

1

FINANČNÝ MANAŽMENT A FINANČNÉ PLÁNOVANIE V OBCHODNOM PODNIKU

1.1

Obsah a úloha finančného manažmentu

Napriek viacerým osobitostiam financovania a finančného manažmentu obchodných podnikov (ktoré uvádzame a zdôrazňujeme priebežne v celom texte učebnice) sú základné východiská prístupov k týmto oblastiam zhodné s ostatnými druhmi podnikov. V podstate všetky podnikateľské subjekty sú podľa znenia ustanovení Obchodného zákonníka obchodné spoločnosti. *Obsahom finančného riadenia* je organizovanie pohybu majetku a kapitálu v záujme dosahovania stanovených podnikateľských cieľov. Klasické a často uvádzané *základné otázky finančného riadenia podniku* sú:

- Koľko kapitálu potrebuje podnik na svoju činnosť?
- Odkiaľ získa potrebný kapitál?
- Kam umiestni získaný kapitál?
- Ako rozdelí finančný výsledok?

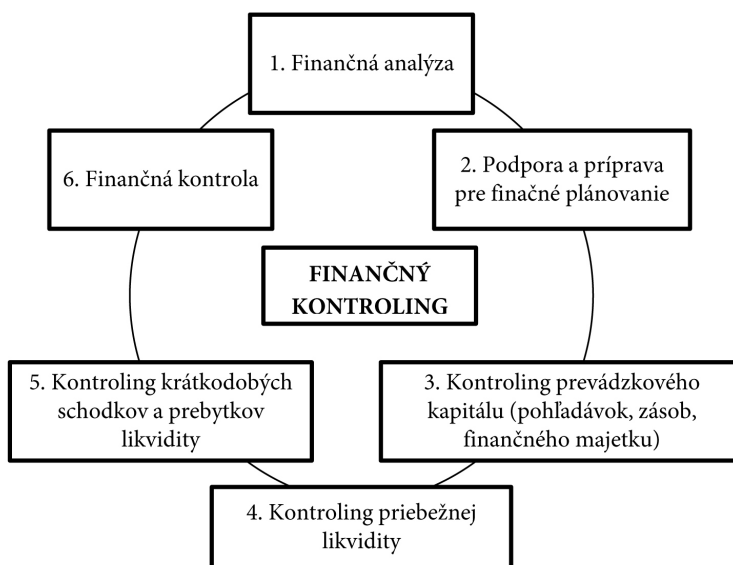
Uvedené základné otázky prevažne súvisia s finančnou stránkou riadenia podniku. Kým však budeme rozdeľovať finančný výsledok, je nutné riešiť „ľavú stranu súvahy“, a to *rozhodnutia, do akých stálych aktív by mal podnik investovať*. Rozhodnutia o typoch a množstve stálych aktív riešia vecnú stránku podnikania a formujú majetkovú štruktúru.

S otázkou o množstve a zdrojoch kapitálu súvisia kapitálové rozpočtovanie a hodnotenie úrovne kapitálových výdavkov, čo rieši „pravá strana súvahy“ a súvisí s kapitálovou štruktúrou podniku. Popri dlhodobých, strategických rozhodnutiach sú dôležité aj rozhodnutia, ktoré súvisia s každodenným podnikateľským fungovaním podniku, čiže s riadením krátkodobých finančných tokov. Tieto rozhodnutia sa vzťahujú na obe strany súvahy a súvisia s riadením krátkodobého kapitálu, najmä s časovou nekonzistenciou medzi peňažnými príjmami a výdavkami, teda zabezpečením čistého pracovného kapitálu, ktorý vyjadríme ako: obežné aktíva – krátkodobý kapitál.

Podstata finančného riadenia podniku je v riadení jeho finančných procesov týmito hlavnými činnosťami:

- finančné plánovanie,
- finančné rozhodovanie (tvorba finančnej stratégie, určenie kritérií),
- organizovanie finančných procesov (bežné riadenie prevádzky podniku),
- finančná analýza a finančná kontrola.

