

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

DIZERTAČNÍ PRÁCE

2014

Iveta Filipová

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

Oceňování lidských aktiv podniku

se zvláštním zřetelem

na oceňování lidských aktiv znalostního podniku

Autor: Ing. Iveta Filipová

Školitel: Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.

Rok obhajoby: 2014

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že dizertační práci na téma „Oceňování lidských aktiv podniku se zvláštním zřetelem na oceňování lidských aktiv znalostního podniku“ jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v seznamu literatury.

V Praze dne 1. září 2014

.....

Iveta Filipová

Poděkování

Děkuji především svému školiteli panu prof. Ing. Miloši Maříkovi, CSc. za jeho podnětné, velmi cenné odborné rady během celého období přípravy a zpracování této dizertační práce.

Dále děkuji svým kolegům z katedry financí a oceňování podniku, zejména panu prof. Ing. Petru Markovi, CSc., paní doc. Ing. Pavle Maříkové, CSc., panu doc. Ing. Milanovi Hrdému, Ph.D., panu Ing. Tomáši Brabencovi, Ph.D., LL.M. a panu Ing. Pavlu Kuchyňovi za užitečné připomínky k pracovním verzím dizertační práce.

ABSTRAKT

Dizertační práce se zaměřuje na oceňování lidských aktiv pro potřeby oceňování podniků.

Úvodní část obsahuje mj. rešerši poznatků o oceňování lidského kapitálu včetně identifikace „prázdných míst“ v teorii oceňování podniků v souvislosti s oceňováním lidských aktiv. Teoretické a experimentální rozpracování vybraných chybějících poznatků rozdělených do dvou rovin ocenění – přímé (samostatné) a nepřímé ocenění lidských aktiv prostřednictvím oceňovacích metod podniku DCF a EVA, je hlavním cílem práce.

Teoreticko-analytická část obsahuje pojednání o postavení lidských aktiv (lidského kapitálu) v rámci intelektuálního kapitálu a absenci lidských aktiv v účetních výkazech, které spějí k závěru, že lidská aktiva by měla být zahrnuta jako samostatná položka do čistých operačních aktiv podniku při oceňování metodami DCF a EVA. V práci jsou analyzovány různé definice lidského kapitálu a následně je na základě vymezených konstrukčních požadavků odvozena definice lidských aktiv pro potřeby oceňování podniků.

V experimentálně-analytické části jsou uvedeny popisy a analýzy dostupných metod/modelů oceňování lidských aktiv (lidského kapitálu). Následně je odvozen modifikovaný výnosový přístup pro přímé ocenění lidských aktiv podniku, který zahrnuje návrhy pro alokaci výnosů připadajících na lidská aktiva, zakomponování kvalitativního prvku hodnocení lidských aktiv do prognózy budoucích výnosů připadajících na lidská aktiva a specifické diskontní míry pro lidská aktiva. V rámci nepřímého ocenění lidských aktiv (v metodách DCF a EVA) je pozornost zaměřena na návrh variantních možností začlenění finanční hodnoty lidských aktiv do čistých operačních aktiv oceňovaného podniku (mj. i návrhu teoretického východiska pro určení tržní ceny lidských aktiv) a úpravám ekonomických výkazů NOA (net operating assets) a NOPAT (Net operating profit after tax). U variantního začlenění lidských aktiv do NOA jsou analyzovány zejm. změny v rozložení hodnoty podniku mezi NOA a tržní přidanou hodnotu a změny rentability investovaného kapitálu oproti ocenění, kdy do čistých operačních aktiv oceňovaného podniku nebyla začleněna finanční hodnota lidských aktiv.

Závěrečná část je věnována návrhu doporučení pro oceňování lidských aktiv podniku. Doporučení jsou rozčleněna na část obsahující přímé ocenění lidských aktiv nákladovým a výnosovým přístupem a část obsahující nepřímé ocenění lidských aktiv prostřednictvím oceňovacích metod podniku DCF a EVA.

Klíčová slova: lidská aktiva, čistá operační aktiva podniku, oceňování lidských aktiv, oceňování podniku, lidský kapitál

ABSTRACT

The dissertation focuses on the valuation of human assets for the purpose of business valuation.

The introduction section contains, among others, search of knowledge about the human capital valuation including an identification of „empty spaces“ in the business valuation theory in connection with the valuation of human assets. The main aim of the dissertation is the theoretical and experimental development of selected „empty spaces“ which were divided into two levels - direct (separate) valuation of human assets and indirect (implicite) valuation of human assets through enterprise valuation methods DCF and EVA.

The theoretical section includes a treatise on the status of human assets (human capital) within the intellectual capital and the absence of human assets in the financial statements which are coming to the conclusion that human assets should be incorporated as a separate item in net operating assets of the enterprise in DCF and EVA valuation methods. The dissertation analyzes various definitions of human capital and subsequently on the basis of specific design requirements derives definition of human assets for the purposes of business valuation.

The experimental section provides descriptions and analyzes of available methods/models for human assets (human capital) valuation. Subsequently, the derived modified income approach valuation for the direct valuation of human assets includes proposals for an allocation of revenues attributable to human assets, an incorporation of the quality element of human assets assessment to a forecast of future revenues which are attributable to human assets and the specific discount rate for human assets. In the framework of indirect valuation of human assets (in DCF and EVA methods), the attention is aimed to a design of variant options of financial value of human assets incorporation into the net operating assets (among others, these part also contains a proposal of a theoretical basis for determining of human assets market value) and adjustments of economic reports: net operating assets (NOA) and net operating profit after tax (NOPAT). The variant incorporation of human assets into the NOA is analysed especially for the purpose of finding out changes in the distribution of the enterprise value between NOA and market value added and changes in the profitability of the invested capital compared to the situation when no financial value of human assets is incorporated into the NOA.

The final section is focused to a proposal of recommendations for human assets valuation. The recommendations include a part for the direct valuation of human assets (cost and revenue approach) and the indirect valuation of human assets through DCF and EVA valuation methods.

Key words: human assets, net operating assets of enterprise, human assets valuation, business valuation, human capital

JEL classification: G30, M41

OBSAH

1. ÚVODNÍ ČÁST	9
1.1 Úvod.....	10
1.2 Analýza současného teoretického stavu řešené problematiky	13
1.2.1 Analýza poznatků o lidském kapitálu mimo oblast oceňování	13
1.2.1.1 Makroekonomie.....	13
1.2.1.2 Mikroekonomie.....	14
1.2.1.3 Účetní výkaznictví	17
1.2.2 Analýza poznatků z oblasti oceňování lidského kapitálu	18
1.2.2.1 Ohodnocování statistického života	18
1.2.2.2 Ohodnocování profesionálních sportovců	19
1.2.2.3 Metody ocenění lidského kapitálu	19
1.2.3 Současná teorie oceňování podniků versus potřeba oceňovat lidská aktiva podniku	21
1.3 Stručné zhodnocení současné praxe oceňování lidských aktiv podniku.....	25
1.4 Stanovení cílů a předpokládané přínosy dizertační práce.....	28
1.5 Postup řešení zadaného tématu dizertační práce.....	30
2. TEORETICKO-ANALYTICKÁ ČÁST	32
2.1 Hodnocení postavení lidského kapitálu v rámci intelektuálního kapitálu	33
2.2 Analýza vybraných definic lidského kapitálu a návrh ucelené definice lidských aktiv pro účely oceňování podniku	39
2.3 Lidská aktiva a účetní výkazy podniku.....	43
2.3.1 Nehmotná aktiva v mezinárodních účetních standardech	45
2.3.2 Mezinárodní standard IFRS 3 a „vykazování“ pracovního kolektivu	48
3. EXPERIMENTÁLNĚ-ANALYTICKÁ ČÁST	52
3.1 Oceňování lidských aktiv podniku se zvláštním zřetelem na oceňování lidských aktiv znalostního podniku	53
3.1.1 Deskripce a analýza vybraných metod oceňování lidských aktiv	54
3.1.1.1 Metody oceňování, které používají investoři rizikového kapitálu	55
3.1.1.2 Model pro určení mezní finanční hodnoty klíčových zaměstnanců	59
3.1.1.3 Model pro monitorování lidského kapitálu.....	64
3.1.1.4 Metoda pro výpočet zvyšující se hodnoty zaměstnanců	70
3.1.1.5 Dynamický finanční model ocenění lidského kapitálu	72
3.1.1.6 Výnosové ocenění personálního majetku podniku: metoda licenční analogie.....	76
3.1.1.7 Výnosový přístup ocenění lidských aktiv používaný v praxi.....	77
3.1.1.8 Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu	79
3.1.1.9 Odhad hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu	81
3.1.2 Souhrnné zhodnocení vybraných metod oceňování lidských aktiv	81
3.1.2.1 Souhrnné zhodnocení vybraných metod oceňování lidských aktiv	81
3.1.2.2 Vytvoření modifikovaných přístupů ocenění	84
3.1.2.3 KOMPLEXNÍ PŘÍKLAD č. 1	87
Přímé ocenění lidských aktiv podniku modifikovaným výnosovým přístupem	87

3.1.3 Komponenta lidských aktiv při postupech oceňování metodami DCF a EVA.....	96
3.1.3.1 Návrh teoretického východiska pro určení tržní ceny lidských aktiv za účelem začlenění pronájmu lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku při oceňování metodami DCF a EVA.....	96
3.1.3.2 KOMPLEXNÍ PŘÍKLAD č. 2.....	101
Nepřímé ocenění lidských aktiv podniku – 4 varianty začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku při ocenění metodami DCF a EVA.....	101
3.2 Odhad hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu	133
4. ZÁVĚREČNÁ ČÁST	135
4.1 Doporučený postup pro oceňování lidských aktiv podniku	136
4.1.1 Doporučený postup pro přímé ocenění lidských aktiv podniku.....	137
4.1.2 Doporučený postup pro nepřímé ocenění lidských aktiv.....	142
4.2 Závěr dizertační práce	142
4.3 Shrnutí hlavních vytvořených poznatků dizertační práce	149
5. FORMÁLNÍ ČÁST	152
5.1 Použité zdroje	153
5.2 Použité zkratky.....	156
5.3 Seznam tabulek.....	157
5.4 Seznam příkladů.....	159
5.5 Seznam obrázků	160
5.6 Přílohy.....	161

1. Úvodní část

1.1 Úvod

Zásadní vliv člověka na způsob a kvalitu využívání omezených zdrojů byl znám již od zrodu ekonomické vědy. Od druhé poloviny 18. století až do konce první poloviny 19. století byla ekonomie považována za součást morální filosofie. Ranými filosofy však nebyla dostatečně rozvinuta. Ve dvacátém století se „Rakouské školy klasických liberálů“ podařilo vytvořit z ekonomie opět oblast, která zkoumala morální filosofii a přivedla pozornost na duševní aktivity člověka zdůrazňující jeho intelektuální schopnosti.

V posledním období je ekonomie, jako věda, rozvíjena především po vzoru exaktních věd jakými jsou například fyzika a matematika, a to i přesto, že ekonomie je zejména vědou společenskou. Diskutuje se přílišná matematizace, formalizace a orientace pouze na povrchové jevy bez přihlížení k podstatným souvislostem. Při modelování lidského chování v ekonomických teoriích se z důvodu zjednodušení obvykle operuje s předpokladem racionality. Navzdory kritickým výhradám a problémům v ekonomických vědách převládá dosud standardní ekonomický model člověka tzv. homo oeconomicus.

Ekonomickým člověkem bývá abstraktní smyšlená bytost, která se chová racionálně tak, že maximalizuje (optimalizuje) svůj individuální užitek. Za základní vlastnost lidské povahy bývá v ekonomii označován egoizmus (známé „homo homini lupus“). Novodobý člověk již většinou není spojován s tímto atributem a předpokládá se určitá evolučně-kulturní kultivace. Přesto je základní model racionality homo oeconomicus ve své tradiční podobě jen dále rozpracováván neboli modifikován, nikoliv principiálně přepracováván, i když bývá někdy poukazováno na nereálnost takových čistě egoistických a individuálních preferencí. Např. dle A. Etzioni (1995), homo oeconomicus je pouze jedna z mnoha variant lidského chování, která však není dominantní a přirozenosti lidského rodu vlastní. V ekonomické teorii se vedle koncepce „dokonalé“ racionality mnohdy využívá model racionality omezené (například z důvodu nedokonalých informací).

Domnívám se, že kritický pohled na současně pojatou racionalitu chování člověka v ekonomických modelech je na místě. Na druhou stranu zakomponovat „lépe“ přítomnost lidského činitele prostřednictvím matematických vzorců do ekonomických modelů bude možné pouze v omezené míře. Dokládá to i vývoj ekonomické vědy, kdy lidský faktor byl ve výrobním procesu vnímán spíše jako zbytečně komplikovaný, a tak použití konceptu nemyslícího tvora bez lidských vlastností obsluhující stroj lépe vyhovovalo tvorbě ekonomických teorií a modelů.

Dle mého názoru zatím zůstává odbornou veřejností nezodpovězená důležitá otázka – zda má nedostatečné, nebo nulové zohlednění vlivu lidského kapitálu v rámci současných ekonomických teoriích prokazatelný vliv na to, že makroekonomické modely a predikce v posledních letech příliš neodpovídají skutečnému vývoji (například ropné šoky v 70 letech, hospodářské nebo finanční krize). Empiricky se zatím nepotvrdily např. ani teoretické modely ekonomického růstu, podle kterých by měly všechny země světa konvergovat ke stejné úrovni průměrné produktivity práce. Domnívám se, že teprve nové teoretické přístupy ke znalostní

ekonomice odpoví na otázku, zda dochází k významnějšímu posunu paradigmatu, který bude mít do budoucna zásadní význam.

V industriální éře byl klíčovým výrobním faktorem hmotný kapitál, před tím to byla půda, v dnešní znalostní ekonomice se nejdůležitějšími výrobními faktory stávají intelektuální a lidská aktiva. Mezi významné faktory ovlivňující vzrůstající význam lidských aktiv patří například zvyšování podílu duševní práce, sílící konkurenční prostředí podnikání vyžadující neustálé inovace, kterých jsou schopna zejména kvalitní lidská aktiva a stoupající životní úroveň měnící orientaci ekonomické produkce do oblasti služeb.

Pro současné podniky se zdrojem bohatství stávají znalosti, schopnosti a tvůrčí potenciál, které poskytují značnou konkurenční výhodu. Znalosti formalizované představují již určitý produkt lidských schopností. Skrytý lidský potenciál, který může být využitý pro tvorbu přidané hodnoty podniku, reprezentuje znalosti tacitní. Podle J. Trunečka (2004) *„Znalost (schopnost a um) je nejdůležitější formou kapitálu podniku. Ostatní jeho formy – peníze, půda, technologie jsou na něm kriticky závislé, jsou znalostnímu kapitálu podřízeny a následují jej.“* Samozřejmě to neznámá, že ostatní formy kapitálu nejsou zapotřebí, ale změnil se priority.“ S tím nelze než souhlasit, neboť důležitost komponenty lidského prvku se oproti minulosti „zviditelnila“, a také samotný vývoj ekonomické teorie ukazuje, že je nutné formovat nový pohled na lidský kapitál. Dá se předpokládat, že v podmínkách nové ekonomiky by k určitému přehodnocování teorií a modelů, v rámci různých ekonomických disciplín, mělo nepochybně docházet.

Lidský prvek, který je inherentní součástí všech ekonomických počinů (I. Filipová, 2008), představuje z pohledu ekonomiky podniku jeho lidská aktiva. Tato aktiva jsou jedinou hybnou silou, která vytváří přidanou hodnotu podniku. Proto jsou **lidská aktiva často považovaná za nejdůležitější formu aktiv a mohou tvořit významnou hodnotu podniku**. Projevují se však vlastnostmi, které lze jen obtížně zachytit exaktním způsobem, a proto se jeví problematické i určení jejich hodnoty. Komplikovanější nebo pracnější způsob při vyčíslení finanční hodnoty lidských aktiv podniku by však dle mého názoru neměl představovat nepřekonatelnou překážku nebo být důvodem k přehlížení této hodnoty při oceňování podniku.

Ocenění lidské bytosti ve smyslu určitého finančního vyjádření je obecně ve společnosti vnímáno jako nemorální. Argumentace je spojována např. v souvislosti s oceněním lidského života pro účely soudních rozhodnutí nebo při výpočtu plnění z uzavřených životních pojistek. **Z etického hlediska hodnotu lidského života samozřejmě vyčíslit nelze. Úsilí o finanční vyjádření hodnoty ekonomického potenciálu lidských aktiv pro určitý podnik by oproti tomu mělo představovat významný indikátor hodnoty podniku a mělo by být požadované pro účely věrného zobrazení existujících (příp. budoucích) ekonomických hodnot podniku** (I. Filipová, 2010). Ekonomický potenciál lidských aktiv bych dokonce s určitou nadsázkou označila za historicky významný dluh dosavadních ekonomických teorií, které přítomnost lidského prvku z důvodu komplikovanosti pojímaly svérázně, a to jako práci, nebo jej úplně vylučovaly. Ocenit alespoň částečně ekonomický potenciál lidských aktiv, který zahrnuje i tacitní (skryté) znalosti a schopnosti, se může jevit jako úkol velice obtížný.

Současná teorie oceňování (kromě přestupů profesionálních hráčů) se **substančním oceňováním lidských aktiv podniku** v podstatě nezabývá. Zejm. u znalostních podniků (např. konzultační, projektové, právní, znalecké, výzkumné a vývojové), které jsou závislé převážně na lidských aktivech, se konkrétní investor často zajímá, kolik by ho stálo vybudovat podnik včetně zapracovaného pracovního kolektivu. Substanční ocenění pracovní síly je aplikováno v rámci konceptu WARA¹, ale ani v tomto případě teorie žádnou metodologii k substančnímu ocenění lidských aktiv nenabízí. Rovněž **nepřímé ocenění lidských aktiv**, které je implicitně zakomponováno např. v metodách DCF a EVA, je v současné teorii oceňování podniku rozpracované nedostatečně. Absence teoretické báze v souvislosti s oceňováním lidských aktiv podniku je spatřována například pro následující účely:

- ocenění v rámci substanční hodnoty, která by měla dát potenciálnímu investorovi informaci o tom, kolik by stálo znovu vybudovat podnik včetně zapracovaného pracovního kolektivu,
- pro investora může být významná i informace o samotné hodnotě lidských aktiv v rámci hodnoty podniku, který je silně závislý na lidských aktivech,
- ocenění v rámci čistých operačních aktiv u metody EVA, aby se zpřesnila informace o rozložení hodnoty podniku mezi čistá operační aktiva a tržní přidanou hodnotu,
- ocenění v rámci investovaného kapitálu u metody DCF, aby se zrealnily hodnoty rentability investovaného kapitálu a tím i rozpětí mezi rentabilitou a náklady kapitálu u podniků, které stojí převážně na lidských aktivech (rentabilita jinak vychází příliš vysoká).

O potřebě oceňovat lidská aktiva podniku diskutuje podrobněji kapitola 1.2.3, která identifikuje „prázdná“ místa současné teorie oceňování podniků v souvislosti s lidskými aktivy.

Poznámka:

*Předmětem ocenění v rámci této dizertační práce jsou lidská aktiva podniku. Čtenáře pravděpodobně již v úvodu napadne, proč je místo pojmu „**lidská aktiva**“ používán také pojem „**lidský kapitál**“. Dále v textu se vyskytnou i jiné pojmy např. „**pracovní kolektiv**“, „**pracovní síla**“ nebo „**zaměstnanci**“.*

Řešení tématu práce, jak vyplývá dále ze stanovených cílů v kapitole 1.4, spočívá ve dvou rovinách, které pracují s prizmatem lidských aktiv. Zejm. text, který ale např. cituje/popisuje metody/modely/myšlenky jiných autorů nebo je převzat z mezinárodních účetních standardů/právních předpisů, a který obsahuje výše uvedené pojmy, zůstává původní, a proto obsahuje i jiné pojmy než pouze pojem lidská aktiva. Další vysvětlení viz začátek kapitoly 3.1.

¹ WARA - průměrná vážená návratnost aktiv (Weighted Average Return Assets). Koncept WARA představuje hypotetickou analýzu alokace výnosového potenciálu na jednotlivá aktiva.

1.2 Analýza současného teoretického stavu řešené problematiky

V rámci přípravy na zpracování dizertační práce byl použit obvykle uznávaný vědecký přístup – analýza dostupné odborné zahraniční i české literatury zabývající se lidským kapitálem. Odborná literatura pojednává o lidském kapitálu z různých úhlů pohledů, ale přesto žádná publikace nepřináší teoretický ani praktický rámec, který by bylo možné označit za soubor alespoň základních poznatků využitelných pro oceňování lidského kapitálu podniku². Fragmenty elementárních poznatků uváděných v dostupné literatuře byly využity zejména k vytvoření integrální představy o tom, jakým způsobem je v současnosti lidský kapitál zakomponován do ekonomických modelů a analýz, ke kombinování poznatků, k identifikaci odlišných nebo analogických poznatků o lidském kapitálu v rámci studovaných ekonomických disciplín, a v neposlední řadě k dedukci nových zjištění.

1.2.1 Analýza poznatků o lidském kapitálu mimo oblast oceňování

1.2.1.1 Makroekonomie

Vývoj makroekonomické teorie ukazuje, že již není možné uvažovat pouze o technologiích nezávisle na člověku. V otázkách spojených s ekonomickým růstem již nelze ignorovat působení člověka, který je formován svými znalostmi, zkušenostmi, stejně jako vztahy ke svému okolí.

Vznik nových makroekonomických teorií růstu je spojen s pracemi P. Romera (1986) a R. Lucase (1988), ve kterých je dlouhodobý růst determinován v endogenních modelech, kde jsou výnosy generovány z široce definovaného kapitálu, který zahrnuje fyzický i lidský kapitál. V centru modelů stojí koncepce lidského kapitálu a abstraktních znalostí³. Součástí růstového procesu jsou externality z lidského kapitálu a přenos znalostí mezi výrobci. Při významných pozitivních externalitách se např. neuplatňují klesající výnosy z kapitálu a při růstu míry úspor dochází i ke zvýšení tempa růstu důchodu na osobu⁴. Existuje několik důvodů proč do modelů ekonomického růstu zahrnovat lidský kapitál. Např. je užitečné snižovat zbytkovou hodnotu nebo dokázat komplementární vztah mezi kapitálem fyzickým a lidským. Podrobnou studii vlivu lidského kapitálu na růst prezentuje např. R. J. Barro (1992).

² V dizertační práci bude pro význam slovního spojení „obchodní korporace“ (obchodní společnost) z důvodu zjednodušení textu používáno slovo „**PODNIK**“. Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb. ve znění pozdějších předpisů, definující „podnik“ byl nahrazen Zákonem č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích, ze dne 25. ledna 2012 s účinností od 1. 1. 2014.

³ Definice lidského kapitálu a znalostí se v jednotlivých modelech liší. Lidský kapitál se skládá ze schopností, dovedností a znalostí jednotlivců (je rivalitní a vylučitelný). Abstraktní znalosti nejsou spojeny s jedinci a neztrácejí se (jsou omezeně rivalitní a obtížně vylučitelné). Znalosti jsou dány kvalitou učebnic, zatímco lidský kapitál časem, který je věnován studiu těchto učebnic.

⁴ Pokud jsou externality spojené s lidským kapitálem značné, vyspělejší země bude dosahovat vysokého růstu v důsledku lepší vybavenosti lidským kapitálem a je schopna udržovat její náskok generováním dostatečně vysokých úspor a investic ve srovnání s ostatními zeměmi.

Endogenní modely ekonomického růstu jsou neustále zdokonalovány. B. L. Chen, H. J. Chen a P. Wang (2007) představili svůj dynamický model „Public Policy and Human Capital Accumulation in an Endogenously Growing Economy with Labour Market Frictions“, kde předpokládají endogennost akumulace lidského kapitálu za přítomnosti změn na trhu práce, aby prozkoumali efektivitu přístupů k lidskému kapitálu. Ekonomický růst, zaměstnanost, vytváření nových pracovních míst, studium a výzkum v modelu nejvíce reagují na změny parametru, který zastupuje akumulaci lidského kapitálu.

