

Jiří Uhman

## Úvod

S postupující globalizací a internacionalizací trhů dochází k úzkému propojení společností na mezinárodní úrovni. Zvětšující se šíře možností obchodování, rychlost prováděných transakcí s dnes prakticky peněžně neomezenými objemy si vyžadují hodnocení a srovnání v mezinárodním měřítku. Na dnešní trhy (hlavním mezníkem jejich utváření do dnešní podoby je uskutečnění snu, vize - zavedení PC do běžné praxe dnešního života) již nelze nahlížet očima rozdílu ve velikosti podniku. A to ze z dvou úhlů pohledu. Velké korporace nemohou dnes již žít v domněni, že jich se převzetí společnosti ze strany nájezdníků netýká. Malé společnosti, na druhou stranu, nemohou žít v mylné představě, že ony jsou pouhými regionálními hráči, a je proto postačující znát dokonale specifika regionálního trhu. Dnes neexistuje malý či velký podnik. Dnes existuje a funguje podnikový trh bez ohledu na velikost podniků a z ní vyplývajících specifika či omezení. Podniky se pohybují na zcela regulérním trhu, na kterém jsou zbožím jako každé jiné zboží určené k obchodování. Pokud se kupujícím zdá cena zboží atraktivní (jeho cena nedosahuje užítka vlastního zboží a spotřebovávat jej), mají vysoký zájem o jeho koupi a zpravidla tuto koupi realizují. U trhu podniků je tomu naprosto stejně. Každý dnes musí mít na paměti známou frázi „Winner takes all“ a hluboce rozumět jejímu významu. Tato fráze neříká, že největší bere vše. Pokud jste si to do teď mysleli, hluboce jste se mýlili.

Motory rozvoje jsou již asi také do značné míry známé. Skutečně široký a fungující trh podniků vznikl především na rozvoji elektronizace obchodů, zrychlujících se toků informací a finančních transakcí. Finanční transakce dnes prakticky nejsou omezeny objemem finančních prostředků. Vedle toho ovšem dochází na bázi výše zmíněného k tvorbě celé řady nových obchodních a investičních instrumentů. Ty umožňují do systému začlenit větší množství, a co je podstatné, také velmi drobných investorů, rozhybat tak jejich nabídku drobných finančních aktiv. Každý takto

získaný dolar, euro či koruna poté vyžadují dostatečné a zajištěné zhodnocení. A toto zhodnocení je razantněji vyžadováno a kontrolováno.

Regulace kontrolních orgánů vyspělých kapitálových trhů z 80 % soustřeďuje svou pozornost především na ochranu drobných investorů. A je tomu tak správně. Je třeba opustit mylnou představu o výši investorova rizika. Je třeba najít cestu, jak rozlišovat riziko objemu peněz a investora. Odvozovat riziko investora pouze dle výše objemu jím vložených finančních prostředků je zcela nesprávné, možná až úmyslné a cíleně vedené. Riziko investora je nutné chápat v kontextu dopadu ztráty jeho investovaného kapitálu. Jednoduše řečeno, pokud někdo z pozice multimilionáře investuje 2 mil. Kč, je rozhodně v menším riziku nežli zaměstnanec s platem 20 tis. Kč, jenž investuje 500 tis. Kč. Jenom změna úhlu pohledu v tomto duchu staví tento trh do role zcela efektivního trhu. A jenom zcela efektivní trh vytváří ceny, které jsou hlavním nositelem informací. Taktéž cena podniku (jeho hodnota) utvářená na zcela transparentním a efektivním trhu je pak odrazem jeho úspěšného hodnotového řízení. Podstatné je, že v případě takto vedeného řízení není třeba zůstat pouze v obecné rovině úvah, ale můžeme taktéž uvést několik (až exaktních) příkladů konkrétního využití hodnotové teorie v praktické finanční politice firmy. V dalším textu se o toto pokusím na příkladech využití skonta.

