzv. mezivýkazových poměrových ukazatelů, protože využívají údajů ze dvou základních účetních výkazů: z rozvahy zjišťujeme velikost kapitálu, z výkazu zisku a ztráty zjišťujeme velikost zisku a tržeb.

Obecně se rentabilita vyjadřuje pomocí jednoduchého vzorce, v němž se dosažený výnos (zisk) poměruje k částce vloženého (použitého) kapitálu:

$$\frac{\text{zisk}}{\text{vložený kapitál}}$$

Do **čitatele** lze dosadit zisk před úroky a zdaněním, zisk před zdaněním, zisk po zdanění, apod. Při výběru příslušné ziskové kategorie musíme především brát v úvahu požadovaný ekonomický význam ukazatele, záleží i na určitých zvyklostech platných v jednotlivých zemích.

Zisk v analýze rentability

České účetnictví rozeznává několik kategorií **zisku**, používá však pojmu **výsledek hospodaření**, který obsahově je více, či méně srovnatelný s kategoriemi zisku používanými v anglosaských zemích. Ve finanční analýze se lze setkat s **různými formami zisku**. Přibližme nejpoužívanější kategorie zisku a základní vztahy mezi nimi.

zisk po zdanění = výsledek hospodaření za účetní období

zisk před zdaněním = výsledek hospodaření za účetní období před zdaněním

zisk před úroky a zdaněním („provozní zisk“) \neq provozní výsledek hospodaření¹

zisk před odpisy, úroky a zdaněním – nemá protějšek v českém výkazu zisku a ztráty

ZISK
Zisk po zdanění (Z – EAT)
+ daň z příjmů za mimořádnou činnost
+ daň z příjmů za běžnou činnost
<hr/>
= Zisk před zdaněním (ZD – EBT)
+ nákladové úroky
<hr/>
= Zisk před úroky a zdaněním (ZUD – EBIT)
+ odpisy
<hr/>
= Zisk před odpisy, úroky a zdaněním (ZOUD – EBITDA)

Zdroj: autor

Z – zisk po zdanění (*earnings after tax – EAT*), v terminologii účetních výkazů ČR **výsledek hospodaření za účetní období**. Je to **čistý zisk** (*net profit, net income NI*), který zůstane podniku k rozdělení mezi akcionáře, držitele všech akcií (kmenových i prioritních) a k doplnění nerozděleného (zadržného) zisku (*returned earnings*) ponechaného v podniku, ke zvýšení vlastního kapitálu. Zisk po zdanění (vedle jiných modifikací výnosnosti) bývá ukazatelem motivace a zainteresovanosti v manažerských smlouvách. Po rozdělení části zisku po zdanění **Nerozdělený (zadržný) zisk** je interním zdrojem financování (samofinancování) rozvoje, zdrojem prostředků na splácení dluhů, udržuje

¹ **Provozní výsledek hospodaření** představuje rozdíl mezi provozními výnosy a provozními náklady, zejména rozdíl mezi tržbami za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb a nákupní cenou za prodané zboží, výrobními náklady na prodané výrobky a služby, včetně některých dalších výnosů a nákladů (prodej majetku, zúčtování a tvorba rezerv a časového rozlišení, zúčtování opravných položek do provozních nákladů).

Provozní výsledek hospodaření podle české metodiky představuje spolehlivé ohodnocení provozní výkonnosti podniku a někdy je považován za přijatelnou náhradu za anglosaský EBIT (ZUD).

Druhou možností, jak EBIT kvantitativně vyjádřit, je součet zisku po zdanění (tj. výsledek hospodaření za účetní období) + nákladové úroky + daň z příjmů za běžnou a mimořádnou činností.

reálnou hodnotu vlastního kapitálu vzhledem k inflaci, představuje pojistku proti případné budoucí ztrátě.

ZD – zisk před zdaněním (*earnings before tax – EBT*) = EAT zvýšený o daň z příjmů za běžnou činnost a daň z příjmů za mimořádnou činnost. Zasloužil by si větší využití ve finanční analýze, protože daňové úlevy nepravidelně udělované (různé daňově uznatelné náklady) či změny daňových sazeb maří meziroční srovnatelnost ukazatelů výkonnosti podniku. Je důležitým pohledem na výkonnost při trendové (horizontální) analýze, kdy v čase se může měnit zdanění zisku, případně při mezipodnikovém srovnání, neboť skutečné zdanění se může v jednotlivých firmách významně lišit.

ZUD – zisk před úroky a zdaněním (*earnings before interest and tax – EBIT*) = EBT zvýšený o nákladové úroky. Zisk před úroky a zdaněním je rozdílem všech výnosů a nákladů (nejen provozních), s výjimkou nákladových úroků. Označuje se též jako „**provozní zisk**“ (*operating profit*), je založen na představě, že i úroky by mohly být užitím zisku, kdyby nebyly zahrnuty do nákladů. Měří efekt podnikatelské činnosti, kterého je podnik schopen dosáhnout, přičemž se v tomto případě abstrahuje od způsobu financování (vlastní kapitál nebo dluhy) a od zdanění. Představuje výdělek, vytvořený zásluhou činnosti podnikatele. Úroky jdou na úkor jeho výdělků – podnikatel se musí vzdát části výdělků ve prospěch věřitelů.

Výdělek je produktem majetku (aktiv) a investoři ho preferují právě pro svoji komplexnost a relevantnost kapacitě aktiv. Obvykle je tedy klíčovou vstupní veličinou pro měření produkční síly aktiv.

Je také důležitou makroekonomickou veličinou, sleduje se podíl jednotlivých subjektů na jeho rozdělení:

- vlastníků zisk po zdanění,
- státu daň z příjmů,
- věřitelům úroky (při zadluženosti úročenými dluhy).

Tím, že stát uznává úroky z přijatých úročených dluhů za náklad, vztahuje se na úroky **daňový štít** – z nákladových úroků (do určité výše¹) se daň z příjmů neplatí. Každý náklad znamená totiž daňovou úsporu: kdyby jej nebylo, byl by o to výnos větší, a zvýšila by se přiměřeně platba z titulu daně z příjmů.

Úroky se tedy neplatí z nezdaněného výdělků, nýbrž na vrub nákladů. Podnikateli vzniká daňová povinnost ze zisku před zdaněním, ale musí zaplatit věřitelům nákladové úroky, které jsou ovšem nižší právě o daňovou úsporu (= úroky × sazba daně z příjmů). Podnikatel je ve stejné situaci, jako kdyby platil úroky snížené sazbou daně z příjmů:

$$\begin{aligned} \text{ZUD po zdanění daní z příjmů} &= \\ &= \text{zisk před zdaněním} - \text{daň z příjmů} + \text{úroky} - \text{úroky} \times \text{sazba daně z příjmů} = \end{aligned}$$

¹ Za náklady pro daňové účely nelze např. uznat úroky z úvěrů a půjček, přesahujících čtyřnásobek vlastního kapitálu (§ 25 zákona o daních z příjmů).

$$= \text{zisk po zdanění} + \text{úroky} \times (1 - \text{sazba daně z příjmů})$$

Výraz „zisk po zdanění + úroky \times (1 – sazba daně z příjmů)“ čteme jako „zisk po zdanění + zdaněné¹ úroky“. Celá tato částka by byla připadla podnikateli, kdyby se byl rozhodl financovat pořízení celého majetku vlastním kapitálem, bez použití cizího kapitálu. Zisk před úroky a zdaněním by byl totiž totožný se ziskem před zdaněním, a o uspořené úroky by se byl zvýšil daňový základ.

Zisk po zdanění + zdaněné úroky vyjadřuje **zisk po zdanění nezadluženého podniku**.

Provozní zisk (ZUD, EBIT) patří k pilířům analýzy finanční výkonnosti. Je nezávislý na zadluženosti, úrokové sazbě a sazbě daně z příjmů, které nemají nic společného s finančními aspekty provozní (hlavní) činností. Není totožný s účetním provozním výsledkem hospodaření.

Na zisk před úroky a zdaněním působí vlivy technické a hospodářské. K technickým patří velikost podniku, způsob výroby (sériová, hromadná, kusová) a používaná technologie. Po makroekonomické stránce na rentabilitu firmy účinkuje především vývoj na trhu a typ konkurenčního prostředí.

ZOUD – zisk před odpisy, úroky, zdaněním (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization – EBITDA*², nebo *earnings before depreciation, interest and tax – EBDIT*) = EBIT zvýšený o odpisy. Odpisy se vztahují k hodnotě používaného a opotřebovaného majetku, úroky se odvozují od používaných úročených dluhů a zisk před zdaněním jako reziduum se poměřuje k investovanému kapitálu.

Tento ukazatel finančního výkonu není ovlivněn rozdílnou odpisovou politikou při časovém a prostorovém srovnávání. ZOUD byl předchůdcem pozdějšího čistého peněžního toku z provozní činnosti, se kterým má společné prvky. Při analýze peněžních toků se v Kralicekově Quick-testu setkáme s tzv. nezdaněným *Cash Flow* „zisk před zdaněním + odpisy“, což odpovídá ZOUD nezadluženého podniku (který ze ZOUD neplatí úroky).

Existuje zdaněná varianta tohoto ukazatele „zisk po zdanění + zdaněné úroky + odpisy“, která se uplatňuje ve finančním plánování. V poslední době používá ZOUD jako ukazatel výkonu, na kterém bývá zainteresován top management a členové statutárních orgánů. Ztráta totiž způsobí opticky jen relativně malé snížení stále oblíbenějšího „*EBITDA*“.

Výše uvedené obecně používané kategorie zisku jsou odvozeny z odlišného členění výkazu zisku a ztrát, kde se výkaz v provozní části sestavuje v kalkulačním členění. Přímé náklady a výrobní režie se zahrnují do položky „výrobní náklady na prodané výrobky, služby a zboží“ (*costs of goods sold*). Správní náklady (*administrative expenses*) a odbytové

¹ Úroky zdaněné sazbou daně z příjmů, tj. úroky snížené o daňovou úsporu (daňový štít).

² Depreciation – odpisy z dlouhodobého hmotného majetku, amortization – odpisy z dlouhodobého nehmotného majetku.

náklady (*distribution costs*), případně další nepřímé náklady se vyjadřují samostatnými položkami. Rozdíl mezi výnosy a náklady na prodané výrobky, služby a zboží představuje hrubý zisk (*gross profit*). U nás se často termínu "hrubý zisk" používá k vyjádření zisku před zdaněním, což však může být zavádějící a proto nepovažujeme za vhodné tento pojem používat. Po odečtení dalších nepřímých nákladů (správních, odbytových, aj.) získáme zisk před úroky a daněmi (EBIT, nebo také *operating profit* neboli zisk z provozní činnosti).

Kapitál v analýze rentability

Kapitálem nazýváme ve finanční analýze veškeré finanční prostředky, uváděné v pasivech rozvahy.

Vlastní kapitál tvoří finanční prostředky, které do podniku vložili nebo v podniku ze zisku ponechali zpravidla (kromě některých zdrojů kapitálových fondů) investoři. Vlastní kapitál představuje účetní hodnotu firmy. V důsledku chronické ztrátovosti může být nižší než základní kapitál, nebo i záporný.

Součástí vlastního kapitálu je část, která má původ v nerozděleném zisku: fondy ze zisku, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření za účetní období. Je to **nerozdělený (zadržенý) zisk**, nazývaný ve finančním účetnictví také **kumulovaný výtěžek**.

Do **cizích zdrojů** jsou zahrnuty rezervy, tvořené z nákladů či zisku podniku, spolu s kapitálem, získaným od věřitelů. Finanční analýza operuje – spíše než s cizími zdroji – s **dluhy** (s cizím kapitálem), tj. **cizí zdroje** minus **rezervy**. Používá se také kategorie „**čisté dluhy**“, která označuje dluhy snížené o krátkodobý finanční majetek.

Rozlišují se dluhy:

- **dlouhodobé a krátkodobé**, nikoli podle podmínek úvěrové smlouvy, ale podle doby, která zbývá k rozvažnému dni do lhůty splatnosti. V posledním roce trvání závazku nebo úvěru, uzavřeného jako dlouhodobý, se podíl dlouhodobého kapitálu sníží převedením dlouhodobého dluhu mezi krátkodobé finanční závazky nebo krátkodobé bankovní úvěry.
- **úročené a neúročené**, úročené jsou někdy i finanční krátkodobé závazky, neúročené jsou provozní krátkodobé závazky z obchodního styku, vůči zaměstnancům a státu. Ovšem formalizovaná finanční analýza zpravidla pokládá všechny krátkodobé závazky za neúročené.
- **finanční a provozní** podle činnosti, ve které vznikají. Toto hledisko se obvykle shoduje s předcházejícím členěním. Existují však také někde finanční krátkodobé a dlouhodobé závazky neúročené (půjčky v rámci skupiny).

Časové rozlišení (výdaje příštích období, výnosy příštích období) nepatří ani do vlastního kapitálu, ani do cizích zdrojů, ale do celkového kapitálu se zahrnuje.

Ve finanční analýze se také používá agregace **dlouhodobý investovaný kapitál**, složená z vlastního kapitálu a z dlouhodobých dluhů (dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů), popř. i z dlouhodobých rezerv a z odložené daně z příjmů.

Ve vzorci rentability stejně tak jako u čitatele (zisku) mohou být rozdílné přístupy k vyjádření **jmenovatele** pokud se týká **vloženého kapitálu** podniku. První přístup bere v úvahu **celkový kapitál** (vlastní i cizí), resp. **celkový majetek (aktiva)**, bez ohledu na zdroje, z jakých je financován (zda ze zdrojů vlastních nebo cizích). V tomto případě hovoříme o **rentabilitě celkového kapitálu** nebo také **rentabilitě aktiv**. Druhá forma, která je důležitá z hlediska vlastníků podniku, považuje za vložený kapitál jen **vlastní kapitál** a pak hovoříme o **rentabilitě vlastního kapitálu**.

Někdy se za vložený kapitál dosazuje **dlouhodobý investovaný kapitál** (*capital employed*), jenž zahrnuje: vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry + příp. dlouhodobé rezervy, tj. suma všech investovaných peněz, jak akcionářů, tak dlouhodobých věřitelů, jehož výnosnost se také sleduje, aby se vyjádřil význam dlouhodobého investování. Pak hovoříme o **rentabilitě dlouhodobého kapitálu**.

Dříve než začneme pracovat s nějakou informací, je nutné znát přesnou konstrukci ukazatele, tj. které položky analytik zahrnul do čitatele a které do jmenovatele zlomku. Konstrukce ukazatelů rentability a jeho výpočet není v různých zemích zcela shodný a liší se hlavně podle toho, jaký rozsah a obsah mají údaje zahrnuté do jeho výpočtu, jaký zisk se dosazuje do čitatele a co rozumíme v konkrétním případě pod pojmem vložený kapitál ve jmenovateli. Z toho pak vyplývají různé modifikace tohoto ukazatele a zejména při porovnávání jeho hodnot je nutno mít na zřeteli, jaké údaje se přebírají z výkazu zisku a ztráty, pokud jde o výši zisku a jeho různé formy, a z rozvahy, pokud jde o částku vloženého kapitálu.

Navíc je třeba mít na paměti, že pro potřeby finanční analýzy a různá rozhodování, pro které se výnosnost vloženého kapitálu vypočítává, se příslušné údaje účetních výkazů o zisku a vloženém kapitálu mohou různým způsobem upravovat, popř. vytvořit i vlastní úpravy ukazatelů.

Ukazatele rentability se v praxi používají v různých obměnách a modifikacích, podle toho, kdo a k jakému účelu je používá. Liší se hlavně podle toho jaký rozsah a obsah mají údaje zahrnuté do jeho výpočtu. Zaměříme pozornost jen na nejdůležitější z nich a přiblížíme si jejich vypovídací schopnost.

Ke zjišťování a měření rentability, resp. výnosnosti vloženého kapitálu se v praxi nejvíce využívají tyto ukazatele:

- rentabilita celkového kapitálu,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- rentabilita dlouhodobého kapitálu,
- rentabilita tržeb (odbytu),
- rentabilita nákladů

Rentabilita celkového kapitálu

Rentabilita celkového kapitálu se považuje za základní měřítko rentability, resp. výnosnosti neboli finanční výkonnosti, poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

Výkon veškerého majetku je dán **výdělkem** v podobě zisku před zdaněním a před úhradou úroků. Tento postup výpočtu lze zdůvodnit tím, že jak zisk po zdanění, tak i částka daně z příjmů a úroky placené z cizího kapitálu představují různé formy celkového zisku dosaženého použitím celkového vloženého kapitálu.

Pokud jde o částku vloženého kapitálu, ta se však nepřebírá ze zdrojové části rozvahy, ale z části, v níž jsou vykazována aktiva podniku. Klíčovým je zde tedy pohled přes majetkovou bázi a schopnost podniku ji efektivně využít. Celkový majetek (aktiva) se ale stejně podle bilanční rovnice shoduje s celkovým kapitálem.

Rentabilita celkového kapitálu nezávisí na struktuře kapitálu (zda bylo financování z vlastního kapitálu nebo z kapitálu věřitelů), ani na úrokové a daňové sazbě, jen na efektivní alokaci kapitálu do výnosného majetku a na jeho hospodárném využívání. Zajímají se o ni investoři i věřitelé.