Finančný kontrolér v podniku spravidla v týždennej, mesačnej, štvrťročnej a, samozrejme, i ročnej periodicite analyzuje finančné dokumenty podniku a vypracúva hodnotiace správy. Analýza informácií o finančnej situácii a jej vývoji, spracovanie komentára k odchýlkam poskytuje príležitosť pre kontroléra zapojiť sa do vývojových, rozvojových, analytických a projektových činností v podniku. Pozícia finančného kontroléra je progresívnymi podnikmi vnímaná ako nevyhnutná na kontrolu, hodnotenie a podporu nepretržitého rastu podniku. Zároveň takéto vnímanie pozície finančného kontroléra vytvára tlak na lepšie, profesionálnejšie poznanie činností a procesov v podniku, súvisiacich i s obchodnými, výrobnými, logistickými a rozvojovými funkciami.



Obrázok 1.2 **Obsahová náplň finančného kontrolingu**

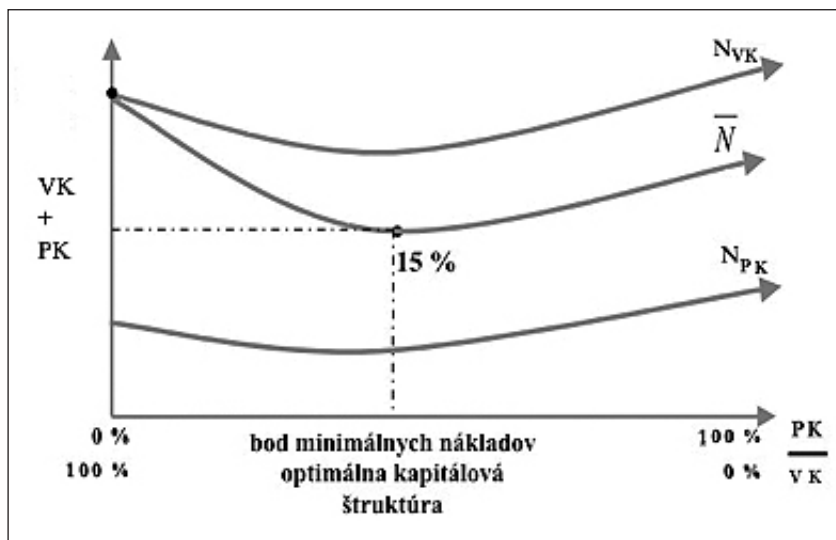
Zdroj: Sedliačiková – Šatanová – Foltínová, 2012.

1.2

Špecifiká činností a finančného riadenia obchodných podnikov

Porovnanie výrobného a obchodného podniku je ovplyvnené jednou významnou skutočnosťou – väčšina prístupov pri riešení tohto problému sa zameriava na vymedzenie oboch typov podnikov vzájomne voči sebe. Takýto prístup logicky vedie k výsledku, že sa zabúda na tie charakteristické znaky, ktoré sú pre oba typy podnikov spoločné. Ak sa uplatňuje postup zdôrazňujúci ich rozdiely, vedie to k zameraniu sa na ich unikátne, špecifické charakteristiky. V podstate všetky podnikateľské subjekty sú podľa znenia ustanovení Obchodného zákonníka obchodné spoločnosti. V tejto časti sa za-

3. *Daňové hľadisko.* Cudzí kapitál je z daňového hľadiska zvýhodnený, pretože úroky sa odpočítavajú pred zdanením, dividendy zo zisku po zdanení (treba vziať do úvahy aktuálnu platnú legislatívu).



Obrázok 3.1 Grafické znázornenie bodu minimálnych nákladov, ktorý indikuje optimálnu kapitálovú štruktúru

Zdroj: Spracované podľa Sivák, Mikócziová, 2006.

