

SPECIFIKA FINANČNÍHO ŘÍZENÍ HOLDINGU PŘI ŘÍZENÍ PENĚŽNÍCH TOKŮ

D. Ficbauer

Došlo: 29. června 2010

Abstract

FICBAUER, D.: *Specifics of financial management of holdings when managing cash-flow*. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2010, LVIII, No. 6, pp. 673–680

Concentration and cooperation belong to the main attributes of the modern business life. Business competition makes the start of a new business more difficult. Just the moment of concentration and cooperation can make the break to the new business easier. This can be achieved by including new businesses into holding companies.

Basically there are two ways how to do a business. These depend on whether company carries out many lines of business or on the amount of asset. The first way is to cover everything with one enterprise and thus to create one accounting unit. The second way is based on a foundation of a holding structure with subsidiaries and the holder on the top. In fact holding is a specific way how to cover business by many subsidiaries.

The goal of this article is to describe specifics of a financial management of holdings when managing cash-flow. The focus is on reasons of holding structure and usage of both theoretical and other models of managing cash such as Baumol model, Miller-Orr model and Beránek model. As transfers within the holding organization belong to the main advantageous of holding, the way how to transfer finance from one subsidiary to other or from subsidiary to holder or reversely is handled here.

holding, financial management of holding, cash-flow, managing cash-flow, cash management

Mezi hlavní atributy dnešního podnikatelského prostředí patří sílící snahy o spojování a spolupráci napříč podnikatelskými subjekty, snaha o koncentraci a kooperaci. Jejich cílem je nejen umožnit vyšší efektivitu, hospodárnost výroby, vyšší finanční zdroje aj., ale také existenční zajištění podniku.

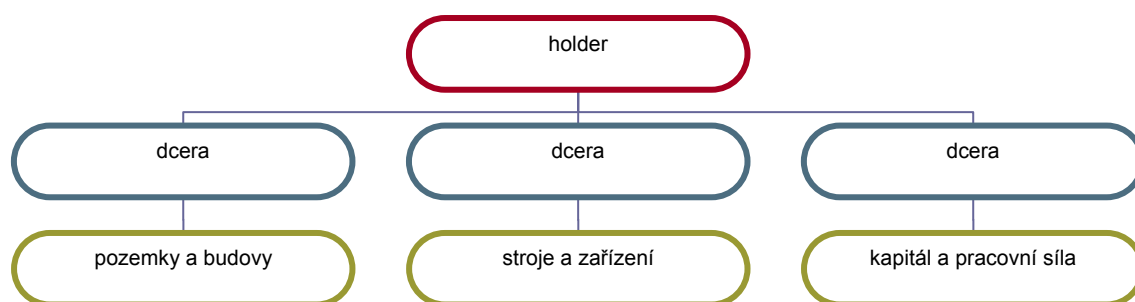
Značná část ekonomických aktivit je v dnešní ekonomice zabezpečena prostřednictvím korporací, tedy v různé míře právně a ekonomicky propojených podniků. Představují je zejména trusty, kartely, koncerry, konsorcia a holdingy.

Článek se zabývá řízením cash-flow v podnicích v holdingové struktuře, a to jejich popisem a objasněním stávajících a nových přístupů.

MATERIÁL A METODY

Podstatou holdingu je ovládání více společností jedním subjektem (holder, mateřská společnost), který má v jím řízených subjektech (subsidiaries, dcery) většinou rozhodující podíl. Hlavním

cílem holdingu není vyrábět nebo prodávat, ale řídit, a to zejména finanční stránku subjektu. Vztahy mezi jednotlivými dcerami a vztahy dcer k holdingu jsou totiž základem optimalizace a konkurenční výhody. Jednotlivé subjekty (dcery) holdingu si zachovávají právní samostatnost a navenek mohou vystupovat a působit jako nezávislý podnik. Často také dochází k mnohem sofistikovanějším formám holdingů, kdy dcera má ještě několik dcer (je možné používat termín vnučka), které mohou být kapitálově propojeny s dalšími dcerami (nebo vnučkami). Důvodem těchto operací je optimalizace na mnoha úrovních – finance, daně, výrobní náklady aj. Řídící mechanismus holdingu se může uskutečňovat prostřednictvím ovládacích smluv, doplněných smlouvami o odvodu zisku nebo krytí ztráty (holdingy jsou zpravidla velké společnosti, podléhající auditu). Příkladem holdingového uspořádání ve světě jsou např. společnosti Daimler-Benz, GM, Donaldson a další.



1: Možnost uspořádání holdingu

1: Possible form of holding

Zdroj: volně převzato z Marek (2009, str. 581)

Obr. 1 představuje ilustrační příklad uspořádání holdingové struktury, kdy matka ovládá tři dceřiné společnosti. Každá z dceřiných společností má jiný úkol. První z nich vlastní pozemky a budovy pro výrobu, druhá společnost stroje a zařízení a třetí pracovní kapitál.