Rentabilita celkového kapitálu RCK, neboli **rentabilita aktiv** (*return on assets* – ROA, nebo *return on investments* – ROI) je dána **výdělkovou schopností**, resp. **produkční silou** (*earning power*) majetku podniku:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{aktiva}} \times 100 \quad [\%]$$

Přísně vzato, do jmenovatele by se měl uvést **průměr** stavu aktiv k počátku a konci účetního období, protože **toková** veličina ZUD se kumuluje po celé účetní období, po které **stavová** veličina „aktiva“ mění svou velikost – zpravidla roste. Jde zpravidla o „zprávnění“ ukazatele, které lze pominout. Tato poznámka platí pro všechny ukazatele, kde dochází k souběhu tokové a stavové veličiny.

Z hlediska tří oblastí podnikatelských činností (provozní, investiční a finanční) odráží rentabilita celkového kapitálu všechny aktivity bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány. Finanční struktura podniku je irelevantní, hodnotí se reprodukce veškerého kapitálu vloženého do podniku bez ohledu na jeho původ, zda je vlastní nebo cizí.

Je-li číselný ukazatel definován jako součet zisku před zdaněním a úroků není tak vůbec podchycen efekt zdanění. Ukazatel v takovéto podobě (tzv. **nezdaněná rentabilita**) informuje o tom, jaká by byla rentabilita podniku, kdyby neexistovala daň ze zisku. Daň ze zisku je však přirozenou součástí ekonomického prostředí. Tato forma je však užitečná, protože vyjadřuje skutečnost, že majetek vytváří výdělek, který je následně rozdělován na čistý zisk (podnikům), daň z příjmu (státu) a úrok (věřitelům). Informace o proporcích, v jakých se zisk (EBIT, resp. ZUD) rozděluje mezi tyto tři subjekty je důležitá zejména

z makroekonomického hlediska, protože například daně nesouvisí bezprostředně s reprodukcí kapitálu a podnikový management stejně nemůže výši zdanění příliš ovlivnit. Hodnocení vývoje ukazatele EBIT se zaměřením na jeho strukturu a dělení by měl být také nedílnou součástí finanční analýzy.

Určité opodstatnění však může mít v případě porovnání podniků působících v různých zemích s rozdílnými daňovými podmínkami, různou zadlužeností a pro porovnání výsledků podniku v čase.

Ve financích podniku se preferuje v souvislosti s řízením kapitálových nákladů rentabilita celkového kapitálu po zdanění (tzv. **zdaněná rentabilita**) zdRCK, která zohledňuje daňový štít. V čitateli je zisk po zdanění + zdaněné úroky:

$$\text{RCK po zdanění} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky}}{\text{aktiva}} \times 100 [\%]$$

zdaněné úroky = úroky nákladové x (1 – sazba daně ze zisku)

Do čitatele zlomku se zahrnuje částka zisku po zdanění a přičítá se úrok rovněž po zdanění jako výnos z cizího kapitálu. Smyslem ukazatele je poměřit veškerý vložený kapitál s výslednými efekty, které vznikly produktivním využitím tohoto kapitálu. Zisk po zdanění je pouze částí výsledného efektu. Druhou část tvoří odměna věřitelům za zapůjčení kapitálu, tj. úroky. Pokud tyto úroky nechápeme jako náklad podniku, ale jako zisk věřitelů, který jim je zdaněn sazbou daně z příjmů (ze zisku), pak to je důvodem, proč v čitateli zlomku ukazatele je zahrnována zdaněná částka vyplacených nákladových úroků. Efektem reprodukce celkového kapitálu je tedy součet zisku po zdanění a "zdaněných úroků". Tato konstrukce ukazatele umožňuje srovnatelnost rentability celkového kapitálu u podniků s různým podílem cizích zdrojů ve finanční struktuře. Finanční analytika přitom zajímá, jak by se změnila rentabilita celkového kapitálu, kdyby byl cizí kapitál nahrazen vlastním kapitálem a podnik by neplatil žádné úroky.

Přestože výše uvedený způsob konstrukce ukazatele je zcela správný, prakticky se často používá metodicky méně korektní postup, při kterém se s úroky neuvažuje:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{aktiva}}$$

Jeho konstrukce a interpretace je odůvodňována tak, že vyjadřuje schopnost managementu využít celková aktiva ve prospěch vlastníků. Jeho nevýhoda spočívá v tom, že když efekt "zdaněných úroků" neuvažujeme, může docházet ke změně hodnoty tohoto ukazatele rentability celkového kapitálu pouze vlivem změny finanční struktury a nikoliv v důsledku lepšího či horšího hospodaření podniku. Ukazatel je tedy silně závislý na způsobu financování aktiv a nelze ho využít pro srovnání podniků s různou finanční strukturou.

Oblibu, zejména v manažerských kruzích, rentabilita celkového kapitálu založená na zisku před odpisy, úroky a zdaněním:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním} + \text{odpisy}}{\text{aktiva}}$$

nebo jeho zdaněná podoba:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky} + \text{odpisy}}{\text{aktiva}}$$

Tento ukazatel vychází skoro vždy výrazně kladný, značně větší než nula. Do oboru záporných čísel by se dostal pouze, kdyby ztráta byla větší než zdaněné úroky + odpisy. Taková extrémní situace by byla stěží slučitelná s pokračujícím trváním podniku.

Kromě tří hlavních výše uvedených způsobů vyjádření rentability se často setkáváme s ukazatelem **rentabilita dlouhodobého kapitálu**, RDK (*return on capital employed* – ROCE) ve tvaru

$$\text{RDK} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky}}{\text{dlouhodobý kapitál}} \times 100$$

Dlouhodobý kapitál = vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + bankovní úvěry dlouhodobé, příp. i (+ rezervy)

V čitateli jsou právem všechny úroky (i z krátkodobých dluhů), protože čísel vyjadřuje zdaněný výdělek z veškerého majetku.

Představuje široce používané měřítko výkonnosti podniku, velmi často pro mezipodnikové srovnání. V čitateli zlomku jsou celkové výnosy investorů (pro vlastníky zisk, pro věřitele úroky) a ve jmenovateli jsou dlouhodobé finanční prostředky, které má podnik k dispozici, tj. suma dlouhodobě investovaného kapitálu, jak akcionářů, tak věřitelů. Opírá se o základní filozofii kapitálového trhu, který je vnímán jako základní místo, kde podniky získávají dodatečné zdroje pro financování potřeb.

Krátkodobá pasiva jsou vyloučena na základě toho, že by neměl být očekáván významnější vliv na rentabilitu u krátkodobých zdrojů. Krátkodobá pasiva nebývají ani považována za kapitál, protože nejsou získávána na kapitálovém, ale na peněžním trhu, či vznikají z obchodních vztahů. Ukazatel se používá spíše u velkých průmyslových korporací, kde je dlouhodobý kapitál zastoupen značným procentem.

Rentabilita vlastního kapitálu

Ve finanční analýze je velká pozornost věnována měření zhodnocení vlastního kapitálu, **rentabilitě vlastního kapitálu** RVK (*return on equity* – ROE), která vyjadřuje efektivnost

reprodukce kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky (přímo nebo nepřímo prostřednictvím akumulace nerozděleného zisku). Vlastníci posuzují vytvořený zisk jako výdělek z investovaného kapitálu, zajímá pochopitelně především akcionáře, ale neméně zajímá vedení podniku, které je zodpovědné za efektivní spravování majetku akcionářů.

Finančním výkonem je zisk po zdanění. **Rentabilita vlastního kapitálu** představuje výnos pro vlastníky:

$$RVK = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100 \quad [\%]$$

Poměrový ukazatel slouží k testování

- možné účasti vlastního kapitálu na zvyšování kapitálových zdrojů,
- udržitelné míry růstu firmy odvozené od růstu vlastního kapitálu,
- šance na udržení reálné hodnoty vlastního kapitálu v podmínkách inflace,
- úroveň výnosnosti vlastního kapitálu ve srovnání s náklady na cizí kapitál.

Podle tohoto ukazatele mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou, zda přináší dostatečný výnos odpovídající riziku investice. Rentabilita vlastního kapitálu by měla být vyšší než alternativní výnos stejně rizikové investice nebo míra výnosu bezrizikové alokace kapitálu na finančním trhu, za kterou lze u nás považovat například průměrný roční výnos pětiletých státních dluhopisů do doby splatnosti. Pokud je hodnota ukazatele trvale nižší, případně i stejná jako výnosnost cenných papírů garantovaných státem (např. státních dluhopisů, státních pokladničních poukázek aj.), potom by byl podnik odsouzen k zániku, neboť racionálně uvažující investor požaduje od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení.

Rentabilita vlastního kapitálu je ovlivňována výší zisku po zdanění, dále pak vývojem vlastního kapitálu, který však na rozdíl od čistého zisku nepodléhá tak výrazným meziročním změnám. Ukazatel rentability ztrácí v některých případech vypovídací schopnost: když je vlastní kapitál velmi nízký, pak rentabilita nabývá extrémně vysokých hodnot. Stejně tak u podniků, které jsou ve ztrátě a mají záporný vlastní kapitál, pak výsledná rentabilita nabývá kladných hodnot, což logicky nedává žádný smysl.

Rentabilita celkového kapitálu, zahrnující daň z příjmů, není souměřitelná s rentabilitou vlastního kapitálu, ze které je daň z příjmů vyloučena. Pro posouzení podstatných příčin rozdílu, mimo vliv daně z příjmů, je třeba uvést ukazatel **rentabilita vlastního kapitálu před zdaněním** (tzv. **nezdaněná rentabilita**) nezdRVK:

$$RVK = \frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100 \quad [\%]$$

Pyramidový rozklad ukazatelů rentability

Rentabilita je vrcholový, komplexní, syntetický ukazatel efektivnosti hospodaření podniku, do kterého se promítá mnoho vlivů. Proto, má-li finanční analytik vyjádřit úsudek o perspektivách finančního zdraví podniku, nevystačí se zjištěním souhrnného ukazatele rentability, ale zajímá se o faktory, které se na jejím utváření a změnách podílely. Velký důraz je kladen na meziroční změny ukazatelů rentability, dílčí vlivy a základní faktory, které je způsobily, což zjistíme z dalšího rozkladu těchto ukazatelů.

Součástí analýzy rentability je rozklad syntetických ukazatelů na ukazatele dílčí, tzv. **Du Pont analýza** podle stejnojmenné nadnárodní chemické společnosti, která disagregaci těchto ukazatelů jako první prakticky prováděla a využívala. Tento Du Pont systém finanční analýzy je také znám pod pojmem **pyramidový rozklad rentability** na ukazatele dílčí, příčinné.

Rozklad rentability celkového kapitálu

V prvním stupni této analýzy je rentabilita celkového kapitálu vyjádřena jako funkce dvou ukazatelů:

1. **rentabilita tržeb** (*return on sales – ROS*) vyjádřená ukazatelem **ziskové rozpětí** nebo tzv. **zisková marže** (*profit margin*). Nepřímo pak může být vyjádřena ukazatelem **nákladová rentabilita** neboli **nákladovost**
2. **obrat celkových aktiv**, resp. vázanost celkového vloženého kapitálu nebo také **rychlost obratu aktiv** (*total assets turnover*)

Součin ziskového rozpětí a obratu celkových aktiv se nazývá Du Pont rovnice, z které vyplývá, že rentabilita celkového kapitálu může být ovlivňována přes ziskové rozpětí a rychlost obratu aktiv, je tedy funkcí těchto dvou dílčích faktorů.

$$RCK = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Z rozkladu je zřejmé, že podnik dosahuje rentability celkového kapitálu různými kombinacemi ziskovosti tržeb a obratovosti kapitálu. Zatímco vysoká ziskovost tržeb je převážně výsledkem dobré kontroly nákladů, hospodárnosti při vynakládání prostředků, při spotřebě kapitálu, vysoký obrat celkových aktiv je projevem efektivního využívání kapitálu, resp. majetku, se kterým podnik hospodaří.

Rentabilita tržeb (odbytu)

Ukazatel zisku v poměru k tržbám (ziskovost tržeb) vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, kolik Kč zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb (častěji se uvádí v procentním vyjádření). Tržby ve jmenovateli představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určité časové období. Někdy se lze setkat s přístupem, kdy ve

jmenovateli jsou používány výnosy, nikoliv jen tržby. Pro ukazatel **ziskovosti tržeb**, resp. výnosů se používá termín **zisková marže**. Odráží schopnost podniku vyrábět výrobek nebo službu s relativně nízkými náklady nebo za relativně vysokou cenu.

Zisková marže se nejčastěji zjišťuje ve dvou podobách, provozní zisková marže a čistá zisková marže.

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{tržby}}$$

Provozní zisková marže (*operating profit margin*) vylučuje vlivy finančních nákladů, zejména úroků, které do provozních nákladů nepatří. Ve výkazu zisku a ztráty se uvádí rozdíl provozních výnosů a provozních nákladů jako provozní výsledek hospodaření, který lze dosadit do čitatele alternativně místo zisku před úroky a daněmi.

K výhodám provozního ziskového rozpětí patří, že čítec i jmenovatel jsou tokové veličiny, obě v aktuální cenové úrovni, potvrzené trhem a účetnictví je může poskytnout brzy po uplynutí měsíce, čtvrtletí, roku.

$$\text{čistá zisková marže} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}}$$

Čistá zisková marže (*net profit margin*) je ukazatel, který jak nadále zjistíme, je dílčím faktorem v rozkladu rentability vlastního kapitálu, o kterém bude pojednáno v další části. Jak ukazují některé zahraniční rozborů, jednotlivé podniky pokud možno nemění procento ziskového rozpětí v čase, pokud ovšem nesledují celkovou tendenci v odvětví. Pro správnou interpretaci ukazatele je třeba znát dlouhodobý trend jeho vývoje v daném podniku a hodnotu příslušného odvětví činnosti. Přitom však i v tomtéž odvětví je možno zaznamenat rozdílná rozpětí, což nejspíše odpovídá podnikovým specifikům, pokud jde o postavení na trhu, o výrobní sortiment a o provozní technologii.

Ukazatel ziskové marže se značně liší u jednotlivých odvětví v závislosti na charakteru produktů. Je nutné posuzovat ukazatel ve vztahu k obratu aktiv.

Obrat celkových aktiv

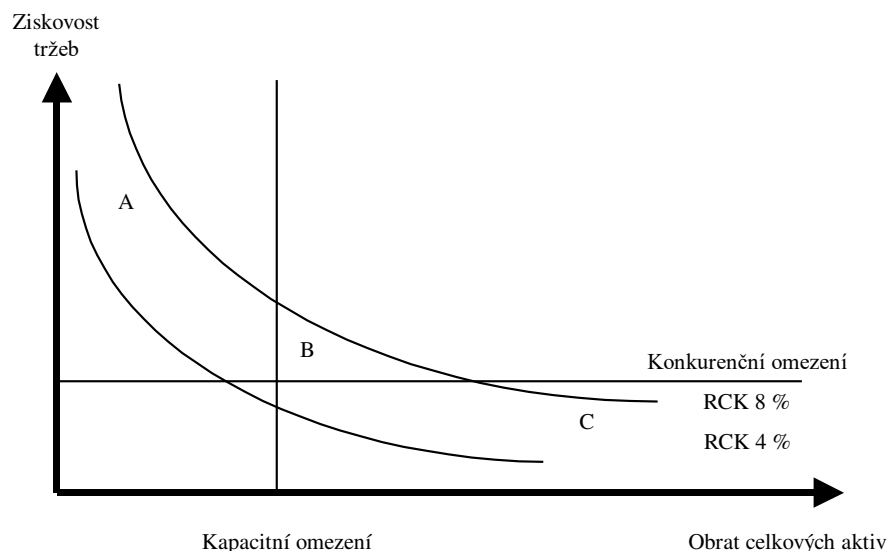
Ukazatel tržeb nebo i výnosů k celkovým aktivům vyjadřuje schopnost podniku zajišťovat investice do aktiv při dané úrovni tržeb, výnosů, jak rychle dokáže otáčet vložený kapitál, jaký je obrat celkových aktiv. Obrat celkových aktiv a hlavních položek aktiv bude předmětem výkladu v samostatné kapitole ukazatelů aktivity.

Různá odvětví mají rozdílný objem a strukturu aktiv a různou finanční strukturu. Například odvětví těžkého průmyslu, které mají vysoký podíl dlouhodobých aktiv, zejména dlouhodobého hmotného majetku, kladou důraz spíše na vysokou ziskovou marži provázenou zpravidla pomalejším obratem celkových aktiv. Na druhé straně odvětví spotřebního průmyslu, např. potravinářského a obchodní organizace vykazují nízkou

ziskovou marži a pro dosažení určité úrovně rentability je rozhodující rychlý obrat celkových aktiv. Tyto dva ukazatele mají tendenci chovat se opačným směrem.

Vztah mezi ziskovostí tržeb a obratem celkových aktiv lze znázornit graficky takto:

Graf 6-1



Zdroj: autor

Podniky kapitálově náročné, s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku a z toho vyplývajícího vysokého podílu fixních nákladů potřebují zpravidla dlouhou dobu na rozšíření své kapacity. Tyto podniky (na grafu oblast **A**) musí dosahovat relativně vysoké ziskovosti tržeb, aby byly schopny přilákat dostatečné množství kapitálu. Vysoká ziskovost tržeb je většinou dosahována z důvodu bariér pro vstup do odvětví, např. nutnosti velkých kapitálových investic při zahajování výroby, a klesajícími náklady z rozsahu produkce, neboť tyto podniky mají zpravidla nižší variabilní náklady na jeden výrobek.