Vysvetlivky: NPK – náklady na cudzí (požičaný) kapitál, NVK – náklady na vlastný kapitál, \bar{N} – priemerné náklady na kapitál, PK – objem požičaného kapitálu, VK – vlastný kapitál.

3.3

Bilančná rovnováha, resp. nerovnováha

Vzťahy medzi majetkom a zdrojmi jeho krytia vyjadrujeme dvoma pravidlami, ktoré sú znázornené i schémou na obr. 3.2. I keď ide o pomerne jednoduchý analytický postup, je vhodným a často využívaným nástrojom hodnotenia základnej finančnej pozície v rámci obchodných vzťahov. Môže byť využitý na hodnotenie finančnej situácie zákazníka, ale i dodávateľa. Sú to tieto pravidlá:

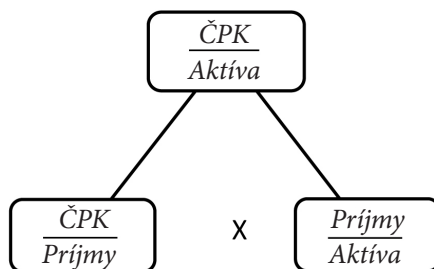
- Zlaté pravidlo financovania* – vyjadruje časový súlad medzi disponibilnosťou finančných zdrojov a viazanosťou majetku, ktorý bol prostredníctvom nich obstaraný. Platí zásada, aby finančný kapitál bol k dispozícii spravidla taký čas, ktorý zodpovedá životnosti majetku, ktorý kryje.
- Zlaté bilančné pravidlo* – vyjadruje vzťahy vzájomnej podmienenosti medzi krátkodobým majetkom a krátkodobými zdrojmi jeho nadobudnutia, resp. dlhodobým majetkom a dlhodobými zdrojmi podniku.

záväzky (DZ) a krátkodobých zdrojov – tvoria ich krátkodobé záväzky (KZ) tvorené najmä bežným bankovým úverom a obchodným úverom, t. j. záväzkami z obchodného styku atď.

Týmto úpravám hovoríme, že ide o konverziu účtovnej súvahy na súvahu finančnú. V tej sú dôsledne oddelené dlhodobé a krátkodobé majetkové položky na jednej strane a na druhej strane dlhodobé a krátkodobé finančné zdroje.

Faktorová analýza čistého pracovného kapitálu

Na posúdenie efektívneho rastu čistého pracovného kapitálu môžeme využiť faktorovú analýzu pyramídy likvidity. Model sa skladá z agregujúceho (syntetického) ukazovateľa ČPK/Aktíva (podiel čistého pracovného kapitálu v majetku) a dvoch analytických ukazovateľov. Úroveň ukazovateľa ČPK/Aktíva ovplyvňujú dva činitele, a to viazanosť čistého pracovného kapitálu (ČPK/Príjmy) a obrat majetku (Príjmy/Aktíva). Analytický model pyramídy likvidity je daný vzťahom:



Obrázok 3.4 Analytický model pyramídy likvidity

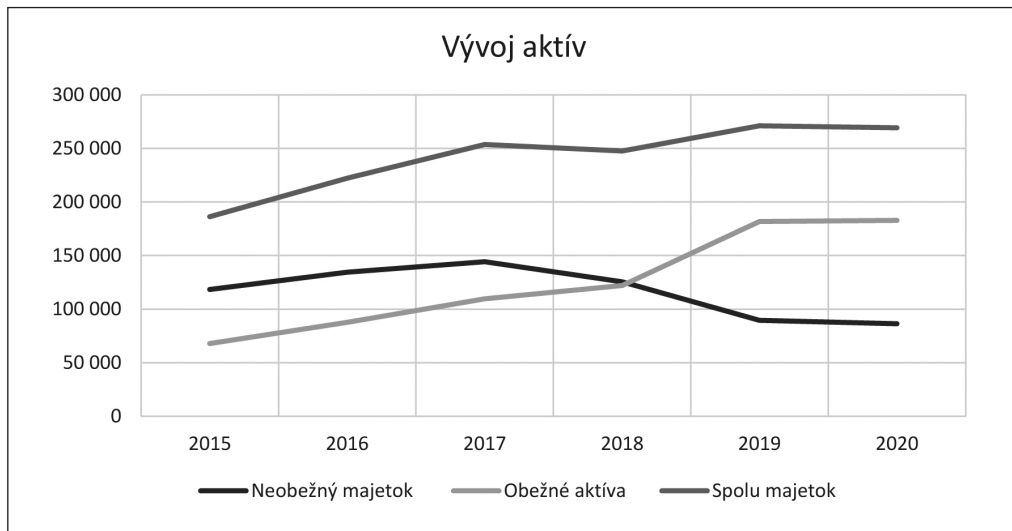
Zdroj: Vlastné spracovanie.

