



11. 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 akcii).

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 akcii).

Tabulka 0-5: Finanční struktura

	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

zdroj: autor

V následující tabulce provedeme výpočet zisku na jednu akcii 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 0-6 Výpočet zisku na akcii

	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 akcii	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
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.

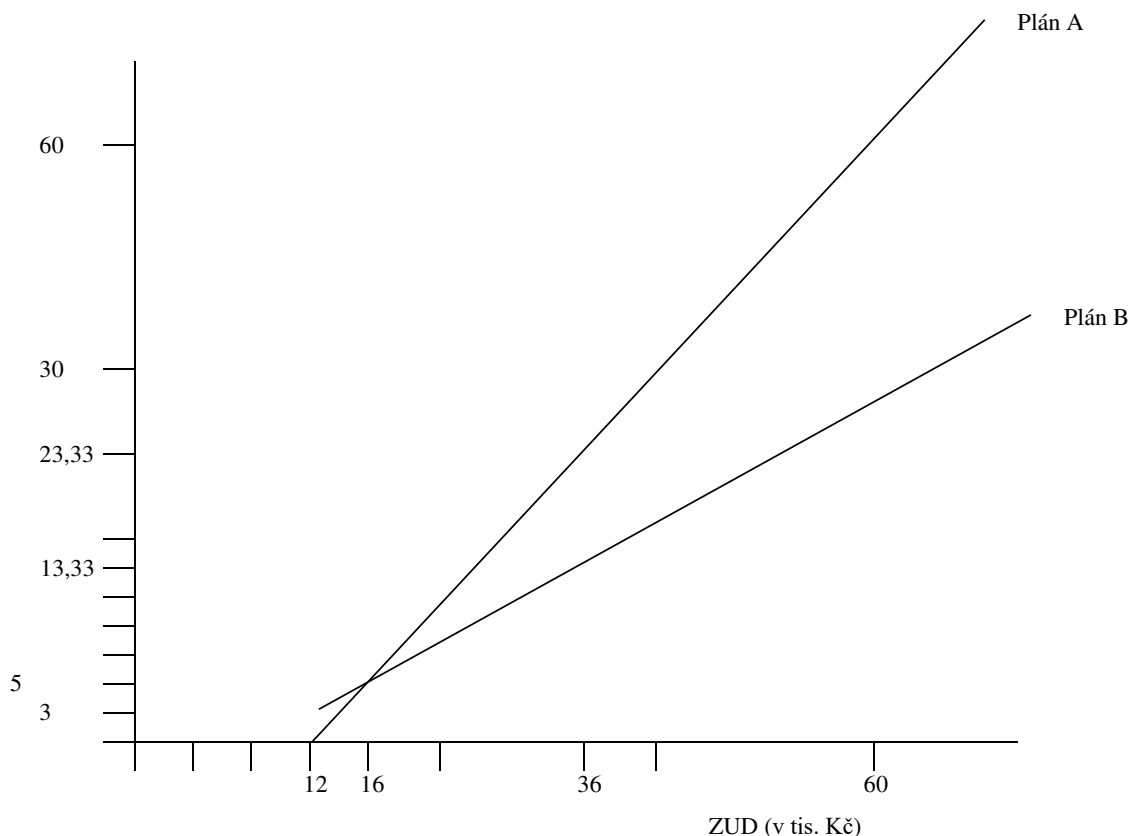
Podnik bude indiferentní k finanční struktuře při velikosti provozního zisku ve výši 16 000 Kč, kdy se rentabilita celkového kapitálu 8 % ($= 16\,000 : 200\,000$) rovná právě úrokové míře placené z cizích zdrojů. Hodnotu provozního zisku 16 000 Kč lze považovat za určitou **analogii bodu zvratu**, kdy 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 0-4

zdroj: autor

Zisk na 1 akcii



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:

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

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 0-7

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

zdroj: autor

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

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

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).

