

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

Tel.: (02) 24 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 24 25 04 61

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economia, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

AKTUÁLNÍ EKONOMICKÉ OTÁZKY INTEGRACE PŘIDRUŽENÝCH ZEMÍ DO EVROPSKÉ UNIE – dokončení

Urszula KOSTERNA: Stav veřejných financí v postsocialistických zemích střední Evropy (srovnání se zeměmi Evropské unie) 629

Ladislav HAVLÍČEK: Makroekonomický model MMM1 652

Inka NEUMAIEROVÁ – Ivan NEUMAIER: Řízení hodnoty 662

Diskuze

Jiří KINKOR – Juraj NEMEC: Veřejné statky a externality: rakouský přístup – odpovědi 673

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 18–20/96 680

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No 8

CONTENTS

ACTUAL ECONOMIC ISSUES ON INTEGRATION OF THE ASSOCIATED COUNTRIES IN THE EUROPEAN UNION – end

Urszula KOSTERNA: Public Finances in Post-Socialist Central European Economies (The Comparison with European Union Countries) 629

Ladislav HAVLÍČEK: The MMM1 Macroeconomic Model 652

Inka NEUMAIEROVÁ – Ivan NEUMAIER: Ways to Determine the Value of an Enterprise 662

Discussion

Jiří KINKOR – Juraj NEMEC: Public Goods and Externalities: the Austrian Approach – Replies 673

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 18–20/96 680

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No 8

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1996 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Prof. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Řízení hodnoty

Inka NEUMAIEROVÁ – Ivan NEUMAIER*

1. Hodnotově orientovaný přístup k řízení

Na prosperitě podniku mají zájem kromě vlastníků (shareholders) i všichni ostatní účastníci, kteří jsou nějakým způsobem spjati s činností podniku anebo zainteresováni na jeho výsledcích (stakeholders). Cílem majitele podniku je maximálně zhodnocovat svůj majetek. Hodnotově orientovaný přístup k řízení představuje způsob (metodu), jak tohoto cíle dosáhnout. Umožňuje nejen zhodnocení opatření pro jeho dosažení. Znamená to, že pomocí hodnotově orientovaného přístupu je možné posuzovat přijatá rozhodnutí.

Koncepce řízení hodnoty (angl. „valuation“, něm. „Wertsteigerung“) rozhoduje o optimálnosti řízení podniku. Úspěšné budou proto ty podniky, jejichž hlavní zásadou při vypracování podnikových strategií bude právě řízení hodnoty. Manažeři podniku musejí znát hodnotu podniku a podnikových organizačních jednotek (POJ) a určovat, jakou cenu by podnik mohl mít při iniciativnějších plánech a strategiích, tzn. stanovit optimální hodnotu podniku dosažitelnou restrukturalizací, resp. pomocí reálných vnitřních a vnějších zlepšení. Tuto hodnotu musí stále porovnávat s tržní nebo v případě, že podnik není veřejně obchodován, s potenciální tržní cenou. Případný rozdíl představuje hodnotu, kterou může získat vlastník, pokud vedení podniku včas uskuteční změny. Mezera mezi existující a restrukturalizovanou hodnotou musí být vyplněna, jinak vzniká nebezpečí, že situace využije nájezdník a hodnotu získá. Podstatou podnikové strategie je řešení problému, jak může podnik zvýšit hodnotu podnikových organizačních jednotek (POJ), které řídí. Je třeba vyhledávat ty POJ a aktiva, které by mohly mít větší cenu pro jiné podniky nebo jejichž výnosnost není adekvátní danému riziku. Tyto situace představují příležitosti k vytváření dodatečné hodnoty; je nutné, aby je vedení podniku využilo, jinak to udělá nájezdník.

Podniky, které v plánování, měření výkonu a v systému odměňování respektují hodnotově orientovaný přístup, vedou průběžně podnik k vyšším výkonům a vyhnou se nutnosti převratných změn. Pokud však podnik skýtá příležitost k vytvoření dodatečné hodnoty, je třeba okamžitě provést restrukturalizaci, která tuto hodnotu uvolní.

* Ing. Inka Neumaierová, CSc., katedra ekonomiky podniku VŠE Praha
Ing. Ivan Neumaier, Velkomoravská banka, a. s., Hodonín, centrála Praha
Redakce příspěvek obdržela v listopadu 1995.

Řízení hodnoty vyžaduje:

1. nezaujatý, hodnotově orientovaný pohled na činnost podniku a na určení restrukturalizačních příležitostí,
2. provedení restrukturalizace, tzn. realizaci vnitřních a vnějších zlepšení,
3. zavedení koncepce hodnotově orientovaného přístupu do řízení podniku.