Další představitel CH. I. Johnes (1997) uvažuje ve svém modelu ekonomického růstu s parametrem, který definuje lidský kapitál jako exogenní, konstantní a koresponduje s počtem zaměstnanců a jejich průměrnými lety strávenými ve škole. Tato verze modelu, na rozdíl od verze P. Romera (1996) není schopna pojmut jiné druhy lidského kapitálu kromě školského vzdělávání. Výhodou Romerova modelu je, že lidský kapitál je v něm definován jako samostatná forma kapitálu, není již konstantní a předpokládá rovnovážný poměr fyzického a lidského kapitálu.

Ze všech endogenních modelů ekonomického růstu nabízí dle mého názoru model autorů H. Uzawa (1965) a R. Lucas (1988) nejrealističtější přístup k lidskému kapitálu. Rozlišuje mezi produkční funkcí lidského kapitálu a produkční funkcí finálního výstupu. Model považuje lidský kapitál za speciální formu výstupu ekonomiky, což je realistické, ale těžko měřitelné v praxi. Oproti jiným modelům, kde produkční funkce zahrnují lidský kapitál pouze v podobě určitého technického parametru (např. konstanty vyjadřující počet let strávených ve škole), model Uzawa-Lucas zahrnuje hodnotu lidského kapitálu v podobě jakési hypotetické ceny, která je kalkulovaná v jednotkách zboží. Specifikum modelu je také to, že předpokládá odepisování lidského kapitálu, což je faktor, který ovlivňuje jeho hodnotu a je nutné se jím zabývat.

Jedním ze stěžejních problémů v modelech ekonomického růstu je problém indikátoru lidského kapitálu. Je velice těžké, a zdá se až nemožné, získat kvalitní data o lidském kapitálu v rámci širšího výběru zemí. Komplexní ocenění lidského kapitálu je pro většinu modelů v podstatě nezvládnutelným krokem. Jsou nutná významná zjednodušení. Například lidský kapitál na zaměstnance je vyjádřený pouze průměrným počtem let ve škole. Tento přístup neumožňuje uvažovat ani rozdílnou kvalitu školního systému a množství dalších vlastností lidského kapitálu. Zjednodušení následně způsobují nižší spolehlivost a přesnost modelů.

Analýza poznatků na úrovni makroekonomie ukázala, že z této oblasti teorie, s ohledem na analyzované zdroje, nebyl nalezen nosný prvek pro téma dizertační práce.

1.2.1.2 Mikroekonomie

Zatímco makroekonomie nabízí určitý pohled na lidský kapitál v souvislosti s ekonomickým růstem, mikroekonomický pohled počítá pořád s klasickou produkční funkcí. Výstup podniku je funkcí závislou na kapitálu a na lidské práci. Současná mikroekonomie však obsahuje teoretickou rozpracovanost **investic do lidského kapitálu** a míry výnosu z této investice. V podstatě se jedná o definování vztahů mezi výdělky, náklady a mírami výnosu z investic do

lidského kapitálu, přičemž vzdělání a výcvik představují nejdůležitější formy investic do lidského kapitálu. Teorie se zabývá i otázkami amortizace lidského kapitálu (např. J. Kameníček, 2003). Literatura věnuje pozornost také investičnímu přístupu k financování studia na vysoké škole (např. N. Simonová, P. Matějů, 2005).

Na rozvoji a popularitě ekonomických teorií o lidském kapitálu se významně podílel nositel Nobelovy ceny za ekonomii G. S. Becker (1993). Věnoval se mj. tématu investic do lidského kapitálu v rámci vzdělávání a školení. Ekonomickou analýzu investic do výchovy a vzdělávání považuje za analogii ekonomického rozhodování podniku o investicích do výrobního zařízení.

Lidskému kapitálu se rovněž věnoval T. W. Schultz (1961), který obdobně jako G. S. Becker (1993) označuje vzdělání za investici do lidského kapitálu a přirovnává jí k investici do hmotného kapitálu. Oba považují lidský kapitál za kapitál, který má určitá specifika, ale v zásadě se příliš nevymyká z charakteristik kapitálu jako takového.

Za zmínku stojí, že současná ekonomická teorie v oblasti investic do vzdělání pracuje s tvrzením, že jednotlivci investicí do vzdělání investují samy do sebe. Uvedený předpoklad však vždy neplatí. Např. absolvent vysoké školy, pracující pro určitý podnik, nevytváří užitek jenom pro sebe v podobě mzdy, ale i pro podnik – přispívá k jeho přidané hodnotě. Pokud by po ukončení vysoké školy pracoval jako živnostník, tvrzení by mohlo platit za předpokladu, že jeho činnost nepřináší užitek ještě jiným subjektům (např. státu).

Další oblastí, která se zabývá lidským kapitálem na mikroúrovni, a která je v odborné literatuře poměrně dobře rozpracovaná, je oblast **personálního managementu**. A. Mayo (2001) představil model „Human Capital Monitor Model“, který podnikům umožňuje efektivně monitorovat a řídit jejich nejdůležitější aktiva – lidský kapitál. V modelu je navazováno na průkopnické práce R. S. Kaplan a D. P. Norton (1992-1996)⁵, kteří navrhli metodu strategického systému měření výkonnosti BSC (Balanced Scorecards). Metoda zachovává tradiční finanční měřítka minulé výkonnosti podniku doplněná o měřítka hybných sil budoucí výkonnosti. Definuje v podstatě implicitním způsobem intelektuální aktiva, která jsou potřebná pro realizaci vnitřních procesů a vytváření hodnoty. Měřítka v modelu jsou založená na schopnostech zaměstnanců. Zahrnují soubor obecných výstupních měřítek jako je např. spokojenost zaměstnanců, jejich loajalitu a produktivitu. Specifické hybné síly těchto měřítek jsou např. podrobné indexy jednotlivých schopností, které nové konkurenční prostředí vyžaduje. Konkrétní měření schopností a kvalifikace zaměstnanců je značnou slabinou, která limituje optimální využití BSC. Velkým přínosem pro vyloučení tohoto limitujícího faktoru je

⁵ **První článek** „Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance“ publikovaný v Harvard Business Review (leden-únor 1992)

Druhý článek „Putting the Balanced Scorecard to Work“ publikovaný v Harvard Business Review (září-říjen 1993)

Třetí článek „Using the Balanced Scorecard as a strategic Management system“ publikovaný v Harvard Business Review (leden-únor 1996)

Publikace „Balanced Scorecard. Translating Strategy Into Action“, (1996), Harvard Business School Press, Boston, Mass., USA

vyvinutí právě systému Human Capital Monitor Model (A. Mayo, 2001), protože model poskytuje ucelený soubor ukazatelů týkajících se lidského kapitálu.

BSC se specificky nezaměřuje na zaměstnance, ale v modelu jsou v podstatě vnitřně obsaženi, protože každý ze čtyř výstupů je jimi vytvářen. Některé podniky při implementaci svého BSC změnily název čtvrté perspektivy „učení se a růstu“ na název „zaměstnanci“ nebo „lidi“. Leif Edvinsson, dlouholetý ředitel intelektuálního kapitálu ve Švédské finanční společnosti Skandia, přizpůsobil BSC do podoby „Skandia Navigator“. Umístil „lidi“ do centra systému jako prvek, který ovládá všechny čtyři perspektivy.

Karl-Erik Sveiby (2009), jeden z otců intelektuálního kapitálu, vyvinul systém „Intangible Asset Monitor“ (IAM) pro Švédskou konzultační společnost Celemi. Zvolil si tři standardní komponenty intelektuálního kapitálu (interní struktura, externí struktura a kompetence lidí). Sveiby (2009) při porovnávání BSC s IAM uvádí, že oba systémy zahrnují množství „podobností“ mezi nefinančními oblastmi cílů a jejich spojením se strategií podniku. Oba systémy se vyvíjely nezávisle a přikládají důležitost nehmotným aktivům. Avšak Sveiby (2009) vidí IAM jako systém založený na pohledu na lidi jako na jediný element, který podniku generuje profit a zároveň na lidi nahlíží jako na aktiva. Systém IAM se zaměřuje na nehmotná aktiva jako na „zdroje“ a interakce mezi nimi, vytváří spojitost spíše s tradiční účetní teorií, která byla navržena pro hmotná a finanční aktiva. V kontrastu k tomu je BSC pouze rozšířeným systémem strategického manažerského řízení.

V praxi se dostáváme v oblasti manažerského řízení do určitého konfliktu zejména tam, kde jsou ve vzájemném vztahu peníze a znalosti. Oblast finančního managementu pracuje s jednoznačnou jednotkou – s peněžním vyjádřením hodnot. Zisk měřený v peněžních jednotkách byl nejdůležitějším výstupem podnikání v období průmyslového kapitalismu. Ve znalostní éře podnikání mají prioritu kardinálně neměřitelné znalosti, a tak se „vynořil“ konflikt měřitelné kontra neměřitelné, tvrdé kontra měkké faktory prosperity. Ve skutečnosti jde pouze o rozpor umělý, protože v procesu podnikání je nutné s oběma faktory počítat a oba musí být vyvážené.

J. Truneček (2004) uvádí, že *„na půdě personalistiky se v poslední době vedou široké diskuse o tom, zda řídíme lidský faktor, lidský zdroj, lidský kapitál nebo lidský potenciál“*. Určité kompromisní východisko nabízí koncept managementu znalostí. Kardinálními otázkami k řešení jsou otázky spojené s tím, jak znalosti tvořit, jak je udržet, jak je rozmnožovat a jak zvyšovat jejich produktivitu. Znalosti se většinou klasifikují jako organizační, explicitní, individuální a skryté (tacitní), a to i když neexistují izolovaně, ale ve vzájemných kombinacích. Zejména skrytý typ znalostí bývá klíčový. Placení za znalosti a schopnosti je znakem podniků světové třídy. Předpokladem úspěšného a efektivního řízení znalostí podniku je budování znalostních účtů zaměstnanců.

Celá řada odborných publikací a studií, které se zabývají investicemi do lidského kapitálu a personálním managementem, uvádějí různé definice lidského kapitálu s tím, že existuje množství specifických odlišností v chápání tohoto pojmu. Např. M. Tureckiová (2004) označuje za lidský kapitál *soubor znalostí a dovedností, jimiž disponuje člověk v pracovním*

procesu. J. Barták (2006) považuje za lidský kapitál *souhrn lidských znalostí, schopností, dovedností, přístupu k práci, motivaci a energetizaci. Tyto komponenty tvoří jistý intelektuální, emoční a akční potenciál, který zaměstnanci propůjčují, zároveň se svou vynaloženou energií a časem, podniku.*

Z analýzy literatury vyplývá, že problematická není jenom samotná nejednotnost definice lidského kapitálu. Značnou diverzitu je možné zaznamenat i ve struktuře intelektuálního kapitálu, který obsahuje lidský kapitál. Jednotné rozdělení (co se týče obsahu jednotlivých složek) intelektuálního kapitálu v současnosti neexistuje.

Např. Petrash a Lynn (1998) definují intelektuální kapitál jako *součet lidského, strukturálního a zákaznického kapitálu*. Brooking (1996) ho definuje jako *součet lidského, strukturálního, zákaznického kapitálu a práv průmyslového vlastnictví*. Chen, Zhu a Xie (2004) ho definují jako *součet lidského, strukturálního, zákaznického a inovačního kapitálu*. Např. A. Armstrong (2002) je názoru, že je nejdříve nutné odlišit intelektuální kapitál od lidského kapitálu, protože tyto dva termíny bývají často ztotožňovány. Lidský kapitál Armstrong definuje jako *„jednu ze složek nehmotného kapitálu, který je tvořen zásobami a toky znalostí, které jsou organizaci k dispozici“*. J. Barták (2006) nahlíží na intelektuální kapitál jako na *„organizované znalosti, se kterými podnik disponuje, prakticky je využívá a které jí slouží k vytváření bohatství“*. Z. Dvořáková (2007) chápe intelektuální kapitál jako *kombinaci lidského, strukturálního a vztahového kapitálu*.

Již ze stručného uvedeného výčtu různých dekompozicí intelektuálního kapitálu je evidentní, že je žádoucí pro pokrok v dané oblasti podrobněji zhodnotit problematiku členění intelektuálního kapitálu vzhledem ke značné „názorové rozmanitosti“. V dizertační práci se proto budu zabývat různorodou dekompozicí intelektuálního kapitálu a hodnocením postavení kategorie lidského kapitálu v rámci kapitálu intelektuálního. Zaměřím se také na použitelné vymezení lidských aktiv podniku pro účely znaleckého oceňování, které zatím není k dispozici.

1.2.1.3 Účetní výkaznictví

V rámci řešeného tématu je nutné zabývat se také postavením kategorie lidského kapitálu neboli lidských aktiv v současných účetních výkazech, které jsou důležitým podkladem pro znalce při zpracovávání znaleckého posudku. V této souvislosti jsem analyzovala zejm. účetní standardy IAS-38 (Nehmotná aktiva), IFRS-3 (Podnikové kombinace) a Koncepční rámec IFRS.

Mezinárodní účetní standard IAS 38 definuje NEHMOTNÉ AKTIVUM jako: *„nehmotné identifikovatelné nepeněžní aktivum bez hmotné podstaty.“* Pro uznání a vykázání nehmotného aktiva, které nebylo pořízeno v rámci podnikové kombinace, je nutné, aby byla splněna následující kritéria: identifikovatelnost (oddělitelnost nebo vznik ze smluvních nebo jiných zákonných práv), kontrola (ovládání) a budoucí ekonomický prospěch. Podnik smí ve své rozvaze vykázat nehmotné aktivum pouze, pokud je splněna definice nehmotného aktiva

včetně všech tří výše uvedených kritérií a zároveň pokud je splněno i další kritérium pro vykazování – tj. že pořizovací cenu aktiva lze spolehlivě určit.

Koncepční rámec IFRS definuje AKTIVUM jako zdroj, který podnik ovládá, je výsledkem minulých událostí a existuje předpoklad, že mu v budoucnu přinese ekonomický profit. Pro samotné vykazování aktiva v rozvaze podniku je nutné, aby navíc splňovalo spolehlivost ocenění. Pracovní smlouva se zaměstnancem by mohla splňovat definici aktiva (kontrolu lze zajistit zákonnými možnostmi, např. existencí konkurenční doložky nebo stabilizační dohody). Otevřeným kritériem však zůstává spolehlivost ocenění takového kontraktu. Na druhou stranu nelze konstatovat, že ocenění jiných „standardních“ aktiv je vždy spolehlivé.

Standard IFRS 3 stanovuje principy pro vykazování a oceňování nabytých identifikovatelných aktiv v rámci podnikové kombinace. Dle Standardu IFRS 3 musí nabyvatel vykázat separátně od goodwillu identifikovatelná nehmotná aktiva nabytá v rámci podnikové kombinace. Každé identifikovatelné nehmotné aktivum je k datu akvizice oceňované hodnotou fair value. Pro oddělené vykazování nehmotného aktiva od goodwillu je v případě podnikové kombinace kritérium pravděpodobnosti budoucího ekonomického užitku plynoucího do organizace splněno automaticky. K uznání a následnému vykazování stačí, když je splněno pouze kritérium spolehlivosti jeho ocenění.

Nekonzistentní požadavky na vykazování nehmotných aktiv v bilanci podle Standardu IAS 38 a Standardu IFRS 3 jsou v současné době považovány za jednu z nejdiskutovanějších oblastí účetního výkaznictví, protože určité nehmotné aktivum, vytvořené v rámci vlastní režie, podnik nemůže vykázat ve své bilanci, ale v případě podnikové kombinace je tomu naopak.

U standardu IFRS 3 jsem se zaměřila na „vykazování“ pracovního kolektivu. Analyzovala jsem zejm. ustanovení závěrů, na základě kterých bylo vyloučeno separátní vykazování pracovního kolektivu např. vzhledem k faktu, že metody měření jeho hodnoty s dostatečnou spolehlivostí nejsou běžně dostupné. Pracovní kolektiv však bývá v praxi samostatně oceňován pro potřeby sestavení ekonomické rozvahy např. při aplikaci konceptu WARA.

V dizertační práci budu podrobněji analyzovat příslušné standardy účetního výkaznictví zejm. v souvislosti s důvody, které jsou z pohledu současného účetnictví limitující pro separátní vykazování lidských aktiv v rozvaze. Bude poukázáno na odlišné potřeby finančního účetnictví a oceňování podniků, kdy je v některých případech aplikována ekonomická rozvaha zahrnující hodnotu pracovního kolektivu neboli lidských aktiv podniku.

1.2.2 Analýza poznatků z oblasti oceňování lidského kapitálu

1.2.2.1 Ohodnocování statistického života

K historicky prvním valuačním postupům při stanovení hodnoty statistického života (ceny lidského života) patří výsledky soudních rozhodnutí a sumy životních pojistek. Do poloviny

70 let převažoval v hodnocení statistického života přístup nazvaný metoda lidského kapitálu. Přístup byl velice kritizován pro svoji „chladnokrevnost“, protože uvažuje s jednotlivcem pouze jako s ekonomickou bytostí. V metodě je hodnota jednotlivce pro společnost založená na jeho schopnosti produkovat důchod-příjem (A. Tomová, M. Szilágyi, 2004).

V posledních desetiletích převažují v hodnocení statistického života oceňovací přístupy založené na metodologii WTP resp. WTA⁶, tj., ochoty platit za redukci rizika úmrtí resp. ochoty přijmout kompenzaci za zvýšení rizika úmrtí (A. Tomová, M. Szilágyi, 2004).

Metody WTP a WTA jsou využívány také při stanovování hodnoty jiných trhem neoceněných statků. Kromě lidského života se jedná např. o volný čas nebo znečištění životního prostředí prostřednictvím tzv. stínové ceny, která měří mezní společenský efekt vyvolaný jednotkovou změnou nabídky či poptávky daného statku (M. Kršková, 2008).

1.2.2.2 Ohodnocování profesionálních sportovců

Pro oceňování přestupů hráčů ve fotbalu se používají tzv. soccer transfers, které nabízí dva typy ocenění přestupů.

1) Cena za současnou obnovu: Jedná se o poplatek za přestup, který bude muset zaplatit současný klub hráče za nákup jiného hráče obdobné kvality.

2) Současná prodejní cena: Hodnota hráče závisí na ohodnocení finanční síly a ligového/divizního statusu kupujícího klubu. Současná prodejní cena předčí cenu za současnou obnovu u hráčů, kde se počítá s prodejem směrem nahoru do větších klubů. Cena za současnou obnovu se používá pro účely pojištění, ale nedoporučuje se jí používat jako jediný zdroj pro stanovení poplatku za přestup hráče nebo jako informaci o realizovatelné neboli tržní hodnotě hráče jako aktiva (Novotný, 2009).

V rámci přestupu hráčů ledního hokeje v České republice se poskytuje příslušnému klubu tzv. odstupné neboli tabulková hodnota hráče, a to zejména pro případ neshody obchodujících klubů. V takové situaci vstupuje do procesu prodeje smířčí komise, která určí cenu hráče podle tabulkové hodnoty upravené o příslušné koeficienty. Tržní cena hráče se odvíjí od poptávky a nabídky konkrétního hráče a může se tedy lišit od tabulkové ceny. Základní hodnota hráče (tabulková cena) se dále zvyšuje o určité koeficienty, které jsou určeny na základě výkonnostních charakteristik hráčů (např. počet odehraných sezón, počet startů v lize, umístění v bodování hráčů mužstva/ligy atd.), přičemž základní hodnota hráče může být navýšena maximálně o 140 % (S. Eysseltová, 2007).

1.2.2.3 Metody ocenění lidského kapitálu

Oceňováním lidského kapitálu se zbývají např. investoři rizikového kapitálu. Postupy při oceňování manažerských týmů v případě investic do rizikového kapitálu se zabýval také

⁶ WTP/WT A – Metodologie ohodnocování statistického života: ochota platit za redukci rizika úmrtí/ochota přijmout kompenzaci za zvýšení rizika úmrtí (Willigness to pay/Willigness to accept)

G. H. Smart (1998). Zdůraznil, že v případě nesprávného ocenění může celé investiční rozhodnutí skončit velkým neúspěchem. V rámci procesu due diligence je lidský kapitál na jedné straně považovaný za faktor nejdůležitější, na druhé straně je velmi obtížné nalézt metody jak tento faktor co nejpřesněji ocenit. Investoři rizikového kapitálu mají k dispozici několik nástrojů nebo metod k ohodnocování lidského kapitálu. Např. „Pracovní vzorek“, kdy investoři rizikového kapitálu v přímé interakci s managementem zjišťují odpovědi na různé otázky týkající se příslušné oblasti podnikání a získávají tak určitý vzorek o tom, jaký je způsob myšlení manažerů a jak budou pracovat v dohledné době. Dalším příkladem je „Pohovor orientovaný na minulé zkušenosti“. Jedná se o metodu zaměřenou na chování v minulosti, které je jedním z nejlepších predikátorů budoucího chování.

Američtí profesori K. Rana a S. K. Maheshwari (2005) navrhli model ocenění založený na mezní finanční hodnotě klíčových zaměstnanců. Hodnota zaměstnance v modelu je definovaná jako rozdíl mezi tržní hodnotou současného zaměstnance, ke které se připočítají náklady na náhradu na nového zaměstnance (replacement costs), a platem současného zaměstnance. Tržní hodnota zaměstnance je odhadovaná na základě tzv. „vnímané“ hodnoty, která zahrnuje jeho zkušenosti, kvalifikaci, školení, efektivitu výkonu atd. Určují se požadované vlastnosti nebo specifické faktory práce (měřítka) oceňovaného zaměstnance v příslušném podniku. Těmto měřítkům se dle jejich významu přidělí body v porovnání k průměrnému profesionálovi s podobnou kvalifikací a zkušenostmi v příslušném oboru. Ke každé vlastnosti nebo měřítku je zároveň přidělena váha.

Jedním ze základních měřítek efektivity lidského kapitálu je míra, kterou přispívá k přidané hodnotě podniku. Model A. Mayo (2001) pro monitorování lidského kapitálu (HCM) je proto navržený tak, aby spojoval vnitřní hodnotu lidského kapitálu v závislosti na vytvořených pracovních podmínkách a samotné hodnotě, kterou lidský kapitál vytváří. Model zahrnuje tři oblasti, přičemž, první z nich je označená „lidé jako aktiva“. V modelu je počítána vnitřní hodnota lidí a pracovních kolektivů. Pozornost je zaměřena na to, jestli se hodnota lidského kapitálu podniku zvyšuje nebo nikoliv (monitoring pohybu lidského kapitálu do/z podniku).

P. R. Yerex (2008) představil model pro oceňování lidských aktiv, který spojuje dva koncepty - analýzu současné hodnoty budoucích cash flow přiřazených lidským aktivům a analýzu bodu zvratu, kdy se zaměstnanec stává pro podnik rentabilní. Matematicky model vyjadřuje přírůstkovou hodnotu zaměstnance – IEC (Incremental Employee Contribution) jako přírůstek tržeb prisuzovaný zaměstnanci/den mínus náklady mzdové/zaškolovací/režijní (předpokládá se, že jsou konstantní).

Ron Moore (2006) uvádí, že výpočet pro zvyšování hodnoty zaměstnance je postaven na předpokladu, že zvyšování hodnoty platu odráží zvyšování samotné hodnoty zaměstnance. Hodnota zaměstnance je daná součtem nákladů na mzdy, školení a akvizici mínus inflace.

F. Milost (2005) ve svém dynamickém finančním modelu ocenění intelektuálního kapitálu, ve kterém předpokládá, že intelektuální kapitál podniku se rovná lidskému kapitálu, oceňuje jednotlivé zaměstnance součtem dvou komponent – pořizovací hodnoty zaměstnance a hodnoty investic do zaměstnance. Od uvedeného součtu odečítá odpisy obou komponent.

V rámci ocenění podniku metodou DCF by dle M. Maříka (2003) měla být provedena analýza hlavních faktorů, které ovlivňují kvalitu managementu a dalšího kvalifikovaného personálu. Hodnocení kvality lidského faktoru by mělo být promítnuto do analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku.

Zaměstnanci podniku neboli pracovní kolektiv, jak již bylo uvedeno výše, nesplňují podmínky standardu IFRS 3 pro separátní vykázání od goodwillu. Po dekompozici goodwillu nicméně zůstává nealokovaný zbytek, který obsahuje ekonomická aktiva. V algebraickém vyjádření je kupní cena z podnikových kombinací vyjádřena jako součet hmotných a nehmotných aktiv, závazků, daně, zlepšení výkonnosti, budoucích příležitostí a zbytku (M. Jindra, 2010). Právě zbytková hodnota představuje komponentu, která může z velké části zahrnovat hodnotu lidských aktiv.