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

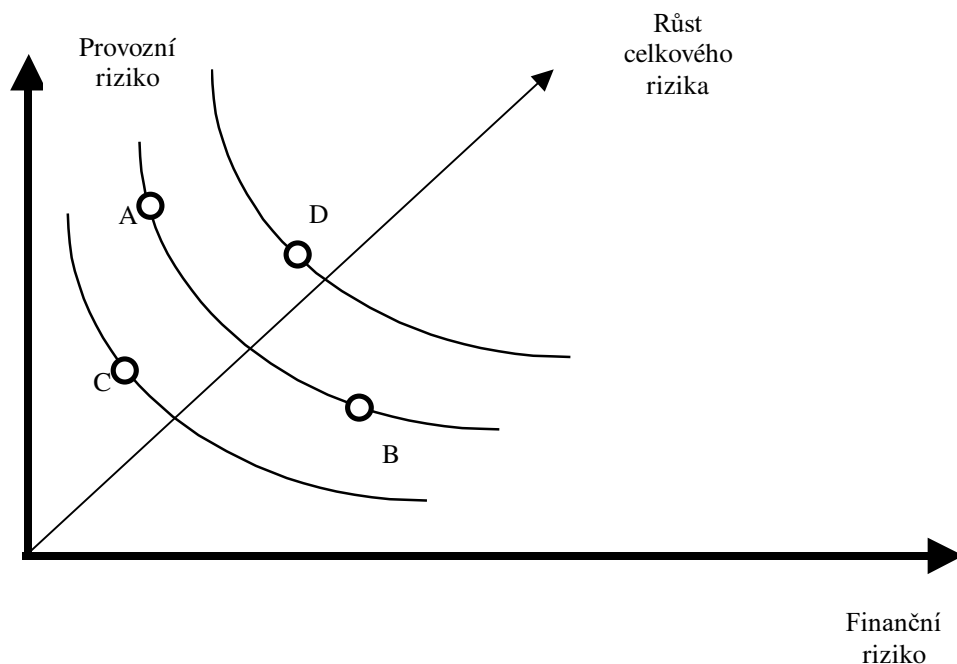
$$\text{stupeň provozní páky} \times \text{stupeň finanční páky} = \text{stupeň celkové páky}$$

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 0-5

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 nejnižší 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 vyšším 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.

12. Analýza peněžních toků

Peněžní toky zobrazují pohyb, změnu (přírůstky a úbytky) a proměnu peněžních prostředků na ostatní druhy aktiv a obráceně, v rámci hodnotového řetězce firmy od předvýrobní fáze až po fázi realizace. Analýza peněžních toků ve firmě umožňuje analýzu finanční pozice, analýzu potřeb zdrojů a užití finančních prostředků. Přírůstky (příjmy) peněžních toků jsou **zdroji** finančních prostředků. Úbytky (výdaje) peněžních toků jsou **užitím** finančních prostředků.

Zdroje finančních prostředků členíme na:

- interní a
- externí.

Užití finančních prostředků rozlišujeme podle toho, zda jde o užití v činnosti:

- **provozní,**
- **investiční,**
- **finanční.**

Analýza peněžních toků identifikuje vliv jednotlivých činností na přetváření **finanční situace**. Finanční analytik se zajímá o peněžní toky jako o příčinu vývoje finanční situace.

Peněžní toky (*cash flows*) se projevují jako přítok (*inflows*) a odtok (*outflows*) peněžních prostředků v souvislosti s peněžními transakcemi s vnějšími subjekty. Peněžní toky jsou příjmy a výdaje peněžních prostředků. Přičtením všech příjmů k počátečnímu stavu peněžních prostředků a odečtením všech výdajů vznikne konečný stav peněžních prostředků.

Schematicky lze toto zapsat následujícím způsobem:

Počáteční stav peněžních prostředků (finančního majetku)

+ Příjmy

- Výdaje

Konečný stav peněžních prostředků (finančního majetku)

Syntetickým ukazatelem úspěšnosti podnikání je zisk jako rozdíl nákladů a výnosů, založených na tržbách z prodeje výrobků a služeb. Zisk vykázaný ve výkazu zisku a ztráty vstupuje do rozvahy jako faktor zvyšující v případě kladné hodnoty a snižující v případě záporné hodnoty majetek firmy. Zisk jako potenciální zdroj vlastního kapitálu lze proto sledovat na základě pohybu peněžních prostředků ve výkazu o peněžních tocích.