Cíle holdingu nejsou v obecné rovině odlišné od cílů samostatného podnikatelského subjektu. Není záměrem článku rozebírat teorii cílů podnikání a jejich vývoj, doplňují tedy pouze tvrzení vycházející z definice dle Marka (2009, str. 580), že cíl holdingu je stejný, resp. obdobný jako u samostatného podnikatelského subjektu, a to maximalizace tržní hodnoty (při využití ukazatelů Economic Value Added a Market Value Added). Jeho tržní hodnota není pouze součtem tržních hodnot jednotlivých podniků v rámci holdingu, ale také využitím synergického efektu. Proto, jak uvádí Marek (2009, str. 574), tržní hodnota je:

$$TH_h = TH_{ms} + \Sigma TH_{ds} + HSE,$$

kde:

TH_h tržní hodnota holdingu,

TH_{ms} tržní hodnota mateřské společnosti,

ΣTH_{ds} ... součet tržních hodnot dceřiných společností,

HSE hodnota synergického efektu.

Jaký je vlastně **důvod pro aplikaci holdingového seskupení**? Proč společnost tvoří holdingovou strukturu? Důvody jsou různé. V první rovině je důvod popsán výše uvedeným vzorcem – tedy základní výhodou je maximalizace tržní hodnoty. Obecně je také konstatováno, jak např. uvádí Valach (1999, str. 276), že: příčina koncentrace a kooperace je vynucená nebo dobrovolná ve snaze dosáhnout vyšší konkurenceschopnosti na trhu formou soustředění peněžních prostředků na realizaci kapitálově náročnějších investic, vytvoření kvalitnější společné vědecko-výzkumné základny, vyšší využití stávajících výrobních kapacit, zlepšení pozice v oblasti nákupu nebo odbytu apod. Další nejčastější

motivy jsou, jak uvádějí Valach (1999, str. 278–280) a Frederikslut (2008, str. 157–162):

- synergické efekty – kdy pozitivní efekt je dosažen spojením částí do celku. Zdrojem efektu jsou především přírůstky výnosů a úspora nákladů. Přírůstek výnosů může být dosažen např. horizontálním spojením, kdy spojované podniky získají vyšší podíl na trhu a získávají vyšší vliv na tvorbu cen, tj. zvýšení výnosů. Snížení nákladů může být dosaženo např. při vertikálním spojení, kdy administrativní a správní režie a náklady na výzkum a vývoj jsou rozpuštěny do vyššího množství výrobků;
- použití přebytných peněžních prostředků na koupi jiné společnosti, když společnost-investor nemá žádné jiné investiční potřeby. Koupě podniku může představovat investici s nejvyšší čistou současnou hodnotou;
- diverzifikace spočívající v rozložení rizika a stabilizaci peněžních toků;
- snaha dostat se na jiné trhy a získat státní podporu v méně rozvinutých zemích, které se snaží přilákat zahraniční kapitál.

Mezi další důvody pro vznik holdingové struktury řízení, patří především následující:

1. specializace;
2. ručení;
3. optimalizace kapitálové struktury;
4. optimalizace cash-flow.

V zásadě má společnost, která je činná ve více předmětech podnikání (jak na sebe navazujících, tak zcela odlišných) nebo jejíž obrat a aktiva jsou dostatečně vysoké¹, dvě možnosti:

- jedna společnost – jeden podnikatelský subjekt, jedna účetní jednotka, jedno vedení. Společnost více svých podnikatelských aktivit řídí v rámci jedné společnosti. Často se podnikatelské aktivity rozdělují na oddělení (např. divize) – divize plasty, divize stavební výroba apod. Pro zjednodušení lze tuto možnost nazvat „celistvou společností“;
- vytvoření holdingové struktury, kde na vrcholu organizační struktury je mateřská společnost, která

1 Termín „dostatečně vysoké“ není teorií specifikován. O holdingu má smysl uvažovat tehdy, když výnosy z vytvoření holdingové struktury (výhody ze specializace, ručení...) převýší nad náklady na vytvoření holdingové struktury.

ovládá všechny dceřiné společnosti. Ovládání neznamena, že mateřská společnost všechny dcery vlastní 100%. Není to často ani nutné. Důležité je ovládání (faktické vykonávání přímého vlivu), např. prostřednictvím další dceřiné společnosti.

Velmi důležitým faktorem, který ovlivňuje hospodaření společnosti, je práce s peněžními prostředky a jejich ekvivalenty. V profesi finančního manažera společnosti je největší pozornost zaměřena ne na rozvahu, výkaz zisku a ztráty, případně na výkaz o změnách vlastního kapitálu, ale na přehled o peněžních tocích – na cash-flow. Tento výkaz se zaměřuje na vykazání peněžních toků v účetní jednotce za dané období (např. za jeden rok) k určitému datu (např. k 31. 12. daného roku).