## 1. Skonto a řízení hodnoty

Řada finančních pojmů a ukazatelů často hledá konečná kritéria rozhodování pro konečné závěry vycházející z dané politiky či modelu. Většina těchto modelů hledá závěry příliš sofistikovanými vzorci, které jsou pro praktické užití a návaznost k dalším ukazatelům naprosto nevyhovující, nebo se konečnému verdiktu vyhýbáme či banálně konstatujeme - „v každé konkrétní situaci je nutné závěry tvořit s ohledem na tuto rozdílnost“. Při hodnotovém řízení firmy se těmito problémům můžeme postavit skutečně čelem.

Typickými příklady, které mohou dokázat praktické využití řízení hodnoty jsou např. skonto či vnitřní výnosové procento. Zastavme se více u prvního příkladu.

Nejdříve si trochu zopakujeme některé pojmy. Skonto je sleva, kterou dodavatel nabídne odběrateli v případě předčasného splacení faktury (odběratel zaplatí dříve nežli je udaná fakturační doba). Tím, že odběratel zaplatí dříve, chová se v rozporu s principem respektování faktoru času (platí zbytečně předčasně penězi, které mohl mít investované ve svém podnikání). Požaduje tedy za tuto újmou hodnotnou náhradu - tím je právě dodavatelem nabídnutá výše skonta. Dodavatel na druhou stranu získává peníze dříve a může je dříve investovat, tím získává možnost výnosu. Výnos dodavatele musí být z jeho úhlu pohledu vyšší, nežli je jím nabídnuté skonto, jinak by byla jeho snaha poměrně zbytečná. Újma odběratele na druhou stranu musí být nižší, nežli je výše nabídnutého skonta. Pokud by obě strany (uvažujte dodavatel i odběratel) poměřovaly procentuelní výši nabídnutého skonta s procentuelní výší výnosu na kapitálovém či peněžním trhu - průměrný výnos sledovaného indexu, LIBOR či PRIBOR sazba (toto nesprávně zavádějí některé studijní prameny, a ve výuce bezhlavě používají někteří pedagogové), muselo by nutně dojít k vyrovnání skontní míry ( $s$ ) vzhledem k stejné posuzovaným výnosům obou stran (tržní výnosová míra je pro obě strany tazák) na takovou hladinu, jež by odpovídala nulovému užtku obou stran transakce, neb ani jedna z obou stran nebude chtít být v nevýhodě. Znamenalo by to ovšem také, že skonto nepřináší ani jedné ze stran možnost výhody, a je tedy zbytečné se skontem pracovat, a ztrácet čas vedením nabízených skontních transakcí. Proč je tedy skonto využíváno?

Podniky záměrně či intuitivně pracují při svém rozhodování s očekávanou (požadovanou) výnosovou mírou kapitálu. Tedy přesněji zvažují výdaj či finanční příjem pohledem jimi očekávané výnosové míry jejich kapitálu (ta v sobě nese veškeré náklady - tedy i náklady možných zdražených transakcí). Aby dodavatel tedy mohl nabídnout odběrateli skonto, které bude akceptováno, musí jeho očekávaný výnos být vyšší, nežli je u jeho odběratele. A naopak, odběratel musí být přesvědčen o tom, že výše skonta je skutečně lukrativní ve srovnání s výnosností a nákladovostí jím využívaného kapitálu. Musíme tedy zvažovat dvě výnosové míry, šité oběma stranám transakce tzv. na míru - požadované výnosové míry

peněžního kapitálu odběratele a dodavatele. Obě tyto míry nemusí být vzájemně protistranám známé.

## 2. Analýza skonta a hodnotového řízení - popisný postup

Pro hlubší objasnění našich myšlenek a uvedení do problému uvedme jednoduchý příklad z reálné podnikové politiky.

Př. Předpokládejme, že dodavatel nabídne svému odběrateli skonto na dodání zboží o celkové hodnotě  $Cz$  s fakturační dobou  $n$  dnů. Výše skonta bude nabídnuta ve výši  $s\%$  z ceny zboží - tedy absolutní výše slevy (budeme ji dále značit  $S$ ) je  $S = s \times Cz$ , pokud odběratel zaplatí do  $m$  dnů (samozřejmě platí, že  $m < n$ ). Určeme výši skonta nabídnutého dodavatelem, aby byla transakce se skontem realizována.