Analytický model môžeme vo forme vzorca zapísať takto:

$$\frac{\text{Čistý pracovný kapitál}}{\text{Aktíva}} = \frac{\text{čistý pracovný kapitál}}{\text{príjmy}} \times \frac{\text{príjmy}}{\text{aktíva}}$$

Keďže uvedený model hodnotí spôsoby zvýšenia čistého pracovného kapitálu, resp. jeho podielu v aktívach, model je vhodný aplikovať len v prípadoch, ak podnik vykazuje kladný čistý pracovný kapitál v sledovanom období a čistý pracovný kapitál (jeho podiel v aktívach) medziročne rastie.

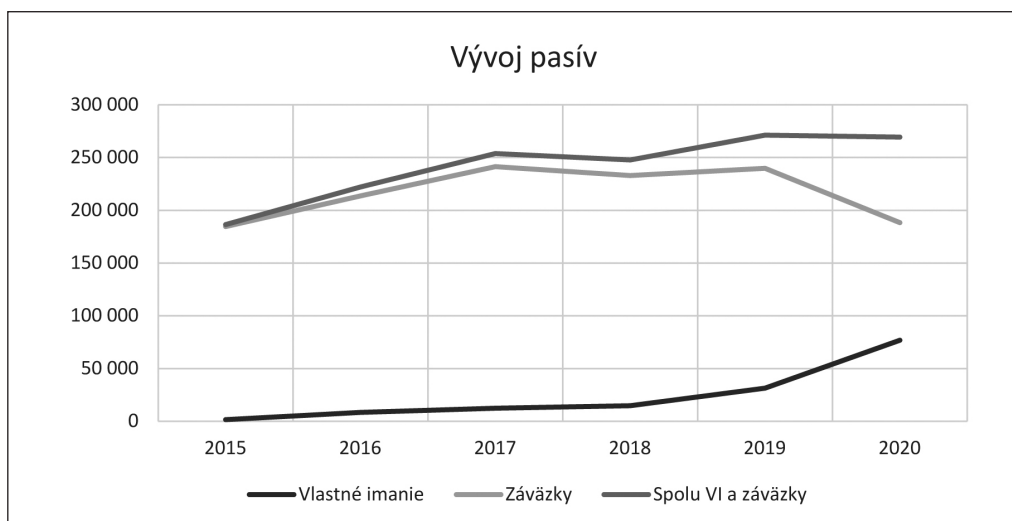
Pri tejto analýze hľadáme odpoveď, ktorý činiteľ mal najväčší vplyv na zmene hodnoty (na zvýšení) ukazovateľa ČPK/Aktíva. V prípade, ak bol rast syntetického ukazovateľa vyvolaný prvým ukazovateľom, t. j. viazanosťou čistého pracovného kapitálu, ide o náročnejší spôsob zvýšenia. Ak agregujúci ukazovateľ rástol pod vplyvom druhého činiteľa, t. j. obratu majetku, považujeme to za účinnejší spôsob zvýšenia syntetického ukazovateľa.