Tyto podniky fungují v rámci tzv. **kapacitního omezení** (*capacity constraint*), což znamená, že vysoká kapitálová náročnost produkce vytváří určitý pomyslný horní limit, omezení pro obratovost kapitálu, celkových aktiv.

Podniky, které působí v odvětvích méně kapitálově náročných, kde vstup do odvětví je poměrně snadný, podléhají tzv. **konkurenčnímu omezení** (*competitive constraint*) – na grafu oblast **C**, což znamená, že vzhledem ke značné konkurenci jsou tyto podniky limitovány v úrovni ziskovosti tržeb a musí se zaměřit na dosahování co nejvyšší obratovosti kapitálu, aby dosáhly požadované úrovně rentability.

Výrobní strategie diferenciací produktu je také jednou z možností zvyšování ziskovosti v těchto podnicích. Podnik může volit sortiment výroby kombinací výrobků, které mají různé ziskové marže, a tím ovlivňovat výsledek hospodaření a rentabilitu. Na základě finanční analýzy může management podniku rozhodnout o volbě sortimentu a objemu

výroby a odbytu, o změně produkce, o zavedení nových výrobků nebo o přesunu do těch oblastí, kde jsou ziskové marže dostatečně vysoké.

Obecně samozřejmě platí, že čím vyšší je zisková marže, tím lépe. Hodnotu tohoto ukazatele je však třeba posuzovat obezřetně, neboť sám o sobě má jen omezenou vypovídací schopnost. Platí sice, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím lepší jsou v zásadě i výsledky hospodaření podniku. Někdy je možno se spokojit i s nižší hodnotou tohoto ukazatele. Při posuzování jeho hodnoty je třeba brát v úvahu dva hlavní faktory: **celkový objem tržeb (odbytu) a rychlost obratu zásob.**

Protože nízká, tedy méně příznivá hodnota ziskové marže, je-li zároveň dosahováno rychlého obratu zásob a vysokého absolutního objemu tržeb, může být výhodnější, než kdyby tomu bylo naopak. Absolutní částku zisku lze totiž zvyšovat zvětšováním objemu odbytu, i když zisková marže, tj. podíl zisku na jednici odbytu klesá. Jde o uplatnění zásady „velký obrat – malý zisk“. Z uvedeného vyplývá, že na první pohled nepříznivá výše tohoto ukazatele ještě neznamená špatnou situaci a naopak. To platí pro mnohé obchodní řetězce, které se snaží zvýšit odbyt snížením prodejní ceny, čímž sice dosahují nižší zisk na jednotku, ale absolutní výše jejich zisku narůstá právě zvýšením odbytu.

Rentabilita nákladů

Je-li zisková marže nízká nebo jestliže několik let klesá, měl by se analytik zaměřit na analýzu jednotlivých druhů nákladů, neboť zisková marže je také měřítkem schopnosti podniku ovlivňovat úroveň nákladů. Snižováním nákladů může podnik dosahovat vyšší absolutní částky zisku a tím zlepšovat ukazatele ziskovosti tržeb. Při analýze marže (ziskovosti) je potřeba jednotlivé nákladové druhy dovést na výrobky, útvary (střediska), procesy a znát jejich chování vzhledem ke změnám objemu výroby (variabilita či fixnost).

K vyjádření relativní úrovně nákladů se využívá **ukazatel nákladovosti** (*operating ratio* nebo *total costs-sales ratio*), měřený vztahem celkových nákladů k dosaženým tržbám podniku, který je doplňkovým ukazatelem k předchozímu ukazateli ziskovosti tržeb.

$$\frac{\text{náklady}}{\text{tržby}} = 1 - \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \qquad \frac{N}{T} = 1 - \frac{Z}{T}$$

V další fázi lze rozložit ukazatel celkové nákladovosti z tržeb na součet jednotlivých dílčích ukazatelů nákladovosti rozlišených podle jednotlivých nákladových druhů (osobní náklady, odpisy, spotřeba materiálu, energie, daně a poplatky, finanční náklady apod.) a sledovat, jak ovlivňovaly změny celkové nákladovosti.

Jestliže vzroste hodnota celkové nákladovosti z tržeb, klesne hodnota ziskové marže a tím zároveň poklesne i hodnota rentability celkového kapitálu (aktiv).

Obecně sice platí zásada, že čím nižší je hodnota tohoto ukazatele, tím lepší jsou výsledky hospodaření podniku, protože 1 Kč tržeb vytvořil s nižšími náklady. Zároveň však platí

obdobné vztahy k absolutní výši objemu tržeb, resp. odbytu, jak byly uvedeny v souvislosti s ziskovou marží, že absolutní částku zisku lze totiž zvyšovat nejen snížením nákladů, ale i zvyšováním obratu. Pro analytika by rozlišení vlivu nákladovosti a obratovosti mělo být jedním z prvořadých cílů.

Rozklad rentability vlastního kapitálu

Na ukazatel rentability vlastního kapitálu působí dvě hlavní skupiny ukazatelů, a to skupina charakterizující tvorbu produkční síly (rentabilita celkového kapitálu, resp. rentabilita aktiv) vyjadřující schopnost aktiv vytvořit zisk před zdaněním a placením úroků, tj. ZUD (EBIT), a skupina charakterizující jeho dělení (vliv zdanění, vliv podílu a cena úročených cizích zdrojů).

Pro rozklad rentability vlastního kapitálu se používá následujícího vztahu:

$$RVK = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu lze rozložit na součin tří dílčích ukazatelů:

rentabilita tržeb,

- **obrat celkových aktiv** a
- tzv. **finanční páka** jako poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem.

Z výše uvedeného rozkladu plyne, že růst hodnoty RVK závisí na rentabilitě tržeb, obratu aktiv a finanční páce.

Ukazatel **finanční páka** je jednou z forem vyjádření míry zadluženosti podniku, podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku. Lze ho vyjádřit i v tomto tvaru:

$$\frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{vlastní kapitál} + \text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} = 1 + \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Z obou výrazů vyplývá, že čím je podíl cizích zdrojů větší, tím je vyšší i ukazatel finanční páka. Z uvedeného rozkladu je zřejmá souvislost mezi zadlužeností podniku a RVK.

Výraz **finanční páka** (*financial gearing* /brit.angl./, resp. *financial leverage* /am.angl./) má vyvolat představu, zvýšení rentability vlastního kapitálu připojením cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu, tedy zvýšení kapitálového potenciálu vlastníků využitím cizího kapitálu. Finanční páka je založena zejména na skutečnosti, že cizí kapitál je obvykle levnější než kapitál vlastní. Navíc daňové zákonodárství přispívá ke zlevnění cizích zdrojů tím, že umožňuje zahrnout úroky do nákladů.

Zvýšení zadluženosti má podle výše uvedené rovnice pozitivní vliv na rentabilitu kapitálu vloženého akcionáři. To může nastat jen za určitých okolností, neboť změna v zadluženosti se dotkne i hodnot zbývajících dvou dílčích ukazatelů (rentability tržeb a obratu aktiv)

použitých při rozkladu. Zatím obecně řekněme, že zvýšení zadluženosti má souhrnně pozitivní vliv na hodnotu RVK pouze tehdy, jestliže podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více než je úroková sazba dluhu. Tento efekt ovšem může působit i negativně.

Zvýšení rentability vlastního kapitálu cizím financováním investic, jejichž celková rentabilita převyšuje smluvený úrok pro cizí kapitál, se označuje v anglosaské literatuře jako **pákový efekt** (*leverage effect*) zvýšeného zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu, nebo jinak řečeno jako závislost rentability vlastního kapitálu na celkové rentabilitě, míře úroku pro cizí kapitál a vztahu vlastního a cizího kapitálu, tedy stupni zadluženosti.

Když podnik vydělává s vypůjčenými penězi více než činí úrok placený za vypůjčené zdroje, rentabilita vlastního kapitálu je tím znásobena (*leveraged*). Za příznivou se považuje jakákoli relace vlastního a cizího kapitálu, při níž rentabilita celkového kapitálu před úhradou úroků a daní přesahuje úrokovou míru z cizího kapitálu.

Shora uvedený rozklad rentability vlastního kapitálu naznačuje, že za určitých okolností zvyšování zadluženosti nemusí být vždy negativním jevem. U některých podniků je padesátiprocentní zadluženost tragédií, u jiných to může znamenat zbytečně vysoké použití vlastního kapitálu. Optimální výše zadluženosti je totiž ovlivněna mnoha faktory. Kromě výše míry zisku jsou to zejména stabilita inkasa, druh odvětví, ve kterém podnik operuje, nabízené úvěrové podmínky aj.

Pokud výše uvedenou rovnici rozkladu RVK přetransformujeme tak, že s použitím faktorové analýzy odvodíme čistou ziskovou marži (po zdanění) z provozní ziskové marže uplatněním koeficientů vyjadřujících vliv zdanění a vliv podílu a ceny (úroků) úročených cizích zdrojů, dostaneme:

$$\begin{aligned}
 RVK &= \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \\
 &= \frac{\text{zisk před úroky a daněmi}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{zisk před daněmi}}{\text{zisk před úroky a daněmi}} \times \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{zisk před daněmi}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \\
 &= \frac{\frac{ZUD}{T}}{\text{provozní zisková marže}} \times \frac{\frac{ZD}{ZUD}}{\text{úroková redukce zisku}} \times \frac{\frac{Z}{ZD}}{\text{daňová redukce zisku}} \times \frac{\frac{T}{A}}{\text{obrat aktiv}} \times \frac{\frac{A}{VK}}{\text{finanční páka}} =
 \end{aligned}$$

Z uvedeného rozkladu je zřejmé, že rentabilita vlastního kapitálu je ovlivňována rentabilitou celkového kapitálu, zdaněním a zadlužeností. Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva z výše uvedených faktorů, **úroková redukce zisku** a **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. Avšak na druhé straně zvýšení podílu cizích zdrojů je zpravidla provázáno zvýšením úroků, které

snižují podíl zisku plynoucího investorům (vlastníkům) a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů

Všeobecně o cizím kapitálu platí: vypůjčené peníze pomáhají více vydělat. Určit předem optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je však v praxi obtížné. Zda použití cizího kapitálu bylo výhodné nebo nevýhodné můžeme (ovšem dodatečně) zjistit pomocí následujících kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů, které budou předmětem dalšího výkladu:

1. ziskový účinek finanční páky
2. úroková marže
3. index finanční páky.

Ziskový účinek finanční páky

Společný vliv úrokové redukce zisku a finanční páky z výše uvedeného rozkladu lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá **ziskový účinek finanční páky** nebo **multiplikátor kapitálu akcionářů** (*equity multiplier – EQM*). Udává míru, jakou je rentabilita kapitálu vloženého akcionáři "zvětšena" (násobena nebo posílena) použitím vypůjčených peněz (dluhu).

Pokud je hodnota multiplikátoru větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

$$\frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{zisk před úroky a daněmi}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} > 1 \qquad \frac{ZD}{ZUD} \times \frac{A}{VK} > 1$$

Úroková marže

K rozkladu rentability vlastního kapitálu lze použít ještě jiný významný model, v němž je explicitně zachycen efekt úrokového zatížení cizích zdrojů, což předchází model neobsahoval.

$$RVK = \frac{RCK \times (VK + CZ) - u \times CZ}{VK} \times (1 - d)$$

- RVK = rentabilita vlastního kapitálu
RCK = rentabilita celkového kapitálu (vypočtená ze zisku před úroky a daněmi)
VK = vlastní kapitál
CZ = cizí zdroje (cizí kapitál)
u = úroková sazba za cizí kapitál
d = sazba daně ze zisku

Úpravou výše uvedené rovnice, získáme následující vztah:

$$\begin{aligned}
 RVK &= \left[\frac{RCK \times VK}{VK} + \frac{RCK \times CZ - u \times CZ}{VK} \right] \times (1 - d) = \\
 &= \left[RCK + \frac{(RCK - u) \times CZ}{VK} \right] \times (1 - d) = \\
 &= \left[RCK + (RCK - u) \times \frac{CZ}{VK} \right] \times (1 - d)
 \end{aligned}$$

Z takto vyjádřeného vztahu rovněž vyplývá jako z předchozího modelu rozkladu, že **rentabilita vlastního kapitálu** je závislá na:

rentabilitě celkového kapitálu,

- zadluženosti (podílu a ceně úročených cizích zdrojů) a
- zdanění.

Zadluženost je zde vyjádřena poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu (*debt-equity ratio*). Navíc je zde ale zachycen i vliv úrokové sazby z cizího kapitálu. Rovnice ukazuje, že rentabilita vlastního kapitálu nezávisí na absolutních veličinách, ale pouze na celkové rentabilitě, úroku za cizí kapitál a stupni zadluženosti.

Absolutní částku zisku, která je výsledkem použití jen vlastního kapitálu, pokud se předpokládá i použití cizího kapitálu, nelze prakticky zjistit. Částku zisku po odečtení úroků nelze tedy považovat za míru zhodnocení jen vlastního kapitálu, protože zahrnuje i rozdíl mezi celkovým přínosem dosaženým použitím cizího kapitálu a částkou, kterou podnik ve formě úroků za cizí kapitál platí.

Podstatné v tomto modelu oproti předchozímu je to, že je schopen od sebe oddělit efekt změn provozního zisku (zisku před úroky a zdaněním) a efekt změn úrokové míry z cizího kapitálu.

Kvantifikuje jejich dopad ve formě rozdílu mezi rentabilitou celkového kapitálu a průměrnou úrokovou mírou placenou za použití cizího kapitálu ($RCK - u$). Tento rozdíl se nazývá **úroková marže** (*interest margin*) a je výnosem, který jde ve prospěch vlastníků (akcionářů). Úrokovou marži lze definovat jako míru, kterou přispívá použití cizího kapitálu ke zhodnocení kapitálu vlastního. Je-li výnosnost celkového kapitálu vyšší než pevný smluvní úrok pro cizí kapitál, připadá vyzískaný vyšší výnos z cizího kapitálu, kapitálu vlastnímu. Znalost rentability celkového kapitálu tak dovoluje stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou lze přijmout cizí kapitál.

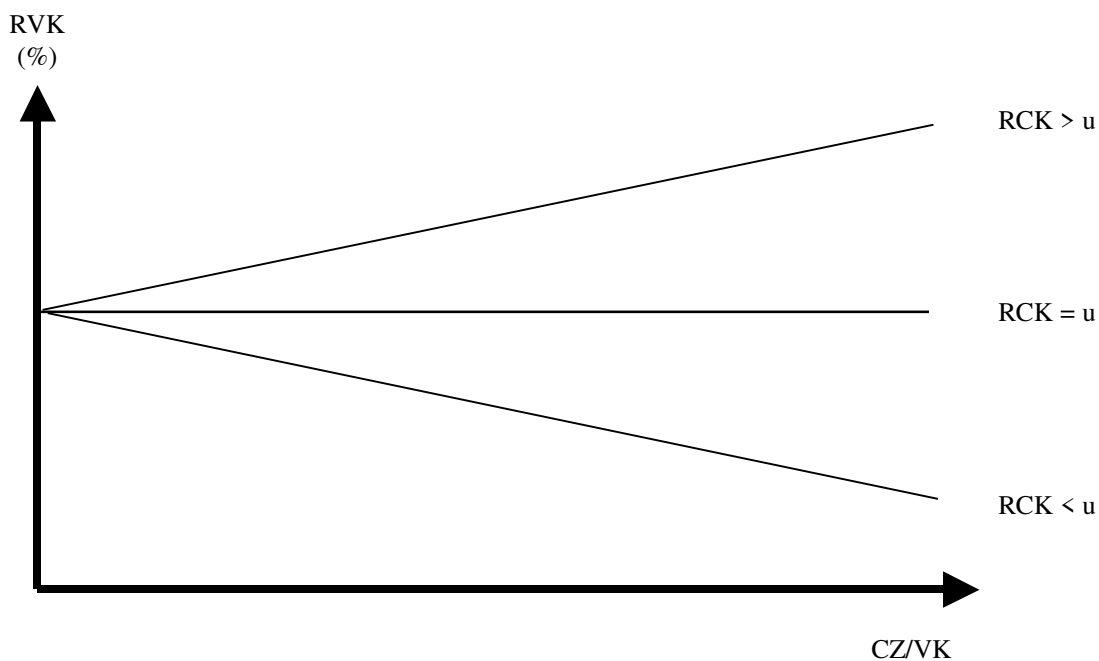
Platí následující obecná souvislost:

- a) Jestliže rentabilita celkového kapitálu je vyšší než úroková míra, tzn. když zisk z použití cizích zdrojů je vyšší než úroky placené z cizích zdrojů, pak zvýšený podíl cizích zdrojů může být používán jako finanční páka a pozitivně ovlivňovat (zvyšovat) rentabilitu vlastního kapitálu, a v konečném důsledku zisk na jednu akcii a tržní cenu akcie. Rentabilita vlastního kapitálu roste se stoupající zadlužeností.