Řešení našeho příkladu povedeme za čtyř předpokladů:

— **Neexistují žádné náklady související s realizací skonta,**

— **Platby dodavatelů jsou uskutečňovány pouze v peněžních jednotkách určené měny.**

Tedy abstrahujeme od toho, že k platbě odběratele může docházet i v jiných státcích nežli v penězích - např. peněžní ekvivalenty, různé druhy zásob aj.

V souvislosti s předpoklady a) a b) bychom ovšem mohli abstrahovat také od rizika různých měn, neb jsme vyloučili jakékoliv další náklady realizace (tj. nebylo by třeba zvažovat náklady na zajištění transakce proti jinému, nežli očekávanému, kurzu té či oné měny transakce.

— **Výnosnost peněz není závislá na jejich časově - prostorové orientaci,**

Tedy ve své podstatě se nemění výnosnost peněžního kapitálu hodnotou parametru  $n$ ,  $m$  či  $(m-n)$ .

— **Výnosnost peněz se nemění s jejich objemem.**

Tedy předpokládáme, že podnik je schopen za každého objemu peněz udržet míru jejich výnosů.

V první řadě vedme naše úvahy spíše popisným postupem. Jak jsme výše naznačili, pokud dodavatel nabídne výši skonta totožnou např. s aktuální  $(m-n)$  denní Pribor sazbou (budeme značit  $p_t$ ), zcela jistě se výše nabídnuté slevy a možný výnos

z držby peněz pro jeho racionálně jednajícího odběratele bude jevit maximálně vyrovnaná. Potom je ovšem transakce za využití skonta pro obě strany pouhým zbytečným transakčním prvkem. (m-n) denní Pribor (při nezvažování dalších možných transakčních nákladů) pro nás tedy může být „dolní“ mezí intervalu, ve kterém budeme hledat výši skonta. Při nabídce výše skonta tedy bude dodavatel vycházet z vyšší hodnoty. Z hodnoty, která převyší mezibankovní výnos, ovšem nepřesáhne možný výnos, který by z dříve inkasovaných peněz za dané překlenovací období mohl získat. Tedy náš interval hodnot, v němž budeme hledat výši nabídnutého skonta, bude mít své maximum. Bude jím výnosnost kapitálu podniku - přesněji efektivnost využití inkasované peněžní jednotky za (m-n) dní. Označme ji  ${}_d e_{pj}$ . Tedy pokud skontní sazbu dle výše uvedeného budeme značit  $s$  a přihlídneme k faktu nižší peněžní základny, z nichž je oproti skontu výnos dříve inkasovaných peněz počítán (označme tuto újmu  $\Delta$ ), pak dodavatel nabídne odběrateli skonto ve výši  $s$ , jež leží v intervalu mezi  $p_r$  a  ${}_d e_{pj} - \Delta$ .

**Zapišme:**  $p_r \leq s \leq {}_d e_{pj} - \Delta$ . (1)

Odběratel na druhou stranu posuzuje výši nabídnutého skonta ( $s$ ) s výnosností (efektivností) jeho peněžního kapitálu za (m-n) dní - označme tuto efektivnost obdobně  ${}_o e_{pj}$ . Je již zcela analogicky jasné, že odběratel skonto využije pokud  $s \geq {}_o e_{pj} - \Delta$ . Podmínku transakce za využití skonta jsme tedy nyní zcela odkryli. Aby dodavatel mohl využívat skontní politiky, je nutné ve vztahu k jeho odběrateli, aby efektivní výnosnost jeho peněžního kapitálu byla vyšší.