WARA (Weighted Average Return Assets) koncept představuje hypotetickou analýzu alokace výnosového potenciálu na jednotlivá aktiva. V rámci těchto aktiv se uvádí také pracovní kolektiv (oceněný nákladovou metodou). Přiřazuje se mu požadovaná výnosnost, váha a spočítá se vážená návratnost aktiva, která tvoří část součtu vážených návratností všech uvažovaných ekonomických aktiv podniku.

Značné penzum výše uvedených metod/modelů, které jsou zde uvedeny jako součást rešerše, je podrobně popsáno v kapitole 3.1.1. Souhrnně je možné konstatovat, že každý autor zaujímá odlišný pohled na to, co by mělo tvořit hodnotu lidského kapitálu (lidského aktiva). Z rozdílných teoretických metodologických přístupů vyplývá, že je pro teoretické práce i praxi oceňování podniků velice obtížné orientovat se v těchto roztržitých pohledech na danou problematiku, navíc nikde komplexně neuváděnou. Proto považuji za vhodné zaměřit se v dizertační práci na analýzu vybraných metod přímého ocenění lidského kapitálu zejména ze zahraniční literatury (dle mých rešerší česká literatura žádné takové metody neuvádí), které mohou poskytnout použitelné přístupy pro ocenění podniku.

V české a zahraniční literatuře nenalezneme také ani návrh konkrétních možností zahrnutí lidských aktiv podniku do čistých operačních aktiv v rámci metod DCF a EVA, proto považuji za užitečné zabývat se v dizertační práci i touto problematikou.

V dizertaci se naopak nebudu zabývat přímým (samostatným) oceněním lidských aktiv, pro které již existuje poměrně dobrá teoretická opora - oceňováním statistického života a oceňováním profesionálních hráčů.

1.2.3 Současná teorie oceňování podniků versus potřeba oceňovat lidská aktiva podniku

Text této kapitoly vychází z vlastního recenzovaného článku (I. Filipová, 2013).

Lidská aktiva jsou považována za jedinou hybnou sílu vytvářející přidanou hodnotu podniku, proto jsou právem označována za nejdůležitější formu aktiv podniku a jsou nositelem také určité hodnoty. Pokud jsou tedy lidská aktiva páteří celého procesu vytváření hodnot a jsou zároveň reprezentantem určité hodnoty, měli bychom znát odpověď na otázku:

Proč není hodnota lidských aktiv zahrnutá v bilanci podniku?

Mezi nejčastější argumenty patří:⁷

➤ *Lidská aktiva nesplňují definici aktiva dle koncepčního rámce IFRS, protože je nelze ovládat.*

Současné právní předpisy (zejm. v oblasti pracovního práva) obsahují nástroje, které umožňují lidská aktiva ovládat. Jedná se např. o stabilizační dohody, kde se zaměstnanec zavazuje zůstat v pracovním poměru u daného podniku. Dalším příkladem jsou konkurenční doložky, které znemožňují po ukončení pracovního poměru po určitou dobu pracovat ve stejném oboru podnikání a předávat tak zkušenosti a know-how konkurenčnímu podniku. Naopak výkon práce pro jiného (ekonomického) zaměstnavatele je umožněn prostřednictvím tuzemského nebo mezinárodního pronájmu pracovní síly.

➤ *Hodnota lidských aktiv je již vykázaná v hodnotě jiných intelektuálních aktiv.*

Zásadní odlišností intelektuálních aktiv od aktiv lidských je to, že intelektuální aktiva představují něco, co již lidská aktiva vytvořila a co již bylo (mohlo být) formalizované. Individuální dispozice lidských aktiv zaměřené na tvorbu ekonomických hodnot nelze formálně přesně zachytit. Zahrnují také tzv. tacitní znalosti a schopnosti, které nejsou součástí hodnoty žádného nehmotného aktiva.

➤ *Nejsou běžně k dispozici metody spolehlivého ocenění lidských aktiv podniku.*

Uvedený argument lze považovat za oprávněný. Česká odborná literatura v oblasti oceňování podniků se specificky nezabývá oceňováním lidských aktiv. Hodnota lidských aktiv podniku není zjišťována samostatně. Předpokládá se, že je součástí intelektuálních aktiv podniku. Např. J. Malý (2007) v popisu modelu intelektuálního kapitálu uvádí „*Chceme-li zjistit hodnotu intelektuálního kapitálu firmy, od tržní hodnoty firmy, kterou získáme, vynásobíme-li počet akcí jejich hodnotou, odečteme hodnotu strukturálního kapitálu. Hodnotu strukturálního kapitálu firmy ukazuje účetní rozvaha firmy.*“ Nepřímým způsobem jsou lidská aktiva podniku částečně oceňována v metodě DCF. Přímé metody oceňování zaměstnanců obsažené v zahraniční literatuře např. A. Mayo (2001) nebo Krishan Rana a Suneel K. Maheshwari (2005) nejsou součástí publikací zaměřených primárně na oceňování podniků.

Pokud by nejsilnějším argumentem, proč není hodnota lidských aktiv v bilanci podniku, byla nedostupnost oceňovacích metod, měli bychom hledat odpověď na otázku:

Proč se teorie oceňování podniku nezabývá metodami oceňování lidských aktiv?

⁷ Podrobnější analýza argumentů je uvedena v kapitole 2.3.

Opět si uvedeme dva nejčastější argumenty:

➤ *Hodnotu lidských aktiv je problematické vyčíslit.*

Zdůvodnění má částečně reálný základ, ale úplně neobstojí. Množství ekonomických teorií je založeno na předpokladech významně zjednodušujících reálné podmínky. Často je tomu tak právě v souvislosti s inherentní přítomností lidského prvku při jakémkoliv ekonomickém počínu. Přijmout určité zjednodušující předpoklady při ocenění lidských aktiv podniku by mohlo znamenat zpřesnění odhadu hodnoty podniku v porovnání se stavem, kdy k žádnému ocenění zaměstnanců nedojde.

➤ *Z pohledu oceňování podniku není považováno za potřebné oceňovat lidská aktiva podniku.*

Z orientačního dotazníkového šetření provedeného u znaleckých ústavů (viz kapitola 1.3) vyplynula potřeba oceňovat lidská aktiva podniku, i když požadavky na takové ocenění se zatím v praxi vyskytují sporadicky.

U ocenění lidských aktiv podniku je možné, tak jako u jiných aktiv, zvažovat tři základní přístupy ocenění (I. Filipová, 2010):

1) TRŽNĚ - POROVNÁVACÍ přístup

Trh s prodejem celkové hodnoty ekonomického potenciálu lidských aktiv mezi podniky navzájem neexistuje. K prodeji částečné hodnoty tohoto potenciálu však dochází již v současnosti. Jedná se např. o mezinárodní a tuzemský pronájem pracovní síly. Ekonomický zaměstnavatel hradí dohodnutou provizi za pronajaté zaměstnance právnímu zaměstnavateli. Dalším příkladem je nalezení vhodného uchazeče na danou pracovní pozici pro podnik prostřednictvím personální agentury za smluvní provizi. Oba uvedené případy “prodeje” zaměstnanců v podstatě udávají cenu trhu/cenu trhu práce a je možné tuto cenu zakomponovat do hodnoty lidských aktiv při oceňování podniku.

2) VÝNOSOVÝ přístup

Nejčastěji používanou výnosovou metodou v českých podmínkách je metoda DCF. Lidská aktiva podniku jsou v metodě DCF sice implicitně obsažena, ale odborná literatura nerozpracovává náležitě tento vnitřně obsažený předpoklad. Je pouze částečně přihlíženo ke kvalitě/hodnocení lidských aktiv v rámci prognózy finančních toků.

3) SUBSTANČNÍ přístup

U ocenění zejm. znalostních podniků (např. konzultační, projektové, právní, znalecké, výzkumné a vývojové podniky), které nedisponují významnými hmotnými a nehmotnými aktivy, se konkrétní investor často zajímá, kolik by ho stálo vybudovat podnik včetně zapracovaného kolektivu zaměstnanců. Teorie oceňování podniků v českých podmínkách však žádný postup/metodiku substančního ocenění lidských aktiv podniku nenabízí.

Konkrétní požadavky na ocenění lidských aktiv podniku existují. V rámci předpisových požadavků jsou to mezinárodní účetní standardy. V rovině teoretické je nutné rozpracovat dostatečně koncept lidských aktiv podniku v některých již používaných metodách ocenění zejm. v metodách DCF a EVA. V rámci znalecké praxe jsou registrovány i požadavky klientů např. na substanční ocenění různých pracovně-právních kontraktů.

Vzhledem k absenci teoretické báze pro uvedené účely ocenění lidských aktiv podniku je znalecká praxe nucena aplikovat nejednotné přístupy z dílny vlastního know-how obhajované většinou jako ad-hoc případy.

Pokud bychom sumarizovali identifikovaná „prázdná místa“ současné teorie oceňování podniku v souvislosti s oceňováním lidských aktiv, mohli bychom je uvést takto:

1) **PŘÍMÉ (samostatné) ocenění lidských aktiv podniku.**

a) které představuje vyčíslení hodnoty lidských aktiv při substančním ocenění

→ část SUBSTANČNÍ HODNOTY PODNIKU

→ aplikace konceptu WARA

b) při položkovém ocenění v rámci ekonomické rozvahy podniku, který je předmětem podnikových kombinací (ocenění pracovních smluv, které jsou pro podnik výhodné oproti tržním podmínkám)

→ POŽADAVEK IFRS 3

2) **NEPŘÍMÉ ocenění lidských aktiv podniku**

a) v rámci „investovaného“ kapitálu u METODY DCF (zreálnění hodnoty rentability investovaného kapitálu u znalostních podniků⁸ a náležité zohlednění rizik spojených s kvalitou lidských aktiv v návaznosti na plánované peněžní toky)

b) v rámci „investovaného“ kapitálu u METODY EVA (zpřesnění rozložení hodnoty podniku mezi NOA a MVA).

Obecně lze formulovat potřebu ocenění lidských aktiv podniku jako:

- požadavek vyplývající z vývoje mezinárodních účetních standardů zejm. IFRS 3,
- potřebu doplnit a zdokonalit relativně novou metodu oceňování podniků (EVA) a

⁸ Rentabilita investovaného kapitálu u znalostních firem vychází příliš vysoká.

- vznik nových požadavků klientů znaleckých ústavů v měnících se podmínkách znalostní ekonomiky.

V rámci dizertační práce se dále zaměřím na oblasti uvedené pod body 1a) a 2 a) b).

Pro přímé (samostatné) ocenění lidských aktiv, **zjištění jejich substanční hodnoty**, existuje v české odborné literatuře nulová opora, ale v praxi lze zaznamenat občasný výskyt požadavků klientů na takové ocenění.

Odborná literatura dle mých zjištění rovněž nenabízí možnosti, které by indikovaly **formy začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku (NOA)**.

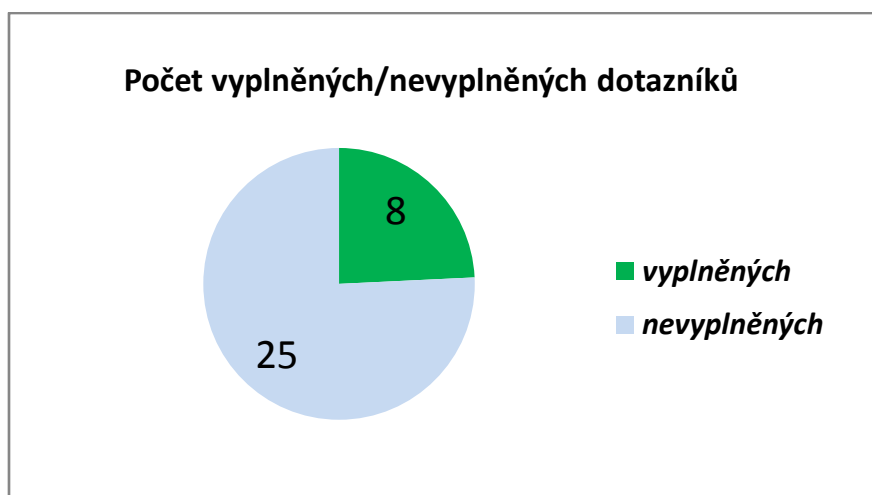
1.3 Stručné zhodnocení současné praxe oceňování lidských aktiv podniku

I když má ocenění lidských aktiv při oceňování podniku klíčový význam zejména u znalostních podniků, v praxi se lze ve znaleckých posudcích setkat se samotným oceňováním lidských aktiv (i těchto podniků) velice sporadicky. **Z 20 náhodně vybraných znaleckých posudků z internetových zdrojů** jsem zjistila, že se ve valné většině omezují pouze na konstatování typu „podnik disponuje kvalitními zaměstnanci“ nebo je uváděn např. počet zaměstnanců a vývoj jejich platů. Objevil se však i posudek, který obsahoval vyčíslení hodnoty zaměstnanců v desítkách milionů korun bez bližšího rozvedení, jakým způsobem znalec tuto hodnotu vyčíslil.

Domnívám se, že právě neexistence téměř žádné teoretické opory v oblasti přímého (samostatného) ocenění lidských aktiv a částečná absence konkrétních poznatků v oblasti nepřímého oceňování lidských aktiv v případě jejich začleňování do čistých operačních aktiv u oceňovacích metod DCF a EVA, jsou jednou z možných příčin, proč se s oceňováním lidských aktiv podniku setkáváme zřídka.

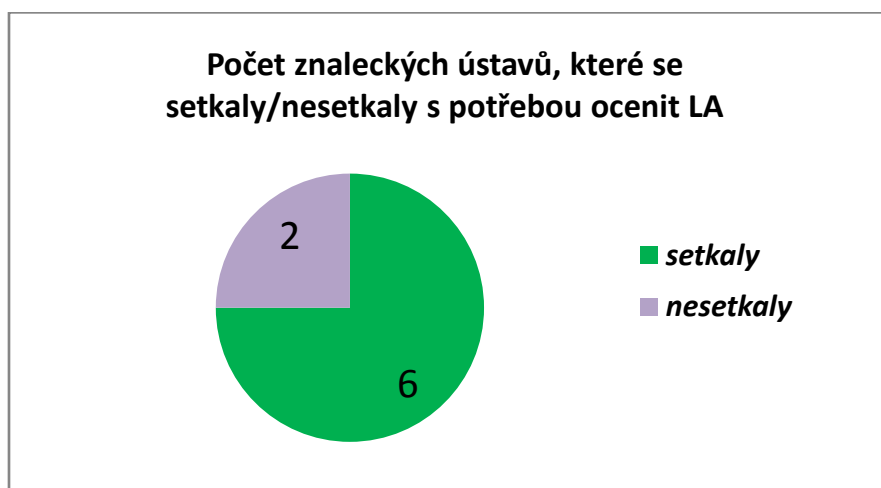
V rámci přípravy podkladů pro dizertační práci jsem za účelem zjištění současného stavu znalecké praxe v oblasti oceňování lidských aktiv podniku uskutečnila také **orientační dotazníkové šetření**. U vybraných 33 znaleckých ústavů bylo zjišťováno, zda se setkávají s potřebou ocenění lidských aktiv podniku (příp. pro jaké účely) a jakým způsobem by vyčíslily finanční hodnotu lidských aktiv podniku, pokud by k tomu byly vyzvány. **Dotazník pro znalecké ústavy je uveden v příloze**. Následující grafy zobrazují počet oslovených znaleckých ústavů, počet obdržených odpovědí a počet znaleckých ústavů, které se setkaly s potřebou ocenit lidská aktiva podniku.

Graf č. 1: Počet vyplněných/nevyplněných dotazníků



Zdroj: vlastní

Graf č. 2: Počet znaleckých ústavů, které se setkaly/nesetkaly s potřebou ocenit LA podniku



Zdroj: vlastní

Z orientačního dotazníkového průzkumu, adresovaného znaleckým ústavům, vyplynuly tři účely ocenění lidských aktiv podniku:

- alokace kupní ceny dle standardu IFRS 3
- ocenění úplnou substanční metodou
- převod byznysu mezi dvěma subjekty, z nichž převádějící má požadavek zahrnout do hodnoty podniku též hodnotu sjednaných zaměstnaneckých poměrů na dobu neurčitou.

Nízká frekvence takových požadavků ze strany klientů znaleckých ústavů je jednou z příčin neustálenosti a nejednoznačnosti v přístupech k takovému ocenění. Z odpovědí většinou vyplývá aplikace výnosového nebo nákladového přístupu ocenění.

Výnosový přístup byl popsán jako zjištění a oddělení čistého výnosu z využití lidských aktiv pomocí manažerského účetnictví a následně ocenění výnosovou metodou bez dalších bližších

specifikací. Variantně k tomuto přístupu se objevil také požadavek, aby se jednalo pouze o taková lidská aktiva, která jsou „zajištěna“.

V rámci nákladového přístupu byl nejčastěji uveden způsob ocenění, který se odvíjí od komplexního servisu personálních agentur nebo je ocenění provedeno na základě interně sestavených modelů založených na odhadu nákladů na získání nových zaměstnanců srovnatelné kvality (odděleně manažerů a řadových zaměstnanců).

Z odpovědí na dotazník za zmínku stojí i přístup, který jeden znalecký ústav uvedl, že v některých případech po „určitém“ zdůvodnění (např. existence velké fluktuace zaměstnanců daného podniku) upustí od požadavku klienta vyčíslit samostatně hodnotu lidských aktiv podniku. Domnívám se, že např. v tomto případě by pro klienta (investora) byla samostatná hodnota lidských aktiv podniku cennou informací, jelikož častá fluktuace zaměstnanců může signalizovat ztrátu značných finančních prostředků v podobě osobních nákladů, které by musel v budoucnu pravděpodobně vynakládat na „udržení chodu“ podniku.

Stav současné praxe jsem konzultovala i v „terénu“. **Z osobního pohovoru ve znaleckém ústavu** vyplynulo, že danou problematiku neopomíjejí a mají vytvořený jednoduchý interní model, který odpovídá nákladovému přístupu ocenění.

Z orientačního dotazníkového šetření a osobního interview lze detekovat zájem o doplnění metod oceňování podniku o kategorii lidských aktiv zejm. z důvodu občasného výskytu požadavků na toto ocenění a neexistenci příslušných formalizovaných znalostí v současné odborné literatuře.

Veřejný trh s ekonomickým potenciálem manažerů nebo vysoce specializovaných zaměstnanců neexistuje (výjimkou je např. prostředí profesionálního sportu, modelingu nebo umělců), nicméně poměrně často ke „skrytému prodeji“ zaměstnanců (ne mezi podniky, ale mezi zaměstnancem a podnikem) dochází. Údaje o nabídnutých platech nebo benefitech při přechodu špičkových manažerů ke konkurenci však nejsou známy. Za účelem zjištění „míry“ důležitosti/potřebnosti zaměstnanců v procesu podnikání jsem **provedla orientační dotazníkové šetření také u vybraných 50 podniků v České republice (v různých oborech podnikání)** s cílem zjistit např. jejich ochotu platit za určité snížení rizika nebo naopak přijmout kompenzaci za zvýšení rizika v oblasti politiky lidských aktiv. **Dotazník s přesnou formulací otázek je uveden v příloze.**

Obdržela jsem pouze 15 odpovědí, z nichž ve 13 případech bylo uvedeno, že dotazovaná data jsou považována za důvěrná. Ze zbylých 2 odpovědí, je patrné, že jsou využívány zákonné možnosti (dle zákoníku práce) pro udržení si klíčových zaměstnanců. U manažerských pozic je využívána např. konkurenční doložka na 12 měsíců s vyplacením poloviny všech příjmů. A naopak finanční kompenzace za odchod všech klíčových zaměstnanců podniku v jeden okamžik (jednalo by se např. o hypotetický dlouhodobý pronájem zaměstnanců konkurenčnímu podniku) není možná, jelikož podniky si stabilní a kvalitní zaměstnance velice cení.

1.4 Stanovení cílů a předpokládané přínosy dizertační práce

Cíle dizertační práce:

Na základě provedené analýzy současného teoretického stavu řešené problematiky včetně zhodnocení současné znalecké praxe v oblasti oceňování lidských aktiv podniku si kladu následující cíle dizertační práce:

Prvním cílem, který je výchozí, je analýza různě pojatých definic lidského kapitálu, vymezení základních požadavků pro vytvoření návrhu definice a následně samotný **návrh ucelené definice lidských aktiv podniku**.

Tento cíl je nutné považovat za výchozí, jelikož je nezbytné předem jednoznačně určit, co bude předmětem ocenění a co vlastně lidská aktiva podniku představují. Odborná literatura uvádí množství odlišných definic lidského kapitálu, je možné navrhnout různé nové definice, ale *v této dizertační práci bude navržena definice lidských aktiv konkrétně pro účely ocenění podniku*.

Řešení I. cíle: viz kapitola 2.2

Druhým cílem je vytvoření vlastního modifikovaného přímého (samostatného) **ocenění lidských aktiv** (dle výsledků analýz jednotlivých metod a jejich souhrnného zhodnocení), na základě kterého by bylo možné vzhledem ke specifčnosti oceňovaného aktiva vypočítat jeho hodnotu.

Na základě návrhu přímého ocenění zpracovat konkrétní postup ocenění lidských aktiv modelového znalostního podniku.

Řešení II. cíle: viz kapitoly 3.1.1 a 3.1.2

Třetím cílem je provést **nepřímé ocenění lidských aktiv** prostřednictvím oceňovacích metod DCF a EVA. Navrhnout možnosti (formy) zahrnutí hodnoty lidských aktiv do oceňovacích metod DCF/EVA, navrhnout úpravy účetních výkazů a zpracovat základní⁹ analýzu těchto variant začlenění v případě stejného modelového znalostního podniku za účelem vyhodnocení dílčích parametrů vstupujících do ocenění, zejm. vyhodnocení rozložení hodnoty podniku mezi NOA a MVA a rentability „investovaného“ kapitálu.

Řešení III. cíle: viz kapitola 3.1.3

Čtvrtým cílem, který je možné považovat za vyústění dizertační práce, je navrhnout na základě:

- 1) provedených analýz dostupných metod oceňování lidského kapitálu/lidských aktiv,
- 2) vytvořeného vlastního modifikovaného přímého přístupu ocenění lidských aktiv a
- 3) výsledků a závěrů komplexních příkladů pro přímé a nepřímé ocenění lidských aktiv,

⁹ Ve fázi současného počátečního výzkumu oceňování lidských aktiv podniku se nepředpokládá zpracování komplexní analýzy.

možná doporučení pro ocenění lidských aktiv podniku pro znaleckou praxi, která by byla použitelná v našich podmínkách. Absence řešeného tématu v odborné literatuře a značná roztržitost pohledů a praktických přístupů bez patřičného odůvodnění je skutečností, která implikuje potřebu zpracovat prvotní teoretickou oporu tématu pro aplikaci v praxi.

Řešení IV. cíle: viz kapitola 4.1

Přínosy dizertační práce:

Možné přínosy dizertační práce odvozují z cílů determinovaných na základě provedené analýzy současného stavu řešené problematiky. Z rešerše vyplývá, že dosavadní teorie v českých podmínkách v podstatě neřeší specifickou problematiku oceňování lidských aktiv podniku. V současné době tedy neexistuje žádný ucelený teoreticko-metodologický aparát, který by se danou problematikou zabýval a navíc by byl všeobecně přijímaný. Vzhledem k absenci teoretické báze byla uskutečněným orientačním dotazníkovým šetřením dle předpokladů zjištěna nejednotnost přístupů k řešení daného tématu.

Pro rozvoj vědeckého poznání a znalecké praxe by mohly být zvažovány následující přínosy dizertační práce v rovině teoretické i praktické.

V rovině teoretické by bylo možné k přínosům řadit:

- **vytvoření prvotního uceleného teoretického konceptu pro oceňování lidských aktiv podniku,**
- **zpracování analýz vybraných modelů/metod oceňování lidského kapitálu/lidských aktiv dosud neuváděných v české odborné literatuře pro potřeby přímého ocenění lidských aktiv podniku,**
- **návrh modifikovaného přístupu přímého ocenění lidských aktiv (zjištění substanční hodnoty),**
- **základní analýza návrhu možností/forem začlenění lidských aktiv do oceňovacích metod DCF a EVA.**

V rovině praktické by mohly být zvažovány následující přínosy:

- **zpracování uceleného souboru informací o lidských aktivech podniku pro znaleckou praxi včetně vytvoření doporučení pro jeho oceňování,**

➤ obsahovou a metodickou modernizaci/doplnění výuky předmětů z oblasti oceňování podniků.