- b) Jestliže se rentabilita celkového kapitálu rovná úrokové míře placené za cizí kapitál, pak nezávisle na stupni zadluženosti je rentabilita vlastního kapitálu rovna celkové rentabilitě a úrokové míře za cizí kapitál. Podnik je potom indiferentní ke skladbě zdrojů, je jedno, jaká je proporce vlastního a cizího kapitálu.
- c) Naopak, bude-li úroková míra za cizích kapitál vyšší než rentabilita celkového kapitálu, bude zvýšený podíl cizích zdrojů negativně ovlivňovat (snižovat) rentabilitu vlastního kapitálu. Může nabývat až záporných hodnot, což znamená, že patrně nutnost splácení úroku mohlo vést ke ztrátě a tím až ke snížení vlastního kapitálu. Pak se výhoda zvyšující rentabilitu vlastního kapitálu nákladově výhodným cizím kapitálem mění v povážlivý nedostatek, poněvadž rentabilita vlastního kapitálu klesá potom o to více, oč vyšší je procentní podíl cizího kapitálu na kapitálu celkovém.

Graficky lze vztah výše uvedených faktorů znázornit následovně:

Graf 6-2



Zdroj: autor

Podnikatel má pochopitelně zájem na tom, aby použitím cizích zdrojů dosáhl vyšší rentability vlastního kapitálu. Zároveň je nutno zdůraznit, že podíl cizích zdrojů v celkových zdrojích by neměl být nadměrně vysoký, neboť to povede k růstu podílů úroku na zisku, k růstu finančního rizika pro věřitele a investory, což se odrazí v požadování vyšších výnosů. Finanční trh může na tyto skutečnosti reagovat negativně, takže tržní cena akcií bude pravděpodobně klesat a později to povede k zastavení dalšího využití míry zadluženosti pro účely pákového efektu. Oba protikladně působící faktory, tj. výnosnost a riziko musí proto podnik vyrovnávat tak, aby se maximalizovala tržní cena akcie.

Index finanční páky

Výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhového břemene lze také zjistit porovnáním rentability celkového a rentability vlastního kapitálu, jejich poměrem. Tuto souvislost vyjadřuje ukazatel **index finanční páky**.

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{rentabilit a vlastního kapitálu}}{\text{rentabilit a celkového kapitálu}}$$

Kdyby podnik nepracoval s cizím kapitálem, rovnala by se rentabilita RCK rentabilitě RVK před zdaněním. Z hlediska rentability vlastního kapitálu se má cizí kapitál přijímat jen za předpokladu, že bude vynášet víc, než kolik se za něj musí platit, když přinese víc, než kolik stojí. Když tomu tak není, jdou výdaje na cizí kapitál na vrub výnosu vlastního kapitálu. Musí tedy platit, že index finanční páky je větší než 1.

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{RVK před zdaněním}}{\text{RCK}} > 1 !$$

Aby byl index finanční páky větší než 1, musí být rentabilita celkového kapitálu vyšší než úroková míra za přijaté úvěry: rentabilita celkového kapitálu > průměrná úroková míra.

Index finanční páky (na bázi výpočtu z rentabilit před zdaněním) **se rovná ziskovému účinku finanční páky**.

Přijatelné hodnoty rentabilit

Průměrná úroková míra **u** z přijatých úročených dluhů je tím vyšší, čím vyšší je riziko (čím vyšší je riziková prémie), které připisují věřitelé úvěrům a půjčkám, poskytnutým danému podniku:

$$\text{průměrná úroková míra} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{úročené dluhy}}$$

Rentabilita celkového kapitálu (nezdaněná) má vytvořit prostor pro uspokojení investorů i věřitelů. Průměrná úroková míra může proto posloužit jako krajní přijatelná hodnota **rentability celkového kapitálu**, od které jsou zjištěné hodnoty uspokojivé, a pod níž jsou neuspokojivé:

$$\text{RCK} : u \geq 1 !$$

Jako krajní přijatelná hodnota (**zdaněné**) **rentability vlastního kapitálu** se může použít výnos z bezrizikové alokace prostředků na finančním trhu (tj. např. výnos z 5-letých státních dluhopisů), nad kterým jsou zjištěné hodnoty rentability vlastního kapitálu uspokojivé, a pod níž jsou neuspokojivé.

7. Ukazatele aktivity

Velikost a struktura majetku souvisí s technickoekonomickými specifiky provozní činnosti, která jsou určující pro vybavenost dlouhodobými a oběžnými aktivy. Nemalá úloha připadá na schopnosti managementu dosahovat cílových výkonů s optimálním nasazením majetkových hodnot. Na tento aspekt finanční analýzy se zaměřují ukazatele aktivity. Tato skupina ukazatelů se snaží změřit, jak úspěšně využívá management podniku aktiva (majetek).

Při klasickém pyramidálním rozkladu rentability celkového kapitálu (rentability aktiv) se rozklad člení do dvou základních větví:

nákladové (ukazatelé nákladovosti)

– kapitálové (ukazatelé aktivity, resp. obratovosti)

Ukazatele aktivity (*asset utilization ratios*) jsou využívány především pro řízení aktiv, umožňují vyjádřit, kvantifikovat jak účinně, intenzivně a rychle podnik využívá svůj majetek. Informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části, zda disponuje nějakými kapacitami, které zatím nejsou podnikem příliš využívány, nebo naopak příliš vysoká rychlost obratu může být signálem, že podnik nemá dostatek produktivních aktiv a z hlediska budoucích růstových příležitostí nebude mít možnost pro jejich realizaci.

Ukazatele aktivity představují jeden ze základních činitelů efektivnosti, mající zásadní vliv jak na ukazatel rentability celkového kapitálu, tak rentability vlastního kapitálu. Odráží se v něm v nejkompexnější podobě, kolik aktiv podnik potřeboval pro zajištění objemu tržeb. Pro každé odvětví jsou typické jiné hodnoty, a proto hlavně u této skupiny ukazatelů platí, že je nutné hodnotit jejich stav či vývoj ve vztahu k odvětví, ve kterém působí.

Z technického hlediska je **aktivita** charakterizována dvěma typy ukazatelů aktivity v těchto podobách:

rychlost obratu (obrat) – vyjadřuje počet obrátek, tj. kolikrát se určitá položka či skupina položek “obráť” v tržby, resp. přemění do jiné položky (skupiny položek) za určité období (obvykle jeden rok). Vyjadřuje, kolikrát hodnota podnikového výkonu (tržeb, výnosů) převyšuje hodnotu určité položky aktiv.

– **doba obratu** – vyjadřuje délku období, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu, vyjádřenou v časové měrné jednotce (obvykle ve dnech). Doba obratu též udává tzv. relativní vázanost kapitálu ve formě určitého aktiva. Relativní proto, že nelze zjistit dobu vázanosti zpravidla absolutně, ale pouze poměrně, tj. relativně ve vztahu k určité obratové veličině.

Jelikož aktiva se člení na několik úrovní, tak i ukazatele aktivity mohou být kalkulovány na různých úrovních: celkových, dlouhodobých či oběžných aktiv.

Obrat celkových aktiv (*total assets turnover*), který je vedle ziskového rozpětí druhým faktorem, který ovlivňuje rentabilitu celkového kapitálu. Vyjadřuje se poměrem tržeb (příp. výnosů) k celkovým aktivům:

$$\frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \text{ nebo } \frac{\text{výnosy}}{\text{celková aktiva}}$$

Je komplexním ukazatelem měřícím efektivnost využívání celkových aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva obrátí do tržeb za rok. Odhlédneme-li od odvětví nebo oboru, ve kterém podnik pracuje, je možno říci, že obrat aktiv by měl být minimálně na úrovni hodnoty 1. Jinak je pro objektivizaci výsledků vhodné především odvětvové srovnání.¹

Vedle obratu majetku jako celku má význam i obrat jeho jednotlivých částí, složek majetku pro nalezení nejméně aktivních úseků hospodaření. V dalším stupni pyramidového rozkladu rentability lze podle jednotlivých forem aktiv vytvořit soustavu **dílčích ukazatelů aktivity**.

Nejkomplexnější ukazatel **obrat celkových aktiv** lze rozdělit na:

$$\text{obrat dlouhodobé ho majetku} = \frac{\text{tržby}}{\text{dlouhodobý majetek}} \text{ a}$$

$$\text{obrat oběžných aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{oběžná aktiva}}$$

Obrat dlouhodobého majetku (*fixed assets turnover*)

V rámci dlouhodobého majetku pak je zkoumán zejména **obrat dlouhodobého hmotného majetku**

$$\text{obrat dlouhodobé ho hmotného majetku} = \frac{\text{tržby}}{\text{DHM v ZC}}$$

Ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku (*capital intensity*) je ukazatelem efektivnosti a intenzity využívání zejména budov, strojů a zařízení a udává kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok. Vyjadřuje, jaká částka tržeb byla vyprodukována z 1 Kč dlouhodobého hmotného majetku (v zůstatkové ceně). Hodnota tohoto ukazatele bude ovlivňována odpisovou politikou, neboť ve jmenovateli se uvádí zůstatková hodnota. Při mezipodnikovém srovnání bychom neměli opomenout vzít v úvahu míru odepsanosti aktiv a metody odpisování. Vysoká odepsanost totiž zlepšuje hodnotu ukazatele. Také ocenění jednotlivých jednotlivým majetkových složek bezprostředně ovlivňuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele. Odpisy a zůstatková cena se v našich podmínkách odvozuje od historických cen, aniž se bere v úvahu vliv inflace a jiné faktory ovlivňující reprodukční cenu. V důsledku toho je některý majetek pořízený před mnoha lety v rozvaze

¹ www.mpo.cz

podhodnocen, takže firma se starším vybavením může díky té to skutečnosti vykazovat lepší výsledky.

Hodnotu tohoto ukazatele je třeba posuzovat obezřetně, neboť investice do zařízení jsou prováděny s předstihem, proto klesající nebo nízká hodnota může znamenat, že podnik investuje do budoucna a tyto investice zatím nepřinášejí efekt.

Někdy je také interpretován jako **ukazatel flexibility** podniku vzhledem k možnému poklesu tržeb. Pokud hodnota ukazatele klesá, znamená to, že se jeho flexibilita snižuje, tzn. zvyšují se relativně jeho fixní náklady (odpisy, údržba) a zvyšuje se tak citlivost podniku na případný pokles tržeb. Při poklesu tržeb se méně flexibilní podnik snáze stane ztrátovým. Tato problematika velmi úzce souvisí s provozním rizikem ztráty, o kterém bude pojednáno v dalších kapitolách textu.

V rámci **oběžných aktiv** se pak nejčastěji sleduje:

obrat zásob,

- obrat pohledávek,
- obrat finančního majetku,
- obrat pracovního kapitálu.

Obrat zásob (*inventory turnover*) je definován jako poměr tržeb a průměrného stavu zásob všeho druhu. Za správnější je však možno považovat takovou podobu ukazatele, kde v čitateli vystupují místo tržeb celkové náklady. Důvodem je skutečnost, že výše zisku je vzhledem k rychlosti obratu zásob irelevantní. Rovněž skutečnost, že zásoby pořizujeme a držíme hlavně za účelem tržeb za vlastní výrobky a zboží, i za služby, proto se tradičně používají tržby místo výnosů.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \text{ nebo } \frac{\text{celkové náklady}}{\text{zásoby}}$$

Při detailnějším rozboru obratu jednotlivých druhů zásob (materiál, nedokončená výroba, hotové výrobky, zboží aj.) je opět nutné vztahovat příslušný druh zásob k adekvátnímu ukazateli spotřeby. Rychlost obratu zásob materiálu bychom tak vyjádřili jako poměr materiálních nákladů (spotřeba materiálu) a zásob materiálu. Vzhledem k tomu, že zásoby jsou rozvahová položka vykázaná k jednomu časovému okamžiku, doporučuje se k výpočtu použít průměrný stav zásob za období, aby se alespoň částečně odstranil statický charakter položky zásob.

Výsledkem výpočtu je absolutní číslo, které znamená počet obrátek, jinak řečeno, kolikrát se přemění zásoby v ostatní formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětný nákup zásob. Je tím větší, čím kratší doba uplyne mezi pořízením (naskladněním) zásob a prodejem. Nízký počet obrátek představuje nebezpečí pro platební schopnost podniku, může být důsledkem špatné nákupní politiky, nahromaděním nepotřebných nebo neprodejných zásob. Pokud je hodnota ukazatele v porovnání s průměry lepší, pak to znamená, že podnik nemá zbytečné nelikvidní zásoby, které by vyžadovaly nadbytečné

financování. Přebytečné zásoby jsou totiž neproduktivní a jsou v nich umrtveny prostředky, které musí být profinancovány a dochází tak k vázanosti kapitálu, který nenesé žádný výnos.

Doba obratu zásob je poměrem průměrného stavu zásob a průměrných denních tržeb, resp. nákladů, jednodušeji lze výpočet provést tak, že vydělíme počet dnů v roce (365) obratem zásob. Tento ukazatel se považuje za ukazatel intenzity využití zásob, říká nám, jak dlouho (ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob neboli kolik dní trvá jedna obrátka. Vyjadřuje počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby (u surovin a materiálu) nebo do doby jejich prodeje (u zásob vlastní výroby). U zásob hotových výrobků a zboží je rovněž indikátorem likvidity, protože udává počet dnů, za něž se zásoby promění v hotovost nebo pohledávky.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/365} \text{ nebo } \frac{365}{\text{obrat zásob}}$$

Na první pohled zvýšení obratu zásob a snížení doby obratu zásob může znamenat efektivnější využití zásob, ovšem na druhé straně může být znakem **podkapitalizování** podniku. K tomu často dochází v období expanze podniku, kdy podnik prudce rozšiřuje výrobu a prodej, čímž spontánně rostou jeho aktiva (zásoby, pohledávky, dlouhodobý hmotný majetek), která nejsou kryta potřebnými finančními zdroji.

Obecně sice platí, čím vyšší je obrat a kratší doba obratu zásob, tím lépe. Avšak až do určité míry, za dodržení určitých podmínek, že zásoby materiálu zajišťují plynulou výrobu, že jsou zajištěny dostatečné zásoby hotových výrobků, aby byl podnik schopen reagovat na poptávku, jinak by mohl ztrácet zákazníky. Nedostatečný stav zásob může mít za následek nízký objem výroby a podnik přichází o tržby, které by mohl dosáhnout. Nelze proto zjednodušeně pokles hodnoty doby obratu celkových zásob interpretovat jako žádoucí a růst jako nežádoucí. Hodnota doby obratu celkových zásob je výslednicí mnoha protisměrných faktorů a jen velmi obtížně ji lze interpretovat bez detailnějšího zevrubnějšího pohledu na doby obratu jednotlivých druhů zásob (materiálu, zboží, zásob vlastní výroby a výrobků).

Ukazatel **doby obratu celkových zásob**, i dílčí ukazatele obratu (**materiálu, zásob vlastní výroby, výrobků a zboží**) ve vztahu k určité velikosti podniku a oboru podnikání vykazují hodnoty obvykle v určitém rozpětí. Lze pak stanovit obvyklé a žádoucí hodnoty ukazatele doby obratu zásob. Musí existovat určitý vztah mezi optimální velikostí zásob a rychlostí a dobou obratu zásob. Za optimální hodnotu doby obratu zásob můžeme považovat takovou hodnotu, při níž se náklady spojené s hospodařením se zásobami minimalizují. Optimalizace zásob představuje samostatnou součást finančního řízení podniku v rámci krátkodobého finančního řízení, které je založeno na tézi, že za optimální hodnotu můžeme považovat takovou hodnotu, při níž se náklady spojené s hospodařením se zásobami minimalizují.

Obrat pohledávek (*accounts receivable turnover*), resp. rychlost obratu pohledávek je vcelku jednoduše vyjadřován jako poměr tržeb a průměrného stavu pohledávek.

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$$

Tento ukazatel udává v podobě počtu obrátek, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky.

Doba obratu (splatnosti) pohledávek (*average collection period*) je vcelku jednoduše vyjadřována jako poměr průměrného stavu pohledávek a průměrných denních tržeb, nebo jednoduše se vypočte, jestliže počet dní v roce (365) dělíme obratem pohledávek. Ukazuje, jak dlouho, kolik dní se majetek podniku vyskytuje ve formě pohledávek, jak dlouho je inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny, proto se někdy nazývá **inkasní období**. Ukazatel má význam zejména v podmínkách obchodního úvěru, proto se jeho výpočet zpravidla omezuje na **pohledávky z obchodního styku** a tržby je třeba snížit o případný prodej za hotové. V praxi se však pro nedostatek vhodných údajů pracuje s celými krátkodobými pohledávkami či dokonce s pohledávkami celkem a s tržbami celkem.

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/365} \text{ nebo } \frac{365}{\text{obrat pohledávek}}$$

$$\text{doba obratu pohledávek z obch. styku} = \frac{\text{pohledávky z obch. styku}}{\text{tržby}/365}$$

Ukazatel vypovídá o platební disciplíně odběratelů, slouží k vyhodnocení inkasní politiky podniku. Z hodnoty ukazatele lze vyvodit, zda se podniku daří dodržovat stanovenou obchodně úvěrovou politiku. Je-li v platební podmínce stanovena lhůta splatnosti např. do 30 dnů nebo do 45 dnů, můžeme z hodnoty tohoto ukazatele usoudit, zda inkaso probíhá v souladu s touto stanovenou platební podmínkou nebo je lepší či horší.

Z uvedeného vyplývá, že by hodnota doby obratu pohledávek měla odpovídat průměrné době splatnosti faktur. I kdyby však všechny pohledávky byly řádně spláceny, vypočtená doba obratu pohledávek bude delší. Důvodem je, že do pohledávek je zahrnuta daň z přidané hodnoty (DPH). Jsme-li plátcí DPH na výstupu a prodáváme své výrobky s např. 15%-ní sazbou DPH, potom při řádné úhradě námi vystavených faktur bude doba obratu pohledávek 1,15 krát delší než skutečná doba splatnosti, délka obchodního úvěru.