Tedy zapišme:

**Podmínkou pro realizaci skonta je:**

$${}_d e_{pj} - \Delta > s > {}_o e_{pj} - \Delta \quad (2)$$

a pokud na obou stranách této rovnice přičteme uvažované  $\Delta$ , dostaneme již očekávaný vztah:

**Je nutné, aby:**

$${}_d e_{pj} > {}_o e_{pj} \quad (3)$$

### 3. Analýza skonta a hodnotového řízení - sofistický postup

Podívejme se nyní na celý problém trochu jiným pohledem - pohledem výnosů, který realizují obě strany transakce. Podaří se nám tak ještě trochu

hlouběji vybudovat základy tvorby skontní míry, a vést naše úvahy více formalizujícím postupem:

Dodavatel: Zisk dodavatele ( $Z_d$ ) z peněz inkasovaných před vypršením fakturační doby:

$$Z_d = {}_d e_{pj} x (Cz - S) = {}_d e_{pj} x (Cz - s x Cz) = {}_d e_{pj} x (1 - s) x Cz \quad (4)$$

Pokud zvážíme náklady dodavatele ve výši  $S = s x Cz$  (tato částka by totiž mohl být jeho zisk v případě, že by čekal (m-n) dnů), pak výnos z realizace skonta bude:

$$V_{d,s} = {}_d e_{pj} x (1 - s) x Cz - s x Cz = [{}_d e_{pj} x (1 - s) - s] x Cz \quad (5)$$

Zapišme:

**Výnos dodavatele:**  $[{}_d e_{pj} x (1 - s) - s] x Cz$  (6)

Aby tento výnos byl realizovaný, musí tedy  ${}_d e_{pj} x (1 - s) - s > 0$ .

**Upravme:**  ${}_d e_{pj} x (1 - s) > s$

**a po zaměření se na výši skonta dostáváme:**

$${}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1) > s \quad (7)$$

**Tedy nalezli jsme výši skonta, kterou dodavatel může odběrateli nabídnout.**

*Pokud výnosnost peněžního kapitálu za (m-n) dní bude u dodavatele např. 0,02 (2%) z každé zapojené peněžní jednotky, pak výše skonta bude:  $0,02 / (0,02 + 1) = 0,019607843$ .*

Pozice dodavatele bude inverzním vztahem:

Náklady odběratele ( $No$ ) z peněz vyplacených před vypršením fakturační doby:

$$No = {}_o e_{pj} x (Cz - S) = {}_o e_{pj} x (Cz - s x Cz) = {}_o e_{pj} x (1 - s) x Cz \quad (8)$$

Pokud zvážíme zisk odběratele ve výši  $S = s x Cz$ , pak výnos odběratele ( $Vo$ ) z realizace skonta bude:

$$Vo = s x Cz - {}_o e_{pj} x (1 - s) x Cz = Cz [s - (1 - s) x {}_o e_{pj}]$$

**Výnos odběratele:**  $Cz [s - (1 - s) x {}_o e_{pj}]$  (9)

Po zaměření na výši skonta a za předpokladu  $s - (1 - s) x {}_o e_{pj} > 0$  dostáváme:

$$s > {}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj}) \quad (10)$$

**Nalezli jsme výši skonta, kterou odběratel může dodavateli akceptovat.**

*Pokud výnosnost peněžního kapitálu za (m-n) dní bude u odběratele např. 0,015 (1,5%) z kaž-*

dé zapojené peněžní jednotky, pak výše skonta bude:  $0,015/(0,015 + 1) = 0,014778325$ .

Při realizaci skonta, musí platit podmínky pro jeho vyšší kladené oběma stranami transakce. Tedy:

${}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1) > s$  a současně  $s > {}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj})$   
spojením

$${}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1) > s > {}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj})$$

jinak zapsáno:  $s \in ({}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj}); {}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1))$  (11)

**Nalezli jsme tedy hledanou výši skonta, kterou bude dodavatel moci nabídnout odběrateli. Je ihm výše uvedený interval hodnot.**

V našem hypotetickém případě, kdy  ${}_d e_{pj} = 0,02$  a  ${}_o e_{pj} = 0,015$ , bude výše skonta nabídnutá dodavatelem v intervalu **(0,014778325; 0,019607843)**.

Povšimněme si také, že jednoduchou algebrickou úpravou se dostaneme opět na počátek našeho nutného předpokladu.