1.5 Postup řešení zadaného tématu dizertační práce

1) Zhodnocení současného stavu řešené problematiky

Zhodnocení současného stavu dané problematiky na základě literární rešerše (kapitola 1.2) a orientačního dotazníkového šetření (kapitola 1.3) je východiskovým bodem dizertační práce. Cílem těchto kapitol je mj. stručně prezentovat přehled dostupných teoretických přístupů a stav současné praxe oceňování lidských aktiv podniku.

2) Stanovení cílů dizertační práce

V kapitole 4 jsou zformulovány cíle dizertační práce na základě provedené analýzy současného teoretického a praktického stavu dané problematiky.

3) Uskutečnění vlastního zkoumání

Vlastní zkoumání je předmětem kapitoly 1.2.3 a částí 2, 3 a 4 části. Struktura obsahu dizertační práce je koncipována tak, aby bylo postupováno s určitou logickou návazností, kterou je možné velice stručně shrnout následovně:

Zastřešujícím cílem této dizertační práce je nalezení použitelného řešení pro ocenění ekonomického potenciálu lidských aktiv. Postupováno bude systematicky od vytvoření definice lidských aktiv podniku přes analýzy dostupných oceňovacích metod k návrhu modifikovaných oceňovacích přístupů (přímé neboli samostatné ocenění lidských aktiv), k doplnění výnosových metod DCF a EVA o komponentu lidských aktiv (nepřímé ocenění lidských aktiv) včetně zpracování komplexních příkladů s respektováním vzájemné provázanosti vytvořených poznatků. Dizertační práce vyústí zkoncepováním možných doporučených postupů pro znalecké oceňování lidských aktiv.

Kapitola 1.2.3 s názvem „Současná teorie oceňování podniků versus potřeba oceňovat lidská aktiva podniku“ bude identifikovat „prázdná místa“ současné teorie oceňování podniků v souvislosti s lidskými aktivy a současně implikovat potřebnost dizertace.

V kapitole 2.1 a 2.2 budou vymezeny pojmy lidských a intelektuálních aktiv a zhodnoceno postavení lidských aktiv v souboru nehmotných aktiv podniku. Po analýze definic lidského kapitálu a různých členění intelektuálního kapitálu uváděných v zahraniční i české literatuře a následné identifikaci základních požadavků na vytvoření nové definice, práce vyústí v návrh ucelené definice lidských aktiv konkrétně pro účely ocenění podniku.

Jedním z řady důležitých podkladů pro zpracování znaleckého posudku jsou pro znalce účetní výkazy. **V kapitole 2.3** bude proto pozornost věnována analýze absence lidských aktiv

v současných účetních výkazech. Zdrojem informací a východiskem pro uvedenou analýzu budou mezinárodní účetní standardy IAS-38: Nehmotná aktiva, IFRS-3: Podnikové kombinace a Koncepční rámec IFRS. Analýza požadavků standardů, ustanovení jejich příloh a tzv. odůvodnění pro závěry Rady IASB bude zaměřena zejména na části pojednávající o pracovním kolektivu v návaznosti na výsledky vlastního zkoumání vztahu intelektuálních a lidských aktiv. Přínosem kapitoly by měla být zejm. formulace odlišných potřeb/pohledů na „uznání“ finanční hodnoty lidských aktiv v oblasti účetního výkaznictví a oceňování podniku.

Stěžejní **část 3** je podstatným nositelem přidané hodnoty dizertační práce a obsahuje následující podkapitoly.

Kapitola 3.1.1 se bude zabývat deskripcí a analýzou vybraných metod oceňování lidských aktiv podniku. Značné penzum metod, které budou v dizertační práci analyzovány a hodnoceny je uvedeno v kapitole 1.2. Většina těchto metod je čerpána ze zahraniční literatury případně internetových zdrojů. Jedná se o významnou část dizertační práce, jelikož bude zahrnovat metody a postupy, ze kterých bude čerpáno pro odvození modifikovaných přístupů přímého ocenění lidských aktiv podniku. Deskripce metod bude sledovat původní pramen. Analýza jednotlivých metod bude vlastní.

Kapitola 3.1.2 bude prezentovat souhrnné výsledky analýz jednotlivých metod přímého oceňování lidských aktiv podniku. Na základě komparace metod by měly být učiněny závěry k jejich možné aplikaci a navržen vlastní modifikovaný přístup/y ocenění lidských aktiv podniku. Současně bude zpracován konkrétní postup ocenění lidských aktiv znalostního podniku dle navrženého postupu. Tato část dizertační práce bude čistě tvořivou částí.

Kapitola 3.1.3 bude další částí dizertační práce, která bude přispívat k její přidané hodnotě, jelikož odborná literatura neřeší konkrétní postup výpočtu finanční hodnoty lidských aktiv pro jejich začlenění do ekonomické rozvahy při oceňování podniku metodami DCF a EVA. Zároveň budou navrženy varianty zahrnutí hodnoty lidských aktiv znalostního podniku do čistých operačních aktiv (NOA) a provedena základní analýza navržených variant začlenění lidských aktiv do ocenění.

Obsahem **kapitoly 3.2** bude výpočet interního goodwillu oceňovaného znalostního podniku (rozdílný výnosového a substančního ocenění). Hlavním cílem kapitoly bude porovnání hodnoty lidských aktiv, která byla vypočítána na základě substančního ocenění s hodnotou získanou v rámci nepřímého ocenění (metody DCF/EVA).

Další invenční cíl dizertační práce, by měl být naplněn v **kapitole 4.1**. V této části budou uvedena možná doporučení pro oceňování lidských aktiv podniku použitelná v našich podmínkách, protože v současné době je velice obtížné orientovat se v značně roztříštěných pohledech na danou problematiku, která není komplexně a uceleně řešena.

2. Teoreticko-analytická část

2.1 Hodnocení postavení lidského kapitálu v rámci intelektuálního kapitálu

Text této kapitoly vychází z vlastního recenzovaného článku (I. Filipová, 2013). Pro hodnocení postavení lidského kapitálu podniku, který odborné literatura zahrnuje do intelektuálního kapitálu, je nezbytné vysvětlit nejdřív pojmy kapitál a intelektuální kapitál.

KAPITÁL

Makroekonomie začleňuje kapitál do tří základních výrobních faktorů. Tři formy peněžního výnosu (renta, mzda, zisk), které odpovídají třem výrobním faktorům (**půda, práce, kapitál**), byly zároveň formami důchodu rozdělovaného mezi tři odlišné společenské třídy (pozemkové vlastníky, dělníky, kapitalisty). V podmínkách znalostní ekonomiky se jeví uvedené rozdělení výrobních faktorů za historicky překonané.

Přítomnost lidského prvku je z důvodu komplikovanosti v teorii pojímána zjednodušeně, a to většinou jako práce, nebo je úplně vylučována. Pokud budeme předpokládat, že lidská práce představuje duševní nebo fyzickou (nebo jejich kombinaci) aktivitu zaměstnance, tj. lidských aktiv za účelem vytvoření nějakého PRODUKTU (výrobku, služby, intelektuálního vlastnictví atd.), nelze např. konstatovat, že lidská práce je produktem lidských aktiv (M. Baránek, 2003), ale že PRODUKT je produktem lidských aktiv. Nelze také konstatovat, že cena lidské práce, vyjádřena mzdou, je částí přenesené hodnoty lidských aktiv do ceny PRODUKTU (M. Baránek, 2003). Např. u spalovacího motoru se suma jeho odpisů rovná pořizovací ceně. Ale u zaměstnance se suma jeho mezd nerovná hodnotě (ceně) zaměstnance. Mzda zaměstnance představuje jiný druh nákladů, než jsou odpisy. Ve srovnání se spalovacím motorem je mzda stejným nákladovým druhem jakým jsou pohonné hmoty. Samotné náklady podniku v tomto případě (pohonné hmoty a mzdy) nevyjadřují opotřebovávání kapitálu. Mzdy se sice promítají jako náklady do ceny PRODUKTU, ale ne na úrovni odpisů. U věcného kapitálu k přenesení hodnoty ve formě odpisů do ceny PRODUKTU dochází.

Domnívám se, že rozdílné zacházení s výrobními faktory, které se z ekonomického hlediska v rámci výrobního procesu chovají obdobně, není pojato v současné ekonomické teorii správně. Na získání kapitálu musí být vynaloženy určité zdroje. Půda jako hmotný kapitál také vyžaduje vstupní zdroje, aby byla připravena přinášet užitek. Lidský kapitál podniku je na tom podobně. **Výrobní faktory by proto dle mého názoru měly být tvořeny pouze různými druhy kapitálu – tj. například v členění na kapitál přírodní, vyrobený, lidský a případně další budoucí formy kapitálu.**

Předmětem našeho zájmu není detailnější zkoumání kapitálu z hlediska makroekonomického. Pro komplexnější vysvětlení pojmu ale bylo vhodné zmínit i tento pohled, protože nové teorie ekonomického růstu s pojmem lidský kapitál pracují. Jakým způsobem ho začleňují do produkčních funkcí a jakým způsobem ho kvantifikují, již bylo uvedeno v kapitole 1.2. Dále se při vysvětlení pojmu kapitál soustředíme pouze na pohled mikroekonomický.

Podnikohospodářský kapitál je definován jako **penězi ocenitelná suma prostředků (věcných, finančních), které do podnikání vložili vlastníci a věřitelé**. Z bilančního hlediska představuje kapitál na straně aktiv užití zdrojů a na straně pasiv původ zdrojů. Lze ho charakterizovat jako prostředek, který by měl přinášet budoucí užitek. Na jeho získání musel podnik vynaložit určité zdroje¹⁰. Kapitál je tedy určitou formou investice, která by měla přinést v dlouhodobém horizontu žádané zhodnocení vložených zdrojů za předpokladu přiměřené údržby. V rámci produkčního procesu je kapitál schopen svého zhodnocení a/nebo zhodnocení jiného kapitálu. Dochází k transformaci vstupního zdroje, který je na výstupu „obohacen“ o přidanou hodnotu. Nabízí se otázka, zda i lidský kapitál splňuje uvedené vlastnosti kapitálu v podmínkách podnikové ekonomiky a je možné ho definovat jako kapitál z hlediska účetnictví a oceňování podniku.

Pojem **lidský kapitál** pochází od T. W. Schulze (1961), který jej tehdy použil poprvé a následně jej vysvětlil takto: *„Vezměte v úvahu všechny lidské schopnosti, ať již vrozené nebo získané. Ty, které jsou cenné a mohou být vhodným investováním rozšířeny, budou tvořit lidský kapitál*. Vysvětlení implikuje jednu ze základních vlastností kapitálu tj. zhodnocování vložených prostředků použitých na jeho získání.

Lidský kapitál podniku funguje jako jediný aktivní prvek v procesu tvorby podnikových hodnot. Bez lidského prvku-zaměstnanců by proces produkce podniku nebyl možný. Výjimkou by mohl být pouze málo pravděpodobný příklad – plně automatizovaný proces, kterému ale není vlastní např. inovace nebo reagování na změny konkurenčního prostředí. Z dlouhodobého hlediska by takový podnik nebyl schopen existence. Z uvedeného důvodu lze **podmínku budoucího přínosu lidského kapitálu považovat za splněnou**. Pokud by podnik nepředpokládal přínos zaměstnance, kterého přijímá do pracovního poměru, z ekonomického hlediska by nemělo smysl tak činit.

Podnik prostřednictvím investic do lidského kapitálu zhodnocuje nejenom tento kapitál, ale zároveň zhodnocuje ostatní formy kapitálu podniku (multiplikační efekt vynaložených prostředků). Ne vždy podnik na „pořízení“ zaměstnance vynakládá finanční prostředky. Na obsazení pozic vysoko-kvalifikovaných zaměstnanců nebo vrcholových manažerů však podniky často vynakládají značné finanční prostředky ještě před jejich nástupem do pracovního poměru. Podniky využívají služeb personálních agentur, které si účtují částky představující několik měsíčních platů budoucího zaměstnance. V praxi je možné se ale setkat i s vynaložením finančních prostředků na obsazení dělnických profesí, které vyžadují minimální kvalifikaci. Jedná se např. o pronájem zaměstnanců, kdy „ekonomický“ zaměstnavatel zaplatí dohodnutou provizi „právnímu“ zaměstnavateli. Po nástupu zaměstnanců do pracovního poměru podniky vynakládají samozřejmě další finanční prostředky např. na různá školení zaměstnanců. Naznačené příklady demonstrují **i splnění podmínky vynaložení zdrojů**. Kapitál jako takový předpokládá i určitou přiměřenou, odpovídající údržbu. V případě hmotného kapitálu (budovy, stroje) se jedná např. o

¹⁰ Existují i výjimky - např. darovaný majetek. Ale v konečném důsledku i v tomto případě dochází k určitému pořízení prostřednictvím zaplacení darovací daně, znaleckého posudku za ocenění před zahrnutím do účetních výkazů apod.

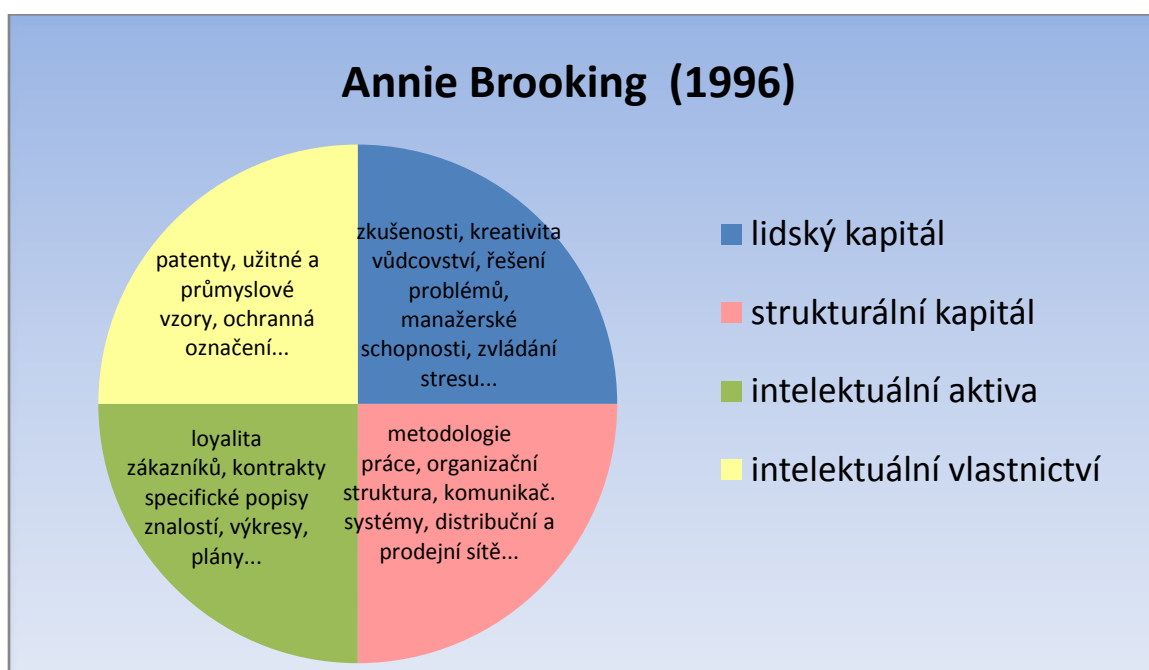
rekonstrukce nebo opravy. U nehmotného kapitálu je možné uvést např. up-grade nebo SW podporu. Lidský kapitál není ani v tomto ohledu výjimkou, protože zaměstnanci jsou příjemci různých sociálních, sportovních a kulturních benefitů ze strany podniku, které přispívají k jejich regeneraci a udržení zdraví.

Na pojem aktivum lze nahlížet obdobě jako na pojem kapitál. Jsou to komplementární veličiny vnímající stejný prostředek pouze jiným úhlem pohledu. Aktivum představuje druhový pohled na prostředek, na který byly vynaloženy zdroje (např. dopravní prostředek) a kapitál je vyjádřením toho, odkud pochází tyto vynaložené zdroje (např. dlouhodobý úvěr). Tak jako v případě pojmu kapitál, měli bychom si také odpovědět na otázku, zda je možné zaměstnance z pohledu ekonomiky podniku nazývat lidskými aktivy. Z rozboru vlastností kapitálu, které se vztahují i na kapitál lidský, plyne analogie i pro pojem lidské aktivum. Jedná se o jednu a tutéž hodnotu podniku. Pokud bychom pracovali s ekonomickou rozvahou podniku, měla by v ní být hodnota zaměstnanců zahrnuta jak na straně aktiv (např. jako lidská aktiva), tak na straně pasiv (např. jako ekvivalent vlastního kapitálu). Rozdílnými pohledy na „uznání“ finanční hodnoty lidských aktiv podniku v účetním výkaznictví a v teorii oceňování podniku se budeme zabývat v kapitole 2.3.

INTELEKTUÁLNÍ KAPITÁL

Druhým pojmem, který si zasluhuje naši pozornost, je intelektuální kapitál. **Odborná literatura řadí lidský kapitál pod širší zastřešující pojem intelektuálního kapitálu.** Uvedeme si několik příkladů (seřazeno chronologicky), jakým způsobem je přistoupeno v odborné literatuře k problematice členění intelektuálního kapitálu. Unifikovaný pohled na členění a obsah jednotlivých kategorií/složek intelektuálního kapitálu literatura nenabízí.

Obrázek č. 1: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle A. Brooking (1996)



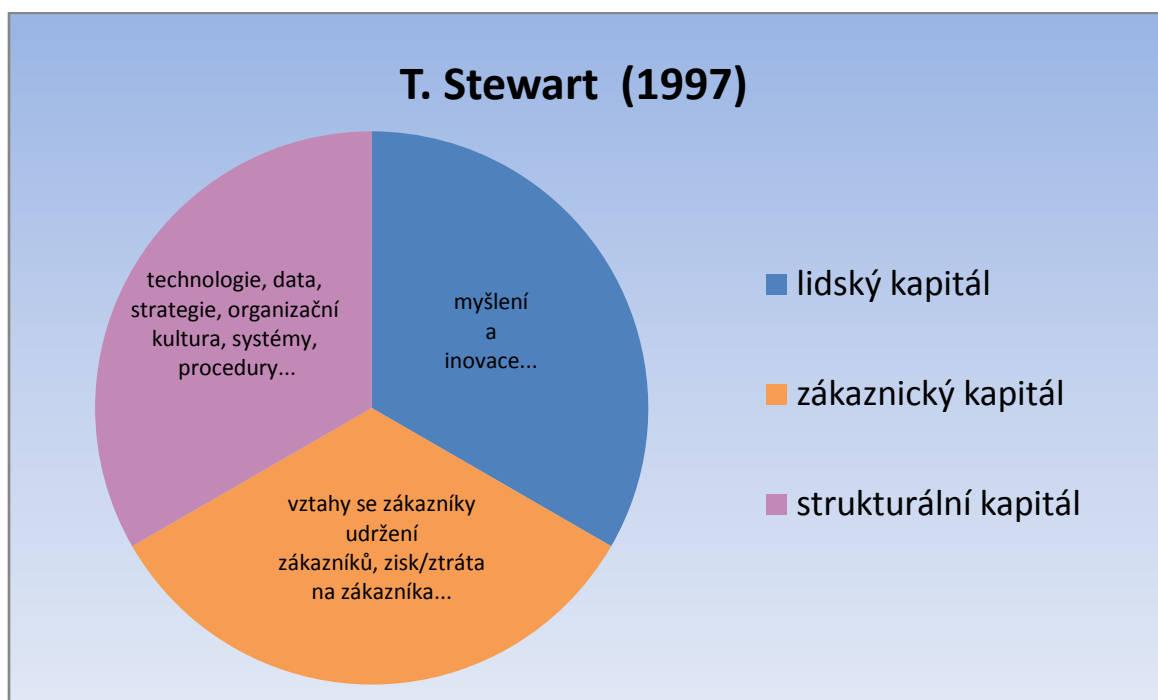
Zdroj: vlastní kompilace

Výraznou odlišností rozdělení intelektuálního kapitálu A. Brooking (1996) od všech následujících je vyčlenění **intelektuálního vlastnictví** jako samostatné kategorie. Lze ho považovat za opodstatněné a praktické. Z účetního hlediska – je zahrnuto v bilanci, zatímco většina zbytek intelektuálního kapitálu je vykázána v rozvaze pouze při podnikové kombinaci. Zároveň je to jediná část intelektuálních aktiv, která je nejlépe „uchopitelná“ znalcem při oceňování podniku.

Zajímavostí tohoto rozdělení je, že nerozděluje jednotlivé položky intelektuálního kapitálu z pohledu interní a externí struktury, což je přítomné u většiny dalších členění. Zachována je pouze kategorie interní struktury (strukturální kapitál). Externí struktura (vztahový kapitál) je součástí kategorie intelektuální aktiva.

Vlastnosti, vyjmenované u kategorie lidského kapitálu, jsou využitelné zejm. pro ohodnocování manažerských pozic. Nelze také neregistrovat, že je v rozdělení intelektuálního kapitálu použit jak pojem kapitál, tak aktivum. Všechna další uvedená rozdělení používají pouze pojem kapitál.

Obrázek č. 2: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle T. Stewart (1997)

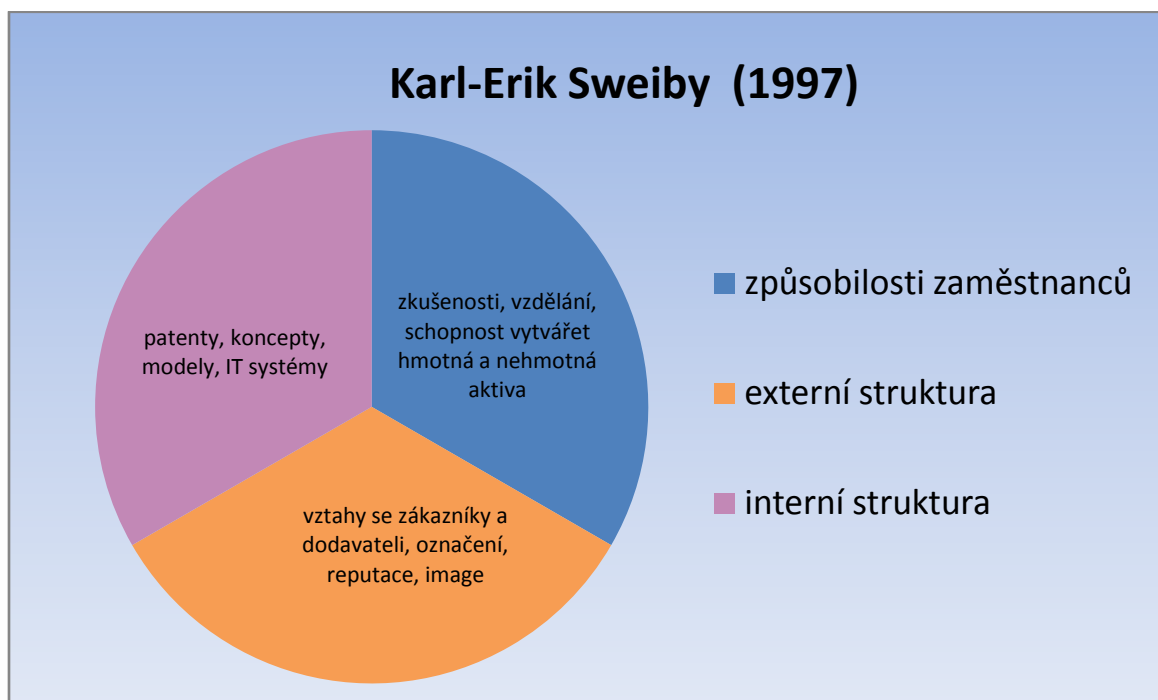


Zdroj: vlastní kompilace

Rozdělení intelektuálního kapitálu, které předkládá T. Stewart (1997), patří do „třetinového“ typu členění (lidský, strukturální a vztahový kapitál), které je v odborné literatuře uváděno nejčastěji. Strukturální (organizační) kapitál bychom mohli definovat jako institucionalizované znalosti a dovednosti podniku, které jsou uchovány např. na médiu, v manuálech apod. Vztahový (zákaznický) kapitál je tvořen znalostmi, které vyplývají ze sítě vztahů. Kategorie lidského kapitálu zahrnuje inovace, které představují tvořivý potenciál zaměstnance. Schopnost přinášet inovace je nutné vnímat jako jednu z nejdůležitějších

konkurenčních výhod podniku rozhodujících často o udržení se na trhu neboli existenci podniku z dlouhodobé perspektivy.