Tlak na dobré cash-flow je stejný jak v celistvé společnosti, tak v holdingu. V čem tkví optimalizace cash-flow v rámci holdingu a v čem tkví jeho výhoda? Jedná se mimo jiné o využití tzv. clearingového (zúčtovacího) centra u mateřské společnosti, které funguje jako zúčtovací centrum pro dceřiné společnosti. Pojem clearingového centra je v literatuře popsán také jako tzv. netting. Jak uvádí Kislingerová (2007, str. 529–533): *netting je systém, který umožňuje mezi spřízněnými subjekty vyrovnávat vzájemné závazky a pohledávky. Lze jej použít i pro vztahy s nespřízněnými stranami*. Bez nettingu by musely spřízněné společnosti všechny své vzájemné platby uskutečňovat přes své banky. Neexistence nettingu zvyšuje především bankovní poplatky za platby, zvyšuje možnost kurzové ztráty, omezuje jednoduché řízení plateb a snižuje přehlednost cash-flow skupiny. Je vhodné odlišit následující způsoby nettingu:

- dvoustranný netting – uvažujeme dvě spojené společnosti, které mezi sebou mají pohledávky a závazky. Tyto společnosti si zvolí zápočtový cyklus, např. dva dny, týden, dva týdny a v tomto období své pohledávky a závazky započtou a zbylý rozdíl doplatí prostřednictvím platby v bance;
- jednosměrný netting – analogicky jednodušší forma;
- mnohostranný netting – jedná se o systém, který zavádí tzv. clearingové (zápočtové) centrum. Jak uvádí Kislingerová (2007, str. 531–532), holding provádí všechny platby prostřednictvím clearingového centra. Každá ze společností holdingu má v clearingové centru svůj účet, na kterém jsou registrovány pohledávky a závazky. Clearingové centrum tyto pohledávky a závazky, případně další nutné platby, denně sumarizuje, získává konečné stavy pohledávek a závazků a vysílá platby jednotlivým společnostem holdingu.

Celkový přínos nettingu nespočívá pouze ve snížení bankovních poplatků, ale také v úspoře kurzových ztrát, přesném řízení plateb ve skupině a v lepším přehledu o cash-flow skupiny. Nevýhodou je naopak zejména administrativní náročnost zavedení systému do praxe.

V případech k řízení hotovosti, které mají své využití také v holdingových uskupeních, vystupují vý-

razně především již relativně starší Baumolův model, pozdější Miller-Orrův model a Beránkův model.

Baumolův model pohlíží na řízení hotovosti jako na řízení zásob a předpokládá, že:

1. je známa celková potřeba peněz za zvolené období b ,
2. společnost má investovány peníze do likvidních cenných papírů, za které můžeme označit státní pokladniční poukázky,
3. s obstaráním peněz jsou spojeny transakční náklady T ,
4. předpokládá se rovnoměrné vydávání peněžní hotovosti.

Model určuje optimální výši akvizice peněz, kdy optimalizuje náklady na prodej cenných papírů za použití vzorce – Baumol (1952, str. 547):

$$C = \sqrt{\frac{2bT}{i}}, \text{ kde je } C \text{ je optimální výše jedné transakce a } i \text{ úroková sazba cenných papírů (náklady na držení hotovosti).}$$

Praxe však dokazuje, že uvedené předpoklady jsou největším problémem modelu.

Dalším teoretickým modelem řízení hotovosti je Miller-Orrův model. Tento model již nepředpokládá rovnoměrný vývoj plateb, ale stanovuje horní a dolní mez peněžní hotovosti. Mezi těmito mezemi dochází k fluktuaci hotovosti dle potřeb společnosti. Je-li dosažena horní mez, znamená to, že společnost má příliš hotovosti a jsou nakoupeny opět krátkodobé likvidní cenné papíry, aby se hotovost dostala do obvyklého pásma. Naopak je-li dosažena dolní mez, stav hotovosti je nízký a dochází k prodeji cenných papírů. Problémem je stanovení horní a dolní meze. Horní mez bude větší za předpokladu vysokých transakčních nákladů na nákup a na prodej cenných papírů anebo v případě velkých rozptylů v hodnotě denní hotovosti. V případě vysokého výnosu z cenných papírů bude rozpětí nižší. Dolní mez je stanovena na úrovni minimální výše peněžní hotovosti. Rozpětí R je určeno vzorcem – Miller, Orr (1966, str. 425):

$$R = 3 \times \left[\frac{3}{4} \times \frac{Ct \times \delta}{i} \right], \text{ kde } Ct \text{ jsou transakční náklady, } \delta \text{ je rozptyl hotovostních toků a } i \text{ je úroková sazba cenných papírů.}$$

Jak uvádějí Brealey a Myers (2008, str. 855–865), jedná se o teoretický model. V praxi je obtížné dodržet předpoklad nahodilosti a nepředvídatelnosti peněžních toků. Dále je také obtížné zohlednění dalších vlivů, jako je sezonnost nebo skutečnost, že obchodování s likvidními krátkodobými cennými papíry se často děje ve velkých částkách, které nemusejí odpovídat reprodukčnímu procesu společnosti.