Manažeři potřebují model, který by co nejpřesněji vyjádřil hodnotu podniku. Nejspolehlivější obraz hodnoty podniku poskytuje přístup diskontovaného hotovostního toku (cash flow) pro stanovení hodnoty podniku (free cash flow), který zachycuje všechny prvky, které ovlivňují hodnotu podniku. Při tomto přístupu je hodnota podniku určena budoucím očekávaným příjmem podniku včetně předpokládaných investic, který je diskontován sazbou odrážející rizikovost příjmu. Investice zvyšují hodnotu, pokud přinášejí výnos vyšší, než je výnos, který je možné vydělat z jiné investice s podobným rizikem. Model diskontovaného hotovostního toku zachycuje výnosy i růst. Manažeři, kteří pro ocenění používají tento model a soustřeďují se na dlouhodobý časový horizont, jsou chráněni před rozhodnutími, která by vedla k ničení hodnoty.

2. Restrukturalizační příležitosti

Pro nalezení restrukturalizačních možností podniku (tzn. pro určení, zda je v podniku nutné provést restrukturalizaci) je třeba uskutečnit následující kroky (viz [Copeland-Koller-Murrin 1993]):

1. zjistit tržní cenu podniku,
2. ocenit podnik,
3. zohlednit v hodnotě podniku možné vnitřní zlepšení (možnosti zvýšení hodnoty z hlediska vnitřních změn),
4. zohlednit v hodnotě podniku možné vnější zlepšení (možnosti zvýšení hodnoty vnějšími změnami),
5. určit optimální restrukturalizovanou hodnotu (tzn. provést nové ocenění podniku, které bere v úvahu vnitřní a vnější zlepšení, neboli stanovit maximální hodnotu podniku, kterou je možné získat).

Realizace těchto kroků umožňuje provést porovnání tržní hodnoty s optimální restrukturalizovanou hodnotou. Čím větší rozdíl mezi tržní a optimální restrukturalizovanou hodnotou existuje, tím naléhavější je provedení restrukturalizace podniku. Jednotlivé kroky nutné pro nalezení restrukturalizačních příležitostí stručně přiblížíme.

2.1. Zjištění tržní ceny podniku

Pokud je podnik veřejně obchodovaný, lze použít běžné tržní ceny akcie podniku. Tato cena ukazuje tržní očekávání budoucnosti podniku. Odráží vyhlídky investorů na očekávanou návratnost držby akcií v porovnání s alternativními investicemi. Pokud podnik není veřejně obchodovaný, je situace obtížnější.

Tržně určená cena na dobře fungujících kapitálových trzích obvykle souhlasí s oceněním podniku pomocí diskontovaného volného hotovostního toku (free cash flow).

2.2. Ocenění podniku

Vlastním oceňováním podniku se podrobně zabývá mnoho odborných publikací (viz např. [Brealey – Myers 1993], [Copeland – Koller – Murrin 1993] aj.). Zde pouze stručně připomeneme jednotlivé kroky nutné při aplikaci modelu diskontovaného volného hotovostního toku.

I. *Vyřešení problému časové neomezenosti.* Z důvodu nesnadného předpovídání volného hotovostního toku na neomezenou dobu (např. sto let) je nutné stanovit hodnotu podniku během určitého prognózovaného období a po něm. Na hodnotu po prognózovaném období pohlížíme jako na trvalou hodnotu, která se zakládá na určitém předpokládaném ustáleném (konstantním) volném hotovostním toku. Délku prognózovaného období musíme proto zvolit tak, aby během něj dosáhl podnik stabilního stavu. Konkrétně to znamená, že prognózované období by se mělo rovnat délce období konkurenční výhody. Málokdy je prognózované období kratší než sedm let.

II. *Předpověď volného hotovostního toku pro jednotlivé roky prognózovaného období.* Základním předpokladem pro vypracování dobré předpovědi je analýza vývoje podniku v minulosti. Historický pohled na posledních pět let by měl být založen na rozboru výkazů hotovostního toku podniku provázaných s výkazy zisků a ztrát a s rozvahami a na rozboru klíčových hnačích faktorů tvorby hodnoty (především rozboru výnosnosti investovaného kapitálu, investiční míry a udržitelnosti výnosnosti investovaného kapitálu, neboli období konkurenční výhody, během kterého je očekávaná míra výnosnosti investovaného kapitálu vyšší než výnosnost podniku, resp. vážený průměr hodnoty kapitálu podniku) a jejich srovnání v čase a s jinými konkurenčními podniky, případně srovnání v rámci odvětví.