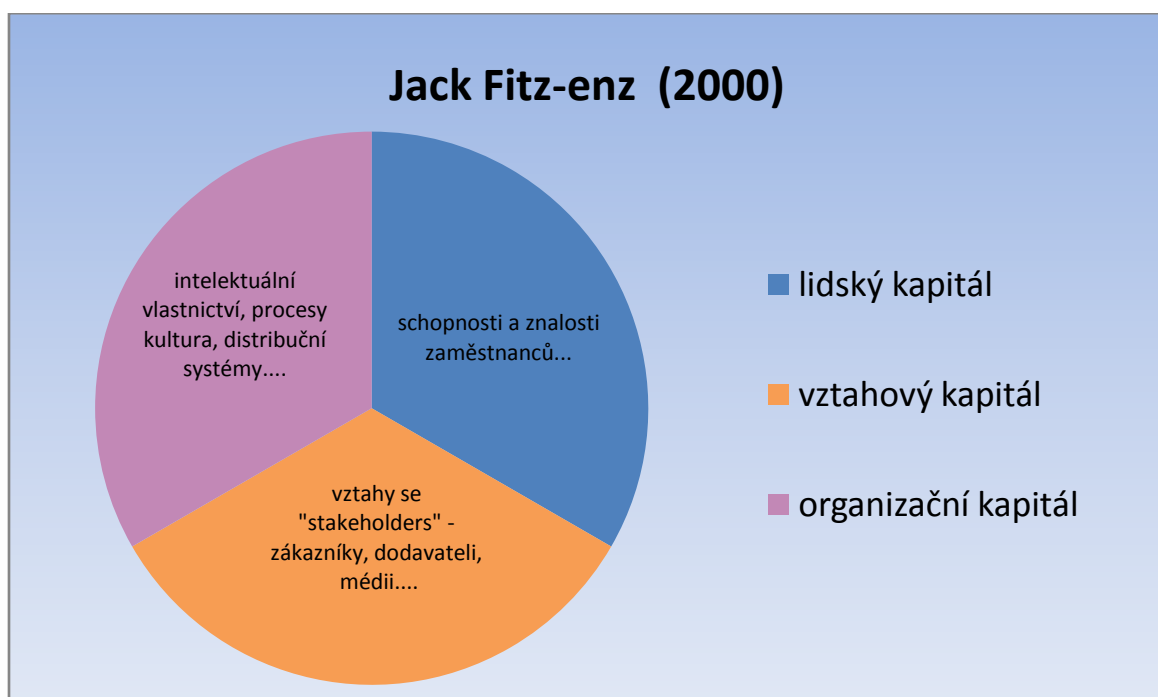
Obrázek č. 3: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle Karl-Erik Sveiby (1997)



Zdroj: vlastní kompilace

Jeden z otců intelektuálního kapitálu K. E. Sveiby (1997) u kategorie lidský kapitál zdůrazňuje schopnost zaměstnanců vytvářet aktiva podniku. Vztahový kapitál nazývá externí strukturou a strukturální kapitál používá pojem interní struktura podniku.

Obrázek č. 4: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle Jack Fitz-enz (2000)



Zdroj: vlastní kompilace

J. Fitz-enz (2000) pojímá kategorii lidského kapitálu značně široce jako schopnosti a znalosti zaměstnanců. Další dvě kategorie intelektuálního kapitálu jsou chápány obdobně jako v předchozích dvou příkladech.

Bez podrobnějšího členění si uvedeme ještě několik dalších příkladů rozdělení intelektuálního kapitálu.

Edvinsson, Malone (1997) člení intelektuální kapitál na *lidský, strukturální a zákaznický kapitál*.

Petrash a Lynn (1998) definují intelektuální kapitál jako součet *lidského, strukturálního a zákaznického kapitálu*.

Chen, Zhu a Xie (2004) ho vnímají jako kapitál *lidský, strukturální, zákaznický a inovační*.

J. Barták (2006) nahlíží na intelektuální kapitál jako na „*organizované znalosti, se kterými podnik disponuje, prakticky je využívá a které jí slouží k vytváření bohatství*“.

Z. Dvořáková (2007) chápe intelektuální kapitál jako kombinaci *lidského, strukturálního a vztahového kapitálu*.

Všechny uvedené příklady členění intelektuálního kapitálu zahrnují lidský kapitál. Další skupiny v rámci jednotlivých členění jsou obdobné s určitými odlišnostmi. Účelem této dizertační práce není hodnotit detailní obsah jednotlivých sub-členění. Je důležité **vymezit hlavní rámec - obsah intelektuálního kapitálu, aby bylo možné porovnat vlastnosti lidského kapitálu proti zbytku intelektuálního kapitálu.**

Společným rysem většiny členění intelektuálního kapitálu je to, že obsahují strukturální neboli organizační kapitál a vztahový neboli zákaznický kapitál. Jak strukturální kapitál, tak vztahový kapitál je tvořen kapitálem lidským. **Zásadní odlišností intelektuálního kapitálu (neboli nehmotného kapitálu) od kapitálu lidského je to, že ten již byl lidským kapitálem vytvořený. Proběhla tedy (nebo mohla proběhnout) určitá formalizace a je možné ho zachytit a uchovat** např. na médiu, jelikož existuje přesný algoritmus, postup, receptura, plán atd. Jinými slovy: máme na médiu lidmi vytvořený algoritmus a vedle toho máme další aktivum – lidský kolektiv, který může vytvořit další média s jinými algoritmy. **Dispozice a předpoklady zaměstnance zaměřené na tvorbu ekonomických hodnot podniku je něco, co nelze formálně přesně zachytit. Zahrnují také tacitní znalosti a schopnosti, které nejsou součástí hodnoty žádného nehmotného aktiva.** Například dva zaměstnanci mají stejný druh vzdělání, ale každý má jiné schopnosti uplatnit poznatky získané tímto studiem. Lidský kapitál lze charakterizovat jako individuální schopnost vytvářet ekonomické hodnoty. Na rozdíl od ostatních druhů kapitálu je **lidský kapitál jedinečný a vzácný zejména tím, že nemůže být spolehlivě reprodukovatelný použitím jakékoliv kombinace jiných druhů**

kapitálu¹¹. Žádný jiný druh kapitálu nemůže lidský kapitál vytvořit a naopak lidský kapitál může vytvořit všechny ostatní druhy kapitálu. **Lidský kapitál se od nehmotného kapitálu liší také svojí fyzickou podobou** (nesplňuje podmínku „nehmotnosti“ pro vykázání v bilanci jako nehmotné aktivum).

Tyto argumenty nám umožňují vyslovit názor, že **lidský kapitál by neměl být zahrnutý do intelektuálního kapitálu, měl by představovat zvláštní/samostatné aktivum.**

Při oceňování aktiv podniku se oceňovatel musí často vypořádat s jejich vzájemným působením/ovlivňováním – s určitým synergickým efektem při tvorbě přidané hodnoty podniku. **Nejenom intelektuální aktiva mají hodnotu pouze ve spojení s lidskými aktivy.** Využití všech aktiv je určeno kvalitou lidských aktiv, které mají podstatný vliv na jejich hodnotu. V případě takových znalostních podniků, které nedisponují kromě lidských aktiv téměř žádnými jinými aktivy, naopak nelze hovořit o vzájemném působení aktiv. Dokonce v případě individuální/nezávislé práce jednotlivých zaměstnanců nelze uvažovat ani o synergických efektech, které by vytvářel pracovní kolektiv. V kontextu této dizertační práce jsou synergické efekty mezi jednotlivými aktivy podniku v podstatě zohledněny u nepřímého ocenění lidských aktiv, které vychází z celkových výnosů podniku.

2.2 Analýza vybraných definic lidského kapitálu a návrh ucelené definice lidských aktiv pro účely oceňování podniku

Text této kapitoly vychází z vlastního recenzovaného článku (I. Filipová, 2013).

V odborné literatuře existuje celá řada nejrůznějších definic lidského kapitálu. Teorie oceňování podniků v českých podmínkách neřeší nijak specificky samostatné oceňování lidských aktiv a tudíž se ani podrobněji nezabývá definicí lidských aktiv podniku, ze které by bylo možné identifikovat, co všechno vlastně pro podnik lidská aktiva představují. Definice lidského kapitálu uvedené v české odborné literatuře, které pojednávají o oceňování intelektuálního kapitálu, jsou většinou převzaté od zahraničních autorů. Např. J. Malý (2007) uvádí definici převzatou od K. E. Sweiby (1997) „*Lidský kapitál sestává z jednotlivých pracovníků podniku, z nichž každý je vybaven dovednostmi, schopnostmi, znalostmi a know-how.*“

V prvním kroku se soustředíme na analýzu vybraných definic lidského kapitálu, v dalším kroku vymezíme základní požadavky pro sestavení definice, a finálně navrhneme ucelenou definici lidských aktiv podniku. Důležitým výstupem bude i závěrečné zhodnocení navržené definice pro účely její aplikace.

¹¹ Zaměstnanec může být sice nahrazen jiným zaměstnancem, ale nutno podotknout, že vzhledem k jedinečnosti každého člověka, je i každý nahraditelný jinak.

Nositel Nobelovy ceny G. S. Becker definoval již v roce 1964 lidský kapitál jako ***schopnosti, dovednosti a odpovídající motivace tyto schopnosti a dovednosti uplatnit.***

Charakteristiky lidského kapitálu, jakými jsou schopnosti, dovednosti, znalosti, a zručnosti jsou přítomné ve většině definic. Výše uvedená definice navíc zahrnuje spouštěcí impuls jejich aplikace, a sice motivaci k uplatnění těchto charakteristik. Nutno poznamenat, že motivace nepramení pouze od samotného zaměstnance. Velice důležitou roli v motivaci zaměstnance často zaujímá jeho nadřízený manažer. Kvalita řízení a motivace ze strany přímých manažerů a vrcholových manažerů podniku ovlivňuje i další zaměstnance, proto je mnohdy kvalita manažerů klíčovou proměnou úspěchu podniku a tedy i jeho hodnoty.

J. Koubek (2009) vysvětluje k používání termínu lidský kapitál: ***„Původně se termín lidský kapitál začal používat v souvislosti s posunem od pohledu na pracovníky jako nákladovou položku organizace k pohledu na pracovníky jako aktiva, jmění, největší bohatství organizace, tedy na pracovníky jako kapitál, který má organizace k dispozici a jehož hodnotu může zvyšovat např. investicemi do vzdělání a rozvoje pracovníků.“***

Pojmenování zaměstnanců jako nejdůležitějšího aktiva/kapitálu podniku je proklamací téměř každé statě, učebnice, příspěvku zabývajícím se lidským kapitálem. Předmětem komentáře by měla být slova o možnosti zvyšovat hodnotu lidských aktiv investicemi. Podnik vynakládající efektivně své prostředky by neměl investovat do zaměstnanců pouze pro to, aby zvyšoval samotnou hodnotu lidských aktiv podniku. Investování by mělo zvýšit také hodnotu jiných aktiv a multiplikačně i hodnotu podniku (např.: nemá smysl poslat zaměstnance na školení, které nemůže využít pro tvorbu přidané hodnoty podniku).

R. L. Barker (1999) definuje lidský kapitál jako ***individuální souhrn schopností, zručností, poznatků a intelektuálního potenciálu, které jsou přinášeny na pracovní trh.***

Individuální intelektuální potenciál zaměstnance se v současnosti jeví jako velice obtížně ocenitelný zdroj potenciálních budoucích přínosů podniku, jelikož zahrnuje i tzv. tacitní (skryté) znalosti a schopnosti. Zahrnutí pracovního trhu do definice indikuje určitý způsob „obchodování se zaměstnanci“ prostřednictvím personálních agentur, které v podstatě obchodují s něčím, co jim nepatří (co nevlastní). Uchazeči o zaměstnání prostřednictvím personálních agentur svou účastí ve výběrových řízeních dávají konkludentně souhlas s jejich umístěním/zařazením k novému (prvnímu) zaměstnavateli.

Ed Gordon (2002) nahlíží na lidský kapitál jako na ***individuální inteligenci budovanou na základě studia a školení za účelem získávání znalostí, dovedností a zručností v průběhu života a představuje aplikaci těchto znalostí na pracovišti, kde se vytvářejí hodnoty.***

Určitě lze souhlasit s atributem, že lidský kapitál tvoří individuální inteligenci, protože na rozdíl od ostatních druhů kapitálu je jedinečný a vzácný zejména tím, že nemůže být spolehlivě reprodukovatelný použitím jakékoliv kombinace jiných druhů kapitálu. Obecně

známé tvrzení, že „*každý je nahraditelný*“ sice platí (zřejmě až na velmi vzácné výjimky), ale měli bychom dodat, že „*každý jinak*“. Atribut individuálnosti představuje pro oceňování lidských aktiv komplikované zadání. Z hlediska oceňování podniku však použití slova „intelligence“ v definici nevystihuje adekvátně to, co by mělo být předmětem ocenění. Vysoká intelligence ještě nemusí znamenat vysoký příspěvek k přidané hodnotě podniku.

Zásadní poznámku lze uplatnit také k tomu, že lidský kapitál je budovaný pouze na základě studia a školení. Hodnota lidského kapitálu se začíná formovat resp. vznikat již výchovou v rodině a je dána také působením dalších faktorů.

Derek Stockley (2007) vnímá lidský kapitál jako *lidi v organizaci, kteří jsou důležitým a podstatným aktivem přispívajícím k rozvoji a růstu podniku podobným způsobem jako jiné aktiva (stroje, peníze). Kolektivní postoje, zručnosti a schopnosti lidí přispívají k výkonu a produktivitě podniku. Jakékoliv náklady na školení, rozvoj, udržení a zlepšení zdraví jsou investicí a ne pouze nákladem.*

K uvedené definici lze podotknout, že lidská aktiva nereprezentují pouze důležité a podstatné aktivum, ale často aktivum nejdůležitější, protože bez přítomnosti lidských aktiv by jakýkoliv proces tvorby hodnot nebyl možný (vyjma automatizace a umělé intelligence, kterým ale není vlastní kvalitativní vývojový posun v inovacích). Za zásadní lze tedy považovat, že lidský kapitál nepřispívá jen k výkonu a produkci podniku, ale přímo ji tvoří. Naopak je zcela možné ztotožnit se s tvrzením, že náklady na školení, rozvoj, udržení a zlepšení zdraví jsou investicí a nikoliv jen pouhým nákladem. Účetní výkaznictví však tyto náklady neumožňuje aktivovat. Kolektivní postoje, zručnosti, schopnosti představují synergický efekt vytvářený kolektivem zaměstnanců, který je obtížně ocenitelný. Synergické efekty, ze vzájemného působení mezi jednotlivými nehmotnými aktivy nebo mezi hmotnými a nehmotnými aktivy, jsou rovněž obdobně problematickou oblastí oceňování.

Než přistoupíme k formulování návrhu nové univerzální a ucelené definice lidských aktiv podniku, měli bychom nejdříve identifikovat základní požadavky na „konstrukci“ takové definice.

Většina definic lidského kapitálu uvádí několik složek, jakými jsou poznatky, dovednosti, schopnosti, zručnosti, motivace apod. Zde je nutné podotknout, že při koncipování souhrnné definice by se muselo jednat o úplný výčet jednotlivých složek. Z pohledu potřeb každého podniku se ale může jednat o jiné složky. Např. zaměstnanec podniku, provozující konzultační činnost, nemusí nutně disponovat zvláštní zručností a naopak zaměstnanec, obsluhující pouze jednoduché strojní zařízení nemusí ovládat téměř žádné poznatky nebo mít jiné schopnosti. Schopnosti/vlastnosti lidských aktiv by tedy v definici měly být nahrazeny určitým komplexním termínem.

Každý podnik by si měl vybírat zaměstnance disponujícími takovými schopnostmi a vlastnostmi, které má v úmyslu využít pro dané (případně budoucí zamýšlené pozice) a zároveň je schopen tyto vlastnosti lidských aktiv využít. Totéž se týká školení zaměstnanců a dalších investic do zaměstnanců, které by měly být uskutečňovány s určitým záměrem (ne extenzivně), aby nevznikaly nevyužité hodnoty neboli nepotřebná aktiva. Definice by tedy

měla být limitována potřebami a zároveň schopnostmi podniku využít příslušné vlastnosti/schopnosti lidských aktiv za účelem tvorby přidané hodnoty.

Při využití potřebných schopností/vlastností lidských aktiv je nezbytné, aby podnik dodržoval příslušné normy, protože zaměstnanec není věc. V tomto ohledu by definice měla mít zakomponovanou určitou právně-etickou „pojistku“ využití lidských aktiv.

V kontextu této dizertační práce je vhodnější nahradit v navržené definici pojem lidský kapitál pojmem lidská aktiva (viz např. vysvětlení na konci kapitoly Úvod). Pokud bychom chtěli z komplexního pohledu přistoupit k vytvoření souhrnné definice lidských aktiv podniku, mohli bychom ji formulovat následovně:

„Lidská aktiva podniku, pro účely ocenění podniku, představují duševní a fyzický potenciál zaměstnanců podniku (případně spolupracujících osob) včetně potenciálu, do kterého podnik investoval, který si podnik od zaměstnanců pronajímá, a který podnik může využít v souladu s příslušnými právními předpisy a s ohledem na etiku pro tvorbu části své přidané hodnoty.

Klíčovým pojmem definice lidských aktiv podniku je slovo **potenciál**, jehož význam lze popsat jako souhrn schopností neboli celkovou možnost vytvořit novou ekonomickou hodnotu v nejrůznějších podobách. Např. vrcholový manažer podniku, schopný vytvořit budoucí úspěšnou vizi podnikání, může ekonomicky upadající podnik dostat z červených čísel. Špičkový odborník z oblasti IT může být schopen vytvořit na trhu ojedinělé SW řešení, které vytvoří pro podnik klíčovou konkurenční výhodu apod. Oba příklady ilustrují vytvoření nehmotných aktiv lidskými aktivy prostřednictvím jeho individuálního potenciálu.

Je vhodné připomenout, že ocenění ekonomického potenciálu lidských aktiv v souladu s definicí zahrnuje pouze potenciál, který je podnik schopen využít pro tvorbu své přidané hodnoty. Nejedná se tedy o hodnocení všech „ekonomicky užitných“ vlastností lidských aktiv.

Jak již bylo uvedeno, přímé ocenění celkového ekonomického potenciálu lidských aktiv se jeví jako obtížný úkol. Problémem se budeme zabývat v kapitole 3.1.2, která obsahuje analýzu vybraných metod ocenění lidských aktiv. Některé z metod využívají tzv. osobnostní matici pro hodnocení schopností a znalostí zaměstnanců. Hodnocení požadovaných vlastností a schopností managementu a výkonného personálu je přítomné také v rámci metod DCF a EVA. Problematické je však převedení hodnocení využitelného ekonomického potenciálu na finanční vyjádření (další pojednání o tomto problematickém kroku viz v kapitoly (3.1.1.2, 3.1.1.3 a 3.1.2.2).

Méně ambiciózním úkolem při samostatném ocenění lidských aktiv podniku je ocenění, které je navázáno na „investovaný“ kapitál do lidských aktiv podniku. Část potenciálu lidských aktiv je často vytvořena investováním do nich ještě před nástupem do pracovního poměru (provize personálním agenturám za zprostředkování vhodného uchazeče, náklady na

učňovské vzdělávání atd.). Oproti ocenění celkového potenciálu lidských aktiv je však tato hodnota pouze částí celkové hodnoty.

U nepřímého ocenění (prostřednictvím metod DCF/EVA), pokud je hodnota lidských aktiv zařazena do NOA, vycházíme primárně z hodnoty „investovaného“ kapitálu, ale způsob promítnutí této hodnoty do účetních výkazů pro účely stanovení NOA a NOPAT je prozatím otázkou.

Výše navržená definice lidských aktiv je použitelná pro přímé i nepřímé ocenění lidských aktiv v této dizertační práci.

Definice uvádí, že lidská aktiva představují potenciál, který může být využitý pro tvorbu části přidané hodnoty podniku. Z pohledu výnosového přístupu přímého (samostatného) ocenění lidských aktiv by hodnota lidských aktiv mohla, dle mého názoru, představovat diskontované zisky připadající na lidská aktiva (celkový zisk podniku většinou nepřipadá pouze na lidská aktiva).

Zároveň definice obsahuje text, že potenciál je chápán včetně potenciálu, do kterého podnik investoval. V případě nákladového přístupu přímého (samostatného) ocenění lidských aktiv by, dle mého názoru, měla být hodnota lidských aktiv vypočítána jako celkový součet investičních nákladů do lidských aktiv (podnikem „budovaný“ potenciál lidských aktiv za účelem tvorby přidané hodnoty je také zdrojem nákladů).

Nepřímé ocenění lidských aktiv prostřednictvím výnosových metod DCF/EVA již ocenění lidských aktiv implicitně obsahuje.

Je nutné zdůraznit, že v této dizertační práci není ocenění ekonomického potenciálu lidských aktiv podniku pojmato jako součet ocenění jednotlivých lidských aktiv. **Pro potřeby oceňování podniku je k ocenění potenciálu lidských aktiv přistoupeno jako k ocenění celku.**

Pokud bychom na závěr měli stručně zhodnotit aplikaci navržené definice lidských aktiv podniku, měli bychom připustit, že sice může naplňovat správnost toho, co lze v podniku pro účely jeho ocenění vymezit jako lidská aktiva, ale současné poznatky obsažené v teorii oceňování podniku neumožňují prakticky přímo (samostatně) ocenit celkový využitelný ekonomický potenciál lidských aktiv výnosovým přístupem ve všech případech. Z pohledu proveditelnosti ocenění lze uvažovat případy, kdy se jedná o menší znalostní podniky nebo podniky s nižším počtem zaměstnanců (potřeba kvalitativního hodnocení skupin zaměstnanců), a kdy je zároveň možné alokovat výnosy na lidská aktiva.

2.3 Lidská aktiva a účetní výkazy podniku

Text této kapitoly vychází z vlastního recenzovaného článku (I. Filipová, 2008).

Koncept podvojného účetnictví aplikujeme několik století a zvykli jsme si ze setrvačnosti věřit, že čísla v účetních výkazech vypovídají o skutečném finančním zobrazení majetku a

závazcích podniku. Čísla představují určitá fakta, ale pouze položky „peníze a účty v bankách“ odpovídají v daný okamžik skutečnosti. Další položky představují kombinaci odhadů, dohod, předpokladů a očekávání. Účetnictví již dávno není tím původně zamýšleným konceptem přesného zachycení skutečně realizovaných finančních toků. Dle Jack Fitz-enz (2000) *„ve skutečnosti používáme systém, který se mění kdykoliv, kdy se ho výbor IASB nebo FASB rozhodne změnit“*. Důkazem tohoto tvrzení jsou např. informace publikované na internetových stránkách (IASB, 2012) v souvislosti s výrazným revidováním koncepčního rámce pro účetní výkaznictví - *„Koncepční rámec bude revidován z času na čas na základě zkušeností IASB z jejich aplikace“*.

D. Procházka (2011) uvádí, že *„důležitou okolností vývoje posledních let je opouštění zásady opatrnosti a principu oceňování v historických cenách v účetním výkaznictví...a upřednostňování reálné hodnoty.“* Vznikají nové předpisy, které řeší oceňování reálnou hodnotou (viz např. standard IFRS 13), uznávají ekonomické pojetí zisku a začínají reflektovat ekonomické teorie, které vznikly před více než 50 lety. Zda vůbec penetrovat, a v jakém rozsahu ekonomickou teorii hodnoty lidského kapitálu, která vznikla na začátku 60 let minulého století, do budoucích účetních výkazů znalostní ekonomiky, je prozatím předmětem odborných diskusí. Dle mého názoru by se postupné „zreálnění“ vykázaných aktiv podniku v budoucnu nemělo uskutečňovat bez možnosti zahrnout i hodnotu lidských aktiv, která může zejm. u znalostních podniků převyšovat všechny ostatní vykázané hodnoty aktiv. Zároveň je nezbytné uvedený názor korigovat s ohledem na současně pojatý koncept účetního výkaznictví, který např. vzhledem k požadovanému atributu spolehlivosti, nemůže zahrnovat aktiva nevykazující dostatečnou spolehlivost ocenění. Pokud by ale účetní výkaznictví prošlo určitou revoluční změnou, např. z důvodu vzniku budoucích požadavků uživatelů na tvorbu variantních účetních výkazů, lze dle mého názoru takovou možnost připustit.