Obrázok 5.1 Vývoj aktív – horizontálna analýza

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Schéma na obr. 5.2 poukazuje na vývoj pasív v rokoch 2015 až 2020. Závazky majú od roku 2018 klesajúcu tendenciu a vlastné imanie má rastúci, pozitívny trend.



Obrázok 5.2 Vývoj pasív – horizontálna analýza

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Vertikálna analýza súvahy. Ako je zrejmé zo schémy na obr. 5.3, celkový majetok má viac-menej stabilnú hodnotu, mierne rastúcu. Zmeny pomerov v majetku sa týkajú obežných aktív, ktorých podiel má od roku 2018 rastúcu tendenciu, a naopak, podiel neobežného majetku sa proporcionálne znižuje.

úverujúce banky, poznajú výšku pohľadávok nedobytných pohľadávok, zvyčajne znížia o tieto pohľadávky výšku pohľadávok vo výpočte ukazovateľa celkovej aj bežnej likvidity a v závislosti od dodatočných informácií o túto výšku znížia výšku vlastného imania, pretože na nedobytné pohľadávky by mala byť vytvorená opravná položka.

Ukazovateľ doby splatnosti záväzkov vyjadruje priemernú lehotu od vzniku záväzku po jeho splatnosť (môžeme uviesť aj – po jeho uhradenie, ale za predpokladu, že podnik uhrádza záväzky v termíne splatnosti). Tento ukazovateľ vyjadruje priemernú dĺžku obchodného úveru od dodávateľov.

$$\text{Doba úhrady záväzkov} = \frac{\text{priemerný stav záväzkov}}{\text{náklady}} \times \text{počet dní v období}$$

Do položky náklady zahrnieme náklady na obstaranie tovaru a výrobnú spotrebu. Tento ukazovateľ poskytuje veriteľom informáciu o predpokladanej platobnej morálke odberateľa vyplývajúcu z finančných výkazov. Priemerná doba splatnosti záväzkov odráža likvidnú situáciu podniku a závisí od týchto faktorov:

- obrat obežných aktív (najmä doba inkasa pohľadávok a doba obratu zásob),
- výška pracovného kapitálu,
- výška bankových úverov alebo iných krátkodobých zdrojov financovania.

Ak má zákazník dlhú dobu splatnosti záväzkov z obchodného styku, signalizuje to problémy s likviditou. Ukazovateľ doby splatnosti záväzkov z obchodného styku je jedným z najvýznamnejších ukazovateľov pre veriteľa, teda aj dodávateľa. Je to zrkadlo riadenia prevádzkového financovania podniku.

Na posúdenie platobnej morálky odberateľa odporúčame porovnať reálnu platobnú morálku odberateľa (priemerná úhrada od vystavenia faktúry) s ukazovateľom doby splatnosti záväzkov vypočítaného z účtovných výkazov. Presnejšie informácie získame, ak okrem ukazovateľa doby splatnosti záväzkov z obchodného styku vypočítame aj ukazovateľ doby splatnosti všetkých krátkodobých záväzkov. V prípade, že je hodnota doby splatnosti všetkých krátkodobých záväzkov výrazne odlišná od doby splatnosti záväzkov z obchodného styku, je vhodné zistiť, prečo podnik takto postupuje, a potom rozhodnúť, či táto skutočnosť neprináša zvýšené riziko.

Ukazovateľ obratu aktív vyjadruje, koľko peňažných jednotiek (v tržbách) vyprodukovala peňažná jednotka majetku/aktív. Podstatné je sledovať trend vývoja tohto ukazovateľa.