Na předchozí model řízení hotovosti navazuje Beránkův model, který popisuje Režňáková (2005, str. 98). Beránek rozšiřuje předchozí Miller-Orrův model o kvantifikaci pravděpodobnosti příjmů a výdajů za určité časové období. Vychází se ze stejného principu, že výdaje se předvídnají snadněji než příjmy – např. mzdy, daně, stálé platby. Cílem je určit

za dané období očekávané příjmy a výdaje a pravděpodobnost jejich rozdělení. Jak uvádí Režňáková (2005, str. 98), *základní myšlenka zní: pokud mezní úžitky z držení pokladničních poukázek (měřeno rozdílem úrokových výnosů na běžných účtech a u pokladničních poukázek) převyšuje mezní náklady (měřeno náklady na kontokorentní úvěr po zohlednění pravděpodobnosti), pak by společnost měla investovat do pokladničních poukázek.*

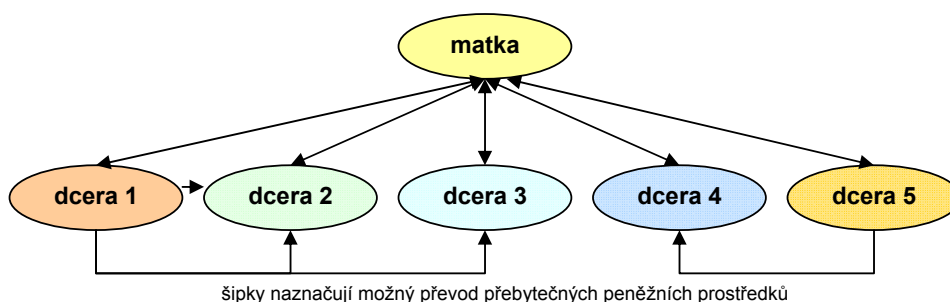
VÝSLEDKY

Řízení cash-flow u holdingových uskupení v případě hotovostních a bezhotovostních peněžních prostředků ovlivňuje právě základní atribut, že společnosti jsou spojené. Na Obr. 2 jsou naznačeny cesty a převody finančních prostředků v rámci hol-

dingu. Podobným způsobem mohou být realizovány i obchodní aktivity holdingu.

Obchodní aktivity mezi spojenými osobami musejí splňovat podmínku tzv. transferových cen. Tato podmínka je dána v legislativě České republiky § 23 odst. 7 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů². Předpokládejme, že dcera 2 platí dceři 1 za dodávku výrobků, jak charakterizuje Obr. 3. K úhradě závazků dcery 2 vůči dceři 1 dochází v datu splatnosti. Volné prostředky dcery 1, které získá prodejem svých výrobků, se kumulují na bankovním účtu.

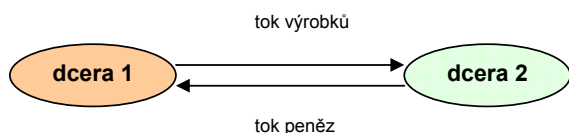
Nyní vstupuje do procesu matka, která volné přebytečné prostředky dcery 1 stahuje na svůj účet – Obr. 4. Často používanou formou, jak prostředky převést, je **smlouva o půjčce**, kdy na straně věřitele



2: Možnosti převodu peněžních prostředků v holdingu

2: Possibility of financial transfer within holding

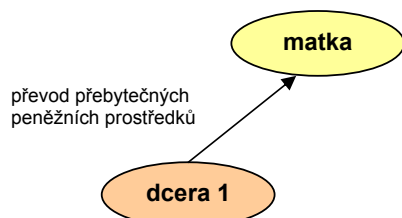
Zdroj: Vlastní zpracování



3: Naznačení možnosti toku výrobků a peněz

3: Demonstration of possible money and goods flow

Zdroj: Vlastní zpracování



4: Převod peněžních prostředků z dcery na matku

4: Money transfer from subsidiary to holder

Zdroj: Vlastní zpracování

stojí dcera 1 a na straně dlužníka mateřská společnost.

Problematickou oblastí je stanovení úroku u půjčky mezi spojenými osobami. Tento úrok se dle výše zmíněného § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů musí stanovit za podmínek obvyklých u níjak nespojených subjektů, vyjma případu, kdy věřitelem je „zahraniční subjekt“ definovaný § 17 odst. 4 zákona o daních z příjmů (*poplatníci, kteří nemají na území České republiky své sídlo, mají daňovou povinnost, která se vztahuje pouze na příjmy ze zdrojů na území České republiky*³). Obvyklý úrok holding dokazuje před správcem daně důkazními prostředky, mezi které patří např. confirmace od bank, se kterými holding uzavřel nebo mohl uzavřít bankovní úvěry.

Mateřská společnost si peníze od dcery stáhne formou půjčky a vykáže za dcerou závazek – většinou se jedná o operace se splatností do jednoho roku, proto se jedná o krátkodobý závazek.

Účetně u matky:

- MD 22x⁴/D 379 – příjem finančních prostředků a vznik závazku vůči dceři 1;

² dále jen zákon o daních z příjmů

³ § 17 odst. 4 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů

⁴ můžeme předpokládat, že se jedná o bankovní účty – 221

- MD 562/D 379 – předpis úroku z půjčky za dané období.
Účetně u dcery:
- MD 378/D 22x – úbytek finančních prostředků a vznik pohledávky vůči matce;
- MD 378/D 662 – předpis úroku z půjčky za dané období.