Účetní výkazy jsou pro oceňovatele důležitým podkladem i přes všechna úskalí současně pojatého konceptu. V dnešních účetních výkazech je hodnota lidských aktiv podniku zahrnuta v položce „nakoupeného“ goodwillu (nikoliv interně vytvořeného goodwillu). Pokud je však oceňován podnik, který nebyl předmětem podnikových kombinací a příloha k jeho účetní závěrce neobsahuje žádné informace o hodnotě lidských aktiv, je oceňovatel zcela odkázán na vlastní schopnosti, jak tuto hodnotu vyčíslit např. při zjišťování substanční hodnoty podniku.

Hlavním cílem této kapitoly je zejm. poukázat na současný odlišný pohled/potřeby účetního výkaznictví a znaleckého oceňování na „uznání“ finanční hodnoty lidských aktiv v návaznosti na závěry kapitoly 2.1 (vyčlenění lidských aktiv z aktiv intelektuálních) a kapitoly 2.2 (navržené definice lidských aktiv podniku). K naplnění uvedeného cíle přistoupíme prostřednictvím analýzy mezinárodních účetních standardů IAS 38 (Nehmotná aktiva) a IFRS 3 (podnikové kombinace)¹².

¹² Předmětem analýzy nejsou US GAAP. Dále v textu bude zmíněn pouze jeden podstatný rozdíl týkající se důvodu, proč nejsou lidská aktiva vykázaná samostatně v účetních výkazech.

2.3.1 Nehmotná aktiva v mezinárodních účetních standardech

STANDARD IAS 38 (Nehmotná aktiva)

Standard definuje nehmotné aktivum jako **identifikovatelné nepeněžní aktivum bez hmotné podstaty**. Pro uznání a vykázání nehmotného aktiva, které nebylo pořízeno v rámci podnikové kombinace, je nutné, aby byla splněna všechna tři následující kritéria:

1) identifikovatelnost

- je oddělitelné, tj. způsobilé být samostatné nebo oddělené od podniku a prodáno, převedeno, licencováno, pronajato, vyměněno, a to buď samostatně nebo společně se související smlouvou, aktivem nebo závazkem
- vzniká ze smluvních nebo jiných zákonných práv, bez ohledu na skutečnost, zda tato práva jsou převoditelná nebo oddělitelná od podniku, nebo od jiných práv a povinností

2) kontrola (ovládání)

Toto kritérium požaduje, aby byl podnik schopen získat ekonomický užitek z nehmotného aktiva a zároveň, aby bylo možné zamezit přístupu jiných podniků k tomuto užtku.

3) budoucí ekonomický prospěch

Musí existovat pravděpodobnost, že budoucí ekonomický prospěch z příslušného nehmotného aktiva poplyne do podniku (např. výnosy nebo úspory nákladů).

Podnik smí ve své rozvaze vykázat nehmotné aktivum, pouze pokud je splněna definice nehmotného aktiva, včetně všech tří výše uvedených kritérií a zároveň pokud je splněno i další *kritérium pro vykázání* – tj. **pořizovací cenu aktiva lze spolehlivě určit**.

STANDARD IFRS 3 (Podnikové kombinace)

Je dalším mezinárodním účetním standardem, který se zabývá nehmotnými aktivy. Vydal ho Mezinárodní výbor pro standardizaci účetnictví *International Accounting Standards Board* (dále jen „IASB“) a je výsledkem spolupráce s Americkým výborem pro standardizaci finančního účetnictví *US Financial Accounting Standards Board* (dále jen „FASB“). Cílem spolupráce bylo zlepšit účetní výkaznictví - jeho relevantnost, spolehlivost a srovnatelnost předkládaných informací, které se týkají podnikových kombinací za současné podpory mezinárodní konvergence účetních standardů. Standard IFRS 3 stanovuje principy pro **vykazování a oceňování nabytých identifikovatelných aktiv¹³ v rámci podnikové kombinace**.

¹³ Příloha A Standardu IFRS 3 definuje **identifikovatelné aktivum**, jako oddělitelné nebo schopné být oddělené od organizace a může být prodané, vyměněné, licencované, pronajaté nebo jinak transferované, buď individuálně, nebo spolu s příslušným kontraktem, bez ohledu na to, zda něco z toho organizace zamýšlí nebo vzniká na základě kontraktu nebo jiných zákonných práv, bez ohledu na to jestli jsou tato práva přenositelné nebo oddělitelné od organizace nebo od jiných práv a povinností.

Na základě ustanovení **B31** Přílohy B (dále jen „Příloha“), která tvoří nedílnou součást Standardu IFRS 3, musí nabyvatel vykázat separátně od goodwillu¹⁴ identifikovatelná nehmotná aktiva, nabytá v rámci podnikové kombinace. Každé identifikovatelné nehmotné aktivum je k datu akvizice oceňované hodnotou *fair value*¹⁵.

Pro oddělené vykázání nehmotného aktiva od goodwillu je v případě podnikové kombinace kritérium pravděpodobnosti budoucího ekonomického užitku plynoucího do organizace splněno automaticky. K uznání a následnému vykázání stačí, když je splněno pouze kritérium spolehlivosti jeho ocenění¹⁶.

Na základě ustanovení **B32** Přílohy *je nehmotné aktivum, které vzniká na základě kontraktu, identifikovatelné, i když není transferovatelné nebo oddělitelné od nabývané jednotky nebo jiných práv a povinností. Například – nabývaná jednotka vlastní technologický patent, který někomu licencovala s exklusivním využitím mimo domácí trh, za což dostává specifické procento budoucích zahraničních příjmů. Technologický patent i příslušející licenční smlouva splňují kritérium identifikovatelnosti na základě kontraktu a mohou být separátně vykázány od goodwillu, i když prodej nebo výměna patentu a příslušné licenční smlouvy separátně jeden od druhého by byly nepraktické.*

V souladu s ustanovením **B33** Přílohy, *nehmotné aktivum splňuje kritérium oddělitelnosti, i když ho nabyvatel nemá v úmyslu prodat, licencovat nebo jinak směnít, stačí, když existuje zjevnost směnečných transakcí pro tento typ aktiva nebo podobných typů aktiv, dokonce i když tyto transakce nejsou časté a bez ohledu na to, zda je na nich nabyvatel zainteresovaný nebo nikoli. Například - seznam zákazníků nebo předplatitelů jsou často licencované, a proto splňují kritérium oddělitelnosti. Avšak seznam zákazníků, nabytý při podnikové kombinaci, by neměl splňovat kritérium oddělitelnosti, pokud např. zachování důvěrnosti nebo smluvních podmínek zakazují prodej, leasing nebo jinou výměnu informací o jejich zákaznících.*

Dle ustanovení **B34** Přílohy, *nehmotné aktivum, které není individuálně oddělitelné od nabývané jednotky, splňuje kritérium oddělitelnosti, jestli je oddělitelné v kombinaci s příslušným kontraktem, identifikovatelným aktivem nebo závazkem. Například – nabývaná jednotka vlastní registrovanou obchodní značku a zdokumentovaný, ale nepatentovaný technický postup k výrobě produktů pod touto obchodní značkou. S transferem vlastnictví obchodní značky je nabývaná jednotka povinná transferovat také všechno další nevyhnutné pro budoucího vlastníka, aby mohl vyrábět produkt, který vyráběl předcházející vlastník.*

¹⁴ Příloha A Standardu IFRS 3 definuje **goodwill** jako aktivum, které představuje budoucí ekonomické užitky plynoucí z jiných aktiv získaných v rámci podnikové kombinace, které nejsou individuálně identifikovatelné a separátně vykázané.

¹⁵ Příloha A Standardu IFRS 3 definuje **fair value** jako částku, za kterou by aktivum mohlo být směřeno nebo závazek vyrovnán mezi znalými a ochotnými stranami v nespřízněné transakci.

¹⁶ Ustanovení BC125 (*Basic for Conclusion on IFRS 3 Business Combinations*) uvádí, že v rámci novely Standardu IFRS 3 se výbor IASB rozhodl eliminovat spolehlivost ocenění jako obecné kritérium, které považuje za nadbytečné, protože je součástí obecných kritérií pro vykázání aktiva v části Obecného rámce (*Framework*).

Příklady nehmotných aktiv, které v případě podnikové kombinace splňují definici nehmotného aktiva a mají být vykázány odděleně od goodwillu, jsou uvedeny v ilustrativních příkladech nehmotných aktiv v rámci standardu IFRS 3 v části IE¹⁷.

Tabulka č. 1: Příklady nehmotných aktiv vykazovaných odděleně od goodwillu

Aktiva vztahující se k MARKETINGU	Aktiva vztahující se k ZÁKAZÍKŮM	Aktiva vztahující se k oblasti UMĚNÍ	Aktiva vztahující se k SMLOUVÁM	Aktiva vztahující se k TECHNOLOGIÍM
Obchodní značky	Seznamy zákazníků	Divadelní hry, opery, balety	Smlouvy o udělení licencí, autorských honorářů	Patenty
Obchodní jména	Nevyřízené objednávky	Knihy, časopisy, noviny a jiná literární díla	Smlouvy o reklamě, výstavbě správě, službách, dodávkách	Software vytvořený vlastní činností
Servisní značky	Smlouvy se zákazníky a související vztahy	Hudební díla – skladby, texty písní, a reklamní spoty	Leasingové smlouvy	Nepatentovaná technologie
Značky původu	Mimosmluvní vztahy se zákazníky	Obrazy a fotografie	Stavební povolení	Databáze
Certifikační značky		Audiovizuální materiály včetně filmu, videa a tel. programů	Smlouvy o franšizingu	Obchodní tajemství, chráněné postupy a návody
Jména internet. domén			Vysílací práva a dohody o provozu	
Pracovní ošacení (unikátní barva, podoba)			Využívání práv k provádění vrtů, přístupům ke zdrojům vody, vzduchu, nerostů...	
Názvy novinových titulů			Pracovní smlouvy ¹⁸	

Zdroj: standard IFRS 3

Jako ekvivalent hodnoty lidských aktiv podniku je možné z příkladů v tabulce č. 1 hodnotit aktiva vztahující se k pracovním smlouvám. Kromě výhodnějšího ocenění pracovních smluv oproti tržním podmínkám, standard nespecifikuje žádné další požadavky pro oddělení

¹⁷ Ilustrativní příklady v části IE16 až IE44 se vztahují k aplikaci ustanovení 10 až 14 samotného Standardu IFRS 3 a ustanovení B31až B40 Přílohy B Standardu IFRS 3. Viz také ustanovení BC175 (*Basic for Conclusion on IFRS 3 Business Combinations*), kde je mimo jiné uvedeno, že ilustrativní příklady nejsou vyčerpávajícím seznamem nehmotných aktiv. Nabyvatel musí posoudit povahu každého získaného nehmotného aktiva pro oddělení vykázání od goodwillu.

¹⁸ Pracovní smlouvy výhodné pro zaměstnavatele, protože ocenění těchto smluv je výhodné v porovnání s tržními podmínkami (viz ustanovení IE37- Ilustrativních příkladů).

vykázání od goodwillu. V daném případě je evidentní, že se může jednat pouze o ocenění individuálních kontraktů. Ocenění zaměstnance by mělo vyplývat z pracovní smlouvy. Možný způsob znaleckého ocenění pro tento případ uvádí kapitola 3.1.1.2.

2.3.2 Mezinárodní standard IFRS 3 a „vykazování“ pracovního kolektivu

Ustanovení B37 Přílohy B standardu IFRS 3 upravuje „vykazování“ pracovního kolektivu takto:

*Nabyvatel zahrne do goodwillu hodnotu nehmotných aktiv, které nejsou identifikovatelné k datu akvizice. Nabyvatel může přikládat hodnotu existenci pracovního kolektivu, který tvoří existující soubor zaměstnanců umožňující nabyvateli pokračovat v činnosti nabývaného podnikání od data akvizice. Pracovní kolektiv reprezentuje intelektuální kapitál¹⁹ odborné pracovní síly (často specializované), znalosti a zkušenosti, které zaměstnanci nabývané organizace přinášejí. **Protože pracovní kolektiv není identifikovatelným aktivem, který by byl vykazovaný separátně od goodwillu, jakákoliv hodnota příslušející pracovnímu kolektivu je zahrnuta do goodwillu.***

Výše uvedené ustanovení bylo přijato rozhodnutím výboru, které učinil na základě závěrů obsažených v ustanoveních BC 176 až BC 180 (*Basic for Conclusion on IFRS 3 Business Combinations*) jak následuje:

Ustanovení BC 176

V projednávání SFAS 141, FASB neuvažoval o tom, zda pracovní kolektiv splňuje kritérium identifikovatelného nehmotného aktiva. Vyloučil separátní vykázání pracovního kolektivu vzhledem k závěru, že metody měření hodnoty pracovního kolektivu s dostatečnou spolehlivostí nejsou běžně dostupné. Standardy IFRS 3 a IAS 38 na druhé straně explicitně nevyklučovaly separátní vykázání pracovního kolektivu. Avšak ustanovení 15 Standardu IAS 38 uvádí, že podnik obvykle nemá dostatečnou kontrolu nad očekávanými budoucími ekonomickými příjmy z pracovního kolektivu, a proto pracovní kolektiv nesplňuje definici samostatného nehmotného aktiva.

Jak vyplývá z podtrženého textu výše, **nemožnost ovládat** ekonomický prospěch plynoucí z příslušného aktiva je jedním z argumentů proti začlenění lidských aktiv do rozvahy podniku. Současné právní předpisy již dnes obsahují nástroje, které umožňují „ovládat“ zaměstnance minimálně po určitou dobu. Jedná se například o uzavírání **stabilizačních dohod** při zvyšování kvalifikace, kdy se zaměstnanec zavazuje setrvat po dobu minimálně 5 let u určitého podniku. Dalším příkladem nástroje ovládání může být uplatňování **konkurenčních doložek**, které jsou obvyklé pro management. V poslední době se můžeme stále častěji setkávat s tzv. „půjčováním zaměstnanců“ neboli „**mezinárodním a tuzemským pronájmem pracovní síly**“ mezi zaměstnavateli nebo s **vysíláním zaměstnanců** na základě kontraktů.

¹⁹ Nezatožňují se úplně s názorem Rady pro mezinárodní účetní standardy, jelikož pracovní kolektiv nereprezentuje pouze intelektuální kapitál, ale i kapitál v podobě fyzických možností zaměstnance.

Určitá odvětví podnikání disponují velice účinnými nástroji, jak ovládat zaměstnance. Např. ve sportovním byznysu jsou to hráčské kontrakty, které upravují u jakého sportovního klubu, kdy, kde a za jakých podmínek budou sportovci hrát. V rámci přestupů hráčů mezi kluby funguje byznys, který spočívá v prodeji a koupi hráčů za předem dohodnuté ceny, kdy ani tak nezáleží na samotných hráčích (zaměstnancích), ale na rozhodnutích majitelů klubů (zaměstnavatelích).

Odborné zdroje uvádějí i jiné než zákonné nebo smluvní nástroje ovládání zaměstnanců. Například P. Wolter (2011) spatřuje faktickou možnost ovládání zaměstnanců prostřednictvím různých **motivačních politik podniku**. Obecně lze říct, že motivační opatření/politiky podniku jsou pro každý podnik specifické. Může se jednat o širokou škálu opatření - např. o možnosti v oblasti kariérního růstu, systému dalšího vzdělávání, v nastavení specifického systému odměňování nebo nadstandardních pracovních podmínek apod.

Oproti argumentu IASB (nemožnosti pracovní kolektiv ovládat) je hlavním argumentem/závěrem FASB proti separátnímu vykázání to, že nejsou běžně dostupné metody měření s dostatečnou spolehlivostí. S tímto argumentem lze zatím souhlasit. Podrobněji k potřebě oceňovat lidská aktiva podniku viz kapitola 1.2.3.

Nezahrnutí lidských aktiv do rozvahy podniku z důvodu, že toto aktivum *nemůže být vlastněno*, standard neobsahuje, ale v diskusích je tento argument často používán. Aktiva podniku pořízená formou finančního leasingu takový argument nabourávají. Dle Mezinárodního účetního standardu IAS 17 by aspekt právní (pohled vlastnický) neměl převládnout nad aspektem ekonomickým (disponování s majetkem). Z pohledu budoucích ekonomických příjmů je rozhodující, jaká aktiva podnik využívá k tvorbě přidané hodnoty, a ne, která aktiva vlastní. Některá aktiva, která podnik vlastní nemusí využívat k provozní činnosti (neschopný management někdy drží i zbytečně rozsáhlý nepotřebný majetek).

Ustanovení BC 177

Výbor IASB rozhodl, že nabyvatel by neměl vykazovat pracovní kolektiv jako separátní nehmotné aktivum, protože nesplňuje ani kritérium vzniku na základě smluvních nebo jiných zákonných práv, ani kritérium oddělitelnosti. Názory těch, kteří se vyjadřovali pro vykázání pracovního kolektivu, byly smíšené. Někteří se zákazem jeho vykazování souhlasili. Jiní navrhovali, aby výbor tento zákaz zvážil. Obecně bylo uváděno, že pracovní kolektiv je již ohodnocovaný v množství situací pro účely výpočtu „contributory assets charge“ při určování fair value některých nehmotných aktiv. Při použití oceňovací metody Zvýšených výnosů (Excess Earnings) je počítaná hodnota přispívajících aktiv (Contributory Assets Charges), aby bylo izolované cash flow generované nehmotným aktivem, které je oceňované, od cash flows, které jsou vytvářené z jiných aktiv včetně jiných nehmotných aktiv. Ti, kteří byli proti zákazu vykazování pracovního kolektivu jako separátního nehmotného aktiva, chtěli dovolit nabyvatelům, aby si rozhodli, jestli pracovní kolektiv splňuje kritérium oddělitelnosti v každé situaci, aby si vykázali alespoň ty pracovní kolektivy, které toto kritérium splňují.

Ustanovení BC 178

Následně výbor IASB rozhodl, že zákaz vykazování pracovního kolektivu je učiněn na základě toho, že pracovní kolektiv je spíše souhrn zaměstnanců než jednotlivých zaměstnanců a nevzniká ze smluvních nebo zákonných práv. Ačkoliv jednotliví zaměstnanci mají smlouvy se zaměstnavatelem, soubor zaměstnanců jako celek smlouvu se zaměstnavatelem nemá. Navíc pracovní kolektiv nesplňuje kritérium oddělitelnosti ani v případě individuálních zaměstnanců, ani spolu s příslušejícím kontraktem, identifikovatelným aktivem nebo závazkem. Pracovní kolektiv nemůže být prodaný, vyměněný, licencovaný, pronajatý nebo jinak vyměnitelný bez přerušení podnikatelské činnosti nabyvatele. V kontrastu k tomu, podnik může pokračovat v podnikání po transferu identifikovatelného aktiva. Proto pracovní kolektiv není identifikovatelné nehmotné aktivum vykázané odděleně od goodwillu.

Ustanovení BC 179

Výbor IASB konstatoval, že ani Standard IAS 38 ani Standard SFAS 141 nedefinuje pracovní kolektiv, a že v praxi se objevují nekonzistence. Navíc ti členové výboru, kteří nesouhlasili se zákazem vykazování (v návrhu z roku 2005) patrně uvažovali o tom, že pracovní kolektiv reprezentuje intelektuální kapitál kvalifikované síly (často specializované) včetně znalostí a zkušeností, které zaměstnanci nabyvatele přinášejí. Avšak výbor pohlížel na pracovní kolektiv jako na existující soubor zaměstnanců, který dovoluje nabyvateli pokračovat v nabyté činnosti podnikání od data akvizice a rozhodl se zahrnout tuto definici do novely standardu (viz ustanovení B37).

Ustanovení BC 180

Výbor poznamenal, že hodnota intelektuálního kapitálu je ve skutečnosti vykázaná, protože je součástí fair value jiných intelektuálních aktiv entity jako intelektuálního vlastnictví (patentovaných technologií a procesů) a zákaznických kontraktů a vztahů. V takové situaci, proces nebo metodologie může být zdokumentovaná za tím účelem, aby podnikání nebylo materiálně ovlivněné, jestli některý zaměstnanec z organizace odejde. Ve většině jurisdikcí, zaměstnavatel běžně „vlastní“ intelektuální vlastnictví vytvořené zaměstnancem. Řada pracovních smluv si vyhrazuje právo zaměstnavatele vlastnit jakékoliv intelektuální vlastnictví vytvořené zaměstnancem. Například softwarový program vytvořený zaměstnancem (nebo skupinou zaměstnanců) by měl být zdokumentovaný a měl by být vlastnictvím zaměstnavatele. Dotyčný programátor, který vytvořil program, by mohl být nahrazen jiným programátorem s podobnou kvalifikací a bez významného ovlivnění schopnosti organizace pokračovat ve své činnosti. Intelektuální vlastnictví vytvořené ve formě softwarového programu je identifikovatelným nehmotným aktivem, pokud splňuje kritérium oddělitelnosti. Jinými slovy, zákaz vykázání pracovního kolektivu jako nehmotného aktiva se neaplikuje na intelektuální vlastnictví. Aplikuje se pouze na hodnotu pracovní síly k datu akvizice za předpokladu, že nabyvatel může pokračovat v nabyvané činnosti podnikání bez náboru a zaučování nových pracovních sil.

Závěry výboru IASB v souvislosti s nahlížením na pracovní kolektiv jako celek, který není tvořen individuálními zaměstnanci, nejsou argumentačně podloženy. Jsou pouze axiomatickým tvrzením. Ze slova “spíše” (viz podtržený text BC 178) lze vyčíst určitou pojistku tohoto tvrzení.

I kdybychom uvažovali o existenci jednotlivých

zaměstnanců (ne pracovního kolektivu), **zaměstnanec by neměl být vykázán jako nehmotné aktivum, protože kromě zásadních odlišností od nehmotných aktiv uvedených v kapitole 2.1, nesplňuje základní definici nehmotného aktiva – zaměstnanec má také svoji fyzickou podstatu.**

V ustanovení BC 180 výbor IASB tvrdí, že hodnota intelektuálního kapitálu je ve skutečnosti vykázaná, protože je součástí intelektuálního vlastnictví a zákaznických kontraktů a vztahů. Toto tvrzení je značně povrchní, protože **lidská aktiva jsou nositelem tacitních znalostí, které jsou součástí jejich ekonomického potenciálu, a nejsou nezahrnuty v žádném intelektuálním aktivu. Na rozdíl od vytvořených intelektuálních aktiv, lidská aktiva podniku představují jejich duševní a fyzický potenciál pro tvorbu budoucí přidané hodnoty podniku (viz odvozená definice lidských aktiv v kapitole 2.2).**

Pokud přijmeme předpoklad, že lidská aktiva představují vzhledem ke své důležitosti (jediná hybná síla), individuálnosti (často obtížně nahraditelná) a odlišnosti (mají také fyzickou podobu) ekonomickou kategorii, která se významně liší od nehmotných aktiv, zasluhovala by si **samostatnou položku v ekonomické rozvaze podniku (ve výkazu NOA). Doplnění čistých operačních aktiv podniku o položku „lidských aktiv“ – viz komplexní příklad č. 2 „Výpočet hodnoty podniku metodou DCF a EVA“ v kapitole 3.1.3.2, kde jsou varianty začlenění hodnoty lidských aktiv do NOA. Soubor zaměstnanců sice může, a také často vytváří synergické efekty přes působení užitků týmové práce, ale pro ekonomickou rozvahu podniku pro potřeby oceňování podniku metodami DCF/EVA je žádoucí zahrnutí hodnoty lidských aktiv v podobě „investovaného“ kapitálu.**

Pro oblast rozvoje finančního účetnictví je v posledních letech směrodatná odpověď na zásadní otázku, zda je potřebné například vzhledem k různým skupinám uživatelů účetních výkazů, zachycovat hodnotu všech aktiv, která se co nejvíce blíží reálné hodnotě. Jak již bylo uvedeno v úvodu kapitoly, k určitému posunu směrem k vykazování ekonomického pojetí zisku dochází. V současnosti však bez příslušné změny účetních standardů není možné zahrnout hodnotu lidských aktiv do účetních výkazů s výjimkou podnikových kombinací, kde je tato hodnota součástí goodwillu.