Z výše uvedeného platí:

$$\begin{aligned} &{}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1) > s > {}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj}) \\ &{}_d e_{pj} / ({}_d e_{pj} + 1) > {}_o e_{pj} / (1 + {}_o e_{pj}) \\ &{}_d e_{pj} \times ({}_o e_{pj} + 1) > {}_o e_{pj} \times (1 + {}_d e_{pj}) \\ &{}_d e_{pj} \cdot {}_o e_{pj} + {}_d e_{pj} > {}_o e_{pj} + {}_o e_{pj} \cdot {}_d e_{pj} \\ &{}_d e_{pj} > {}_o e_{pj} \end{aligned}$$

Je tedy nutné, aby:

$${}_d e_{pj} > {}_o e_{pj} \quad (12)$$

**Nemožnost využití obrácené relace (resp. negace) vztahu při skontní politice podniků je možné ověřit např. na námi formulovaném příkladě** (lze zvolit např.  ${}_d e_{pj} = {}_o e_{pj}$  nebo  ${}_d e_{pj} < {}_o e_{pj}$ ).

Otázkou k zamyšlení je, jak hledět na uvedené výnosové míry  ${}_d e_{pj}$ ,  ${}_o e_{pj}$  a co se pod nimi ve skutečnosti skrývá? Právě ony jsou oním jasným spojením s hodnotově orientovaným řízením společnosti. V našich úvahách jsme pod těmito ukazateli spatřovali především výnosnost vlastního peněžního kapitálu (podniky inkasují a platí v peněžních jednotkách, jež jsou či byly vlastními zdroji) - tedy zájmá nás kolik peněžních jednotek je podnik schopen vygenerovat z jedné koruny využitého vlastního peněžního kapitálu.

Je ovšem nutné přihlížet také k tomu, že při zhodnocování skontem získaného kapitálu podnik zapojuje veškerý kapitál podniku. Pak je nutné

zdroje takto zapojeného kapitálu vidět v širších souvislostech a do stanovení požadovaných měř zavést taktéž náklady na cizí kapitál. Dostáváme se poté k známým stavebnicovým (přířázkovým) metodám či metodě WACC.

## Závěr

Je již zcela známé, že pokud podnik dokáže generovat větší hodnotu nežli jeho konkurenti, má konkurenční výhodu, neb je chráněn nepřátelským převzetím za účelem rozprodání součástí a inkasování možného zisku. V tomto příspěvku ovšem poukazujeme také na to, že sledování hodnoty souvisí s reálnou politikou podniku, např. vůči jeho dodavatelům a odběratelům - můžeme tedy tvrdit, že hodnotu podniku a hodnotové řízení je možné vysledovat taktéž v každém taktickém, či dokonce operativním rozhodování firmy. Podnik, jenž dokáže hodnotově řídit svou firmu, je otevřen zcela sofistikovanému rozhodování ve své finanční či obchodní politice.

V duchu v textu uvedeného příkladu, který měl sloužit jako ukázkový, je tedy alfou a omegou správných rozhodnutí schopnost podniku správně určit výnosový potenciál svého kapitálu a udržovat ho na vysoké hladině. Pokud bychom naše úvahy rozvedli dále - např. ve smyslu vztahu k veškerým pěti silám uváděných M.E. Porterem (tzv. Porterův model pěti sil, jehož autorem je Michael E. Porter z Harvard School of Business Administrativ) [5] - mohli bychom vyvinout určitý model řízení firmy, jehož jádrem (srdcem) by byla výše výnosové míry (vlastního) podnikového kapitálu. Podnik, který by chtěl obstát na trhu ovlivněném všemi těmito silami, tak může sledovat jediný ukazatel, který ho činí konkurenčně silným - výnosnost využívaného kapitálu. Ta je jedním ze známých generátorů hodnoty.