Geneze analýzy peněžních toků a jejich vykazování

Na peněžní toky se upřela pozornost analytiků v souvislosti s rostoucím významem financí v životě firem. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty přestávaly už stačit k zobrazení finanční reality, zejména pokud jde o finanční pozici a finanční chování podniku.

Od druhé poloviny 20. století se zjišťovalo, že

- schopnost splácet včas všechny dluhy lze posoudit spíše podle struktury a výše peněžních příjmů a peněžních výdajů za určité období – než podle zůstatků na aktivních a pasivních účtech rozvahy,
- výkonnost hlavní činnosti firmy lze spolehlivěji než podle zisku vyjádřit přebytkem provozních peněžních příjmů nad provozními peněžními výdaji,
- o finančním hospodaření vypovídají nejen toky, které určují provozní výsledek hospodaření, ale také toky v oblasti dlouhodobého majetku, vlastního kapitálu a cizích zdrojů.

Ještě v padesátých letech se vědělo hodně o likviditě, ale téměř nic o peněžních tocích. Začali s nimi v roce 1950 američtí finanční analytici v ropném průmyslu. V šedesátých letech dorazily do Německa v podobě „zisk+odpisy“ = „cash flow“ jako ukazatel. Používaly se k predikci splácení dluhů, v investičním rozhodování, a zjišťovala se jimi schopnost vyplácet dividendy.

Už v sedmdesátých letech 20. století se objevují ve Velké Británii a později i v USA a v Německu výkazy o kapitálových tocích, které pracují s **přírůstky** (*increases*) a **úbytky** (*decreases*) peněžních prostředků. (*Funds Flow Statement, Statement of Changes in Financial Position*). Na přelomu osmdesátých a devadesátých let se však místo nich uváděly do života národní a mezinárodní standardy (IAS 7 od r. 1994) pro výkaz peněžních toků (*Cash Flow Statement*). U nás bylo zavedeno sestavování přehledu o peněžních tocích hned v r. 1991. Novelizovaný český zákon o účetnictví však říká, že účetní závěrka **může** zahrnovat i přehled o peněžních tocích. Není tedy povinný, očekává se ale, že tato možnost bude v široké míře využívána.

Volba metody, koncepce a modelu možného řešení přehledu o peněžních tocích, obsahová náplň peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů i dalších ukazatelů patří (při respektování několika málo ustanovení vyhlášky o účetnictví) do pravomoci vykazující jednotky.

Vyhláška k zákonu o účetnictví uvádí na prvním místě přímou metodu vykazování peněžních toků z provozní činnosti, kdy se vykází vhodně zvolené skupiny peněžních příjmů a výdajů, například v návaznosti na členění výkazu zisku a ztráty.

Český účetní standard č. 23 „Přehled o peněžních tocích“ uvádí příklad možného řešení přehledu peněžních toků nepřímou metodou. Zdá se, že to tak vyhovuje těm, kdo se spokojují se zjištěním čistých peněžních toků z jednotlivých činností. Nicméně řada podniků sestavuje výkaz přímou metodou.

Základní pojmy

Základní pojmy pro vykazování peněžních toků vymezuje Vyhláška¹ pro podnikatele k zákonu o účetnictví.

Přehled o peněžních tocích podává informaci o přírůstcích (příjmech) a úbytcích (výdajích) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů v členění na provozní, investiční a finanční činnost v průběhu účetního období.

Provozní činností se rozumí základní výdělečné činnosti účetní jednotky a ostatní činnosti účetní jednotky, které nelze zahrnout mezi investiční a finanční činnosti.

Investiční činností se rozumí pořízení a prodej dlouhodobého majetku, popřípadě činnost související s poskytováním úvěru, půjček a výpomocí, které nejsou považovány za provozní činnost.

Finanční činností se rozumí taková činnost, která má za následek změny ve velikosti a složení vlastního kapitálu a dlouhodobých, popřípadě i krátkodobých závazků a bankovních úvěrů.

Přehled o peněžních tocích uzavírá **přírůstek nebo úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů**, který lze při analýze peněžních toků vyjádřit přírůstkem či úbytkem krátkodobého finančního majetku.

Za **peněžní prostředky** se považují:

- peníze v hotovosti včetně cenin,
- peněžní prostředky na účtu včetně přečerpání běžného účtu,
- peníze na cestě.