Další možností pro mateřskou společnost, jak získávat finanční prostředky z dceřiných společností, je **smlouva o převodu zisku**. V České republice tuto problematiku upravuje § 190a zákona č. 513/1991, obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.⁵

*Smlouvou o převodu zisku se zavazuje řízená osoba po provedení přídělu do rezervního fondu, vyžaduje-li tvorbu rezervního fondu zákon nebo zakladatelský dokument, převést ve prospěch řídící osoby zbylý zisk nebo jeho část. Smlouva o převodu zisku musí rovněž obsahovat závazek řídící osoby vůči společníkům, kteří nejsou účastníky smlouvy (dále jen "mimo stojící společníci"), poskytnout jim přiměřené vyrovnání, ledaže společnost nemá žádného takového společníka.*⁶

Schválení smlouvy o převodu zisku je v působnosti rozhodnutí valné hromady. V případě, že společnost není 100% vlastněna jedním subjektem anebo je vlastněna více subjekty, které nejsou ve shodě, jsou častým problémem spory s akcionáři (společníky), kteří nejsou účastníky smlouvy – jedná se o tzv. mimo stojící společníky. Jádrem sporu bývá nejčastěji přiměřené vyrovnání, které přísluší mimo stojícím společníkům za rozdělený zisk.

Specifickou roli v ovládnutí společnosti v rámci holdingu tvoří tzv. **ovládací smlouva**. V České republice tuto problematiku upravuje § 190b obchodního zákoníku. Touto smlouvou se jedna smluvní strana zavazuje podrobit se jednotnému řízení jiné osobě (mateřská společnost).

*Řídící osoba je oprávněna udílet statutárnímu orgánu řízené osoby pokyny, a to i takové, které mohou být pro řízenou osobu i nevýhodné, jestliže jsou v zájmu řídící osoby nebo jiné osoby, se kterou tvoří koncern. Tím není dotčena povinnost osob tvořících statutární orgán řízené osoby nebo jeho členů jednat s péčí řádného hospodáře. Jiná osoba ani jiný orgán řízené osoby nejsou oprávněny udělovat statutárnímu orgánu řízené osoby pokyny, které jsou v rozporu s pokyny řídící osoby.*⁷

Tímto způsobem se otevírají řídící osobě (matce) velké možnosti, jak převádět finanční prostředky a řídit cash-flow spojené osoby. Ta je oprávněna nejen převádět finanční prostředky, ale také provádět i další operace, které mohou dceřinou společnost znevýhodnit. Obecně je stálou povinností statutárního orgánu dceřiné společnosti jednat s péčí řádného hospodáře. Dále platí, že vznikne-li ovládnutím věřitelům škoda, odpovídají osoby, které povinnost řádného hospodáře porušily, za škodu, ne-

může-li být nárok věřitelů uspokojen z majetku řízené osoby. Takový případ je však spíše extrémní a v praxi se nestává často, že by mateřská společnost nevyužila svého vlivu a transakci, která dceřinou společnost poškozuje, neprosadila.

Dále pro mateřskou společnost platí pravidlo, že v případě existence ovládací smlouvy uhradí případnou ztrátu v hospodaření dceřiné společnosti:

*Byla-li uzavřena ovládací smlouva nebo smlouva o převodu zisku a hospodaření řízené osoby skončí ztrátou, je řídící osoba povinna tuto ztrátu uhradit, pokud nemůže být uhrazena z rezervního fondu nebo jiných disponibilních zdrojů řízené osoby.*⁸

Z uvedených informací tedy vyplývá, že mateřská společnost může prosadit svůj vliv i na úkor své dceřiné společnosti za výše uvedených podmínek.

Mateřská společnost má v zásadě dvě možnosti, jak získané finanční prostředky využít:

1. investice mimo holding za účelem získání vyššího výnosu, než jakého by byly schopny dosáhnout dceřiné společnosti nebo
2. převedení prostředků na další dceřinou společnost, která prostředky potřebuje.

Možnost uvedená pod bodem 1 je výhodná v případě takové situace, že pro holding není výhodné peněžní prostředky nechávat v jednotlivých společnostech. Vyšší výnos je dosažen investicí mimo holding. Důvod je prostý. Předpokládáme tři společnosti, z nichž každá disponuje k určitému datu daným objemem peněžních prostředků. Úroky jsou dány trhem (může se jednat o termínované vklady, depozitní certifikáty, směnky, státní pokladniční poukázky atd.). Výši úroků získaných investicí charakterizuje Tab. I.

I: Úrok v jednotlivých společnostech

I: Interest rates in subsidiaries

	výše peněžních prostředků v Kč	úrok p.a.	úrok za 14 dnů
dcera 1	1 000 000	1,00%	384
dcera 2	2 000 000	1,50%	1 151
dcera 3	3 000 000	2,00%	2 301
celkem	6 000 000		3 836

Zdroj: Vlastní výpočet

V případě sjednocených peněžních prostředků v rámci holdingu je možné dosáhnout vyššího úroku – viz Tab. II. Je přitom nutné vzít v úvahu náklady na přesun peněžních prostředků, a to dle druhu převodu, který byl popsán výše.

Možnost, jak převádět přebytečné peněžní prostředky z dcery 1 směrem k matce, charakterizuje Obr. 5.