V rámci oceňování podniku by však mělo být ocenění lidských aktiv promítnuto minimálně do oceňování znalostních firem (například podniky zaměřené na konzultační služby, znalecké instituty, advokátní a projektové kanceláře atd.). Výstupy znaleckého oceňování by mohly v budoucnu případně vytvořit vstupy i pro účetní praxi.

3. Experimentálně-analytická část

3.1 Oceňování lidských aktiv podniku se zvláštním zřetelem na oceňování lidských aktiv znalostního podniku

V úvodu této nejrozsáhlejší kapitoly dizertační práce, která se zabývá samotným oceněním lidských aktiv podniku, je vhodné sumarizovat 4 základní výchozí fundamenty, odvozené v teoretické části.

- 1) Lidský kapitál **naplňuje podnikohospodářskou definici kapitálu** (viz kapitola 2.1).
- 2) Lidský kapitál **by neměl být zahrnutý do intelektuálního kapitálu** (viz kapitola 2.1).
- 3) Lidská aktiva jsou pro účely oceňování podniku chápány **dle navržené definice lidských aktiv** (viz kapitola 2.2).
- 4) Z pohledu ekonomického fungování podniku by lidská aktiva **měla být zahrnuta do hodnoty čistých operačních aktiv podniku jako samostatná položka** při oceňování metodami DCF a EVA (viz kapitola 2.3).

Ocenění lidských aktiv znalostního podniku v této dizertační práci dále vychází z předpokladu, že **znalostním podnikem** se má na mysli subjekt, kterého cílem je dosahování zisku, a který je závislý převážně na lidských aktivech.

Co se týče **použité nomenklatury** – až do kapitoly 3.1.2.2 je požíván také pojem **lidský kapitál**, který se vyskytuje např. v deskripci metod/modelů oceňování lidského kapitálu/lidských aktiv, v ekonomické teorii vztahující se k řešenému tématu nebo kde je to vhodnější. Od kapitoly 3.1.2.3 bude používán pojem **lidská aktiva**, který přiléhavěji vystihuje podstatu 2 řešených okruhů tématu práce (viz text v rámečku níže).

V souladu s vytyčenými cíli dizertační práce (viz kapitola 1.4), které korespondují s vybranými „prázdnými“ místy současné teorie oceňování podniku (viz kapitola 1.2.3), je **návrh ocenění lidských aktiv stejného znalostního podniku proveden v:**

- Komplexním příkladu č. 1 jako **přímé (samostatné) ocenění lidských aktiv substančním přístupem** (viz kapitola 3.1.2)

(INVESTIČNÍ hodnota)

a

- Komplexním příkladu č. 2 jako **nepřímé ocenění lidských aktiv v rámci výnosových metod DCF a EVA** (viz kapitola 3.1.3)

(TRŽNÍ hodnota)

3.1.1 Deskripce a analýza vybraných metod oceňování lidských aktiv

Text této kapitoly vychází z vlastního recenzovaného článku (I. Filipová, 2009).

Česká odborná literatura v oblasti oceňování podniků se nezabývá žádným teoretickým postupem přímého ocenění lidských aktiv podniku. V rámci oceňovacích metod DCF a EVA je ocenění lidských aktiv podniku zahrnuto implicitním způsobem. Takové ocenění lidských aktiv podniku je možné nazvat jako nepřímé ocenění a bude předmětem kapitoly 3.1.3.

Výběr metod přímého ocenění lidských aktiv uvedených v zahraniční literatuře je v této kapitole zaměřený na alespoň částečnou použitelnost pro oceňování podniku, jelikož většina dostupných metod a studií v zahraničních podmínkách není zpracována/uváděna ve zdrojích primárně určených pro teorii oceňování podniků. Kromě přímých metod ocenění lidských aktiv, vybraných ze zahraniční literatury, bude tato kapitola analyzovat výnosový přístup ocenění používaný v praxi a uvede zároveň možnosti, jak odhadnout hodnotu lidských aktiv podniku z goodwillu nebo z interně vytvořeného goodwillu.

Popis jednotlivých metod přímého ocenění lidských aktiv včetně příkladů (pokud je autoři uvádějí) bude sledovat s případnými úpravami původní zdroj nebo postup používaný v praxi. Následná analýza těchto metod bude vlastní a bude tvořit výchozí základnu pro syntetický pohled na současné možnosti přímého ocenění lidských aktiv podniku včetně komplexního příkladu (viz následující kapitolu 3.1.2).

Ze systematického hlediska je možné představené metody zařadit do 4 kategorií:

- 1) metody **bodového** hodnocení (kapitoly 3.1.1.1, 3.1.1.2a 3.1.1.3)
- 2) metody založené na **nákladovém** přístupu ocenění (kapitoly 3.1.1.4 a 3.1.1.5)
- 3) metody založené na **výnosovém** přístupu ocenění (kapitola 3.1.1.6 a 3.1.1.7)
- 4) metody, které využívají **reziduální** způsob výpočtu hodnoty (kapitoly 3.1.1.8 a 3.1.1.9)

Výše uvedených 9 metod je z hlediska účelu, ke kterému byly vytvořené, možné rozdělit následovně:

1. metoda: ocenění, které používají **rizikovní investoři**
- 2., 3. a 4. metoda: ocenění pro účely **manažerského řízení**
5. metoda: ocenění pro potřeby **účetnictví**
- 6., 7., 8. a 9. metoda: ocenění pro potřeby **ocenění podniku**.

3.1.1.1 Metody oceňování, které používají investoři rizikového kapitálu

POPIS METODY:

Smart G. H. (1998) se zabýval identifikací vhodných a nevhodných postupů **pro účely oceňování manažerských týmů v případě investic do rizikového kapitálu**. Zaměřil se mj. na co nejkratší čas potřebný ke stanovení ocenění. Zdůraznil, že v případě nesprávného ocenění může celé investiční rozhodnutí skončit velkým neúspěchem. Specifičnost a jedinečnost popsané metody pro rizikový kapitál potvrzují v úvodu studie renomované osobnosti pro oblast investic rizikového kapitálu. Uvádějí, že je to nejlepší studie, kterou četli a doporučují její přečtení každému, kdo se zabývá oblastí rizikového kapitálu. Smart G. H. (1998) cituje známého rizikového investora Arthura Rocka, který dospěl k závěru: „*Téměř každá chyba, kterou jsem udělal, spočívala ve výběru nesprávných lidí a ne v samotné myšlence*“.

V rámci procesu due diligence je lidský kapitál na jedné straně považovaný za faktor nejdůležitější, na druhé straně je velmi obtížné nalézt metody, jak tento faktor co nejpresněji ocenit. Investoři rizikového kapitálu (dále jen „IRK“) mají k dispozici několik nástrojů nebo metod k ohodnocování lidského kapitálu.

1) Pracovní vzorek

IRK v přímé interakci s managementem zjišťují odpovědi na různé otázky týkající se příslušné oblasti podnikání a získávají tak určitý vzorek o tom, jaký je způsob myšlení manažerů a jak budou pracovat v dohledné době. Výzkumy prokázaly, že přímá úměrnost mezi dobou věnovanou ohodnocování managementu a přesností ohodnocení existuje pouze pro startující fázi rozvíjejícího se rizikového projektu.

2) Pohovory zaměřené na reference

Zahrnují diskuse s lidmi, kteří pozorovali chování cílových manažerů (reference od nadřízených, spolupracovníků, dodavatelů, zákazníků apod.)

3) Pohovor orientovaný na minulé zkušenosti

Zatímco metody 1) a 2) se orientují na „hypotetické“ chování, tato metoda je zaměřená na chování v minulosti, které je mnohem lepším predikátorem budoucího chování. IRK vede pohovor s jednotlivými manažery o jejich celé kariérní historii v chronologickém řádu.

4) Analýza dokumentů

Spočívá ve shromáždění a studiu písemných dokumentů o cílových manažerech (legální reference, daňové informace, veřejně publikované články atd.)

5) Analýza potřeby lidského kapitálu

Jde o odpověď na otázku: Jaký lidský kapitál je specificky potřebný pro tento projekt rizikového kapitálu, aby přežil a nadále vzrůstal?

6) Psychologické testy

Jsou příležitostně prováděny pro kandidáty na nižší a střední manažerské pozice. IRK je používají zřídka v rámci due diligence, protože nejsou tak efektivní, jako např. reference orientované na minulé zkušenosti.

7) Formální „assessment centra“

Jedná se o formální několikadenní testování schopností kandidátů pro danou pozici. Tato metoda bývá IRK používána jen zřídka.

Studie uvádí, že na přesnost ohodnocování lidského kapitálu mají vliv také:

- počet let zkušeností IRK při investování,
- schopnosti IRK vést pohovor,
- velikost fondu rizikového kapitálu.

Studie G. H. Smarta (1998) uvádí, že jedním z nejlepších postupů ohodnocování lidského kapitálu je metoda nazvaná „**Kapitán letadla**“, kterou William Hunckler III (Madison Dearborn Partners) použil následovně:

- 1) Zpracoval analýzu potřeby lidského kapitálu (1 hodina) na základě obchodního plánu podniku. Zpracoval seznam a pořadí požadovaných schopností managementu pro splnění plánu.
- 2) Zabýval se dokumentační analýzou (22 hodin). Jeho právní kancelář vypracovala analýzu osobních spisů pro několik cílových manažerů.
- 3) Dalším krokem byly pohovory orientované na minulé zkušenosti (100 hodin), které zahrnovaly dlouhé a obsáhlé diskuse s jednotlivými cílovými členy managementu o jejich minulých zkušenostech, úspěších a selháních.
- 4) Věnoval se referencím s následujícími kategoriemi osob - předcházející nadřízení, spolupracovníci, osobnosti z příslušného oboru, dodavatelé, právníci, účetní, bankéři, investoři, předcházející zaměstnanci (54 hodin).
- 5) V rámci pracovního vzorku (145 hodin) absolvoval diskuse s managementem na téma finančních otázek, produktů, marketingu a vládních regulací.

Příklad č. 1: Analýza potřeby lidského kapitálu (zdroj: Smart G. H.)

Složení týmu pro Due Diligence rizikového kapitálu:

Datum:

Jaká bude primární odpovědnost hodnoceného manažera a jeho úloha v rámci vytváření a naplňování obchodního plánu?

1).....

2).....

Tabulka č. 2: Ohodnocování lidského kapitálu

Ocenění	Vlastnosti lidského kapitálu
	Technické znalosti
	Znalosti v příslušném oboru
	Obecné znalosti managementu/provozu/schopnost vést lidi
	Umění prodávat
	Marketingové dovednosti
	Schopnost pracovat dobře s ostatními
	Strategické myšlení/vize
	Odpovídající minulé zkušenosti
	Síla pracovní etiky/energie
	Schopnost zabývat se detaily
	Kompatibilita pracovního stylu s výkonem
	Znalosti/zkušenosti z oblasti financí
	Schopnost budovat team/najímat talentované lidi
	Integrita osobnosti/čestnost
	Ústní a písemná komunikace (a otevřenost)
	Analytické schopnosti
	Znalosti distribuce
	Schopnost porozumět potřebám zákazníků
	Schopnost být spíš hospodárný než extravagantní
	Flexibilita/adaptovatelný nikoliv tvrdohlavý
	Schopnost naslouchat
	Vzdělání
	Asertivita
	Důvěryhodnost
	Kreativnost/být inovativní
	Profesionální kontakty
	Emocionální stabilita
	Důvtip, pohotovost
Instrukce:	Stanovte, které vlastnosti lidského kapitálu ze seznamu jsou důležité, a v případě potřeby doplňte další. Obodujte každého manažera u každé vlastnosti 10-ti bodovou stupnicí (10 = vynikající, 5 = průměrný, 1 = velmi slabý). Využijte k tomu analýzu dokumentů, pohovor orientovaný na minulé zkušenosti, pohovor zaměřený na reference a pracovní vzorek

Zdroj: G. H. Smart (1998)

Příklad č. 2: Pohovor orientovaný na minulost (zdroj: Smart, G. H.)

Účel: Zaznamenat zkušenosti, které manažer získal v rámci svého dosavadního pracovního působení, a které jsou relevantní k danému projektu.

Čas: 3 hodiny pro každého manažera

1. Před interview: Zpracovat „human capital needs analysis“, aby bylo možné zaměřit se pouze na atributy, které jsou relevantní k projektu, a došlo tak k úspoře času.
 2. Ptát se v chronologickém řádu na kariérní zkušenosti, získat představu o tom, co např. hodnocený manažer udělal a jak fungoval. Naznačte, že hodláte věnovat méně času věcem, které se staly ve vzdálené minulosti a více času věcem, úspěchům a neúspěchům, které jsou blíže současnosti.
 3. Pro každý z následujících časových úseků kariéry se zeptejte na 6 klíčových otázek: střední škola, vysoká škola, práce 1, práce 2, práce 3, práce 4, práce 5.
 - 3.1. Řekněte mi, jaké bylo vaše očekávání po vstupu do daného oboru?
 - 3.2. Jaké byly vaše kompetence a odpovědnosti?
 - 3.3. Mluvme o úspěšných aktivitách v rámci této práce.
 - 3.4. Jaké byly vaše neúspěchy nebo věci, které vám nevyšly moc dobře?
 - 3.5. Kdo byl vaším nadřízeným na této pracovní pozici? Kdybych s ním mluvil, co byste, že by mi řekl, jaké byly v té době vaše silné a slabé stránky?
 - 3.6. K čemu poté došlo, proč jste odešel z této pozice?
 4. Asi po hodině a půl si udělejte přestávku. Prohlédněte si svoji „human capital needs analysis“ a proberte si důležité oblasti, ke kterým nemáte žádné informace. Zaměřte následující diskusi na tyto nepokryté oblasti.
 5. Po interview přiřadte do „human capital needs analysis“ body všem klíčovým vlastnostem a stručně si запиšte další důležité poznámky.
- Neptejte se na „hypotetické otázky“, např. jak byste si poradil s výzvou řídit najednou více projektů? Tady se dá příliš lehce vymýšlet.

Neptejte se více než 20 % času. Poslouchejte, dělejte si poznámky, zkoušejte, ved'te diskusi.

Pokládejte pouze otázky, které mají zkušenostní základ a vyžadují konkrétní příklady např. „Řekněte mi o čase, kdy jste...“. Minulé zkušenosti jsou nejlepší predikcí pro budoucí zkušenosti.

ANALÝZA METODY:

Metody oceňování lidských aktiv, které používají investoři při investicích do rizikového kapitálu, sledují jako hlavní cíl výběr kvalitního managementu, protože na něm stojí a padá úspěšnost zamýšlené investice. Špatně vybraný manažer je drahý a často podnik poškodí. Přímé náklady na nesprávný výběr manažera jsou odhadovány na 3 až 5 násobek jeho ročního platu. Odhadovaná výše nepřímých nákladů se pohybuje mezi 8 až 12 násobkem ročního

platu²⁰. Tuto částku však můžeme považovat za minimální, protože je umocněna ztrátou kreditu podniku, důvěry obchodních partnerů atd.

Testování schopností osob prostřednictvím „assessment centra“ nebo provádění psychologických testů pro účely ocenění lidských aktiv podniku je možné označit za ohodnocování s malou vypovídající schopností vzhledem k potřebě otestovat úzkou (specifickou) oblast schopností, které jsou zaměřené na tvorbu ekonomických hodnot. Nejnovější poznatky psychologie navíc vyzývají k tomu, že inteligenční testy by neměly být přeceňovány. Některé schopnosti racionálního uvažování jsou od inteligence zcela odděleny. Pro oblast ekonomie se zdá, že jsou vhodnější tzv. RQ testy, které představují nástroj testování tendencí k racionálnímu uvažování. Testují se hlavní kategorie omylů v myšlení, které snižují racionalitu např. sklony lidí špatně vyhodnotit pravděpodobnost, být přehnaně sebevědomými v posuzování znalostí, ignorovat alternativní hypotézy, zaujatě hodnotit důkazy, přeceňovat krátkodobé výhody na úkor dlouhodobého prospěchu a mnoho dalších. Nesprávné/neoptimální investiční rozhodnutí se například dávají do souvislosti s přehnanou důvěrou ve znalostní úsudek, sklonem přehnaně vysvětlovat nahodilé události a nahrazovat myšlení citovou hodnotou. Je důležité si uvědomit, že omyly v řízení podniku souvisejí spíše s racionalitou než s inteligencí. Pozornost vůči inteligenci je sice z části nezbytná, ale tendence ignorovat poznávací schopnosti není oprávněná.

Z metod, které používají investoři rizikového kapitálu při oceňování managementu, je možné využít metody prezentované pod body 1) až 5) u kombinované metody nazvané „Kapitán letadla“. Některé z těchto metod by znalec dle vlastního uvážení mohl zadat ke zpracování oddělení lidských zdrojů oceňovaného podniku. Činnosti, mající zásadní vliv na pohled oceňovatele na oceňovaný podnik, by však měl provést osobně - např. analýzu potřeby lidského kapitálu pro oceňovaný podnik. Tato analýza je v podstatě obdobou principu použitého při bodovém hodnocení zaměstnanců v rámci oceňovací metody DCF.

3.1.1.2 Model pro určení mezní finanční hodnoty klíčových zaměstnanců

POPIS METODY:

Američtí profesori K. Rana a S. K. Maheshwari (2005) navrhli model ocenění založený na mezní finanční hodnotě klíčových zaměstnanců **pro účely rozhodování o náboru nových zaměstnanců nebo přizpůsobení platů v podniku**. Hodnota zaměstnance v modelu MMW je odhadovaná na základě jeho mzdového ohodnocení a tzv. „vnímané“ hodnoty, která zahrnuje např. jeho zkušenosti, kvalifikaci, školení, efektivitu výkonu atd.

Mezní finanční hodnota v modelu MW je definovaná jako **rozdíl mezi tržní hodnotou současného zaměstnance, ke které se přičtou náklady na náhradu na nového zaměstnance (replacement costs), a platem současného zaměstnance**.

²⁰ Zdroj: Hospodářské noviny ze dne 12. ledna 2009 (A. Hofírková - poradenská společnost Hofírek Consulting).

Oceňování klíčových zaměstnanců v modelu zahrnuje předpoklad, že pracovní trh se na určité úrovni platů stává homogenní a mezní finanční hodnota zaměstnanců je rovná jejich platu. To neznámá, že by daný zaměstnanec nevytvářel organizaci přidanou hodnotu, ale náklady, které by organizace vynaložila na nově přijatého zaměstnance, se neliší významně od běžných nákladů na současného zaměstnance.

Autoři metody uvádějí, že model bere v úvahu také většinu obecně známých problémů v rámci konceptu:

- jak kvantifikovat ekonomickou hodnotu budoucích změn v produktivitě práce zaměstnance,
- jak dlouho bude daná činnost zaměstnance vytvářet ekonomickou přidanou hodnotu,
- jakým způsobem ovlivní mobilita zaměstnanců výši odstupného vypláceného podnikem.

Předpoklady

Předpokládáme, že zaměstnanec není nepostradatelný a osoby podobné kvalifikace a zkušeností jsou na pracovním trhu dostupné. Náklady na náhradu zahrnují, náborové a školící náklady nového zaměstnance, který by byl přijat na místo současného zaměstnance, pokud by tento ukončil pracovní poměr. Také předpokládáme, že efektivita nového zaměstnance se významně neliší od efektivitu současného zaměstnance díky podobné kvalifikaci, zkušenostem, školením, organizační kultuře, teamové práci, vedení a jiným podobným faktorům.

Postup

Nejdřív je nutné rozvinout osobnostní matici, která představuje ocenění tzv. vnímané hodnoty zaměstnance. Určí se požadované vlastnosti nebo specifické faktory práce (měřítka) oceňovaného zaměstnance. Těmto měřítkům se dle jejich významu přidělí body v porovnání k průměrnému profesionálovi s podobnou kvalifikací a zkušenostmi v příslušném oboru.

Body přidělené u jednotlivých vlastností nebo faktorů si můžeme označit jako M_i . Jestli je současný zaměstnanec považovaný za ekvivalent průměrného profesionála daného oboru na trhu, přidělíme určené vlastnosti nebo faktoru osobnostní matice hodnotu 1. Pokud považujeme postavení oceňovaného zaměstnance oproti průměrnému profesionálovi v oboru za lepší nebo horší přiřazujeme číslo větší nebo menší 1.

Na základě organizační kultury a jiných požadavků na pracovní místo v konkrétní organizaci je každé určené vlastnosti nebo faktoru v osobnostní matici přidělena váha, kterou si můžeme označit W_i . Suma přidělených vah se rovná celku (pokud by váhy představovaly procenta, jejich součet se rovná 100 %).

Na základě výše uvedeného je možné formulovat vztah:

$$V = \sum M_i \cdot W_i \quad i \in I \quad (1)$$

kde

V = složená hodnota (**Composit Value**)

M_i = bodové ohodnocení příslušné vlastnosti nebo faktoru

W_i = přidělená váha příslušné vlastnosti nebo faktoru

I = soubor všech vlastností a faktorů považovaných za důležité pro práci na pozici současného zaměstnance

Součet „**vážených bodů**“ je výslednou hodnotou osobnostní matice, která může být interpretována jako:

- hodnota 1 znamená, že oceňovaný zaměstnanec je přibližně srovnatelný s průměrným profesionálem v příslušném oboru
- hodnota 1,5 znamená, že oceňovaný zaměstnanec je 1,5 krát lepší než průměrný profesionál
- hodnota méně než 1 indikuje, že oceňovaný zaměstnanec je méně efektivní než průměrný profesionál

Po výpočtu hodnoty osobností matice přistoupíme k dalšímu kroku, kterým je určení finanční hodnoty zaměstnance.

Mějme

μ_s jako průměrnou hodnotu platu pro příslušnou kategorii zaměstnance²¹

σ_s jako směrodatnou odchylku platu pro příslušnou kategorii zaměstnance,

potom vyjádření průměrné peněžní hodnoty zaměstnance (**Averagy Monetary Worth**) bude:

$$AMW = V \cdot \mu_s \quad (2)$$

Pokud pro zaměstnance předpokládáme hodnotu $V = 1,25$, znamená to, že tento zaměstnanec je o 25 % efektivnější než průměrný profesionál v daném oboru na trhu. V případě, že by průměrný plat μ_s pro tuto kategorii odborníků na trhu byl např. \$ 100 000, pak AMW zaměstnance je rovná hodnotě \$ 125 000.

Některé organizace mají zavedenou mzdovou politiku, která určuje, že platy v organizaci musí být udržitelné na určité úrovni v porovnání k průměrným platům a benefitům v daném oboru. Když definujeme z jako odchylku, kterou organizace v rámci pravidel své mzdové politiky požaduje dodržet vzhledem k průměrné struktuře platů v oboru, potom finanční hodnota zaměstnance (**Monetary Worth**) je vyjádřena:

$$MW_e = V \cdot (\mu_s + z \sigma_s) \quad (3)$$

kde

²¹ Viz např. interaktivní průzkum platů dle oborů a pracovních pozic v České republice (LMC, 2004).

z = počet směrodatných odchylek

Při $z = 0$ organizace přibližně udržuje strukturu platů na průměrné úrovni platů na pracovním trhu.

Platy zaměstnanců mají obecně nějaké statistické rozdělení. Normálové rozdělení bývá nejčastějším a vhodným typem rozdělení, když se zabýváme velkým rozsahem dat. Když si například organizace přeje udržet úroveň platů svých zaměstnanců na hodnotě 60 percentilů, potom $z = 0,25$.

Když zaměstnanec ukončí pracovní poměr u organizace a musí být přijatý nový zaměstnanec, organizace musí v rámci nákladů na náhradu vynaložit finanční prostředky na náborový proces a školení nového zaměstnance.