Předpověď hotovostního toku podniku do budoucnosti se musí kromě analýzy ekonomické stránky podniku opírat o prognostické předpoklady dynamiky odvětví a poptávky po výrobcích podniku. Pokud jde o strukturu předpovědi, je vhodné začít předpovědí výkazu zisků a ztrát a rozvahy a z nich pak odvodit hotovostní tok. Základní proměnnou, která ovlivní budoucí výkaz zisků a ztrát a rozvalu, je poptávka, resp. prodej. Kromě předpovědi běžného hotovostního toku, vyjadřujícího vnitřní finanční potenciál podniku za určité období, je třeba prognózovat volný hotovostní tok (free cash flow). Ten je třeba definovat jako čistý zisk bez vlivu financování [tzn. čistý zisk + úroky $\cdot$ (1 – sazba daně z příjmů)] plus odpisy minus investice (do provozního kapitálu, hmotného investičního majetku a ostatní investice). Jinak řečeno, volný hotovostní tok představuje finanční tok mezi podnikem a poskytovateli kapitálu, který zahrnuje změny v základním jmění, výplatu dividend, hodnotu úroků bez daňových štítů a změny dluhu. Je vhodné vytvořit několik alternativních scénářů předpokládaného vývoje. Konečným krokem je vyhodnocení předpovědi podobným způsobem, jako byla analyzována historická data.

III. *Určení diskontní sazby odrážející rizikovost příjmu.* Odúročitel musí odpovídat definici diskontovaného hotovostního toku. V našem případě to znamená, že diskontní sazba by měla být váženým průměrem hodnoty kapitálu. Měla by odrážet náklady příležitosti jednotlivých poskytovatelů kapitálu, přičemž váhou jejich nákladů příležitosti by měl být podíl

kapitálu, kterým participují jednotliví investoři na úplatně poskytovaném kapitálu podniku v tržních hodnotách. Náklady příležitosti se vždy rovnají míře výnosnosti, kterou by investor mohl vydělat na investicích se stejným rizikem. Diskontní sazba nesmí obsahovat daňový výnos, který podnik obdrží (např. nižší daně dané nákladovými úroky). V průběhu času podléhá sazba změnám vzhledem k vývoji inflace, změnám v podnikatelském (obchodním) riziku a změnám ve struktuře kapitálu podniku.

Pro stanovení váženého průměru hodnoty kapitálu je třeba:

1. znát strukturu kapitálu podniku v tržních hodnotách. To je obtížný problém, protože nemůžeme znát tržní hodnotu vlastního jmění, aniž bychom znali vážený průměr hodnoty kapitálu, a nelze stanovit vážený průměr hodnoty kapitálu bez znalosti tržní hodnoty vlastního jmění. Východiskem z tohoto bludného kruhu může být použití hodnot cílové struktury kapitálu nebo průměrné kapitálové struktury;
2. provést odhad nákladů příležitosti pro financování typu dluhu. Zde vycházíme z úrokových sazeb po zdanění;
3. provést odhad nákladů příležitosti pro vlastní jmění podniku. Zde je možné použít např. model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Aplikace modelu CAPM předpokládá, že jste schopni odhadnout výnosnost cenných papírů bez rizika (např. tzv. pokladničních poukázek, tj. poukázek MF), změřit riziko akcie, neboli určit koeficient beta (citlivost akcie na tržní pohyby) a stanovit prémii za riziko trhu, tzn. rozdíl mezi výnosností trhu cenných papírů reprezentovaného některým z indexů trhu a výnosností cenných papírů bez rizika. Náklad příležitosti vlastního jmění se potom rovná výnosnosti cenných papírů bez rizika plus beta krát cena tržního rizika.

IV. *Výpočet hodnoty podniku během prognózovaného období.* Diskontujeme prognózovaný volný hotovostní tok v jednotlivých letech prognózovaného období diskontní sazbou odrážející jeho rizikovost (váženým průměrem hodnoty kapitálu) a sečteme jednotlivé diskontované hodnoty.

V. *Výpočet hodnoty podniku po prognózovaném období (trvalé neboli pokračující hodnoty).* Podíl trvalé hodnoty na celkové hodnotě podniku závisí především na délce prognózovaného období. Čím delší prognózované období zvolíme, tím menší podíl na celkové hodnotě podniku bude mít pokračující hodnota. V žádném případě by se však neměla měnit v závislosti na podílu pokračující hodnoty celková hodnota podniku. Odhad hodnoty volného hotovostního toku podniku po prognózovaném období je možné provést pomocí vzorce pro perpetuitu nebo rostoucí perpetuitu: předpokládáný volný hotovostní tok v prvním roce po prognózovaném období (měl by to být rok, kdy se podnik dostane na vyrovnanou úroveň fungování) vydělíme váženým průměrem hodnoty kapitálu, od které odečteme očekávanou míru růstu volného hotovostního toku podniku do budoucnosti (předpokladem je, že vážený průměr hodnoty kapitálu převyšuje očekávanou míru růstu volného hotovostního toku podniku). Pro přesný propočet pokračující hodnoty je důležité, aby předpokládáný volný hotovostní tok počítal s takovou výší investic, která by odpovídala jeho očekávané míře růstu do budoucnosti. Pro odhad očekávané míry růstu je důležitou orientací předpokládané tempo růstu daného odvětví a předpokládaná výše inflace. Vážený průměr hodnoty kapitálu by měl vycházet z udržitelné struktury kapitálu a z výše podnikatelského rizika odrážející očekávané podmínky