5 dále také obchodní zákoník

6 § 190a odst. 1 zákona č. 513/1991, obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

7 § 190b odst. 2 zákona č. 513/1991, obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

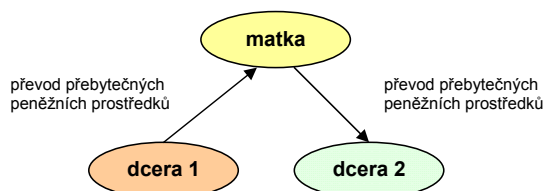
8 § 190c odst. 5 zákona č. 513/1991, obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

II: Společný úrok

II: Shared interest

Σ peněž. prostředků v Kč	úrok p.a.	úrok za 14 dnů v Kč	rozdíl v Kč	rozdíl v %
6 000 000	3,00%	6 904	3 068	180%

Zdroj: Vlastní výpočet



5: Převod peněžních prostředků z dcery 1 na dceru 2 přes matku

5: Money transfer from subsidiary 1 to subsidiary 2

Zdroj: Vlastní zpracování

Převod prostředků bude probíhat stejně jako ve výše popsaném případě, tj. na základě smlouvy o půjčce.

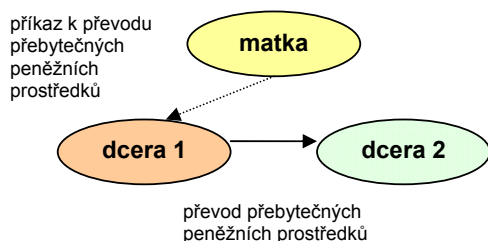
Účetně u matky:

- MD 378/D 22x – úbytek finančních prostředků a vznik pohledávky vůči dceři;
- MD 378/D 662 – předpis úroku z půjčky.

Účetně u dcery:

- MD 22x/D 379 – příjem finančních prostředků a vznik závazku vůči matce;
- MD 562/D 379 – předpis úroku z půjčky.

V případě vyloučení působení matky a přesunu prostředků přímo z dcery 1 na dceru 2, figuruje matka pouze v roli usměrňovatele/příkazce převodu – viz Obr. 6.



6: Převod peněžních prostředků z dcery 1 na dceru 2, matka převod usměrňuje

6: Money transfer from subsidiary 1 to subsidiary 2, holder only controls the transfer

Zdroj: Vlastní zpracování

DISKUSE

Byly popsány možnosti řízení cash-flow, které jsou aplikovatelné na holdingové společnosti. Rozhodnutí o přesunu peněžních prostředků je ovlivněno zejména:

- výší částky peněžních prostředků a
- časem – v jaký okamžik a na jakou dobu peněžní prostředky přesunout.

V zásadě je možné aplikovat nebo částečně aplikovat přístupy, které uvádějí Baumol (1952, str. 546–

556), Miller a Orr (1966, str. 417–429), Kislingerová (2007, str. 533–536) a Vernimmen (2009, str. 958–963) a které jsou uvedeny v části metody. Lze použít tyto postupy.

První vychází z toho, že základním dokumentem k určení hranice, kdy je možné převést peněžní prostředky, je **plánování cash-flow** jednotlivých účetních jednotek, tedy jak matky, tak jednotlivých dceřiných společností. V tomto plánu musejí být uvedeny potřeby peněžních prostředků minimálně na jeden rok s aktualizací dle velikosti účetní jednotky – minimálně jednou měsíčně, případně denně. Tyto plány využívají jak nepřímé metody pro sestavení cash-flow, tak v určitých operacích také metody přímé. Podle plánu cash-flow je možné a vhodné určovat výši stažení peněžních prostředků matkou od dceřině společnosti. Při plánování cash-flow je relativně jednodušší plánování výdajů, neboť se zde objevují stále se opakující platby. Lze říci, že je vhodné aplikovat pro plánování příjmů a výdajů kvantifikaci pravděpodobnosti jejich dosažení (určení pravděpodobnosti dosažení příjmu na zvolené období u tržeb; určení pravděpodobnosti dosažení výdaje na zvolené období v členění zejména dle výkonové spotřeby, osobních nákladů, daní a poplatků, odpisů a ostatních nákladů), což dokládá např. doporučení teorie a praxe společností, jako jsou GM nebo Ford.

Druhá technika vychází z **řízení podle ukazatelů likvidity** jednotlivých společností v holdingu, neboť dle těchto ukazatelů je také posuzována při auditu účetních závěrek tzv. zásada „going concern“ (zásada nepřetržitého trvání účetní jednotky). Likvidita je také posuzována při využití cizích zdrojů financování od banky nebo podobné instituce. Teorie uvádí následující základní ukazatele likvidity – okamžitá, pohotová a běžná. Jsou uváděny také různé přístupy k řešení optimální výše těchto ukazatelů. Za vhodné jsou považovány hodnoty požadované bankami, jak popisují Marek (2009, str. 278–280) a Kislingerová (2007, str. 88–91):

- okamžitá likvidita – hodnota 0,2 až 0,5;
- pohotová likvidita – hodnota 1 až 1,5;
- běžná likvidita – hodnota 2 až 3.

Není důležité držet se výše uvedených hodnot, ale zajistit, že bude dodržena zásada „going concern“. Tj. např. pro dceru 1, která své výrobky prodává pouze dceři 2 a dále pouze nakupuje vstupy od dalších dcer a třetích stran, není nutné držet se výše uvedených hodnot, ale zajistit splnění požadavku, že dcera 1 dostojí svým závazkům, především vůči všem třetím stranám.