Peněžními ekvivalenty se rozumí krátkodobý finanční majetek, který je snadno a pohotově směnitelný za předem známou částku peněžních prostředků, u kterého se nepředpokládají významné změny hodnoty v čase. Za peněžní ekvivalenty se považují například dlouhodobé peněžní úložky s nejvýše tříměsíční výpovědní lhůtou a likvidní cenné papíry k obchodování na veřejném trhu.

¹ Vyhláškou č. 500/2002 Sb.

Základní modely peněžních toků

Mezinárodní účetní standard IFRS/IAS 7 nabádá podniky, aby vykazovaly peněžní toky z provozní činnosti na základě **přímé metody**, protože jen tak může uživatel získat užitečné informace o hlavních třídách (o hlavních druzích) peněžních příjmů a výdajů, jež při nepřímé metodě nemá k dispozici a jež jsou pro odhadování budoucích peněžních toků významné.¹

Přímá metoda by se měla užívat i pro oddělené vykázání peněžních příjmů a výdajů u investiční a finanční činnosti. Pro posouzení podmínek finanční činnosti v budoucnu by měl uživatel znát, kolik činily nekompenzované příjmy a výdaje za jednotlivé druhy finančních prostředků. Nemělo by to být technickým problémem vzhledem k tomu, že těchto toků je v průběhu roku sledovatelný počet.

Bylo by jistě možné kódovat příjmové a výdajové doklady identifikačními znaky korespondujícími s jednotlivými druhy příjmů a výdajů, a bez problémů by se dal sestavit výkaz o peněžních tocích přímou metodou. Jinou možností by bylo zavedení příjmových a výdajových účtů do účetního systému.

O samostatné účtování o peněžních tocích přímou metodou (jako o výnosech a nákladech) se však nezasazuje žádná dostatečně vlivná zájmová skupina, která by překonala námitky, že je to příliš pracné a málo efektivní. Řešení se tedy ponechává na samotném podniku.

Sestava o peněžních tocích, vytvořená přímou metodou, poskytuje obraz o příjmech a výdajích, které vedly k změně stavu krátkodobého finančního majetku, tak jako výkaz zisku a ztráty poskytuje obraz o výnosech a nákladech, které vedly k výsledku hospodaření za účetní období (zisku po zdanění).

¹ Viz Kovanicová, D. a kol.: Finanční účetnictví. Světový koncept. Praha, Polygon 2002, str. 349

**Základní model peněžních toků
(Přímá metoda)**

Příjmy	Výdaje
Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	
Příjmy za dané období	Výdaje za dané období
inkaso pohledávek	materiál, energie, služby
příjmy z prodeje v hotovosti	mzdy a jiné osobní výdaje
přijaté úroky a dividendy	nákladové úroky a jiné finanční výdaje
jiné příjmy z provozní činnosti	jiné výdaje z provozní činnosti
příjmy z provozní činnosti	výdaje z provozní činnosti
prodej dlouhodobého majetku	nákup dlouhodobého majetku
přijaté splátky dlouhodobých půjček	poskytnutí dlouhodobých půjček
příjmy z investiční činnosti	výdaje z investiční činnosti
příjmy z emise akcií a dluhopisů	úhrady půjček a úvěrů
přijaté půjčky a úvěry	dividendy a jiné výdaje z rozdělení zisku
příjmy z finanční činnosti	výdaje z finanční činnosti
	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů
Součet	Součet

zdroj: autor

**Odvození peněžních toků z provozní činnosti přímou a nepřímou
metodou**

Varianta **přímé metody** zjišťování peněžních toků z provozní činnosti vychází z výnosů a nákladů ve výkazu zisku a ztráty na skutečnosti, že každý výnos (náklad) v běžném období nemusí být příjmem (výdajem), a také naopak, že v běžném období mohlo dojít k příjmům (výdajům), které nebyly v běžném období výnosem (nákladem).

Přímou metodou tohoto typu se dospěje ke třem veličinám: provozním příjmům, provozním výdajům a k čistým peněžním tokům z provozní činnosti. Všechny mají význam pro finanční analýzu.