v odpovědi. Výslednou vypočtenou pokračující hodnotu je nutné diskontovat váženým průměrem hodnoty kapitálu, protože jde o hodnotu na konci prognózovaného období.

VI. *Výpočet hodnoty podniku.* Hodnotu podniku tvoří součet hodnoty podniku během prognózovaného období a pokračující hodnoty. Dále je třeba přičíst případnou hodnotu všech aktiv, jejichž příjmy nebyly vzaty v úvahu ve volném hotovostním toku, a odečíst hodnotu celého dluhu podniku. Hodnotu podniku je třeba vypočítat pro všechny scénáře předpokládaného vývoje.

Při vyhodnocování scénářů je třeba:

- identifikovat rozdíly v hodnotě mezi jednotlivými scénáři,
- zaměřit se na faktory tvorby hodnoty předpokládané v jednotlivých scénářích,
- zamyslet se nad pravděpodobností změny klíčových předpokladů scénářů.

2.2.1. Ocenění podniku prostřednictvím ocenění jednotlivých POJ

Mnohem hlubší pohled na podnik poskytuje ocenění podniku složené z ocenění jednotlivých podnikových organizačních jednotek (POJ).

Toto oddělené oceňování je důležité pro:

- plánování podniku založené na hodnotě,
- určování likvidační hodnoty,
- určování kandidátů akvizice,
- hodnocení ústředí podniku,
- určení možností restrukturalizace, a tím zvýšení hodnoty podniku.

Pro hodnotu podniku platí následující vztah:

hodnota vlastního jmění podniku = součet hodnot jednotlivých
POJ + aktiva podniku vytvářející hotovost – náklady ústředí
podniku – hodnota dluhu podniku

Proces oceňování podniku pomocí ocenění jednotlivých POJ je na rozdíl od oceňování podniku jako celku složitější. Každá POJ má svou vlastní kapitálovou strukturu a diskontní sazbu, POJ často sdílejí příjem a obtížné se odhadují náklady a výnosy ústředí, které je vlastně také samostatnou POJ.

Stručně přiblížíme postup odděleného oceňování jednotlivých POJ tvořících „stavební kameny“ celkového podniku.

I. *Definování podnikových organizačních jednotek (POJ).* Identifikace POJ není jednoduchá. Zásadně by se měly POJ definovat na nejnižší možné úrovni agregace jako logicky oddělitelné subjekty, které jsou nezávislé na ostatních částech podniku a mohly by být odděleny jako samostatné podniky. Do jedné POJ je však vhodné zahrnout vzájemně závislé výrobky (vyrobějí se na jednom výrobním zařízení). Ústředí podniku tvoří také samostatnou POJ s identifikovatelnými náklady a výnosy.

II. *Sběr údajů o POJ.* Potřebné údaje je třeba čerpat z podnikového účetního systému.

III. *Ocenění POJ.*

1. Každá POJ má svůj vlastní volný hotovostní tok, který je třeba odhadnout za předpokladu, že tato POJ je samostatná a oddělená od zbytku

podniku. To je důležité pro rozhodnutí, zda by se POJ měla, nebo neměla z podniku vydělit. Pro stanovení výnosů POJ jsou důležité převodní ceny a jejich tvorba. Převodní ceny, za které si POJ předávají výrobky, by měly být stanoveny co nejbližší tržní ceně stejných nebo podobných výrobků. S tvorbou převodních cen je úzce spojen problém rozdělení režijních nákladů podniku na jednotlivé POJ. Neměly by se rozdělovat náklady, které by POJ za předpokladu samostatnosti nehradily. Náklady, které by POJ používala, kdyby byla samostatná, by se jí však měly připočíst. Výnosem ústředí, které je samostatnou POJ, jsou především daňové výhody a větší dluhová kapacita. Daňové výhody přicházejí v úvahu především u podniků s POJ, které mají vysoce proměnlivé hospodářské výsledky. Na základě souhrnu zisků a ztrát jednotlivých POJ lze na podnikové úrovni dosáhnout daňových výhod. Příjmy jednotlivých POJ spolu většinou dokonale nekorelují, a proto vzniká pro podnik větší dluhová kapacita, než by měla samostatně kterákoli z POJ. Současná hodnota úlevy na daních vznikající z tohoto dluhu je ziskem ústředí. Ústředí dále náleží veškeré výnosy synergie, které vyplývají ze spojení POJ (např. vertikální spojení POJ snižuje nejistotu). Pokud jde o určení nákladů ústředí, jedná se o náklady, které vznikají z kombinace POJ do jednoho podniku. Jejich určení je vždy subjektivní.