Možnosti řízení peněžních prostředků v rámci holdingu souvisí také s dalšími činnostmi. Jak je uvedeno výše, jednou z nich je využití tzv. clearingového

centra v rámci mateřské společnosti. Toto centrum má za úkol řídit pohledávky a závazky dceřiných společností a dále řídit jejich splatnost a zaplacení. Vzájemné pohledávky mezi společnostmi v holdingu neprobíhají formou placení, ale formou zápočtů, které navrhuje a rozesílá clearingové centrum. Možnost clearingového centra by ale neměla končit u funkce zápočtů. Lze říci, že zde leží velký potenciál holdingových společností pro celkové řízení pohledávek a závazků a řízení cash-flow. Jednou z možností je **aplikace clearingového centra také jako faktoringové středisko**, kdy mateřská společnost odkupuje pohledávky dceřiných společností a řídí jejich zaplacení vůči třetím subjektům. Odkup probíhá také u pohledávek od dalších členů holdingu tehdy, nejsou-li závazky, vůči kterým by bylo možné tyto pohledávky započítat (rozšiřuje se tedy funkce nettingu). Faktoring v rámci holdingu je v podstatě analogií faktoringu, který by bylo možné využít na trhu s tou výhodou, že dceřiné společnosti získávají nižší úrok a nižší poplatky. Opět za využití transferových cen dle zákona o daních z příjmů. Mateřská společnost tímto získává instrument pro řízení krátkodobých aktiv všech svých společností. Je zde také alternativní možnost pozdější kapitalizace pohledávek.

Má vůbec smysl převádět peněžní prostředky z jedné společnosti holdingu do druhé? Důkaz o oprávněnosti podávají především Marek (2009, str. 589–596) a Vernimmen (2009, str. 958–963). V zásadě je možné konstatovat, že má smysl převádět finanční prostředky z dceřiné společnosti 1 do dceřiné společnosti 2 za účelem vyššího zhodnocení kapitálu, jestliže platí, že: zhodnocení kapitálu dceřiné společnosti 1 > zhodnocení kapitálu dceřiné společnosti 2. To je možné měřit různými prostředky. Lze doporučit, aby se mateřská společnost řídila na základě následujících ukazatelů:

- klasické poměrové ukazatele, jako jsou ROI, ROA, ROE, ROCE, ROS;
- výše ukazatele EVA – výše ukazatele se však může změnit v případě rozhodnutí mateřské společ-

nosti svěřit dceřiné společnosti s vysokým EVA finanční prostředky. Svěření prostředků má totiž vliv na výši EVA. Zejména má přímou souvislost s průměrnými náklady na kapitál, které vložení finančních prostředků ovlivní. Dále má nepřímý vliv na výši ukazatele EBIT, který by měl růst vlivem přílivu finančních prostředků od matky;

- tržní ceny akcie – uplatnění tohoto ukazatele je smysluplné v případě, jsou-li dceřiné společnosti obchodované na regulovaných trzích – burzách;
- metoda diskontovaných peněžních toků – mateřská společnost zkoumá očekávané peněžní toky v budoucnu, které poté diskontuje úrokovou mírou. Za tuto úrokovou míru je vhodné použít očekávaný, resp. požadovaný výnos z hospodaření. Problémem této metody je zejména nutnost zjednodušení plánování budoucích peněžních toků vlivem dlouhého časového intervalu plánování;
- náklady kapitálu jednotlivých dceřiných společností. Pro mateřskou společnost mají smysl v zásadě dvě skutečnosti. Buď předat finanční prostředky společnosti s nízkými náklady kapitálu a vlivem dodatečného přísunu kapitálu tento stav nepoškodit a vydělávat na zhodnocení kapitálu. Nebo předat finanční prostředky dceřiné společnosti s vyššími náklady kapitálu za účelem snížení nákladů kapitálu. Přesun kapitálu představuje pro přijímající společnost cizí kapitál. Cizí kapitál je teorií obecně považován za levnější než vlastní – dle Režňákové (2005, str. 89) je nejlevnější krátkodobý cizí kapitál, protože má krátkou dobu splatnosti, riziko věřitele je relativně nejmenší a úrok cizího kapitálu je součástí nákladů podniku, snižujících daňový základ.

Problémem uvedených přístupů je jejich nejednoznačnost. Jak postupovat v případě, že byly provedeny všechny popsání postupy a v některých z nich dcera prospívá a v jiných ne? Lze konstatovat, že je vhodné přistoupit k multikriteriálnímu rozhodování formou operační analýzy s výběrem sledovaných ukazatelů, které jsou pro holding rozhodující.

SOUHRN

Cílem tohoto článku je popis, objasnění přístupů a nové přístupy k řízení cash-flow v holdingové struktuře. V několika posledních dekadách je patrný stálý tlak na koncentraci a kooperaci. Výsledkem tohoto tlaku jsou fúze, akvizice, zakládání nových společností ve spojení s jinými. Velmi častou formou podnikatelských uskupení jsou v současné době holdingy.