Přímá metoda odvození provozních peněžních toků (z výkazu zisku a ztráty)

Výnosy: tržby + finanční výnosy
minus přírůstek krátkodobých pohledávek
plus saldo změn časového rozlišení
 Příjmy z provozní činnosti
 Náklady: výnosy – zisk po zdanění
minus odpisy
minus tvorba rezerv

minus úbytek zásob
plus úbytek krátkodobých závazků
 Výdaje z provozní činnosti
 Čistý peněžní tok z provozní činnosti

Nepřímá metoda odvození provozních peněžních toků (od výsledku hospodaření)

Čistý peněžní tok z provozní činnosti nepřímou metodou lze odvozovat od výsledku hospodaření za účetní období, který je upraven ve třech krocích

- o nepeněžní výnosy a náklady, které sice ovlivňují výsledek hospodaření, avšak nemají přímý vliv na přírůstek nebo úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů:

Zisk po zdanění
 odpisy (+)
 přírůstek (+) / úbytek (-) stavu rezerv
 přírůstek (-) / úbytek (-) stavu časového rozlišení aktivech
přírůstek (+) / úbytek (-) stavu časového rozlišení v pasivech
 Cash Flow Netto – zisk po zdanění upravený o nepeněžní transakce

- o změny některých položek pracovního kapitálu:
 přírůstek (-) / úbytek (+) stavu zásob
 přírůstek (-) / úbytek (+) stavu pohledávek
přírůstek (+) / úbytek (-) stavu krátkodobých závazků (z provozní činnosti)
 Čistý peněžní tok z provozní činnosti
 před úpravou o některé položky provozních výnosů a nákladů, spojených s investiční a finanční činností
- o položky příjmů a výdajů spojených s finanční a investiční činností, které nepatří k peněžním tokům z provozní činnosti.

Změna stavu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků bývají označovány jako změny některých nepeněžních položek pracovního kapitálu. Také získáváme další cenný údaj – **Cash Flow Netto**, který vyjadřují zdroje pro samofinancování.

PŘEHLED PRO ANALÝZU PENĚŽNÍCH TOKŮ

Počáteční stav finančního majetku
Zisk po zdanění
Úpravy o nepeněžní operace
v tom: odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku (+)
Přírůstek(+)/ úbytek(-) stavu rezerv
Přírůstek(-)/ úbytek(+) časového rozlišení v aktivech
Přírůstek(+)/ úbytek(-) časového rozlišení v pasivech
Cash Flow Netto CFN
Úpravy o některé položky pracovního kapitálu

v tom: přírůstek(-) / úbytek(+) zásob
Přírůstek(-) / úbytek(+) krátkodobých pohledávek
Přírůstek(+)/ úbytek(-) provozních krátkodobých závazků
čistý peněžní tok z provozní činnosti čptPč
Pořízení dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku
výpočet: přírůstek(-) /úbytek(+) DNM a DHM v zůst. Ceně
- odpisy DNM a DHM
přírůstek(-) / úbytek(+) dlouhodobého finančního majetku
čistý peněžní tok z investiční činnosti čptIč
přírůstek(+)/ úbytek(-) základního kapitálu a kapitálových fondů
přírůstek(+)/ úbytek(-) dlouhodobých závazků
přírůstek(+)/ úbytek(-) dlouhodobých bankovních úvěrů
přírůstek (+) / úbytek (-) finančních krátkodobých závazků
přírůstek(+)/ úbytek (-) krátkodobých bankovních úvěrů
výdaje z rozdělení zisku (dividendy apod.)
výpočet: přírůstek(+)/ úbytek(-) fondů tvořených ze zisku
přírůstek(+)/ úbytek(-) výsledku hospodaření minulých let a za účetní období
- výsledek hospodaření za účetní období
čistý peněžní tok z finanční činnosti čptFč
přírůstek(-) / úbytek(+) krátkodobého finančního majetku
konečný stav finančního majetku

zdroj: autor

Bilance zdrojů a užití finančních prostředků

V peněžních tocích se hledá odpověď na důležité otázky po způsobu financování rozvoje podniku v uplynulém období:

- Jaké peněžní prostředky byly použity při provozní činnosti?
- Jak byly použity prostředky vytvořené provozní činností (interní zdroje)?
- Jak bylo zabezpečeno splácení dluhů?
- Odkud byly čerpány prostředky pro investování?
- Co umožnilo pokračovat v pravidelném vyplácení dividend i při zhoršení výsledků hospodaření?
- Jak byly použity prostředky získané novou emisí akcií a dluhopisů?