Optimální hodnota ukazatelů doby obratu pohledávek, stejně jako u ostatních ukazatelů obratovosti, se nebude nacházet v extrému, v minimu či maximu. Avšak vysoká hodnota vede k vyšším kapitálovým nákladům a zvýšené administrativě. Vzniká i větší nebezpečí ze změny finanční situace odběratele z dobré na špatnou, a tudíž k možnému vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti. V této souvislosti by bylo užitečné počítat zvlášť dobu obratu pohledávek z obchodního styku do lhůty splatnosti a po lhůtě splatnosti.

Doba spláčení krátkodobých závazků (*creditors payment period*). Za užitečné se považuje rovněž porovnávat platební disciplínu odběratelů (doba obratu pohledávek) s vlastní platební disciplínou.

$$\text{doba spláčení závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}/365}$$

Ukazatel kvantifikuje dobu trvání úhrady závazku od okamžiku jeho vzniku, udává dobu ve dnech, po které zůstávají krátkodobé závazky neuhrazeny a podnik využívá bezplatný obchodní úvěr. Nákup na obchodní úvěr představuje peněžní prostředky, které podnik po určité době zadržuje a využívá pro vlastní potřeby.

Vysokou vypovídací schopnost má výpočet tzv. **obchodního deficitu**, tj. rozdílu mezi dobou obratu pohledávek z obchodního styku ve dnech a dobou obratu závazků z obchodního styku ve dnech. Z metodického hlediska je důležité, aby jmenovatel byl u obou ukazatelů stejný.

$$\text{obchodní deficit} = \frac{\text{pohledávky z obch. styku}}{\text{tržby}/365} - \frac{\text{závazky z obch. styku}}{\text{tržby}/365}$$

Obchodní deficit vyjadřuje, jestli podnik úvěruje svoje zákazníky (je kladný), anebo naopak jestli dodavatelé pomáhají financovat provoz firmy (je záporný). V prvním případě to může znamenat potřebu dalších zdrojů financování v druhém případě zvýšení volného peněžního toku. Jeho existence tedy vede k rychlejšímu nárůstu pohledávek oproti nárůstu závazků, a jestliže není tento deficit vykompenzován ziskovou marží či jinými finančními zdroji, projeví se bezprostředně poklesem peněžních toků.

Pro posouzení přiměřenosti objemu **finančního majetku** je vhodný ukazatel doby obratu:

$$\text{doba obratu finančního majetku} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{tržby}/365}$$

Ukazatel udává, kolikadenní tržby zůstávají na účtu, na hotovosti, na cestě, popřípadě v podobě jiného krátkodobého finančního majetku. Pro posouzení přiměřenosti finančního majetku se jeví tento ukazatel jako vhodnější než často doporučovaný ukazatel peněžní likvidity (poměr finančního majetku ke krátkodobým dluhům).

Od pracovního kapitálu se odvozuje ukazatel **obratu pracovního kapitálu** (*working capital turnover ratio*), který je také měřítkem likvidity. Je konstruován jako poměr tržeb k průměrnému stavu pracovního kapitálu za určité období (např. 1 rok).

$$\text{obrat pracovního kapitálu} = \frac{\text{tržby}}{\text{pracovní kapitál}}$$

Do tohoto ukazatele se promítá délka výrobního cyklu, která ovlivňuje, jak velká část oběžných aktiv a jak dlouho je vázána v zásobách a pohledávkách. Vázanost aktiv ve formě

zásob a pohledávek, rychlost jakou jsou přeměňovány na hotovost se pak projevuje v likviditě podniku. Hodnoty tohoto ukazatele se mohou významně lišit v různých odvětvích a v závislosti na druhu činnosti, např. v obchodě může být obrat 12 krát za rok, zatímco ve stavebnictví nemusí dosáhnout ani 1 krát za rok.

8. Analýza provozního a finančního rizika ztráty

Celkové riziko podniku je kombinací celé řady rizik, která jsou různě vymezena. Nejrozšířenější je patrně rozlišení rizika na:

- **systematické (tržní, nediverzifikovatelné) riziko** podmíněné faktory ovlivňujícími trh jako celek, kdy všechny podniky jsou ohroženy nebezpečím prolínajícím celou ekonomiku,
- **nesystematické (jedinečné, specifické, diverzifikovatelné) riziko** vyplývá z nebezpečí, které ohrožuje určitý podnik a působí pouze na úrovni daného podniku.

Všechny činnosti podniku jsou spojeny s ekonomickým **podnikatelským rizikem** (*business risk*). Rozeznáváme **provozní riziko**, zda se podaří produkty se ziskem vyrobit a prodat, **investiční riziko**, zda se dosáhne projektované efektivnosti, **finanční riziko**, zda nedojde k předlužení či platební neschopnosti.

Provozní riziko (*operating risk*) představuje hlavně nejistotu ve výnosech způsobenou především:

- proměnlivostí prodeje (riziko spojené s trhem),
- úrovní fixních provozních nákladů (riziko spojené s provozem).

Vztahuje se především k povaze výroby, k výrobkové struktuře, bývá spojováno s nestabilitou obratu způsobenou hlavně životním cyklem výrobku, podílem na trhu, výkyvy v poptávce, konkurencí, makroekonomickým prostředím (např. měnovými faktory, hlavně kursem a inflací). Podnikatelské provozní riziko se liší podle odvětví, dále také uvnitř odvětví podle velikosti, tradice či jména podniku. Je ovlivňováno mnoha faktory, zejména:

- poptávkou po produktech – rozhodujícím prvkem je zde stabilita (elasticita) poptávky, tedy cenová pružnost. Čím větší je elasticita poptávky, tím vyšší je podnikatelské riziko.
- stupeň konkurence na trhu
- charakter trhu vstupů – zejména stabilita trhu, sociální konflikty u dodavatelů
- schopnost přizpůsobovat ceny produkce cenám vstupů
- provozní zisková marže – čím vyšší, tím nižší je riziko
- struktura nákladů – proporce mezi fixními a variabilními náklady. Tento jev se vztahuje k tzv. **provozní páce** (*operating leverage, operating gearing*)

V souvislosti s provozní (běžnou) činností vzniká **provozní riziko**, které rozdělujeme na dvě složky:

1. provozní riziko **ztráty**, které se testuje:
 - **analýzou bodu zvratu**

- ukazateli **míry provozního rizika ztráty** (stupeň provozní páky)
2. provozní riziko **platební neschopnosti**, které se testuje:
 - ukazateli **likvidity**.

Finanční riziko (*financial risk*) je chápáno jako riziko vyplývající ze skladby zdrojů financování podniku podle nároků na pořadí jejich úhrady. Zdrojem finančního rizika jsou tu všechny druhy cizího kapitálu. Finanční riziko podniku je vyvoláno dluhy. Je obecně známo, že závazky věřitelů (zajištěné i nezajištěné) mají přednostní právo na úhradu úroku a úmor jistiny před akcionáři (majiteli kmenových akcií).

Každé zvýšení podílu cizích zdrojů v celkových zdrojích vede ke zvýšení finančního rizika nejen věřitelů, ale i akcionářů. Za převzetí dodatečného finančního rizika požadují investoři, akcionáři přiměřenou úhradu ve formě dividend, která je tím vyšší, čím vyšší je toto riziko. Finanční riziko podniku ohrožuje především jeho věřitele, ale nepřímě i jeho vlastníky. Věřitelé se mohou před nadměrným rizikem chránit omezením finančních prostředků, které podniku svěřují

V souvislosti s finanční činností vzniká **finanční riziko**, které rozdělujeme na dvě složky:

1. finanční riziko **ztráty**, které se testuje:
 - ukazateli míry **finančního rizika** (stupeň finanční páky)
2. finanční riziko **platební neschopnosti** splácení dluhů, které vznikly vědomě sjednáním úvěru nebo emisí dluhopisů, které se testuje:
 - ukazateli **finanční stability a zadluženosti**.

Finanční stránka hospodaření podniku je neoddělitelná od vlastní provozní stránky a neplní žádnou izolovanou funkci, finanční riziko zesiluje provozní riziko a obě spolu velmi úzce souvisí. Obecně platí, že čím větší je podnikatelské riziko, tím menší může být riziko finanční. Analýza podnikatelského rizika je nutná pro rozhodnutí, zda je výhodné do daného podniku vložit disponibilní kapitál. Příjmy z výrobní činnosti musí zajistit dostatek peněz k úhradě fixních provozních i finančních nákladů vůči všem věřitelům a musí generovat zajímavý výnos pro vlastníky.

Předmětem zájmu v této kapitole bude analýza jednotlivých složek **provozního a finančního rizika ztráty**. V následující kapitole se budeme podrobněji zabývat **provozním a finančním rizikem platební neschopnosti**.

Provozní riziko ztráty

Provozní riziko (*operating risk*) je především dáno rozsahem, v jakém je v podniku využíván investiční, dlouhodobý hmotný majetek, s ním spojené fixní náklady a jaký je jejich poměr k nákladům variabilním. Vybavenost dlouhodobým majetkem souvisí s povahou činnosti, technologií používanou v jednotlivých průmyslových odvětvích a oborech. Jde tedy o míru rizika zakotveného v dané struktuře majetku a z toho vyplývající

vztah mezi provozními fixními a variabilními náklady. Vztahem fixních a variabilních nákladů je pak dáno **provozní riziko ztráty**, přičemž platí, čím větší je podíl fixních nákladů, tím větší je provozní riziko ztráty a naopak. Růst podílu fixních nákladů a pokles podílu variabilních nákladů znamená růst provozního rizika a naopak.

Růst fixních nákladů je úzce svázán s technologií používanou v různých odvětvích a lze jej vysvětlit právě technologickými změnami, zavedením nových strojů, omezením živé práce, rozhodnutím nakupovat materiál ve vyšším stádiu rozpracovanosti, vyrábět komponenty vlastními silami místo dřívějšího nákupu od externích dodavatelů. Pokles podílu variabilních nákladů je způsoben zpravidla omezováním provozních aktivit podniku a s tím spojeným poklesem obratu a tržeb.

Při dostatečné výrobní kapacitě povede zvyšování objemu činnosti k vyšším ziskům u podniku s větším podílem fixních nákladů než u podniku, jehož náklady jsou především variabilní. Růst podílu fixních položek však zvyšuje provozní riziko podniku, což s sebou nese nebezpečí velkého poklesu zisku a výnosnosti i při malém snížení objemu výroby a odbytu. Z toho také vyplývá, že více rizikové podniky musí investorům nabízet vyšší výnosnost jimi vložených prostředků než společnosti s nižším podílem fixních nákladů.

Provozní riziko ztráty hrozí z **poklesu tržeb** a z **nárůstu nákladů**, protože provozní zisková marže nesnižuje při poklesu tržeb vlivem fixních provozních nákladů.

Zveřejňované údaje neumožňují spolehlivě analyzovat provozní riziko ztráty. Tyto informace nejsou obsaženy v účetních výkazech, jelikož účetní metodika nečlení náklady na fixní a variabilní. Tyto údaje lze čerpat např. z operativních rozpočtů a předběžných a výsledných kalkulací nákladů.¹⁹

Vybavení, které má podnik k dispozici, určuje maximální rozsah činnosti, který je možné v běžném období zajistit. Zároveň je možné stanovit, za předpokladu známých podmínek realizace na trhu, i minimální rozsah činnosti, aby nebyla ztrátová. V rámci těchto limitů využití kapacity je možno rozlišovat náklady fixní a variabilní.

Praktickým problémem je způsob oddělení fixních a variabilních nákladů v rámci celkových nákladů. Jak je možné v praxi poznat chování konkrétní nákladové položky?

Fixní náklady (struktury) se v rámci dané kapacity podniku při změnách rozsahu činnosti nemění, jejich výše nezávisí na úrovni činnosti. Za plně fixní náklady jsou považovány zejména časové odpisy, nájemné, platy správních zaměstnanců, některé daně (např. majtkové), pojištění apod. Přitom to neznamená, že se nemění v důsledku měnících se externích podmínek, například cen dodavatelů. Pokud však vyloučíme určitými mechanismy tyto vnější vlivy (předpoklad stabilního ocenění), je fixní charakter těchto

¹⁹ Americká odborná literatura doporučuje možnost nahradit poměr mezi fixními a variabilními náklady poměrem mezi dlouhodobým hmotným majetkem a celkovými aktivy.

nákladů zřejmý. Zjistí se jako rozdíl mezi celkovými náklady podniku (závodu, středisek) a náklady variabilními.

Jsou fixní ve vztahu k uvažovanému rozsahu využití kapacity, ve sledovaném časovém období. **Délka časového období** (rok, čtvrtletí, měsíc, týden, den) a tomu odpovídající využití kapacity přitom mění **podíl fixních a variabilních nákladů**. Čím je období kratší, tím vyšší je podíl fixních nákladů. Při řízení nákladů v praxi je obvykle stanoveno základní časové období, ke kterému se vztahují fixní náklady.

Variabilní náklady (výkonové – výrobku, zakázky, činnosti) se mění s rozsahem činnosti, přitom tyto změny nemusí být proporcionální. Variabilní jsou zpravidla pouze náklady jednicové. Typickým příkladem je základní materiál, výrobní energie, některé mzdy např. výrobních dělníků, provize. Obtíže mohou vznikat u tzv. **smíšených nákladů**, které zahrnují jak fixní, tak variabilní složku. Do této kategorie patří hlavně některé položky režijních nákladů (na opravy a údržbu, režijní mzdy, částečně energie apod.). Variabilní jsou i některé režijní náklady, které jsou vynaloženy opakovaně na zajištění stanoveného množství výkonů.

Část variabilních nákladů, která se mění **proporcionálně** s rozsahem činnosti, je možno určit na základě zkušeností a podrobných znalostí výrobních a pracovních postupů. Pomocí analýzy skutečného vývoje konkrétních položek je možno tyto původní předpoklady ověřovat porovnáním tempa růstu rozsahu činnosti a tempa růstu nákladů. Proporcionální náklady by měly dosahovat stejné procentní změny nákladů jako rozsahu činnosti (např. o 10 %).

Část variabilních nákladů, které se vyvíjí **nadproporcionálně** je zpravidla chápána jako změna (zvýšení) proporcionálních nákladů (např. příplatky za práci přesčas). Část variabilních nákladů, které se vyvíjí **podproporcionálně**, jsou z hlediska řízení spojeny s obtížemi, proto se velmi často rozdělují na část, která je fixní, a část, která je proporcionální.

Rozlišení fixních a variabilních nákladů v praxi bude složitým problémem. Přitom by tento pohled na náklady měl být srozumitelný širokému okruhu pracovníků podniku. Vhodným řešením, i když ne zcela přesným, je zásadní rozlišení konkrétní nákladové položky na fixní nebo variabilní při jejím vzniku, při konkrétní spotřebě nákladů.

Nejznámější **metody analýzy nákladů** jsou **statistické**. Rozsah činnosti je nezávisle proměnnou, závisle proměnnou jsou náklady. Každé úrovni aktivity odpovídá konkrétní výše nákladů. Znázorníme-li tyto vztahy graficky, získáme množinu bodů, kterou je možno proložit křivku modelující průběh nákladů v závislosti na rozsahu činnosti. Nejjednodušší závislostí je lineární, graficky vyjádřená přímkou. K nalezení parametrů této přímky lze použít metodu nejmenších čtverců, kdy se kladné a záporné odchylky skutečných a modelovaných hodnot kompenzují takovým způsobem, že součet čtverců těchto odchylek je minimální.

Pro testování a hodnocení důsledků poměru mezi fixními a variabilními náklady na úroveň zisku a celkovou výnosnost vložených prostředků se nejvíce používají technika stanovení **bodu zvratu** (*break-even point analysis*), tzv. **prahu rentability** , a technika tzv. **marginálních nákladů** , která poskytuje velmi cennou informaci o **příspěvku na úhradu** , resp. krycím příspěvku (*contribution margin*). Tento postup, který je známý již více než 60 let, vychází právě z rozdělení nákladů na fixní a variabilní, umožňuje krátkodobé rozhodování optimalizující využití zdrojů podniku.

Příspěvek na úhradu se vypočítává jako **rozdíl mezi prodejní cenou výrobku a variabilními náklady** vynaloženými na jeho výrobu a odbyt. Tato veličina informuje o tom, jak jednotlivé výrobky přispívají na úhradu fixních nákladů a k tvorbě zisku. Obecně platí, že čím větší je příspěvek na úhradu, tím více přispívá daný výrobek k tvorbě podnikového zisku.

Na konkrétním příkladu 3 dánských firem můžeme ukázat strukturu jejich nákladů a jejich dopad na ukazatele finanční analýzy:

tabulka 8-1 Dopad struktury nákladů na ukazatele finanční analýzy

Firma	KFK (obchodní)	L&N Holding (stavební)	Novo-Nordisk (farmaceutická)
Podíl variabilních nákladů (%) na celkových nákladech	87 %	93 %	30 %
Krycí příspěvek (podíl na FN)	17 %	13 %	76 %
Zisková marže	5,5 %	6 %	19 %
Obrat celkových aktiv	2,4	1,6	0,7
Rentabilita celkového kapitálu	13 %	9 %	13 %

Pramen: Elling J.O., Christiansen M.: Strategisk regnskabsanalyse og virksomheds vurdering, FSRs Forlag 1993, Denmark

Z uvedených údajů vyplývá, že jak obchodní společnost KFK, tak stavební společnost L & N Holding mají vysoký podíl variabilních nákladů ve srovnání se sériovou výrobou léčiv ve společnosti Novo-Nordisk. V důsledku vysokých variabilních nákladů a z toho vyplývajících nízkých fixních nákladů vykazují nižší hodnotu krycího příspěvku na úhradu fixních nákladů a tvorbu zisku.