2. Pro výpočet váženého průměru hodnoty kapitálu pro každou POJ je nutné určit kapitálovou strukturu, náklady příležitosti cizího kapitálu a náklady příležitosti vlastního jmění jednotlivých POJ. Pro určení nákladů příležitosti cizího kapitálu je třeba upravit úrokovou sazbu za cizí kapitál o daňovou výhodu. Příslušnou daňovou sazbu je nutné určit podle stanoveného zdanitelného příjmu POJ za situace, která by přicházela v úvahu, pokud by POJ nebyla součástí podniku. Pro stanovení nákladů příležitosti vlastního jmění pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv potřebujeme odhady hodnot beta pro jednotlivé POJ. Nejjednodušším způsobem odhadu hodnot beta je určení postavení analyzované POJ vůči seznamu oborů nebo odvětví. Tím, že určíme obor (případně odvětví) s rizikem nejbližším dané POJ, dostaneme odhad hodnoty beta pro danou POJ. Vypočtené vážené průměry hodnot kapitálu pro každou POJ slouží jako diskontní sazby pro volný hotovostní tok jednotlivých POJ.

U ústředí se nepočítá vážený průměr hodnoty kapitálu, ale jednotlivé výnosy a náklady se diskontují rozdílnými sazbami. Daňové úlevy plynoucí z cizího kapitálu se diskontují úrokovou sazbou před zdaněním. Daňové výhody plynoucí ze skutečnosti, že se zisky a ztráty jednotlivých POJ počítají, je třeba diskontovat alternativním nákladem vlastního jmění. Podniky, u nichž náklady ústředí nekolísají podle stavu ekonomiky, by je měly diskontovat bezrizikovou sazbou. Tato sazba by se měla zvyšovat v závislosti na kovariaci nákladů s trhem.

3. Pokud sečteme hodnotu všech POJ včetně ústředí, dostaneme hodnotu podniku.

2.3 Hodnota podniku s vnitřními zlepšeními

Dalším krokem restrukturalizace je nalezení možných vnitřních zlepšení, která by zvýšila schopnost podniku vytvářet volný hotovostní tok. Zvýšení výkonu podniku předpokládá analyzovat klíčové faktory tvorby hodnoty podniku. K tomu je možné použít např. Millerův-Modiglianiho vzorec, podle

kterého je hodnota podniku určena hodnotou podniku za předpokladu nulového růstu (tzn. kapitalizovanou hodnotou čistého zisku na akcii, kterou by podnik dosáhl při politice nulového růstu) plus hodnotou růstových příležitostí podniku (tzn. čistou současnou hodnotou investic, které podnik uskuteční za účelem růstu). Klíčovými faktory tvorby hodnoty, na které je třeba se zaměřit, jsou:

- čistý zisk, resp. přesněji výše čistého zisku, které by podnik dosáhl, pokud by neměl dluh [tj. čistý zisk + placené úroky $\cdot (1 - \text{daňová sazba})$],
- vážený průměr hodnoty kapitálu,
- výnosnost investovaného kapitálu převyšující hodnotu váženého průměru hodnoty kapitálu,
- míra investic,
- délka období konkurenční výhody, tzn. doba, která uplyne, než se vyrovná výnosnost investovaného kapitálu váženému průměru hodnoty kapitálu.

U každé POJ by měly být hledány příležitosti zlepšení, které zvyšují hodnotu POJ. Vnitřní zlepšení mohou vyústit např. do růstu odbytu, zvýšení velikosti marže, vyššího využití kapitálu atd. Výsledkem je hodnota podniku upravená (zvýšená) o vliv možných vnitřních zlepšení.

2.4. Hodnota podniku s vnějšími zlepšeními

Hledání vnějších příležitostí zvýšení hodnoty podniku je dalším krokem při určování potenciálu zvyšování hodnoty podniku. Je třeba uvážit vliv např. odprodeje majetku nebo naopak převzetí jiných podniků na hodnotu podniku. Nalezení vnějších příležitostí pro zvýšení hodnoty předpokládá odpověď na otázky typu: Byl by součet hodnot jednotlivých POJ, kdyby se oddělily jako samostatné podniky, větší než současná cena podniku? Tedy: Existuje účinek ze vzájemného působení? Zvýšila by se synergie přikoupením dalšího podniku? Mohla by mít některá z POJ větší cenu pro jiného vlastníka? Nebo by nebyla cenná pro nikoho a měla by se tudíž zlikvidovat?