Přírůstků a úbytků se zmocnila již analýza peněžních toků při nepřímé metodě. Proto stačí přeměnit přehled peněžních toků (v podobě určené pro finanční analýzu) v bilanci zdrojů a užití finančních prostředků: příjmy a přírůstky umístit na stranu zdrojů, výdaje a úbytky na stranu užití.

Zdroje finančních prostředků se dělí na interní a externí.

Interní zdroje: příjem Cash Flow Netto, přírůstek oběžných prostředků, úbytek dlouhodobého nehmotného majetku, úbytek dlouhodobého finančního majetku a čistý příjem z investiční činnosti.

Externí zdroje: přírůstek externích dlouhodobých zdrojů, přírůstek krátkodobých bankovních úvěrů a přírůstek krátkodobých závazků (provozních i finančních).

Užití finančních prostředků se člení podle činností.

Užití v provozní činnosti: výdaj Cash Flow Netto, úbytek oběžných aktiv a úbytek krátkodobých závazků.

Užití v investiční činnosti: čistý výdaj z investiční činnosti.

Užití ve finanční činnosti: úbytek základního kapitálu a kapitálových fondů, úbytek externích dlouhodobých zdrojů, úbytek krátkodobého bankovního úvěru a výdaj z titulu rozdělení zisku.

Bilance zdrojů a užití finančních prostředků lze uspořádat v horizontální úpravě následovně:

BILANCE ZDROJŮ A UŽITÍ FINANČNÍCH PROSTŘEDKŮ
horizontální úprava

Užití		Zdroje	
v provozní činnosti		Interní	
-Cash Flow netto (záporné)		+ Cash Flow netto (kladné)	
+ přírůstek oběžných aktiv		-úbytek oběžných aktiv	
- úbytek krátkodobých závazků		- úbytek dlouhodobého finančního majetku	
v investiční činnosti		- úbytek dlouhodobého finančního majetku	
+ pořízení DHM a DNM			
+ přírůstek DFM		Externí	
		Dlouhodobé externí zdroje	
ve finanční činnosti		+ zvýšení základního kapitálu	
- snížení základního kapitálu		+ zvýšení fondů ze zisku	
- snížení fondů ze zisku		+ zvýšení dlouhodobých závazků	
- snížení dlouhodobých závazků		+ zvýšení dlouhodobých úvěrů	
- snížení dlouhodobých úvěrů		Krátkodobé externí zdroje	
- snížení krátkodobých úvěrů		+ zvýšení krátkodobých úvěrů	
- výdaje z rozdělení zisku		+ zvýšení krátkodobých závazků	
užití celkem		zdroje celkem	

zdroj: autor

Vzájemné vztahy mezi zdroji a užitím lze uspořádat v šachovnicové podobě, kde horizontálně jsou rozvedeny složky zdrojů finančních prostředků a vertikálně složky užití.

Šachovnicová úprava

	Zdroje →	Interní zdroje	Externí dlouhod. zdroje	KBU	KZ
↓ Užití	celkem		-	-	-
ve finanční činnosti			-	-	-
v investiční činnosti			-	-	-
v provozní činnosti			-	-	-

zdroj: autor

Šachovnicová tabulka se vyplňuje shora po řádcích. V každém řádku se postupuje zleva doprava, dokud se nepokryje veškeré užití v dané činnosti. Zbylé zdroje se použijí o řádek níže atd. V jednotlivých polích lze identifikovat zdroj krytí určité části příslušného užití.

Na základě bilance v horizontální i šachovnicové tabulce se lze vyjadřovat k otázkám položeným vpředu.