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{tržby}}{\text{celkové aktíva}}$$

Kontroľing zásob

Pre efektívne riadenie reprodukcie prevádzkového cyklu a finančnej stability je okrem kontroľingu pohľadávok dôležitý aj kontroľing zásob. Ide o zložitejšie hodnotenie parametrov, ktoré zabezpečujú bonitu a solventnosť firmy, ovplyvňujú stabilitu

Rozklad tvorí násobok rentability tržieb a obratu majetku. Tento rozklad si vyslúžil popularitu pre svoju jednoduchosť, ale aj pre významnú mieru vypovedacej schopnosti. Vyjadruje:

- úzky vzťah (previazanosť) medzi rentabilitou a obratovosťou,
- ak je cieľom zvýšiť rentabilitu majetku (resp. celkového vloženého kapitálu do podnikania), treba pôsobiť na obrat majetku a/alebo na ziskovosť v smere ich zvyšovania,
- ak rentabilita majetku bude konštantná (napr. neelastická z dôvodu silnej konkurencie v danom odvetví), potom sa podnik rozhoduje o preferenciách medzi dvoma veľičinami – buď pre vyšší obrat s nižšou ziskovosťou, alebo vyššiu ziskovosť s pomalším obratom. V praxi tak hospodária napr. hypermarkety alebo diskontné predajne s potravinami, ktoré volia vysoký obrat tovarov s nižším ziskom na tovarovú položku, alebo na druhej strane sú napr. zlatníctva, ktoré predajú za rovnaké obdobie menej tovaru, ale s vyššími jednotkovými maržami.

Z tohto vzťahu vyplýva, že rentabilita majetku je závislá od rentability tržieb a obratu majetku. V prípade, že podnik využíva iba vlastný kapitál, potom celkový kapitál sa tvorí takisto len vlastným kapitálom. V takom prípade by platila rovnosť $ROA = ROE$. V podnikovej praxi je prípad využitia výlučne vlastného kapitálu pomerne vzácny. Cudzie zdroje v kapitálovej štruktúre ovplyvňujú konečnú výkonnosť podniku a spôsobujú odlišenie hodnôt ROA a ROE ($ROA \neq ROE$). Dôležitý je podiel cudzích zdrojov na celkovom kapitáli, ktorý určuje intenzitu pákového efektu, a preto sa základný *Du Pontov* model rozširuje do druhého stupňa rozkladu týmto spôsobom:

$$ROE = ROA \times \frac{\text{celkové aktíva}}{\text{vlastné imanie}}$$

Daný vzťah môžeme rozložiť takto:

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{celkové aktíva}} \times \frac{\text{celkové aktíva}}{\text{vlastné imanie}} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastné imanie}}$$

$$ROE = \text{rentabilita tržieb} \times \text{obrat majetku} \times \text{finančná páka}$$

5.3.4

Ukazovatele trhovej hodnoty podniku

Ukazovatele trhovej hodnoty podniku charakterizujú názory externého prostredia na podnik – investorov aj potenciálnych investorov, ktorí pôsobia na akciovom trhu. Patria sem ukazovatele, ktoré hodnotia podnik na základe minulých výsledkov, aj výhľadu do budúcnosti a hodnotenia rizika, čo vyjadruje trhovú cenu akcie.

Aj keď na prvý pohľad je zřejmé, že ukazovateľ 6 – záväzky po lehote splatnosti, nie je priamo definovaný vo finančných výkazoch podniku, no kvalitne spracovaná výročná správa akciovej spoločnosti by mala obsahovať tieto údaje. Platí však, že akciové spoločnosti aj spoločnosti s ručením obmedzeným niekedy nerady zverejňujú, resp. poskytujú tieto údaje k dispozícii. Na druhej strane práve zakomponovanie tohto parametra vystihuje špecifiká podnikateľského prostredia a správania podnikov v Českej republike a v Slovenskej republike v poslednej dekáde 20. storočia.

Hodnotenie je interpretované takto:

- IN > 2; – podnik s výborným finančným zdravím,
 IN v intervale <1, 2>; – bez prognózy,
 IN < 1; – podnik na pokraji bankrotu.

V súčasnosti existuje viac modifikácií tohto ukazovateľa, ktoré sa označujú ako IN 99, IN 01 a IN 05.