Pro hodnoty podílu variabilních nákladů a obratu celkových aktiv platí zpravidla přímo úměrný vztah, čím je vyšší podíl variabilních nákladů, tím větší (rychlejší) je obrat celkových aktiv. Naopak, čím vyšší je podíl fixních nákladů, tím menší (pomalejší) je obrat celkových aktiv.

Pro hodnoty podílu variabilních nákladů a ziskové marže platí zpravidla nepřímo úměrný vztah, čím je vyšší podíl variabilních nákladů, tím je nižší zisková marže. Naopak, čím vyšší je podíl fixních nákladů, tím vyšší je zisková marže.

Z uvedených souvislostí vyplývá i existence vztahu mezi **provozním rizikem, ziskovou marží a obratem celkových aktiv**. Podniky, které podstupují vyšší provozní riziko (vysoký podíl fixních nákladů, resp. nízký podíl variabilních nákladů) musí klást důraz na vyšší ziskovou marži, aby dosáhly přiměřené úrovně rentability celkového vloženého kapitálu, protože jsou to zpravidla podniky náročné na vybavení dlouhodobým investičním majetkem, jehož velký objem většinou znamená, že objektivně dochází k jeho pomalému obratu (nízká je hodnota obratu celkových aktiv).

Tyto zákonitosti můžeme pozorovat při srovnání výše uvedených firem KFK a Novo-Nordisk, které dosahují stejné rentability celkového kapitálu 13 % s výrazně odlišnou strukturou nákladů, ziskovou marží a obratem kapitálu.

Struktura nákladů je významným faktorem, který ovlivňuje úroveň zisku a v konečném důsledku výnosnost, rentabilitu vložených prostředků. Toto tvrzení lze ilustrovat na následujícím konkrétním příkladu.

Předpokládáme, že dva podniky A a B dosáhly v prvním roce stejných tržeb ve výši 100 tis. Kč se stejnými celkovými náklady 80 tis. Kč a dosáhly tedy i stejného zisku 20 tis. Kč. V následujícím roce oba zvýšily tržby o 30 %, přičemž zisk podniku A se zvýšil o 60 % na úroveň 32 tis. Kč a zisk podniku B se zvýšil o 120 % na úroveň 44 tis. Kč, jak ukazuje níže uvedená tabulka:

Tabulka 8-2 Zdroj: autor

	Podnik A			podnik B		
	Rok 1	Nárůst	rok 2	rok 1	nárůst	rok 2
Tržby	100 000	30 %	130 000	100 000	30 %	130 000
Náklady	80 000		98 000	80 000		86 000
Zisk	20 000	60 %	32 000	20 000	120 %	44 000

Odpověď na otázku, co způsobilo dvojnásob větší nárůst zisku u podniku B ve srovnání s podnikem A, je třeba hledat v rozdílné struktuře nákladů, která je uvedena v následující tabulce:

Tabulka 8-3 Struktura nákladů Zdroj: autor

	Podnik A			Podnik B		
	rok 1	podíl na celkových nákladech	rok 2	rok 1	podíl na celkových nákladech	rok 2
Fixní náklady	20 000	25 %	20 000	60 000	75 %	60 000
Variabilní náklady	60 000	75 %	78 000	20 000	25 %	26 000
Celkové náklady	80 000	100 %	98 000	80 000	100 %	86 000

Jak je z této tabulky patrné, fixní náklady se nezměnily a variabilní náklady se zvýšily proporcionálně s objemem výroby a odbytu také o 30 %, což způsobilo, že celkové náklady podniku A jsou mnohem větší než podniku B a díky tomu docílil podnik B vyššího nárůstu zisku, což je mu „odměnou“ za podstoupené vyšší provozní riziko (vyšší podíl fixních nákladů).

Analýza bodu zvratu

Rozdělení nákladů na náklady variabilní (výkonové) a fixní (struktury) je velmi důležité pro stanovení **bodu zvratu**. **Bod zvratu** (mrtvý bod, práh rentability) je takový objem výkonů, při kterém nemá podnik ztrátu a nedosahuje zisku, celkové náklady jsou uhrazeny celkovými výnosy. Zda v daném období bude dosaženo zisku nebo vznikne ztráta, závisí na celkovém rozsahu prodeje a jeho struktuře. Zisk, ztráta, fixní náklady jsou veličiny, které se vztahují k období, celkové činnosti podniku.

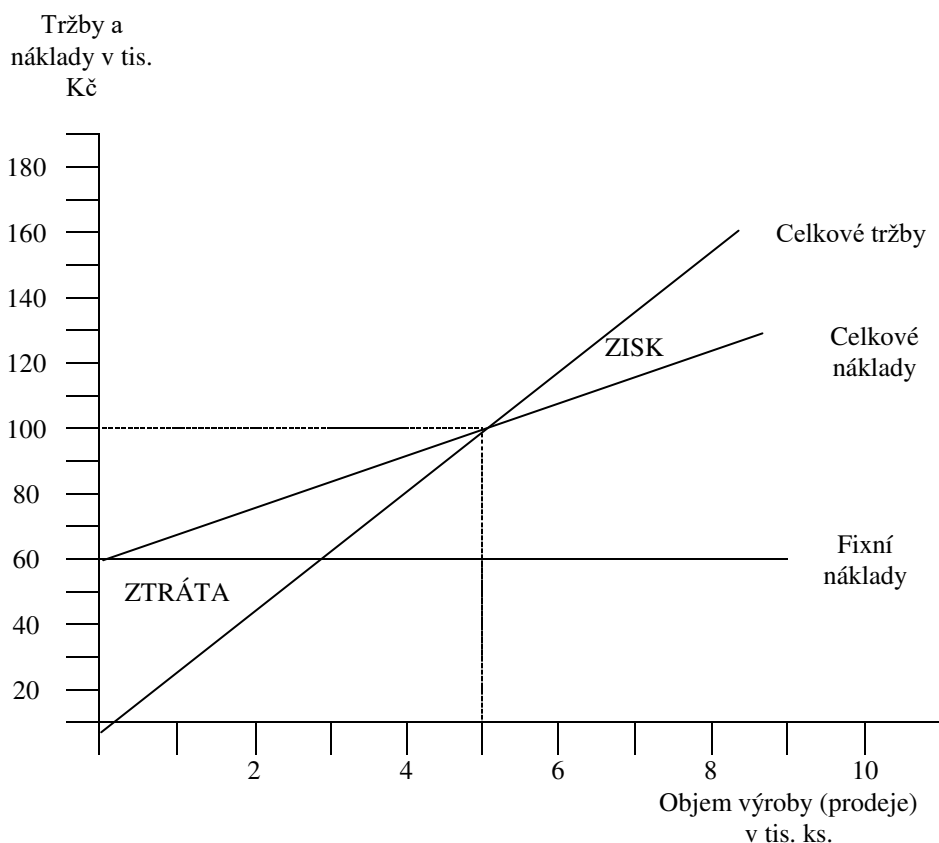
Bod zvratu je možno zjistit nejen v **naturálním vyjádření**, jako minimální prodané množství nezbytné k úhradě celkových nákladů, ale i v **peněžním vyjádření**, jako minimální výnosy uhrazující celkové náklady. Peněžní vyjádření bodu zvratu je vhodné i pro nehomogenní činnosti. Vztah různé struktury nákladů variabilních a fixních a způsob, jakým ovlivňují absolutní výši zisku a tím i výnosnost vloženého kapitálu je možné prokázat pomocí **analýzy bodu zvratu** na následujícím příkladu.

Předpokládáme opět dva podniky s odlišným podílem fixních a variabilních nákladů. Podnik A vykazuje fixní náklady ve výši 60 tis. Kč, variabilní náklady na jeden výrobek 8 Kč a prodejní cenu jednoho výrobku 20 Kč. Potřebné údaje pro analýzu bodu zvratu uspořádáme do následující tabulky:

Objem prodeje Q (v kusech)	Fixní náklady FN (v tis. Kč)	Variabilní náklady v.Q (v tis. Kč)	Celkové náklady FN + v.Q (v tis. Kč)	Tržby c.Q (v tis.Kč)	Zisk (ztráta) (v tis.Kč)
0	60	0	60	0	(-60)
2 000	60	16	76	40	(-36)
4 000	60	32	92	80	(-12)
5 000	60	40	100	100	0
6 000	60	48	108	120	12
8 000	60	64	124	160	36
10 000	60	80	140	200	60

Zdroj: autor

Graf 8-1



Zdroj: autor

Analýza bodu zvratu umožňuje zjistit, při jakém objemu činnosti dochází k rovnováze mezi tržbami, resp. výnosy a náklady a kdy další zvyšování objemu činnosti začíná přinášet zisk. V případě podniku A je to při objemu odbytu 5 tis. ks vyráběné produkce, jak vyplývá z výše uvedené tabulky i z grafu.

Bod zvratu (*break - even point*) lze stanovit i výpočtem podle rovnice:

$$\text{bod zvratu} = \frac{\text{fixní náklady}}{\text{cena}_{\text{jedn.}} - \text{variabilní náklady}_{\text{jedn.}}} = \frac{60\,000}{20 - 8} = \frac{60\,000}{12} = 5000 \text{ kusů}$$

Pokud podnik A získal z každého prodaného výrobku 12 Kč příspěvek na úhradu (marži) ke krytí fixních nákladů, pak minimální objem prodeje ve výši 5 tis. kusů mu pokryje celkové fixní náklady ($5\,000 \cdot 12 = 60\,000$ Kč). Za touto hranicí podnik realizuje zisk, takže každý jednotlivý výrobek přispívá částkou 12 Kč k tvorbě celkového zisku a každé zvýšení odbytu se projeví v nárůstu absolutní výše zisku. U každé činnosti existuje určité minimální množství výrobků, služeb (bod zvratu, mrtvý bod), které je nezbytné k tomu, aby činnost podniku za jinak nezměněných podmínek nebyla ztrátová.

Druhý podnik B je opatrnější v investování do dlouhodobého hmotného majetku například z obavy, že by nebyl schopen na trhu realizovat 5 tis. kusů výrobků (konkurenční pozice na

trhu může být významným faktorem), proto z kapacitních důvodů využívá strojní zařízení v menším rozsahu nebo s nižšími technickými parametry a při nižších fixních nákladech. S tím je ale zpravidla spojen vyšší objem variabilních nákladů na jednotlivý výrobek. Předpokládejme, že podnik B má nižší fixní náklady v hodnotě 12 tis. Kč a vyšší variabilní náklady 16 Kč na jeden výrobek.

Průběh nákladů, tržeb a vývoj zisku sestavíme do následující tabulky.

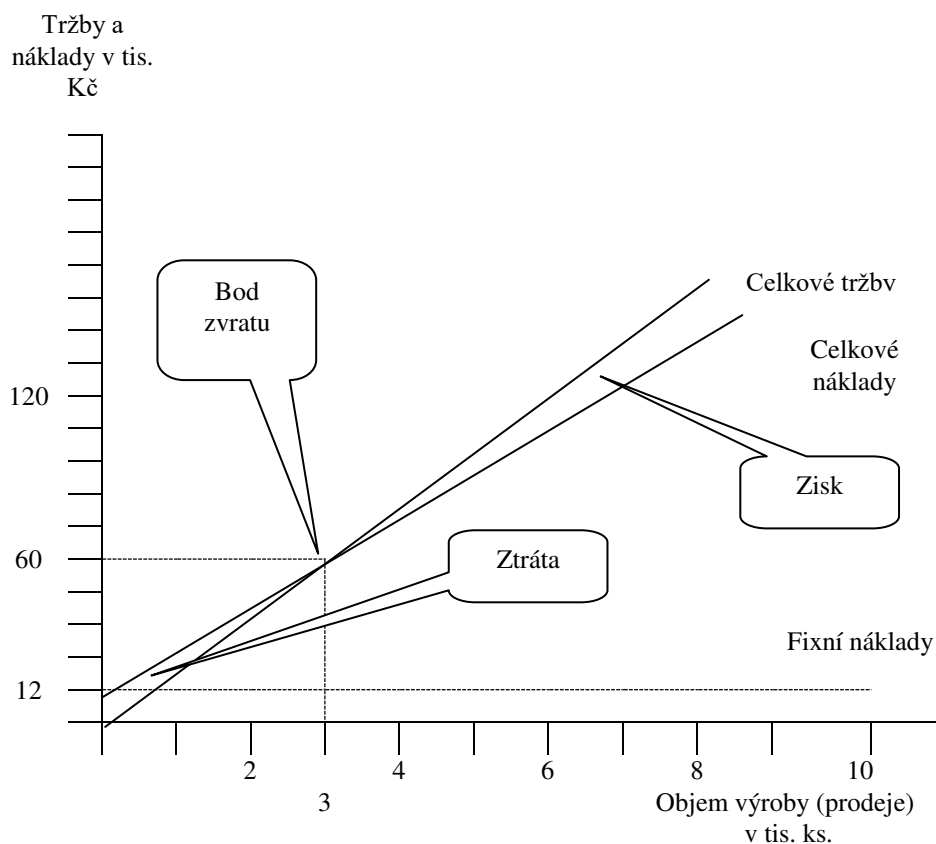
Tabulka 8-4 Zdroj: autor

Objem prodeje Q (v kusech)	Fixní náklady FN (v tis. Kč)	Variabilní náklady v.Q (v tis. Kč)	Celkové náklady FN + v.Q (v tis. Kč)	Tržby c.Q (v tis.Kč)	Zisk (ztráta) (v tis.Kč)
0	12	0	12	0	(-12)
2 000	12	32	44	40	(-4)
3 000	12	48	60	60	0
4.000	12	64	76	80	4
5 000	12	80	92	100	8
6 000	12	96	108	120	12
8 000	12	128	140	160	20
10 000	12	160	172	200	28

Při stejné prodejní ceně výrobku 20 Kč dosáhne podnik B bodu zvratu při objemu výroby a odbytu 3 tis. kusů, jak vyplývá z tabulky, výpočtu a grafického zobrazení.

$$\text{bod zvratu} = \frac{\text{fixní náklady}}{\text{cena}_{\text{jedn.}} - \text{variabilní náklady}_{\text{jedn.}}} = \frac{12\,000}{20 - 16} = \frac{12\,000}{4} = 3\,000 \text{ kusů}$$

Graf 8-2



Zdroj: autor

V případě podniku B je patrné, že i při vysokém objemu výroby a odbytu je zisk poměrně nízký, např. při prodeji 10 tis. kusů podnik B dosáhl zisku 28 tis. Kč, což je o 32 tis. Kč méně ve srovnání s 60 tis. Kč zisku podniku A.

Příčina je zřejmá, podnik A je **kapitálově náročnější** (*capital intensive*), s vyšším podílem fixních nákladů dosahuje bodu zvratu při vyšší úrovni výroby a odbytu. Zároveň je ale mnohem citlivější ve vývoji zisku na změny výroby a odbytu ve srovnání s podnikem B. Při stejném objemu realizované produkce dosahuje sice vyššího zisku, ale zároveň při stejném poklesu výroby a odbytu je pokles jeho zisku podstatně větší.

Skutečnost, že při výkyvech obrátu se náklady nemohou změnit ve stejném rozsahu, protože část nákladů má charakter fixních nákladů, vyjadřujeme pojmem **provozní páka** (*operating gearing* /brit.angl./, resp. *operating leverage* /am.angl./). **Provozní páka** vyjadřuje citlivost reakce provozního zisku na změny v celkových tržbách podniku. Je-li velká část provozních nákladů fixních, provozní zisk se velmi výrazně sníží s poklesem tržeb a naopak.

Rozlišujeme zde **silnou a slabou provozní páku**. Slabá páka je typ nákladové struktury charakterizující podnik s nízkými fixními náklady a vysokými variabilními náklady. Výsledkem je nízký bod zvratu (při malém množství produkce). Naopak silná provozní páka je typická pro vysoce automatizované procesy, high technologie, jejímiž charakteristickými znaky jsou velké fixní náklady (investice), což je příčinou vysokého bodu zvratu.

Ukazatele míry provozního rizika ztráty (stupeň provozní páky)

Jelikož různé podniky mají různou strukturu fixních a variabilních nákladů, využívá se pro porovnání ukazatel **míry provozního rizika**, resp. **stupeň provozní páky** (*degree of operating leverage – DOL*) jako poměru změny provozního zisku (v %) a změny objemu prodeje (v %). Ukazatel stupně provozní páky říká, jak se změní provozní zisky při změně tržeb o 1 %.

Kvantifikaci tohoto ukazatele provedeme na konkrétních údajích obou podniků A a B a budeme sledovat, co se stane s provozním ziskem, pokud se objem prodeje zvýší z 8 tis. kusů na 10 tis. kusů.