Provozní činnost je původcem interních zdrojů. Interní zdroje by měly být zdrojem výdajů na dividendy a na ostatní výdaje ze zadrženého zisku. Jsou vhodné ke splácení dluhů, tedy na úbytky dlouhodobých externích zdrojů a krátkodobých bankovních úvěrů. Bude dobře, když interní zdroje vystačí na užití ve finanční činnosti. Naprostou spokojenost vyvolává krytí užití ve finanční činnosti interními zdroji:

$$\frac{\text{interní zdroje}}{\text{užití ve finanční činnosti}} \geq 1$$

Pak bude zajištěno splácení dluhů i výplata případných dividend z interních zdrojů

Minimálně by však měly interní zdroje vystačit na peněžní výdaje z titulu rozdělení zisku: na dividendy, na tantiémy, na výdaje ze sociálního fondu:

$$\frac{\text{interní zdroje}}{\text{výdaje z rozdělení zisku}} \geq 1$$

Investiční činnost by neměla být financována z krátkodobých zdrojů. Mohou se na ni použít externí dlouhodobé zdroje a interní zdroje, které nebyly vyčerpány finanční činností. Upravené **zlaté pravidlo financování** tedy zní:

$$\text{at' } \frac{\text{interní a dlouhodobé externí zdroje}}{\text{užití ve finanční a investiční činnosti}} \geq 1$$

Horizontální a vertikální analýza přehledu o peněžních tocích

Horizontální analýza přehledu o peněžních tocích má podobu časového srovnání absolutních údajů za jednotlivé položky ve dvou nebo několika po sobě následujících ročních přehledech o peněžních tocích.

Finanční analytik hledá náznaky hrozící finanční tísně v peněžních tocích, snaží se odhalit slabá místa a hodnotí způsob, jakým se těmto okolnostem v příjmech a výdajích čelit. Při časovém srovnávání se monitoruje vývoj citlivých položek, k nimž patří vedle Cash Flow Netto a výdajů ze zadrženého zisku také změny krátkodobých závazků, krátkodobého bankovního úvěru a krátkodobého finančního majetku a výdaje na pořízení dlouhodobého hmotného majetku.

Bohužel podniky běžně zveřejňují jen přehled za jediný, běžný rok, který není okamžitě s čím srovnat. Finanční analytik může dopočítat několik minulých let metodou, pro kterou stačí jen rozvahy a výkazy zisku a ztráty minulých let, není-li k dispozici časová řada přehledů peněžních toků z účetních závěrek.

Z **vertikální analýzy** přehledu se odvozuje několik vztahů.

Zajímavý je podíl **příjmů pro samofinancování** CFN na celkovém čistém provozním peněžním toku:

$$\frac{\text{Cash Flow Netto}}{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}$$

Ukazatel má řešení, jen když čisté peněžní toky z provozní činnosti jsou kladné. Prozradí, zda se na tvorbě čistého peněžního toku podílejí větší měrou příjmy ze samofinancování (Cash Flow Netto) nebo změna některých položek pracovního kapitálu: zvýšení krátkodobých závazků nebo snížení zásob a pohledávek. Úspory zásob a pohledávek nebo zvýšení krátkodobých závazků mohou zakrýt nedostatečnou tvorbu zisku.

Způsob **financování investic** charakterizuje vztah mezi čistým provozním peněžním tokem a výdaji na pořízení dlouhodobého hmotného majetku:

$$\frac{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}{\text{pořízení dlouhodobého hmotného majetku}}$$

Na investičních výdajích by se měly vždy podílet interní zdroje: mimo jiné zisk po zdanění, odpisy.

Typ **reprodukce** kapacit se testuje poměrem odpisů k výdajům na pořízení dlouhodobého hmotného majetku:

$$\text{ukazatel typu reprodukce} = \frac{\text{pořizení dlouhodobého hmotného majetku}}{\text{odpisy}}$$

Je-li výše odpisů výrazně vyšší než investiční výdaje, jde zřejmě o rozšířenou reprodukci. Vzhledem k historickému ocenění stávajícího majetku ani poměr v okolí jedničky nestačí na prostou obnovu. Nedosahuje-li ani jedné, jde určitě o zúženou reprodukci.

Poměrové ukazatele na bázi peněžních toků

Poměrové ukazatele na bázi peněžních toků (tak jako poměrové ukazatele na bázi položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty) vypovídají o finanční situaci podniku. Můžeme se s nimi setkat ve všech typech ukazatelů: při výpočtu ukazatelů rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti i ukazatelů kapitálového trhu. Používají se zejména všude tam, kde se jinak uvádí zisk, ale lze jich využít i v jiných kombinacích.