6.5

Fázy finančnej krízy firmy

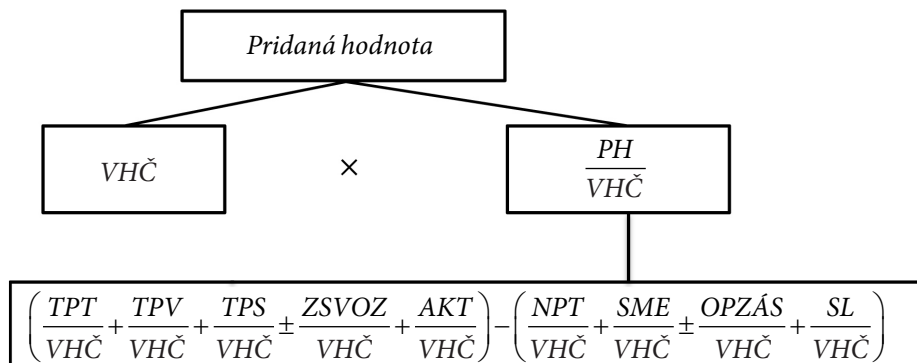
Významnou požiadavkou na zabezpečenie finančnej stability firmy, jej likvidity a solventnosti je analýza jej ekonomickej pozície na základe vývoja ukazovateľov, ktoré poskytujú informáciu o potenciálnych rizikách finančných porúch. Ukazovatele uvedené v tabuľke 6.3 a ich vývoj výrazne ovplyvňujú predpoklad zhoršenia parametrov reprodukcie jej finančných tokov. Ukazovatele sú všeobecne platné bez ohľadu na odvetvie a veľkosť firmy. Na základe analýz je potvrdený ich významný vplyv na schopnosť splácať záväzky, vrátane úverov, najmä prevádzkových.

Hodnotiace ukazovatele potenciálu rizík finančných porúch

Tabuľka 6.3

Fáza krízy/ Pomerové ukazovatele	Fáza 1 Pokles objemu výkonov	Fáza 2 Pokles rentability	Fáza 3 Zvýšenie potreby pracovného kapitálu	Fáza 4 Vyšší podiel stálych položiek súvahy	Fáza 5 Zhoršenie – pokles likvidity
$R_1 = \frac{\text{Finančné náklady}}{\text{Hrubý zisk}}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$	$\frac{\blacksquare}{\square}$	$\frac{\blacksquare}{\square}$	$\frac{\blacksquare}{\square}$
$R_2 = \frac{\text{Stále zdroje}}{\text{Celkový kapitál}}$		$\frac{\blacksquare}{\square}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$	$\frac{\blacksquare}{\square}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$
$R_3 = \frac{\text{Zdroje samofinancovania}}{\text{Celková zadlženosť}}$		$\frac{\blacksquare}{\square}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$	$\frac{\square}{\blacksquare}$	
$R_4 = \frac{\text{Záväzky z obch. styku}}{\text{Náklady obstar. stykov}}$			$\frac{\blacksquare}{\square}$		$\frac{\blacksquare}{\square}$

Zdroj: Vlastné spracovanie.



Obrázok 9.2 Rozklad ukazovateľa pridaná hodnota

Zdroj: Vlastné spracovanie.

- kde: $TPT/VHČ$ je podiel tržieb z predaja tovaru na VHČ,
 $TPV/VHČ$ – podiel tržieb z predaja vlastných výrobkov na VHČ,
 $TPS/VHČ$ – podiel tržieb z predaja služieb na VHČ,
 $ZSVOZ/VHČ$ – podiel zmeny stavu vnútroorganizačných zásob na VHČ,
 $AKT/VHČ$ – podiel aktivácie na VHČ,
 $NPT/VHČ$ – náročnosť VHČ na náklady súvisiace s nákupom predaného tovaru,
 $SME/VHČ$ – materiálovo-energetická náročnosť VHČ,
 $OPZÁS/VHČ$ – náročnosť VHČ na opravné položky k zásobám,
 $SL/VHČ$ – náročnosť VHČ na nakupované služby.