Zdroj: autor

Objem prodeje v kusech	Zisk (ztráta) podniku A(v tis. Kč)	Zisk (ztráta) podniku B(v tis. Kč)
0	(-60)	(-12)
2 000	(-36)	(-4)
4 000	(-12)	4
6 000	12	12
8 000	36	20
10 000	60	28

Podnik A

$$\text{stupeň provozní páky} = \frac{\text{změna provozního zisku (v \%)}}{\text{změna objemu prodeje (v \%)}} = \frac{\frac{60\,000 - 36\,000}{36\,000} \times 100\ \%}{\frac{10\,000 - 8\,000}{8\,000} \times 100\ \%} = \frac{\frac{24\,000}{36\,000} \times 100\ \%}{\frac{2\,000}{8\,000} \times 100\ \%} = 2,7$$

Podnik B

$$\text{stupeň provozní páky} = \frac{\text{změna provozního zisku (v \%)}}{\text{změna objemu prodeje (v \%)}} = \frac{\frac{28\,000 - 20\,000}{20\,000} \times 100\ \%}{\frac{10\,000 - 8\,000}{8\,000} \times 100\ \%} = \frac{\frac{8\,000}{20\,000} \times 100\ \%}{\frac{2\,000}{8\,000} \times 100\ \%} = 1,6$$

Z výpočtu lze učinit závěr, že každé zvýšení objemu prodeje o 1 % nad úroveň 8 tis. kusů přinese podniku A zvýšení provozního zisku o 2,7 %, zatímco u podniku B pouze o 1,6 %.

Stupeň provozní páky lze vyjádřit ještě jinou rovnicí:

$$\text{stupeň provozní páky} = \frac{Q \times (c - v)}{Q \times (c - v) - FN}$$

Q = počet prodaných kusů, pro které se výpočet provádí

c = prodejní cena jednoho výrobku

v = variabilní náklady na jeden výrobek

FN = fixní náklady

Dosažením údajů za oba podniky získáme stejné výsledky:

Podnik A

$$\text{stupeň provozní páky} = \frac{8\,000 \times (20 - 8)}{8\,000 \times (20 - 8) - 60\,000} = \frac{8\,000 \times 12}{8\,000 \times 12 - 60\,000} = \frac{96\,000}{96\,000 - 60\,000} = \frac{96\,000}{36\,000} = 2,7$$

Podnik B

$$\text{stupeň provozní páky} = \frac{8\,000 \times (20 - 16)}{8\,000 \times (20 - 16) - 12\,000} = \frac{8\,000 \cdot 4}{8\,000 \times 4 - 12\,000} = \frac{32\,000}{32\,000 - 12\,000} = \frac{32\,000}{20\,000} = 1,6$$

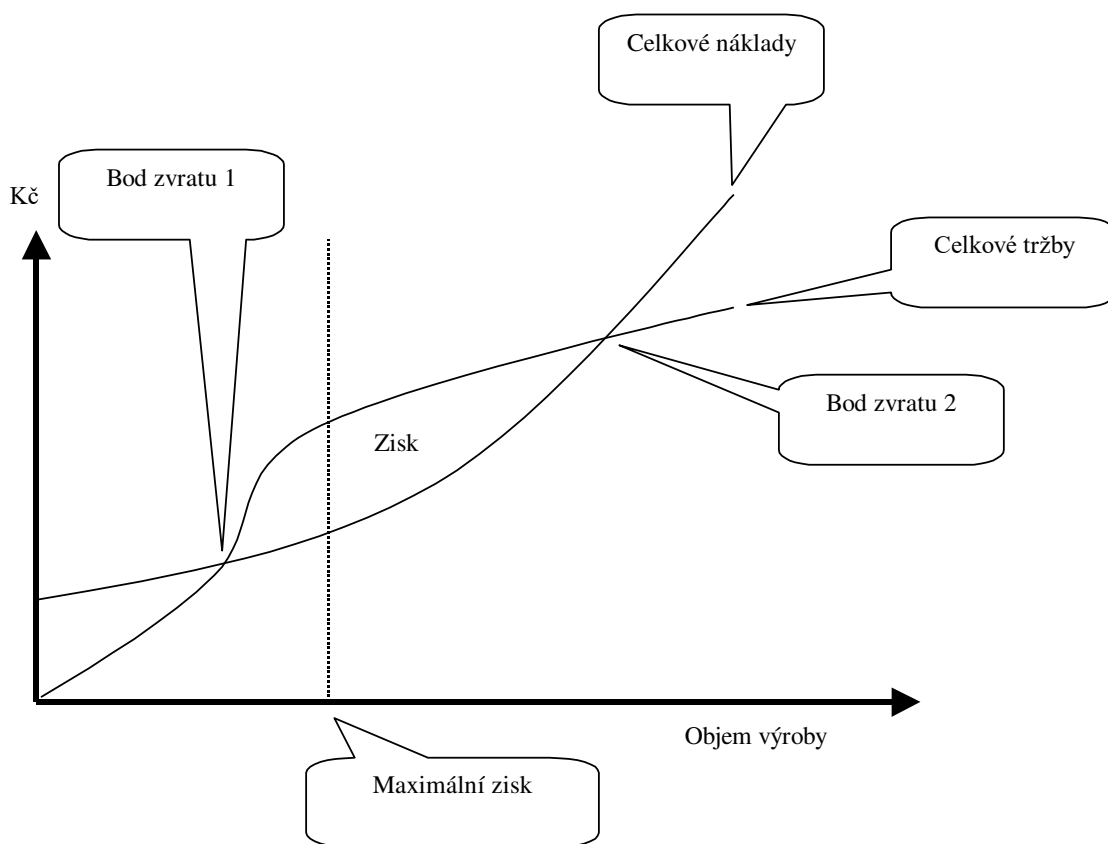
Hodnoty stupně provozní páky nejsou konstantní veličina, ale mění se v závislosti na výši zisku. Čím více skutečný odbyt přesahuje úroveň bodu zvratu a čím vyšší jsou tržby a zisk, tím nižší je stupeň provozní páky (tím klesá provozní riziko ztráty). Vysoké hodnoty jsou výhodné při růstu tržeb, naopak nebezpečné při jejich poklesu.

Někteří autoři namítají, že tento způsob měření provozního rizika je užší a zahrnuje jen riziko plynoucí z podílu fixních nákladů (tedy jen riziko spojené s provozem) nikoli riziko spojené s trhem. Ukazatel stupně provozní páky říká, jak se změní provozní zisky při změně tržeb o 1 %. Nic však neříká o tom, jakou variabilitu mohou tržby vykazovat, což však pro některé podniky představuje klíčový faktor další existence. Provozní páka tedy nemůže vyjadřovat celé provozní riziko.

V obou případech jak u podniku A, tak u podniku B jsme předpokládali lineární nárůst tržeb i nákladů a dospěli jsme k závěru, že pokud prodají méně než 5 000 kusů, resp. 3 000 kusů budou ztrátové, jestliže prodají více, budou dosahovat zisku. Pozor však, v reálné ekonomice nemusí být nárůst tržeb a nákladů takto ideálně rovnoměrný. I když prodají více než 5 000 kusů, resp. 3 000 kusů, není zaručeno, že budou mít zisk. Příčinou je jev, ke kterému dojde, když marginální náklady vzrostou natolik, že jejich další nárůst je rychlejší než nárůst marginálních tržeb. Náklady pak převýší tržby a křivka nákladů pak podruhé protne křivku tržeb. Tuto situaci znázorňuje následující graf.

Graf 8-3
autor

Zdroj:



Jak již bylo uvedeno, riziko, že vznikne někdy **provozní ztráta**, je tím větší, čím větší je podíl fixních provozních nákladů v celkových provozních nákladech. **Provozní riziko ztráty** může také vyjádřit v procentech, o kolik by musely tržby klesnout, aby bylo dosaženo pouze nulového zisku před úroky a zdaněním.

V běžném roce je vztah mezi tržbami (T), variabilními provozními náklady (VPN), fixními provozními náklady (FPN) a ziskem před úroky a zdaněním (ZUD) vyjádřen rovnicí:

$$T = VPN + FPN + ZUD$$

V bodě zvratu je provozní zisk roven nule: $ZUD = 0$

Tržby v bodě zvratu T_z se rovnají součtu variabilních nákladů v bodě zvratu VPN_z a fixních provozních nákladů FPN:

$$T_z = VPN_z + FPN$$

Variabilní provozní náklady jsou uvažovány jako přímo úměrné tržbám. Variabilní provozní náklady v bodě zvratu VPN_z jsou úměrné tržbám T_z podle konstanty $\frac{VPN}{T}$

$$VPN_z = \frac{VPN}{T} \times T_z$$

$$T_z = \frac{VPN}{T} \times T_z + FPN$$

Členy s T_z soustředíme nalevo a upravíme:

$$T_z \times \left(1 - \frac{VPN}{T}\right) = T_z \times \frac{T - VPN}{T}$$

Výraz je roven FPN, a po úpravě

$$T_z = \frac{FPN}{T - VPN} = \frac{FPN \times T}{T - VPN} = \frac{FPN \times T}{ZUD + FPN}$$

Tržby v bodě zvratu T_z vyjádříme jako funkci tržeb v běžném roce T

$$T_z = \frac{FPN}{ZUD + FPN} \times T$$

Ptáme se, tj. o kolik procent by musely tržby T v běžném roce relativně klesnout, aby se rovnaly tržbám v bodě zvratu T_z :

$$\frac{T - T_z}{T} = 1 - \frac{T_z}{T} = 1 - \frac{FPN}{ZUD + FPN} = \frac{ZUD + FPN - FPN}{ZUD + FPN}$$

$$\text{Provozní riziko ztráty PRZ} = \frac{ZUD}{ZUD + FPN} \times 100 \text{ [v \% z T]}$$

Český výkaz zisku a ztráty se sestavuje v druhovém členění: výkonová spotřeba, osobní náklady atd. V účetní závěrce nejsou údaje o fixních a variabilních provozních nákladech, jaké by se uváděly ve výkazu v účelovém členění. Uplatníme náhradní řešení, kdy za variabilní náklady pokládáme výrobní spotřebu (která je většinou variabilní) a za fixní náklady pokládáme osobní náklady (které jsou alespoň v krátkém období většinou fixní) a odpisy. Výrobní spotřeba, osobní náklady a odpisy tvoří čistý provozní přebytek ČPP, který nahradí ve vzorci zisk před úroky a zdaněním ZUD:

$$\text{Provozní riziko ztráty} = \frac{\text{čistý provozní přebytek}}{\text{čistý provozní přebytek} + \text{osobní náklady} + \text{odpisy}} \text{ [v \%]}$$

Finanční riziko ztráty

Nyní budeme věnovat pozornost podrobnější analýze finančního rizika, které odráží míru zapojení cizích zdrojů (dluhu) ve finanční struktuře podniku. Za základní faktor finančního rizika je považována **míra zadlužení**. Finanční rizika vyplývají ze způsobu financování, protože každý dluh je riskantní. Dluhy členíme podle toho, zda vznikají **spontánně** při provozní činnosti, nebo zda vznikají **vědomě** finanční činnosti (sjednáním úvěru, emisí dluhopisů).

Podobně jako provozní riziko ztráty je závislé do značné míry na podílu fixních provozních nákladů, je finanční riziko ztráty opět závislé na velikosti fixních finančních nákladů, především úroků. Finanční riziko je zde ztotožněno s **volatilitou celkových výsledků hospodaření způsobenou placením fixních nákladových úroků**. Celkové výsledky hospodaření jsou tedy závislé také na tom, jak jsou provozní aktivity podniku financovány.

Protože s cizími zdroji je spojena povinnost fixní platby úroků z těchto zdrojů, které jsou nákladovou položkou snižující zisk, mohou různé podniky se stejnou výrobní kapacitou

dosahovat rozdílných výsledků hospodaření právě v důsledku odlišného podílu cizích zdrojů na celkových zdrojích a z toho vyplývající částkou placených nákladových úroků.

Finanční riziko ztráty hrozí z případného poklesu zisku ve vztahu k úhradě úroků.

Na podniku A z předchozího příkladu, kde jsme zkoumali provozní riziko ztráty, budeme nyní ověřovat dopad finančního rizika, vyplývajícího z rozdílné **struktury finančních zdrojů**.

Podnik zvažuje dva plány financování své činnosti při celkové potřebě finančních zdrojů ve výši 200 000 Kč. V prvním případě by použil cizí zdroje 150 000 Kč (úrok 8 %, tj. 12 000 Kč ročně) a vlastní kapitál 50 000 Kč (400 ks akcií v jmenovité hodnotě 125 Kč za akcií).

V druhém případě by poměr finančních zdrojů byl právě opačný, cizí zdroje ve výši 50 000 Kč (úrok 8 %, tj. 4 000 Kč ročně) a vlastní kapitál 150 000 Kč (1 200 akcií v jmenovité hodnotě 125 Kč za akcií).

Tabulka 8-5: Finanční struktura (Zdroj: autor)

	Plán 1 (v Kč)	Plán 2 (v Kč)
Cizí zdroje (8 % úrok)	150 000 (12 000)	50 000 (4 000)
Vlastní kapitál (akcie)	50 000 (400 ks à 125 Kč)	150 000 (1 200 ks à 125 Kč)
Zdroje celkem	200 000	200 000

V následující tabulce provedeme výpočet zisku na jednu akcií pro různé úrovně dosaženého provozního zisku před úroky a daněmi (ZUD) pro oba způsoby financování (12 000 Kč, 16 000 Kč, 36 000 Kč a 60 000 Kč).

Tabulka 8-6 Výpočet zisku na akcií (Zdroj: autor)

	Plán 1 (úrok 12 000 Kč počet akcií 400 kusů)	Plán 2 (úrok 4 000 Kč počet akcií 1 200 kusů)
1. ZUD (12 000 Kč)	12 000	12 000
- úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	0	8 000
- daň ze zisku (D) sazba 30 %	0	2 400
Zisk po zdanění (Z)	0	5 600
Zisk na jednu akcií	0	4,67
2. ZUD (16 000 Kč)	16 000	16 000
- úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	4 000	12 000
- daň ze zisku (D) sazba 30 %	1 200	3 600

	Plán 1 (úrok 12 000 Kč počet akcií 400 kusů)	Plán 2 (úrok 4 000 Kč počet akcií 1 200 kusů)
Zisk po zdanění (Z)	2 800	8 400
Zisk na jednu akcii	7	7
3. ZUD (36 000 Kč)	36 000	36 000
- úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	24 000	32 000
- daň ze zisku (D) sazba 30 %	7 200	9 600
Zisk po zdanění (Z)	16 800	22 400
Zisk na jednu akcii	42	18,67
4. ZUD (60 000 Kč)	60 000	60 000
- úrok (U)	12 000	4 000
Zisk před zdaněním (ZD)	48 000	56 000
- daň ze zisku (D) sazba 30 %	14 400	16 800
Zisk po zdanění (Z)	33 600	39 200
Zisk na jednu akcii	84	32,67

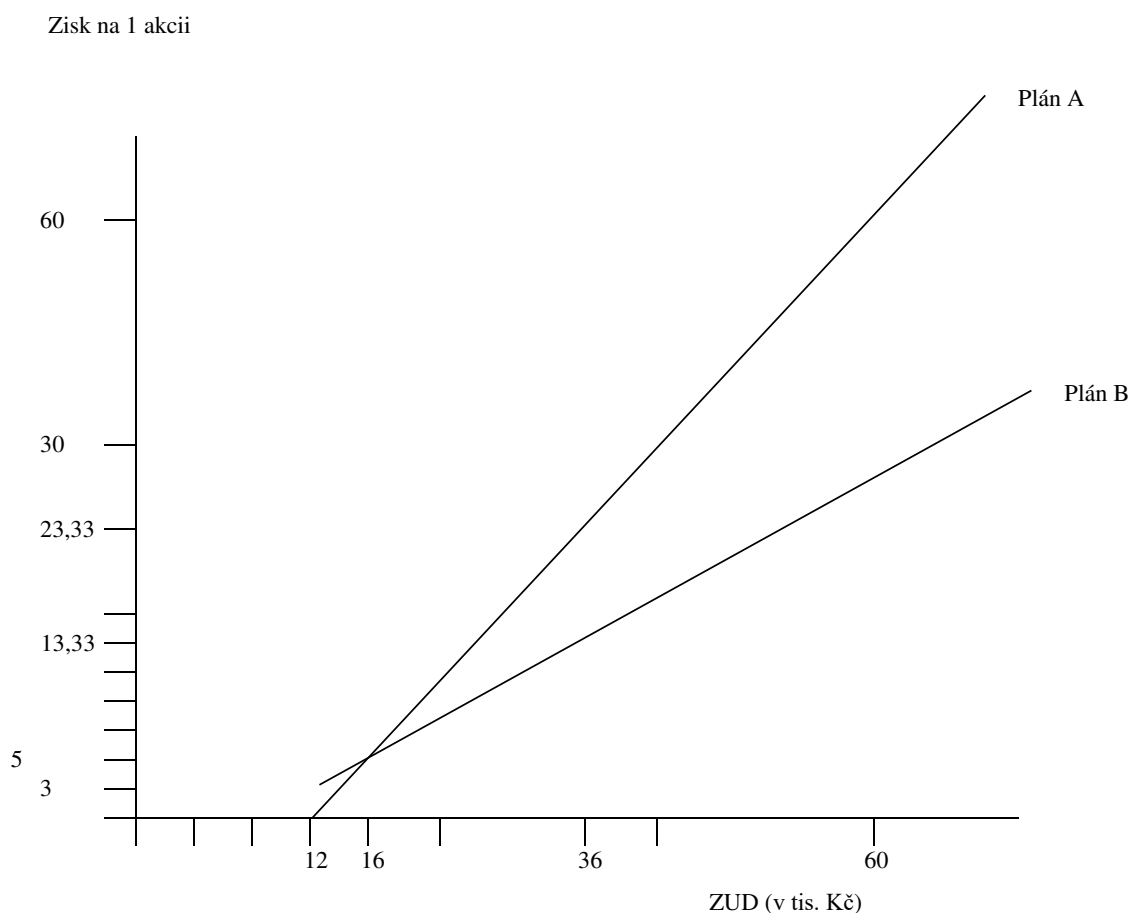
Zdroj: autor

Z daných výpočtů je evidentní, že podnik dosahuje při menším zadlužení (plán 2) lepších výsledků v zisku na jednu akcii, jestliže je provozní zisk menší, zatímco při větší zadluženosti (plán 1) bude tvořit větší zisk na jednu akcii, jestliže se provozní zisk bude zvětšovat. Totéž platí i pro rentabilitu vlastního kapitálu.