Základní analýza peněžních toků vychází z porovnání provozních peněžních toků, peněžních toků z investiční činnosti a finanční činnosti na celkovém peněžním toku. V případě, že je celkový peněžní tok záporný a vygenerovaný peněžní tok v provozní činnosti nestačí na krytí financování v investiční a finanční činnosti je nutné tyto potřeby financovat z dodatečných zdrojů.

Kromě způsobu financování zkoumáme rentabilitu na bázi peněžních toků a místo zisku zkoumáme relaci celkového kapitálu a vlastního kapitálu k provozní peněžním tokům. Cash flow výkonnost zkoumá podíl provozních toků na tržbách. Což je analogií k ukazateli čisté marže. Cash flow solventnost poměřuje celkový peněžní tok z provozní činnosti k cizím zdrojům (k celkovým dluhům) a vypovídá o finanční stabilitě na bázi peněžních toků. Obdobně cash flow likviditu analyzujeme, tak, že v ukazateli provozní pohotové likvidity nahrazujeme v čitateli krátkodobý finanční majetek a pohledávky provozními peněžními toky.

Likvidita se posuzuje podle ukazatele, který nazveme **cash likvidita**:

$$\text{cash likvidita} = \frac{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}{\text{provozní krátkodobé závazky}}$$

V provozních peněžních výdajích za běžný rok jsou samozřejmě zahrnuty krátkodobé závazky splacené v běžném roce. Čistý peněžní tok z provozní činnosti je pak přebytek peněžních prostředků, jakoby připravený na splacení aktuálních krátkodobých závazků v rozvaze, které mají být splaceny v příštím roce.

Likviditu je možno také posuzovat podle ukazatele, který nazveme **krytí provozních výdajů (KPV)**:

$$\text{krytí provozních výdajů} = \frac{\text{provozní příjmy}}{\text{provozní výdaje}}$$

Lze jej určit na základě přímé metody určování provozních peněžních toků, kde jsou příjmy a výdaje mezi vypočtenými veličinami. Prahovou hodnotou je 1, při ní by provozní příjmy právě kryly provozní výdaje.

Za předpokladu, že tržby jsou placeny hotově nebo že pohledávky jsou běžně spláceny, lze při nepřímé metodě použít vzorec

$$\text{cash provozní výkonnost (rentabilita tržeb)} = \frac{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}{\text{tržby}}$$

Finanční stabilitu lze posuzovat podle **krytí čistých dluhů peněžními toky** (KČD):

$$\text{krytí čistých dluhů peněžními toky} = \frac{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}{\text{cizí zdroje - rezervy - krátkodobý finanční majetek}}$$

Přebytek provozních příjmů nad provozními výdaji nemusí mít základ ve vytvořeném zisku, ale třeba i v neplacení krátkodobých závazků. Zisk není kategorie peněžních toků. Přesto má ukazatel **cash rentabilita vlastního kapitálu** (cRVK) význam pro posouzení, jaká míra odnímatelného zisku by mohla být kryta z čistého provozního příjmu:

$$\text{cash rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{čistý peněžní tok z provozní činnosti}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Čistý peněžní tok z provozní činnosti by měl být větší než zisk po zdanění. Pak je i cash rentabilita vlastního kapitálu větší než rentabilita vlastního kapitálu, a lze předpokládat, že jsou vytvořeny podmínky pro výplatu dividend a jiných výdajů z titulu rozdělení zisku. Zisk lze zmanipulovat, ale peněžní toky nikoliv.

O tom, zda mohlo dojít k **výplatě dividend** za minulý rok, lze usuzovat z kladné hodnoty rozděleného zisku v běžném roce k zisku po zdanění v minulém roce:

$$\frac{\text{výdaje z rozdělení zisku v běžném roce}}{\text{zisk po zdanění v minulém roce}}$$

Přesnější informaci o rozdělení zisku nelze z rozvahy a výsledovky vdedukovat. Jako nápověda může sloužit empirický poznatek, že výplatní poměr (poměr dividend k zisku) bývá několik desítek procent, anebo nic.