Výsledkem je hodnota podniku, která je pro podnik dosažitelná vnějšími zlepšeními.

2.5. Optimální restrukturalizovaná hodnota

Optimální restrukturalizovaná hodnota představuje maximální hodnotu, které je podnik schopen na základě všech zlepšení dosáhnout. Je to hodnota podniku včetně všech vnějších a vnitřních zlepšení, která přicházejí v úvahu. Rozdíl mezi touto hodnotou a tržní cenou podniku musí vedení podniku minimalizovat, protože jedině tak se vyhne převzetí podniku nájezdníkem.

3. Restrukturalizace

Restrukturalizace představuje provedení změn na základě zjištěných restrukturalizačních příležitostí s cílem vyrovnat potenciální (optimální) a skutečnou hodnotu (tržní cenu) podniku. Restrukturalizace znamená realizaci všech odhalených možností zvyšujících hodnotu jednotlivých POJ a podniku, tzn. realizaci možných vnitřních a vnějších zlepšení. Aby se po

restrukturalizaci v podniku stal hodnotově orientovaný přístup běžnou součástí řízení, je třeba ho promítnout do podnikového systému plánování, měření výkonu a odměňování. V plánech není možné se zaměřovat pouze na růst zisků; cílem musí být tvorba hodnoty. Velice důležité je v této souvislosti správné rozhodování o investicích (oceňování hodnoty investic) a promítnutí kapitálových výdajů do plánů podniku. Realizace systému řízení zaměřeného na hodnotu závisí na schopnosti správně měřit a hodnotit výkon podniku.

4. Možnosti organizování POJ

„Proces tvorby a udržování prostředí, ve kterém jednotlivci pracují společně ve skupinách a účinně dosahují vybraných cílů,“ [Weihrich–Koontz 1993] je předmětem managementu. Vzhledem k tomu, že definování POJ je důležitým krokem při oceňování (viz 2.2.1.), stručně přiblížíme dvě extrémní možnosti organizování POJ. Podniková organizační jednotka představuje „zřetelnou oblast, oddělení nebo pobočku nějaké organizace, u níž má manažer pravomoc pro vykonávání specifikovaných činností“ [Weihrich–Koontz 1993].

Existují dva alternativní způsoby organizace podniku: organizace zaměřená na trh a výrobky (viz schéma 1) a organizace zaměřená na technologii a výrobní proces (viz schéma 2). Stručně přiblížíme jejich charakteristické znaky, z nichž vyplývají podmínky, za kterých je vhodné se přiklonit k jedné nebo druhé možnosti [Hayes–Wheelwright–Clark 1993],

SCHÉMA 1 Organizace zaměřená na trh a výrobky

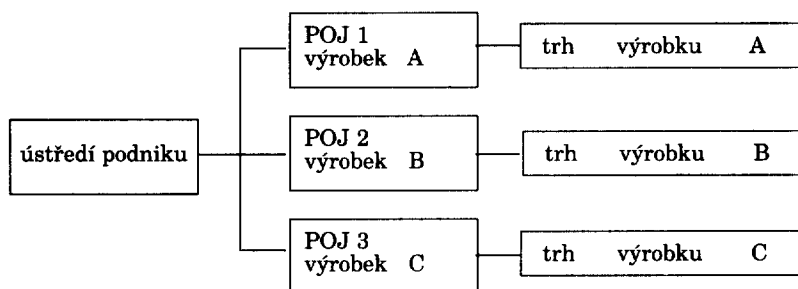
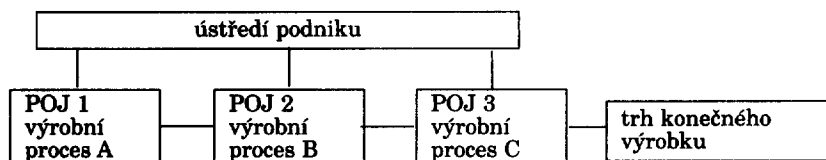


SCHÉMA 2 Organizace zaměřená na technologii a výrobní proces



Organizace zaměřená na výrobky a trh vyhovuje v případech, kdy je důležitá především pružnost a schopnost inovace. Vyhovuje méně složitým

a kapitálově méně intenzivním technologiím. Odpovědnost je vysoce decentralizovaná. Každá POJ je plně odpovědná za svůj hospodářský výsledek. POJ samy realizují nákup, logistiku, výrobní plánování a řízení zásob, ale i rozhodování o tom, zda vyrobit nebo koupit, rozhodování o investicích, technologiích, vývoji výrobků a náboru pracovníků. Ústředí podniku zastřešující jednotlivé POJ je relativně malé, je vzdáleno od běžného každodenního provozu a jeho úkolem je posuzování a schvalování kapitálových požadavků POJ, posuzování úvěrování nákupů, komunikace a koordinace jednotlivých POJ, výběr, hodnocení a odměňování manažerů jednotlivých POJ.