Podnik bude indiferentní k finanční struktuře při velikosti provozního zisku ve výši 16 000 Kč, kdy se rentabilita celkového kapitálu 8 % ($= 16\,000 : 200\,000$) rovná právě úrokové míře placené z cizích zdrojů. Hodnotu provozního zisku 16 000 Kč lze považovat za určitou **analogii bodu zvratu**, kdy podnik dosahuje stejného zisku na jednu akcii 7 Kč a rovněž stejné rentability vlastního kapitálu 6 %. Za hranicí provozního zisku 16 000 Kč se vyplatí využití cizích zdrojů ve větším rozsahu, tedy s vyšším zadlužením. Umožňuje podniku výrazně zvyšovat rentabilitu vlastního kapitálu a zisk na jednu akcii, v případě, že se zvyšuje provozní zisk a tím i rentabilita celkového kapitálu. V podstatě to také znamená, že vyšší zadluženost si mohou dovolit podniky s vyšším provozním ziskem.

Efekt dvou rozdílných způsobů financování na zisk na jednu akcii lze rovněž znázornit graficky.

Graf 8-4 (Zdroj: autor)



Uvedený příklad je v podstatě jen jiným velmi názorným způsobem vyjádření tzv. **pákového efektu finanční páky** (*leverage-effect*), o kterém bylo pojednáno v analýze rozkladu rentability vlastního kapitálu.

Určitá výše zadlužení je obvykle pro firmu užitečná, avšak příliš velká páka zvyšuje finanční riziko akcionářů, protože podnik je příliš zatížen splácením úroků i dluhu a snadno se dostane do nepříznivé finanční situace. S vyšší mírou zadluženosti rostou jak náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál. Odůvodňuje se to tím, že při stoupající zadluženosti roste finanční riziko podniku a věřitelé proto vyžadují vyšší úrok z úvěru. Zároveň stoupají požadavky akcionářů na výši vyplácených dividend, protože i oni nesou vyšší riziko.

Všeobecně o cizím kapitálu platí: **vypůjčené peníze pomáhají více vydělat!** Vyšší podíl cizího (vypůjčeného) kapitálu zvyšuje zisk na akcii a tržní cenu akcií. Je-li však peněz

vypůjčeno příliš mnoho, zvyšuje se finanční riziko (možnost vzniku platební neschopnosti) a narušuje se celková finanční stabilita podniku a náklady na kapitál začnou růst. Vysoký podíl úroků na zisku začne snižovat tržní cenu akcií. Optimalizace finanční struktury podniku proto spočívá ve vzájemném vyrovnávání obou faktorů – výnosnosti a rizika – tak, aby bylo dosahováno maximální tržní ceny akcií.

Kapitálový trh pak může na růst zisku na akcii při růstu zadluženosti reagovat i negativně poklesem tržní ceny akcie. S růstem zadlužení roste úměrně nejen rentabilita vlastního kapitálu a zisk na akcii, ale i **riziko investora**. Růst rizika investora vyvolává růst nákladů vlastního kapitálu, takže hodnota podniku se nemění. Proto vyšší stupeň zadlužení je třeba posuzovat nejen z hlediska vyššího růstu rentability vlastního kapitálu, ale i z hlediska rizika pro akcionáře.

Také američtí teoretikové M. Miller a F. Modigliani zdůrazňují, že při růstu zadluženosti je vyšší rentabilita vlastního kapitálu plně kompenzována požadavky akcionářů na růst dividend. Růst dividend je zdůvodňován vyšším rizikem, které akcionáři podstupují při vyšším zadlužení s ohledem na přednostní úhradu úroků z úvěru před dividendami ze zisku. Kromě toho vyšší zadlužení snižuje finanční stabilitu podniku a může vyvolat i vyšší náklady spojené s případnou platební neschopností. Proto stupeň zadlužení je třeba volit nejen z hlediska výnosnosti vlastního kapitálu, ale i s přihlédnutím k riziku, které vyšší zadluženost vyvolává. Problémem pro praktické rozhodování ovšem je, jak reálně toto riziko vyjádřit. Jedním ze způsobů kvantifikace jsou ukazatele míry finančního rizika ztráty.

Ukazatele míry finančního rizika ztráty (stupeň finanční páky)

Míru finančního rizika vyjádřeného též finanční pákou (*financial leverage*) je možno měřit **stupněm finanční páky** (*degree of financial leverage – DFL*), což je poměr změny zisku na jednu akcii (v %) a změny zisku před úroky a zdaněním – ZUD (v %). Ukazuje, jak zvýšení (pokles) provozního zisku ovlivňuje zvýšení (pokles) výnosů akcionářů.

$$\text{stupeň finanční páky} = \frac{\text{změna zisku na akcii (v \%)}{\text{změna provozního zisku (v \%)} }$$

Stupeň finanční páky lze vyjádřit ještě jednodušším způsobem, podle rovnice:

$$\frac{ZUD}{ZUD - U}$$

ZUD (EBIT) = provozní zisk před úroky a daněmi

U = nákladové úroky

Podle výše uvedených rovnic nyní vypočteme míru finančního rizika pro podnik A pro způsob financování podle plánu 1 (s vyšším dluhem) a plánu 2 (s nižším dluhem) na úrovni zisku před úroky a daněmi 36 000 Kč:

Plán 1 (vyšší zadluženost)

$$\text{stupeň finanční páky} = \frac{\text{změna zisku na 1 akcii (v \%)}}{\text{změna provozního zisku (v \%)}} = \frac{\frac{84 - 42}{42} \times 100 \%}{\frac{60\,000 - 36\,000}{36\,000} \times 100 \%} = \frac{\frac{42}{42} \times 100 \%}{\frac{24\,000}{36\,000} \times 100 \%} = 1,5$$

$$\text{stupeň finanční páky} = \frac{\text{ZUD}}{\text{ZUD} - \text{U}} = \frac{36\,000}{36\,000 - 12\,000} = 1,5$$

Plán 2 (nižší zadluženost)

$$\text{stupeň finanční páky} = \frac{\text{změna zisku na 1 akcii (v \%)}}{\text{změna provozního zisku (v \%)}} = \frac{\frac{32,67 - 18,67}{18,67} \times 100 \%}{\frac{60\,000 - 36\,000}{36\,000} \times 100 \%} = \frac{\frac{14}{18,67} \times 100 \%}{\frac{24\,000}{36\,000} \times 100 \%} = 1,1$$

$$\text{stupeň finanční páky} = \frac{\text{ZUD}}{\text{ZUD} - \text{U}} = \frac{36\,000}{36\,000 - 4\,000} = 1,1$$

Jak vyplývá z výpočtu plán financování 1 s vyšším podílem cizích zdrojů vykazuje vyšší míru finančního rizika než plán 2 s nižším zadlužením. Výsledky lze interpretovat tak, že v prvním případě nárůst zisku před úroky a zdaněním (= provozní zisk) o 1 % povede k růstu zisku na jednu akcii o 1,5 %, zatímco v druhém případě pouze o 1,1 %.

Finanční riziko zesiluje provozní riziko a podnik může využívat jak provozní, tak finanční páku ke znásobení celkové výnosnosti. Společný vliv jak provozní, tak finanční páky, tedy obou rizik můžeme zohlednit v podobě **celkového (kombinovaného) rizika** (*degree of combined leverage – DCL*), a vyjádřit **stupněm celkové páky**, která souhrnně vyjadřuje citlivost reakce zisku na akcii na změnu v celkovém objemu tržeb podniku.

$$\text{stupeň celkové páky} = \frac{\text{změna zisku na 1 akcii (v \%)}}{\text{změna objemu tržeb (v \%)}}$$

tabulka 8-7 (Zdroj: autor)

Tržby (cena 20 Kč/1ks)	Pro 8 000 kusů	160 000	pro 10 000 kusů	200 000
- fixní náklady		- 60 000		- 60 000
- variabilní náklady (8Kč/1ks)		- 64 000		- 80 000
Provozní zisk (ZUD)		36 000		60 000
- úrok		-12 000		- 12 000
Zisk před zdaněním		24 000		48 000
- daň ze zisku (30 %)		- 7 200		- 14 400
Zisk po zdanění		16 800		33 600
Počet akcií		400		400
Zisk na 1 akcii		42		84

Dosažením do vzorce dostaneme pro podnik A následující hodnoty celkového rizika:

$$\text{stupeň celkové páky} = \frac{\text{změna zisku na 1 akci (v\%)}}{\text{změna objemu tržeb (v\%)}} = \frac{\frac{84-42}{42} \times 100\%}{\frac{200\,000-160\,000}{160\,000} \times 100\%} = \frac{\frac{42}{42} \times 100\%}{\frac{40\,000}{160\,000} \times 100\%} = \frac{100}{25} = 4$$

Míru celkového rizika (stupeň celkové páky) můžeme alternativně vyjádřit ještě následující rovnicí:

$$\text{stupeň celkové páky} = \frac{Q \times (c - v)}{Q \times (c - v) - FN - U}$$

Q = počet prodaných kusů, pro které se výpočet provádí

c = prodejní cena jednoho výrobku

v = variabilní náklady na jeden výrobek

FN = fixní náklady

U = nákladové úroky

Výpočet provedeme i tímto způsobem:

$$\text{stupeň celkové páky} = \frac{Q \times (c - v)}{Q \times (c - v) - FN - U} = \frac{8\,000 \times (20 - 8)}{8\,000 \times (20 - 8) - 60\,000 - 12\,000} = \frac{96\,000}{24\,000} = 4$$

Stejného výsledku dosáhneme, jestliže vynásobíme dříve vypočtený stupeň provozní páky a stupeň finanční páky (resp. míru provozního a finančního rizika).

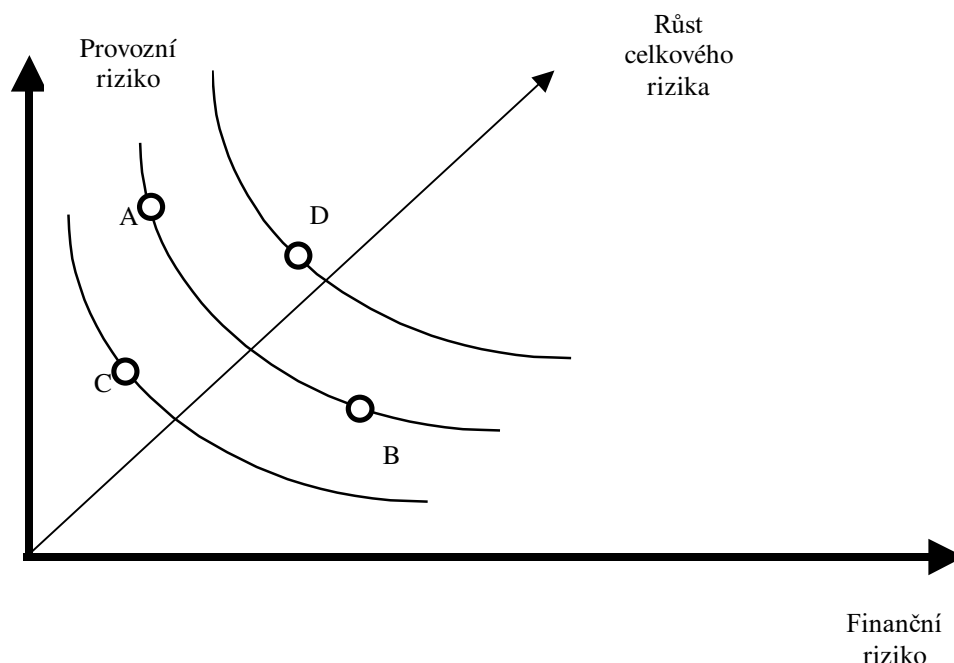
$$2,7 \times 1,5 = 4$$

$$\text{stupeň provozní páky} \times \text{stupeň finanční páky} = \text{stupeň celkové páky}$$

Obě rizika jsou v zásadě substituty, vysoké provozní riziko může být kompenzováno nižším finančním rizikem a naopak nízké provozní riziko umožňuje využít finanční riziko ve větší míře. Zároveň ale není vyloučeno, že by podnik s vysokým provozním rizikem nemohl mít i vysoké finanční riziko, vyšší zadluženost. Pak se však bude nacházet i na vysoké úrovni celkového rizika. Aby mohl podnik zodpovědně použít analýzu finanční páky na určení vhodné kapitálové struktury, musí mít nejprve odhad očekávané úrovně provozního zisku (ZUD). Ta je odvozena z odhadu tržeb a analýzy provozní páky. Efekt finanční páky je přínosný jen tehdy, není-li převážen zvýšeným rizikem, které podnik podstupuje kvůli dodatečným fixním finančním nákladům, poté co musí pokrýt provozní fixní náklady.

Pro znázornění uvedené vztahu lze použít následující graf:

Graf 8-5



Zdroj: autor

Podniky A a B mají stejné celkové riziko, podnik A má vysoké provozní riziko kombinované s nízkým finančním rizikem, zatímco podnik B má nízké provozní riziko kombinované s vysokým finančním rizikem. Podniky nacházející se na téže izokvantě mají stejnou míru celkového rizika. Podnik C má nejnížší celkové riziko ve srovnání s podniky A, B, D a podnik D má nejvyšší riziko ve srovnání se všemi ostatními podniky, proto investoři v tomto podniku budou zákonitě očekávat vyšší rizikovou prémii ve výnosu z dané investice.

Jestliže tento graf srovnáme se grafem 6.1. závislosti mezi ziskovostí tržeb a obratem celkových aktiv (obratovostí kapitálu), vidíme, že existuje obdobná závislost jako mezi provozním rizikem a finančním rizikem. Obecně zpravidla platí, čím je vyšší provozní riziko, tím větší důraz je kladen na ziskovost tržeb při menším obratu kapitálu. Naopak, čím je vyšší finanční riziko, tím větší důraz je kladen na větší obrat kapitálu při nižší ziskovosti tržeb.

Výběr odvětví, ve kterém bude podnik vyvíjet činnost do značné míry předurčuje jeho ekonomickou strukturu. Obecně obchodní podniky jsou méně investičně náročné, většinu nákladů tvoří variabilní náklady, náklady vynaložené na prodané zboží jsou jejich největší položkou. Protože v důsledku toho je provozní riziko relativně nízké, pokles zisku v důsledku poklesu provozní aktivity je také relativně nízký. Poměrně nízké provozní riziko umožňuje obchodní firmě mít relativně vysoké finanční riziko, které může být využíváno jako finanční páka ke zvyšování rentability vlastního kapitálu. V souvislosti s malou kapitálovou náročností, má obchodní firma vyšší obrat celkových aktiv, který je schopen kompenzovat relativně nižší ziskovost tržeb.

Stavební společnosti mají ekonomickou strukturu velmi podobnou jako obchodní firmy. Ziskovost tržeb je poměrně nízká, obrat kapitálu je vysoký, ačkoli je více kapitálu vázáno v nedokončené výrobě a hmotných aktivech. Opět převážnou většinu nákladů tvoří variabilní složka. Jejich podíl se může v jednotlivých podnicích lišit v závislosti na výběru mezi vlastní produkcí nebo nákupem materiálu ve vyšší stupni rozpracovanosti (bought-in-parts), např. výroba betonu ve vlastní betonárce nebo nákup od jiných dodavatelů. Provozní riziko je vyšší než v obchodních firmách díky větším fixním nákladům (opravy, odpisy apod.). To více omezuje využití finančního rizika na podporu růstu rentability vlastního kapitálu, za předpokladu, že by celkové riziko mělo být shodné s celkovým rizikem obchodní firmy.

V jiných výrobních nebo zpracovatelských odvětvích vedou rozsáhlé investice do výrobních zařízení k vysoké kapitálové náročnosti spojené s nízkým obratem celkových aktiv. Aby se v úrovni rentability celkového kapitálu vyrovnaly obchodním a stavebním podnikům, musí dosahovat vysoké ziskové marže. Většina nákladů jsou fixní náklady díky vysokému stupni kapitálových investic do hmotného investičního majetku. Provozní riziko je relativně vysoké a možnosti zároveň využívat vysokého podílu cizích zdrojů, tj. vysokého finančního rizika k růstu rentability vlastního kapitálu jsou velmi limitované.

Při řízení podniku není možné vyhodnocovat zvlášť výnosnost (rentabilitu) a riziko. Každý strategický scénář podniku je zatížen určitou mírou rizika. **Výnosnost a riziko je třeba posuzovat jako jeden celek.** Indikátorem, který toto umožňuje je např. **ekonomický zisk** (*economic value added – EVA*). Kategorii ekonomického zisku bude věnována samostatná kapitola.