Nadále tedy platí, že smyslem činnosti podniku by mělo být generovat co nejvyšší hodnotu. Neb: „Winner takes all“. Pokud podnik chce obstát v konkurenci nejlepších, využívat možnosti trhu a ve svém důsledku tzv. „diktovat trhu“, je nutné, aby generoval vyšší výnos z pracovního kapitálu než jeho konkurenti. Samotná velikost podniku není rozhodující a je na globalizovaném trhu silně pomíjivým ukazatelem.

Článek navazuje na problematiku řešenou v rámci interního grantu FSE UJEP „Využití metod hodnocení finanční výkonnosti firmy podniky Ústeckého regionu“, č. (KFÚ/5206).

**Literatura:**

- [1] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Viktoria Publishing, 1993. ISBN 80-85605-41-4.
- [2] DEDOUCHOVÁ, M. *Strategie podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-603-4.
- [3] KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Rozbor výkonnosti firmy*. 1. vyd. Praha: VŠE, 2000. ISBN 80-245-0027-2.
- [4] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- [5] RADOVÁ, J., DVOŘÁK, P. *Finanční matematika pro každého*. 5. vyd. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-1230-X.
- [6] REMEŠ, D., GOSWAMI, K. Měření výkonnosti podniku. *E+M Ekonomie a Management*, 2004, roč. 7, č. 3, s. 59-65. ISSN 1212-3609.
- [7] UHMAN, J. *Value of company as a basic objective of enterprise*. Siedlce: Univerzity of Podlasie, 2007. ISBN 978-83-7051-458-7.
- [8] UHMAN, J. *Maximalizace hodnoty firmy - základní cíl podnikání*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. ISBN 978-80-7318-536-7.

**Ing. Jiří Uhman**

Univerzita J. E. Purkyně v Ústí nad Labem  
Fakulta sociálně ekonomická  
Katedra financí a účetnictví  
Moskevská 54, 40096 Ústí nad Labem  
uhman@fse.ujep.cz

Doručeno redakci: 16. 3. 2008  
Recenzováno: 6. 5. 2008, 10. 7. 2008  
Schváleno k publikování: 13. 1. 2009

## ABSTRACT

## THE MOTIVE POWER DEVELOPMENT OF THE COMPANIES

Jiří Uhman

*This article is generally focused on the problems of the competitive strength and their optimal decisions in the area of strategic directing. I give the space mainly to the basic goals in the directing of the firms, that I consider being a valuation of the company. Again, I advert to the relativity in the range of notions (e.g. the „small“ company contra the big corporation) in nowadays company world where the fusions and the acquisitions dominated. This text is chronologically my third text where I point at the necessary comprehension of the maximization in the firm valuation as its basic goals of the business. The last two articles represented maximization of the firm valuation as the aim that ideally relates with the interesting of the owners and the managers of the firms - solving the problem of the master and manager to a certain degree - (1st article: UHMAN, J.: Maximalizace hodnoty firmy - základní cíl podnikání) and they represented the necessity of the value firm directing (2nd article: UHMAN, J.: Value of company as a basic object of enterprise). This time I am more focused on the concrete decision processes of the financial direction in the firm where are shown the examples of the concrete possibilities in value implementation directing.*

*In introduction of the text I introduce again the maximization of the company valuation as the basic and leading idea of my consideration. There is a short mention of the development company engine that they see in the development of the business electronization, accelerating flow of information and financial transaction. In the same time they are adverting to the necessity of the effectual, non-restrictive artificial market, to the regulation of the financial market. It should be specialized mainly to the protection of the small investors. I attend at the concrete case to the firm financial politics from the second to the forth part - using of the discount - using of the maximalization valuation company principles for the concrete financial decision making. I introduce the sense of the discount briefly. I draw attention to the problem of assessment and explication of their highness between the business partners with the view for their expected contribution from the realization of the law. The view of the valuating firm directing places this problem to the other clear level. I endeavor to prove that in the descriptive consecution at first and subsequently than sophisticatedly. In the final part of the text I recapitulate.*

**Key Words:** Competitiveness, investment, value of enterprises, sales discount, efficiency, return, value management of enterprises.

**JEL Classification:** G32, G34, G39.