V části materiál a metody byly zmíněny důvody, které vedou podnikatele k vytváření holdingových struktur. Mezi něž řadíme synergické efekty, použití přebytečných peněžních prostředků na koupi další společnosti, diverzifikace podnikatelského rizika a stabilizace peněžních toků, snaha získat nové trhy a s tím související získání státní podpory na méně rozvinutých trzích, specializace, ručení, optimalizace cash-flow a optimalizace nákladů kapitálu.

„Velká“ společnost má v zásadě dvě možnosti. Buď může všechny aktivity provádět pomocí jednoho podnikatelského subjektu – jedná se o celistvou společnost, nebo použít holdingové struktury a své podnikatelské aktivity provádět prostřednictvím několika společností. Cílem matky není provádět samotné předměty podnikání, ale řídit, a to především finanční stránku subjektu. Pro řízení cash-flow je důležité zejména pochopení peněžních toků v jednotlivých společnostech holdingu a jejich plán na další období. Pro řízení cash-flow v holdingu je dále možné využít nettingu a teoretických přístupů k řízení hotovosti dle Baumola, Miller-Orra a Beránka. Jsou popsány možnosti převodu pe-

něžních prostředků pomocí smlouvy o půjčce, smlouvy o převodu zisku a ovládací smlouvy. Možnost dosahovat vyšší výnosů investicí mimo holding skýtá sjednocení volných peněžních prostředků a jejich cílená investice. Způsob, za jakých podmínek převádět peněžní prostředky z jedné společnosti holdingu do druhé, dává plán cash-flow a plán řízení likvidity. Řízení cash-flow holdingu dále významnou měrou ovlivňuje plné využití clearingového centra a aplikace holdingového faktoringu. Důvod, zda převádět peněžní prostředky z jedné společnosti do druhé, poskytuje zhodnocení kapitálu. Holding se v této oblasti může rozhodovat pomocí multikriteriálního rozhodování na základě výsledků operační analýzy a na základě ukazatelů zvolených holdingem.

holding, finanční management holdingů, peněžní toky, řízení peněžních toků, cash management

SUMMARY

The goal of this article is description and explanation of managing cash-flow of a holding. In the last decades there has been a continual emphasis on concentration and cooperation. It results in affiliation, acquisition and foundation of new companies connected with each other. Nowadays, holdings are very frequent form of business groups.

It facilitates new approach to this problematic. In the section called materials and methods the reasons leading entrepreneur to a creation of a holding structure are mentioned there. Synergistic effects, usage of redundant finance on investing to an other company, diversification of business risk and stabilization of cash-flow, effort to penetrate to new markets and with this penetration possibility of obtainment a subvention from local developing economy, specialization, guarantee, optimisation of capital costs belong among these factors.

Basically, big company has two possibilities. The first one is to carry out all activities within one business unit (one company, one accounting unit) – it is an integrated company. The second one is a creation of a holding structure where the business is done within several companies. The main aim of a holder is not to do a business but especially to control finance. In order to manage cash-flows it is important to handle these in particular company holdings and their draft for upcoming seasons. In order to manage cash-flow in holding it is further possible to apply method of netting and theoretical approaches of cash-flow management following Baumol, Miller-Orr and Beranek. Unification of free cash-flows and their targeted investment enables to reach higher revenue investments outside the holding. The cash-flow and liquidity plan provide us with the way how to transfer cash-flows from one to another holding company. Furthermore, managing cash-flow of holding is high influenced by using of clearing centre and application of holding factoring. Whether to transfer finance from one company to another evaluates a.i. the capital. Multi-criteria decisions based on outcomes of operation analysis and determinants selected by holding serves as a departure point for making decision.

LITERATURA

- BAUMOL, W., 1952: *The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*. EBSCO. USA: Quarterly Journal of Economics. Vol. 66, Issue 4, p. 545–556. [cit. 2010-6-25] ISSN 0033-5533. Dostupné z URL <<http://web.ebscohost.com>>.
- BREALEY, R. A. and MYERS, S. C., 2008: *Principles of Corporate finance*. 9. vyd. McGraw-Hill/Irwin, 1064 s. ISBN 978-0-07-340510-0.
- FREDERIKSLUST, R. A. I., ANG, J. S., SUNDARSANAM, P. S., 2008: *Corporate Governance and Corporate Finance*. 1. ed. Routledge, 757 p. ISBN 978-0-415-40531-7.
- KISLINGEROVÁ, E. a kol., 2007: *Manažerské finance*. 2. vyd. C.H.Beck, 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- MAREK, P. a kol., 2009: *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. vyd. Ekopress, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
- MILLER, W. J. and ORR, D., 1966: *A Model of the Demand for Money by Firms*. EBCSO. USA: Quarterly Journal of Economics, Vol. 80, Issue 3, p. 413–435. [cit. 2010-6-26] ISSN 0033-5533. Dostupné z URL <<http://web.ebscohost.com>>.
- REŽŇÁKOVÁ, M., 2005: *Finanční management – 2. díl*. 3. vyd. VUT Brno, 119 s. ISBN 80-214-3036-2.
- VALACH, J. a kol., 1999: *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Ekopress, 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- VERNIMMEN, P., 2009: *Corporate Finance*. 1. ed. John Wiley&sons, 1036 p. ISBN 978-0-470-72192-6.
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Adresa

Ing. David Ficbauer, Ústav financí, Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika, e-mail: daviluci@seznam.cz