Organizace zaměřená na výrobní proces je vhodná v případech výroby využívající úspor z rozsahu, která vyžaduje pečlivou koordinaci jednotlivých funkcí. Vyhovuje pro podniky se složitými a dělitelnými výrobními procesy, které jsou kapitálově velmi intenzivní. Kontrola je centralizována. Jednotlivé POJ jsou zaměřeny na jednu nebo více fází výrobního procesu daného výrobku. Vzhledem k tomu, že odpovědnost POJ spočívá v jejich bezproblémovém fungování v rámci celkového vysoce provázaného podniku, bývají POJ spíše nákladovými středisky. Povinností POJ je především efektivní využití materiálů a zařízení. Manažeri v rámci jednotlivých fází nemají mnoho příležitostí pro nezávislé rozhodování, protože většinu jimi kontrolovaných proměnných (kapacita, objem výroby atd.) ovlivňuje ústředí podniku. Ústředí podniku, které bývá relativně velké, má také odpovědnost za hospodářský výsledek podniku. Ústředí je základnou nákladových středisek a realizuje nákup, logistiku, řízení zásob, koordinaci výrobních plánů, rozhodování o tom, zda vyrobit nebo koupit, rozhodování o investicích, technologiích a vývoji výrobků a nábor, hodnocení a odměňování manažerů jednotlivých POJ.

Je patrné, že v případě podniku zaměřeného na technologii a výrobní proces je vhodné oceňovat podnik jako celek. Oceňování podniku prostřednictvím jednotlivých POJ přichází v úvahu v případě, kdy má podnik organizaci zaměřenou na výrobky a trh.

5. Měření výkonu

Hodnotově orientovaný přístup k řízení předpokládá dosažení a udržování výkonu podniku odpovídajícího jeho potenciální hodnotě. Proto je důležité, aby podnik měl přesné informace o svém výkonu a jeho vývoji. Jak však změřit účinnost (produktivitu) přeměny klíčových vstupů (zdrojů) ve výstupy? Které POJ byly více a které méně úspěšné?

Integrovaný pohled na výkonnost podniku nebo jednotlivých POJ při přeměně vstupů na výstupy umožňuje metoda výpočtu produktivity souhrnu faktorů (total factors productivity). Sledování změn hodnot produktivity souhrnu faktorů v čase usnadňuje manažerům pochopení dynamiky vývoje podniku a jednotlivých POJ. Stručně přiblížíme výpočet produktivity souhrnu faktorů; ten zdaleka není jednoduchou záležitostí a je spojen s řešením celé řady problémů. Je však nutný, protože pokud by se manažeri orientovali pouze podle dílčích produktivit jednotlivých vstupů, mohli by dospět ke zcela zkreslenému pohledu na výkonnost podniku a jednotlivých POJ. Dílčí produktivity jednotlivých faktorů (vstupů) se obvykle nemění stejnou měrou. Pro správné hodnocení výkonu podniku, resp. jednotlivých POJ, je tudíž třeba vzít v úvahu změnu celkové produktivity všech faktorů. Při vý-

počtu produktivity souhrnu faktorů je možné postupovat dvojím způsobem: buď je možné vyjít z výpočtů dílčích produktivit pro jednotlivé faktory v naturálních jednotkách a najít vhodný způsob jejich kombinování, nebo použít k měření produktivity peněžních hodnot.

Pokud jde o první způsob výpočtu, nejsnazším způsobem agregace produktivit různých vstupů (materiál, energie, práce, kapitál) do produktivity souhrnu faktorů u výrobku je výpočet váženého průměru dílčích produktivit. Váhy představují peněžně vyjádřený podíl daného vstupu na celkové hodnotě všech vstupů pro výrobu daného výrobku. Analogicky se pak postupuje při stanovení produktivity POJ vyrábějící několik výrobků nebo při výpočtu produktivity podniku skládajícího se z několika POJ.

Druhý způsob výpočtu produktivity souhrnu faktorů, který je založen na peněžním vyjádření vstupů a výstupů, je používanější.