Pridaná hodnota je efektom z výrobnjej a obchodnej činnosti, ktorý zostane po úhrade vstupov nakupovaných z externého prostredia. Ďalej treba „uhradiť“ interné podnikové vstupy, pridanú hodnotu znížiť o odpisy a osobné náklady. Zostatok (žiaduci zostatok) nazývame novovytvorená hodnota tak, ako sme ju definovali podľa zdroja Zalai a kol., 2016.

1. stupeň rozkladu pridanej hodnoty:

$$PH = VHČ \times PH/VHČ$$

2. stupeň rozkladu pridanej hodnoty:

$$\frac{PH}{VHČ} = \left(\frac{TPT}{VHČ} + \frac{TPV}{VHČ} + \frac{TPS}{VHČ} \pm \frac{ZSVOZ}{VHČ} + \frac{AKT}{VHČ} \right) - \left(\frac{NPT}{VHČ} + \frac{SME}{VHČ} \pm \frac{OPZÁS}{VHČ} + \frac{SL}{VHČ} \right)$$

$$\text{Novovytvorená hodnota} = PH - (ON + ODP)$$

Novovytvorená hodnota je pridaná hodnota znížená o odpisy a osobné náklady. Je základom budúceho výsledku hospodárenia.

11.1

Metóda čistej súčasnej hodnoty

Posudzuje sa ako jedna z najlepších metód hodnotenia investičných projektov. Pre podnik je dôležité poznať nielen celkové sumy peňažných príjmov z projektu, ale aj termíny, kedy peniaze prichádzajú. Súčasnú hodnotu teda vypočítame tak, že očakávané príjmy diskontujeme mierou výnosnosti, ktorú ponúkajú porovnateľné investičné alternatívy. Táto miera sa označuje ako diskontná sadzba, prekážková sadzba alebo alternatívny náklad na kapitál.

$$\check{C}SH = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

kde: $\check{C}SH$ je čistá súčasná hodnota,

CF_n – cash flow (peňažné toky) za jednotlivé obdobia,

K – kapitálové výdavky na začiatku investície (CF_0),

r – bezriziková úroková (diskontná) sadzba,

n – čas, počet období úročenia.

Ak je čistá súčasná hodnota kladné číslo, to znamená, že investícia je výhodnejšia ako alternatívna investícia, ktorá má výnosovú mieru r . Ak je výsledkom záporné číslo, pre investora je výhodnejšia alternatívna investícia.

Ako diskont sa odporúča: pri projektoch s nízkym rizikom úroková sadzba dlhodobých cenných papierov – štátnych dlhopisov alebo výnosová miera z investície do cenných papierov s rovnakým rizikom, priemerné náklady na podnikový kapitál, alebo ako minimálna sadzba sa odporúča diskontná sadzba centrálnej banky. Pri rozvinutom kapitálovom trhu môže byť použitý alternatívny náklad na kapitál, napr. metódou CAMP. Priemerné náklady kapitálu určíme ako vážený aritmetický priemer nákladovosti cudzieho kapitálu a vlastného kapitálu, kde váhami sú podiely cudzieho a vlastného kapitálu na celkovom kapitáli podniku.

$$N_k = r \times \frac{CK}{K} + v \times \frac{VK}{K}$$

kde: N_k sú priemerné náklady na kapitál podniku,

r – úroková miera úveru,

K – celkový kapitál podniku,

CK – cudzí kapitál,

v – výnosnosť vlastného kapitálu v %,

VK – vlastný kapitál.

Úroková (diskontná) sadzba nemusí byť počas celého času realizácie, resp. životnosti projektu konštantná. Vzťah medzi diskontnou sadzbou a obdobím – cash flow z projektu nazývame časová štruktúra diskontných sadzieb. Diskontná sadzba je zväčša stanovená (vypočítaná) v nominálnom vyjadrení. Pre konzistentnosť výpočtov je nutné, aby peňažné príjmy – cash flow boli vyjadrené v nominálnych veličinách, t. j. po zohľadne-