Výpočet předpokládá:

I. *Peněžní vyjádření vstupů a výstupů.* Peněžní vyjádření je vhodné především ze dvou důvodů: z důvodu srovnatelnosti hodnot a z důvodů zachycení jejich kvalitativního posunu v čase. U většiny výrobků se během doby mění jejich charakteristiky (vlastnosti a kvalita). Proto je vhodné nebrat jako měřítko výstupu pouze počet výrobků, ale použít pro vyjádření výstupu prodejní ceny výrobku. V peněžních hodnotách je nutné vyjádřit i vstupy, a to zejména z důvodu agregovatelnosti jednotlivých vstupů vyjádřených v různých naturálních jednotkách, ale také z důvodu možnosti vyjádření jejich změn v kvalitě.

Hodnoty výstupů a vstupů je třeba vyjádřit v cenách za základní období, kterým je poslední rok srovnávané časové řady (Paascheho metoda). Tím lze vyloučit z hodnocení vývoje produktivity cenové změny. Je možné považovat za základní období i počáteční rok časové řady (Laspeyresova metoda). Pokud by ovšem šlo o dlouhou časovou řadu nebo pokud by mezi počátečním a posledním rokem časové řady došlo k velkým změnám např. v kvalitě výrobků nebo v technologii, je nutné počítat s tím, že výpočty budou deformovány. I při aplikaci Paascheho metody, která bere v úvahu aktuální ceny, je však třeba odhadnout, kolik ze změny ceny je způsobeno vlivem kvalitativních změn výrobků a kolik je důsledkem inflace. Vliv inflace je třeba vyloučit.

II. *Výpočet produktivity souhrnu faktorů.* Porovnáme výstup daného výrobku a sumu vstupů (zdrojů použitých na výrobu daného výrobku). Zde je třeba připomenout, že do vstupů je nutné zahrnout kromě spotřeby materiálu, energie a práce i spotřebu kapitálu. Kapitál představuje výši aktiv vázanou při dané výrobě. Dobrou možností pro kvantifikaci kapitálového vstupu je postup, při kterém násobíme výši aktiv podniku, resp. POJ, váženým průměrem nákladů na kapitál podniku nebo POJ.

III. *Výpočet míry růstu produktivity souhrnu faktorů.* Hlubší analýzu produktivity, např. dopad produktivity na zisk podniku, resp. POJ, je možné provést např. pomocí metody postupných změn.

Na závěr bychom měli pouze upozornit na některé další problémy, které musejí vzít manažeři v úvahu, než zformulují konečné stanovisko týkající se produktivity a jejího vývoje. Je třeba počítat s vlivem změn ve skladbě

výroby na produktivitu, kde velkou roli hraje zejména ocenění nově zařazovaných výrobků. Dále výpočty produktivity většinou neberou v úvahu skutečnost, že s rostoucím objemem výstupu se mění poměr vstupu a výstupu a že tento vztah je různý pro každý výrobek a každou POJ. Efekt těchto změn je smíšen s vlivem produktivity. Problém způsobuje také skutečnost, že lze velmi obtížně oddělit změny způsobené efektivnějším využitím dosavadních kapacit od změn v důsledku zavedení nových technologií.

LITERATURA

- BREALEY, R.: A. – MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha, Victoria Publishing 1993.
COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J.: *Stanovení hodnoty firem*, Praha, Victoria Publishing 1993.
HAYES, R. H. – WHEELWRIGHT, S. C. – CLARK, K. B.: *Dynamická výroba*, Praha, Victoria Publishing 1993.
WEHRICH, H. – KOONTZ, H.: *Management*, Praha, Victoria Publishing 1993.

SUMMARY

Ways to Determine the Value of an Enterprise

Inka NEUMAIEROVÁ – Prague School of Economics, Corporate economics section
Ivan NEUMAIER – Velkomoravská Bank Hodonín, Head Office Prague

Value management is a management principle which is broadly utilized in the United States and is becoming more frequently used in Europe due to the growing liquidity in the latter market. This article outlines the process of value management at the enterprise level. This process assumes the discovery of opportunities for restructuring the enterprise by comparing the market value of an enterprise with its optimal value.

In determining the optimal value, an enterprise must value, and take into account, potential internal and external improvements. The value of an enterprise based on the valuation of its individual organizational units, enables a deeper insight, but it is only applicable to enterprises with an organization orientated towards markets and products. Enterprises with an organization orientated towards technology and production processes must be valued as a single unit. Enterprises in which their value management is connected to their current functioning, show a minimal variance between potential and actual performance. These enterprises use the proper measure of performance of their individual units and of an enterprise as a whole. The productivity of all factors taken as a whole is one of the methods which enable the proper measurement of performance.