Mezní finanční hodnotu zaměstnance (**Marginal Monetary Worth**) lze obecně vyjádřit jako rozdíl mezi ročními náklady na nového zaměstnance a ročními náklady na současného zaměstnance. Proto:

$$\text{MMW} = V \cdot (\mu_s + z \sigma_s) + \text{RC} - (\text{plat} + \text{benefity}) \text{ současného zaměstnance} \quad (4)$$

kde

RC = náklady nábora a školení (replacement costs)

Hodnota MMW může být kladná i záporná. Jestli všichni klíčoví zaměstnanci jsou oceněni na základě výše popsaného modelu a jejich hodnota MMW se sečte, tento součet vyjadřuje hodnotu lidských aktiv v organizaci (**Total Human Assets**):

$$\text{THA} = \sum \text{MMW všech klíčových zaměstnanců} \quad (5)$$

Příklad č. 3: Výpočet mezní finanční hodnoty zaměstnanců (zdroj: autoři modelu MMW)

Požadované vlastnosti zaměstnance budeme odvozovat od druhu práce a kompetencí příslušejících k dané pracovní pozici. Nejdřív identifikujeme základní kritické faktory relevantní pro ziskovost podniku, tržní podíl atd. V našem případě uvažujeme 5 požadovaných vlastností: schopnost vést lidi, manažerské schopnosti, iniciativu, provozní dovednosti a efektivitu. Následně vytvoříme osobnostní matici.

Tabulka č. 3: Výpočet osobnostní matice

Požadované vlastnosti	Body	Váhy	„Vážené známky“
Schopnost vést lidi	1,1	0,20	0,44
Manažerské schopnosti	1,2	0,25	0,30
Iniciativa	0,9	0,20	0,18
Provozní dovednosti	1,4	0,30	0,42
Efektivita	1,0	0,05	0,05
Složená hodnota (composit value -V)			1,39

Zdroj: K. Rana a S. K. Maheshwari (2005)

Z osobnostní matice vyplývá, že oceňovaný zaměstnanec je 1,39 krát lepší než průměrný profesionál daného oboru na trhu.

Předpokládejme, že průměrná hodnota platu pro tuto kategorii zaměstnanců $\mu_s = \$100\,000$ a směrodatná odchylka platů $\sigma_s = \$20\,000$,

potom finanční hodnota zaměstnance $MW_e = V \cdot (\mu_s + z \sigma_s)$.

Jestli organizace požaduje udržení platů na úrovni $z = 1$ (při 84 percentilech).

$$MW_e = 1,39 \cdot [\$100\,000 + (\$20\,000 \cdot 1)] = \$159\,000$$

Předpokládejme, že roční plat a další benefity současného zaměstnance jsou \$110 000 a náborové a školicí náklady nového zaměstnance jsou \$10 000, potom můžeme vyjádřit „Marginal Monetary Worth“ jako:

$$MMW = \$159\,000 - \$110\,000 + \$10\,000 = \$59\,000$$

Součet hodnot MMW všech klíčových zaměstnanců by představoval hodnotu lidských aktiv. Hodnota klíčových zaměstnanců podniku se mění s časem, a proto by tato hodnota měla být kalkulována každý rok. U většiny majetkových titulů dochází ke snižování hodnoty. U lidských aktiv však může aktuálně hodnota narůstat s každým dalším rokem zkušeností, školení atd.

ANALÝZA METODY:

Metoda pro určení mezní finanční hodnoty zaměstnanců se jeví praktickým a z hlediska implementace jednoduchým nástrojem při rozhodování o náboru nových zaměstnanců nebo přizpůsobení platů v podniku. Součet mezních finančních hodnot klíčových zaměstnanců představuje v modelu hodnotu lidských aktiv podniku. Tato hodnota vyjadřuje určité finanční ohodnocení aktuální situace v personální oblasti proti stavu, kdy by byl na pracovní místa současných zaměstnanců uskutečněn nábor nových zaměstnanců na pracovním trhu.

Metoda umožňuje vyjádřit finanční hodnotu jednotlivého zaměstnance nebo všech zaměstnanců podniku. S touto hodnotou je možné uvažovat jako o určitém ekvivalentu „aktiv vztahujících se ke smluvním vztahům“²², které jsou výhodné pro zaměstnavatele v porovnání s tržními podmínkami (pokud výpočtem dospějeme k tomu, že je pro podnik výhodnější ponechat si současného zaměstnance). Výpočtem v rámci modelu v podstatě sečteme „aktivum“, kterým podnik disponuje (finanční hodnota zaměstnance) a úsporu nákladů, které by byly vynaloženy na nového zaměstnance. Od tohoto součtu odečteme náklady na plat současného zaměstnance.

Finanční hodnota jednotlivého zaměstnance v modelu představuje součin tzv. composit value (součet vážených známek požadovaných vlastností) a platu tohoto zaměstnance. Pokud bychom takovou hodnotu zaměstnance měli považovat za hodnotu odpovídající lidskému

²² Viz ustanovení IE37 Standardu IFRS 3 Business Combinations

aktivu podniku, jak uvádějí autoři, měli bychom použít jiný „převodník“ composit value na finanční vyjádření. Protože plat zaměstnance představuje v ekonomickém kontextu hodnot podniku spotřebu (nemá charakter investic), nelze koeficient získaný z váženého bodového hodnocení zaměstnance jednoduše násobit nějakým druhem nákladů, v tomto případě mzdovými náklady.

Mzdové náklady jako odměna zaměstnance slouží především pro „samofinancování“ lidského aktiva na jeho základní životní potřeby a další potřeby (kulturní, sportovní, relaxační, zdravotní atd.) sloužící k jeho celkové fyzické a psychické regeneraci. Mzdové náklady je tedy nutné považovat za náklady obdobné nákladům na údržbu, správu, provoz atd. jiných hmotných a nehmotných aktiv. Naproti tomu např. náklady na školení zaměstnance by měly být považovány za investici, jelikož se předpokládá, že v budoucnu přinesou pro podnik další přidanou hodnotu. Aktivace hodnoty zaměstnance přes takovýto nákladový druh by měla být z ekonomického hlediska považována za adekvátní, protože nepředstavuje spotřebu.

Výpočet mezní finanční hodnoty zaměstnance v modelu jako takový vykazuje pro oceňování lidských aktiv podniku pouze částečnou využitelnost. Jeho významným pozitivem je však zakomponování osobnostní matice, zohledňující specifickou a jedinečnost oceňovaného aktiva.

Bodové hodnocení zaměstnance vyjadřuje ocenění určitého potenciálu, tj. předpokladů pro tvorbu budoucích ekonomických hodnot podniku (to co ještě zaměstnanec vyprodukuje pro podnik). Z uvedeného důvodu je vhodnější násobit composit value výnosy, které zaměstnanec v současnosti produkuje. Součin posledně uvedených komponent by mohl představovat použitelnou hodnotu lidského aktiva neboli finanční hodnotu zaměstnance pro účely přímého ocenění lidských aktiv podniku.

3.1.1.3 Model pro monitorování lidského kapitálu

POPIS METODY:

A. Mayo (2001) ve svém modelu (Human Capital Monitor - HCM) pro monitorování hodnoty lidského kapitálu z/do podniku pro účely manažerského řízení uvádí, že jedním ze základních měřítek efektivnosti lidského kapitálu je míra, kterou přispívá k přidané hodnotě podniku. Model je proto navržený tak, aby spojoval vnitřní hodnotu lidského kapitálu v závislosti na vytvořených pracovních podmínkách a samotné hodnotě, kterou lidský kapitál vytváří. Zahrnuje tři oblasti:

1. Lidé jako aktiva
2. Motivace a odpovědnost lidí
3. Příspěvek lidí k přidané hodnotě

Obrázek č. 5: Monitorování lidského kapitálu

LIDÉ JAKO AKTIVA		MOTIVACE A ODPOVĚDNOST LIDÍ		PŘÍSPĚVEK LIDÍ K PŘIDANÉ HODNOTĚ
Hodnota lidských aktiv = osobní náklady · IAM/1000 IAM = individuální násobitel aktiv IAM je funkcí: • schopností • potenciálu • příspěvku k přidané hodnotě • ztotožnění s hodnoty podniku Maximalizace lidského kapitálu • nábor • udržení • růst Jak úspěšní jsme? Co ovlivňuje úspěch?	+	Měřítko Jak úspěšní jsme? Pracovní prostředí, které ovlivňuje úspěch • vedení lidí • praktická podpora • kolektiv • školení a rozvoj • odměňování a uznání	=	Přidaná hodnota všem zainteresovaným subjektům • finanční • nefinanční • současná • budoucí

Zdroj: A. Mayo (2001)

V první oblasti měření je v modelu počítána vnitřní hodnota jednotlivých zaměstnanců a týmů. Pro účely modelu není nutné, aby tato hodnota byla v nějakém absolutním nebo finančním vyjádření, ale v relativním vyjádření k ostatním. Dále je pozornost zaměřena na to, jestli se hodnota lidského kapitálu zvyšuje nebo snižuje. To znamená, že jsme schopni monitorovat pohyb lidského kapitálu do/z podniku.

Vzorec pro měření hodnoty lidských aktiv (**Human Assets Worth**) je zapsaný ve tvaru:

$$\text{HAW} = (\text{EC} \cdot \text{IAM}) / 1000 \quad (6)$$

EC = základní plat + hodnota benefitů + odvody zaměstnavatele (např. sociální a zdravot. pojištění)

Zaměstnanec je jedinečná osobnost (nepředstavuje jenom „dalšího v počtu“) a přináší jinou úroveň současných a potenciálních hodnot v rámci své pozice v organizaci, proto je **násobitel IAM** navržený tak, aby tuto skutečnost reflektoval. Je funkcí:

- **schopností** (dovednosti, znalosti, zkušenosti)
- **potenciálu** (k růstu v rámci dané pozice a k růstu na vyšší pozici)
- **příspěvku** (na vytvářené přidané hodnotě)
- **ztotožnění se** (s hodnotami organizace).

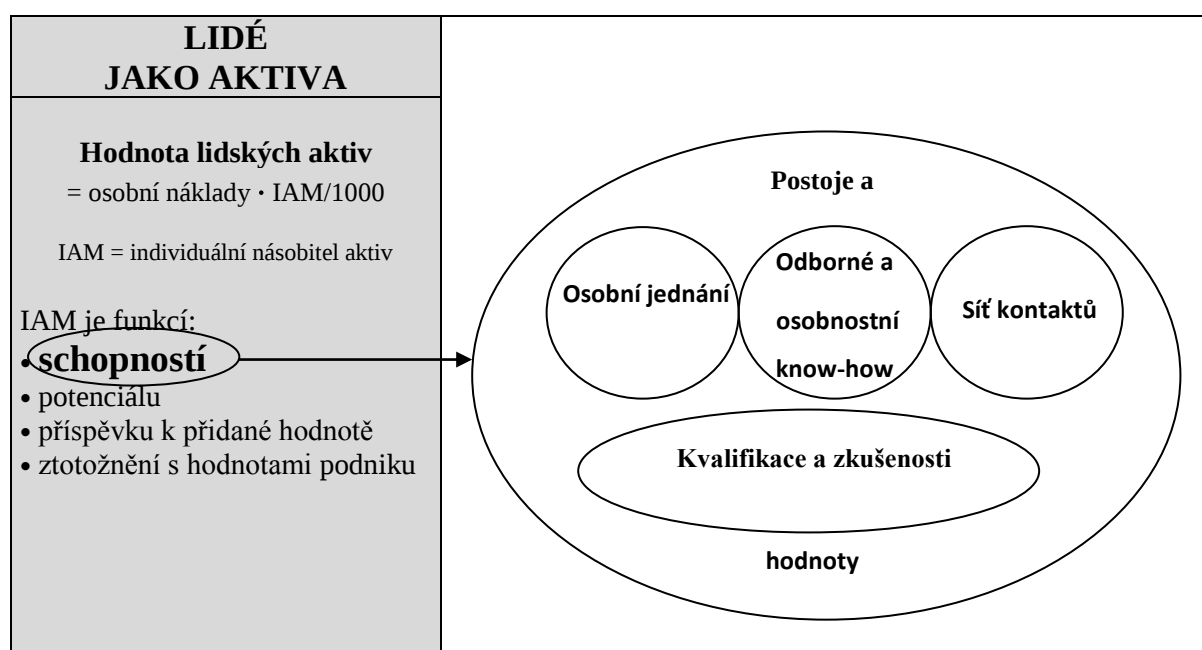
Každý z těchto 4 faktorů je oceněn hodnotou od 0,1 do 2,0. Zároveň je každému faktoru přidělené procento důležitosti (váhy) od 0 do 100 %. IAM se tedy vypočítá jako součet jednotlivých součinů (hodnota faktoru x váhy).

V následujícím textu si uvedeme stručné nastínění pohledu HCM na první dvě složky IAM – schopnosti a potenciál²³.

Schopnosti jsou nejdůležitější složkou individuálních osobních aktiv. V rámci HCM se skládají z 6 komponent:

1. osobní jednání, chování
2. osobnostní a profesionální know-how
3. síť profesionálních kontaktů
4. kvalifikace
5. zkušenosti
6. postoje a hodnoty, které zaměstnanec zastává

Obrázek č. 6: Šest komponent schopností v modelu HCM



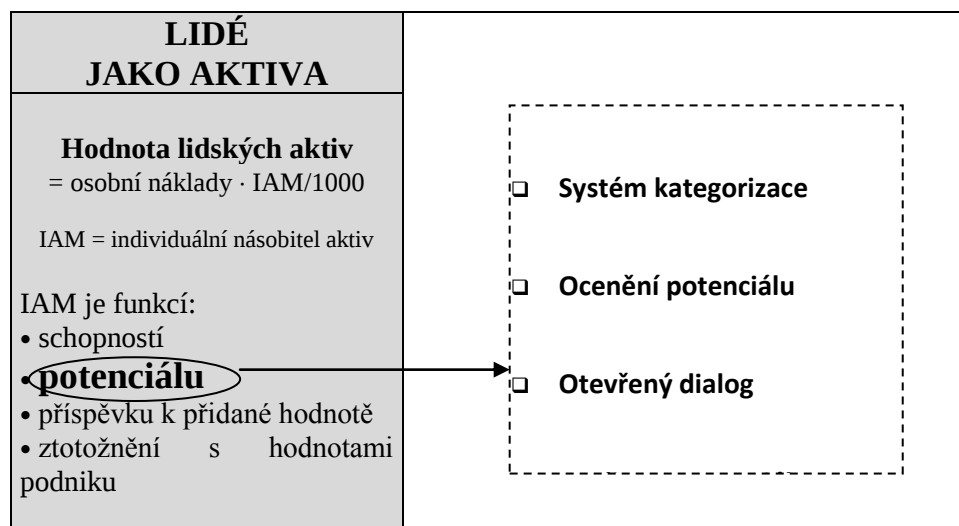
Zdroj: A. Mayo (2001)

HCM se zaměřuje na latentní **potenciál** jednotlivých zaměstnanců. Potenciál je podle A. Maya (2001) *pomíjející a subjektivní koncept, a proto můžeme realisticky mluvit pouze o určitém ovlivněném vnímání této komponenty*. Nejdřív je nutné určení oblastí neboli kategorií potenciálu - „potenciál pro co?“. Základním úkolem při oceňování potenciálu je porovnat potenciál osoby, který vidíme dnes, s předvídatelným potenciálem v rámci budoucí pozice v organizaci, protože část potenciálu nemůže být využita při zastávání současné pozice.

²³ Podrobnější studium všech tří sloupců modelu HCM - (A. Mayo, 2001)

HCM doporučuje být k zaměstnanci otevřený ohledně vnímání jeho potenciálu z pohledu organizace. Čím dříve zaměstnanci porozumí plánovanému postupu v rámci jejich kariérního postupu, tím lépe. Kontinuální oceňování potenciálu zaměstnanců je velice důležité také pro další aspirace zaměstnance.

Obrázek č. 7: Komponenta potenciálu v rámci modelu HCM



Zdroj: A. Mayo (2001)

Příklad č. 4: Výpočet hodnoty lidských aktiv (zdroj: A. Mayo)

Hodnota lidských aktiv (Human Assets Worth): $HAW = EC \cdot IAM / 1000$

EC = osobní náklady, IAM = vážený průměr ocenění 4 následujících faktorů:

1. Profil osobních schopností: rozsah a hloubka zkušeností, osobních dovedností, technické a profesionální know-how, síť osobních kontaktů

Tabulka č. 4: Hodnocení profilu osobních schopností v modelu HCM

Hodnocení	Popis hodnocení
0,5	značné nedostatky v porovnání s požadavky pro danou pozici
1,0	schopnosti přibližně odpovídají požadovaným kritériím pro danou pozici
1,5	v několika oblastech převyšuje požadovanou úroveň schopností, má unikátní znalosti a zkušenosti, a kapacitu, která může být aplikovaná na rozličných pozicích
2,0	rozsah a hloubka schopností je výrazně nad požadovanými schopnostmi, je renomovaná osobností v oboru pro svoji unikátní odbornost, nebo má rozsah kapacity, která může být aplikovaná velice flexibilně

Zdroj: A. Mayo (2001)

2. Potenciál k růstu: pro manažerské pozice nebo pro růst v jakékoliv oblasti, která je strategicky důležitá

Tabulka č. 5: Hodnocení potenciálu k růstu v modelu HCM

Hodnocení	Popis hodnocení
0,5	existuje pravděpodobnost setrvání na současné pozici
1,0	očekává se nanejvýš růst v rámci současné pozice nebo posun na stejné úrovni v rámci jiné pozice
1,5	schopnost růstu minimálně o 1 vyšší odpovědnostní úroveň nebo růst o 1 nebo 2 další úrovně v rámci hlubší specializace
2,0	vysoký potenciál pro manažerské pozice nebo technické/profesionální vedení lidí

Zdroj: A. Mayo (2001)

3. Individuální podíl na “stakeholders“ přidané hodnotě: závisí částečně na příležitostech v rámci zastávané pozice a částečně také na osobním výkonu

Tabulka č. 6: Hodnocení individuálního podílu na přidané hodnotě v modelu HCM

Hodnocení	Popis hodnocení
0,5	existuje určitý měřitelný příspěvek k nefinančním měřítkům
1,0	průměrná úroveň podílu na finančních i nefinančních měřítkách nebo na jejich kombinaci
1,5	nadprůměrný podíl na finanční i nefinanční hodnotě nebo na jejich kombinaci, s výrazným podílem na tvorbě přidané hodnoty v budoucnu
2,0	významnější podíl na finančních nebo nefinančních měřítkách hodnot, než u průměrného zaměstnance, s hlavním zaměřením na tvorbu přidané hodnoty v budoucnu

Zdroj: A. Mayo (2001)

4. Ztotožnění se s hodnotami organizace

Tabulka č. 7: Hodnocení stavu ztotožnění se s hodnotami organizace v modelu HCM

Hodnocení	Popis hodnocení
0,5	prokazuje malé ztotožnění se s hodnotami organizace
1,0	chování není explicitně v rozporu s hodnotami
1,5	je vynakládáno značné úsilí ztotožnit se co nejvíce s hodnotami organizace
2,0	pro ostatní je vzorem pro ztotožnění se s hodnotami organizace

Zdroj: A. Mayo (2001)

Všem 4 faktorům by mělo být přiděleno procento důležitosti (váhy).

Kalkulace HAW

Pro oceňovaného obchodního manažera předpokládejme roční plat a další benefity ve výši \$200 000 a náklady na sociální zabezpečení ve výši 9 %. Osobní náklady (EC) vypočítáme jako $\$200\,000 \cdot 1,09 = \$218\,000$.

Dále předpokládáme, že oceňovaný manažer dosahuje vynikajících výsledků a v daném oboru pracuje 10 let. Výrazně převyšuje plnění cílů úsporných opatření a současně udržuje a buduje dodavatelské vztahy. Nemá potenciál k posunu na vyšší manažerskou pozici v organizaci, ale očekává se, že bude pokračovat v prohlubování svých odborných znalostí a zkušeností v rámci dané specializace. Vynakládá značné úsilí vedoucí ke ztotožnění se s hodnotami organizace. Relativní důležitost všech 4 faktorů pro organizaci viz tabulka.

Tabulka č. 8: IAM – Individuální násobitel aktiv

Komponenta	Hodnota komponenty	Váhy (%)	Vážená hodnota
Schopnosti	1,5	0,30	0,450
Příspěvek	1,7	0,35	0,595
Potenciál	1,0	0,20	0,200
Ztotožnění se s hodnotami organizace	1,5	0,15	0,225
IAM			1,470

Zdroj: A. Mayo (2001)

$$\text{HAW} = \text{EC} \cdot \text{IAM} / 1000 = \$218\,000 \cdot 1,47 / 1000 = 320,46$$

ANALÝZA METODY:

Obdobně jako předcházející model MMW, i model HCM považuje zaměstnance za aktivum. Hodnotu takového aktiva vyjadřuje součinem tzv. individuálního násobitele aktiv (IAM) a osobních nákladů. Zatímco v modelu MMW není počet hodnocených vlastností daný (závisí zejm. na zastávané pracovní pozici a příslušných kompetencích), v modelu HCM je IAM daný strukturovaně – má 4 komponenty, které jsou složeny z dalších „podkomponent“. Mzdové náklady jsou proti modelu MMW nahrazeny osobními náklady.

Výraznou odlišností od předchozího modelu je to, že vnitřní hodnota zaměstnance je v tomto případě daná v relativním vyjádření k ostatním zaměstnancům. Autor uvádí, že mu nešlo ani tak o finanční vyjádření hodnoty zaměstnance, ale spíš o monitoring hodnoty lidského kapitálu v/do/z podniku. Uvedený důvod autora úplně neobstojí. Jaký smysl má převést v prvním kroku IAM na finanční (absolutní) vyjádření a vzápětí na relativní? Pokud bychom zamýšleli porovnávat hodnoty zaměstnanců, nebo monitorovat měnící se hodnotu zaměstnanců, stačilo by pracovat s koeficientem IAM, který v tomto případě není nutné násobit osobními náklady. Je možné, že autor si byl vědom problematické vypovídající schopnosti součinu IAM a osobních nákladů. Proto se snažil určitým způsobem obejít finanční vyjádření hodnoty zaměstnanců.

Pokud autor v modelu nazývá zaměstnance aktivity, a také počítá individuální násobitel aktiv (IAM), dostáváme se opět k podobnému komentáři použití osobních nákladů jako převodníku na finanční vyjádření hodnoty zaměstnance, považované za lidské aktivum jako u modelu MMW, který používá mzdové náklady.

Pozitivem modelu, které bychom neměli opomenout je, že jedna ze 4 komponent IAM je nazvána „individuální podíl na přidané hodnotě“. Komponenta představuje určité vnitřní zahrnutí míry budoucího příspěvku na finanční i nefinanční hodnotě. Nutno podotknout, že v rámci této komponenty by měl být při hodnocení brán v úvahu nejenom samotný výkon hodnoceného zaměstnance a možnosti jeho pozice, ale i pracovní podmínky dané např. manažerským vedením (motivace, odborná podpora, odměňování atd.). Pokud by byl tedy koeficient IAM, zahrnující kvalitu předpokladů pro tvorbu příspěvku na budoucích výnosech, násobený současnými výnosy přisouzenými zaměstnanci (tedy ne osobními náklady), lze předpokládat, že výsledný odhad substanční hodnoty lidských aktiv by se měl zpřesnit.

3.1.1.4 Metoda pro výpočet zvyšující se hodnoty zaměstnanců

POPIS METODY:

V rámci nákladového přístupu si uvedeme hypotetický výpočet R. Moora (2006) pro zvyšování hodnoty zaměstnance a následně provedeme kritickou analýzu. Výpočet je navržen **pro účely manažerského řízení** a je postaven na předpokladu, že zvyšování hodnoty platu odráží zvyšování samotné hodnoty zaměstnance. Hodnota zaměstnance je daná:

$$H_{\text{zaměstnanec}} = \Delta N_{\text{mzdové}} - \text{inflation} + N_{\text{školení}} + N_{\text{akvizice}} \quad (7)$$

Příklad č. 5: Výpočet zvyšující se hodnoty zaměstnanců (zdroj: R. Moore)

O jakou hodnotu se nám zvýší hodnota zaměstnance za 10 let, když budeme předpokládat, že jeho plat ve výši 50 000 USD se mu zvyšuje tempem 5 % ročně, inflace bude 3 % ročně, náklady na školení budou 20 000 USD ročně a počáteční akviziční náklady (např. náklady náborem) činily 80 000 USD?

$$N_{\text{mzdové}} = 0,05 \cdot 50\,000 \text{ USD} \cdot 10 \text{ let} = 25\,000 \text{ USD}$$

$$\text{inflation} = 0,03 \cdot 50\,000 \text{ USD} \cdot 10 \text{ let} = 15\,000 \text{ USD}$$

$$N_{\text{školení}} = 20\,000 \text{ USD} \cdot 10 \text{ let} = 200\,000 \text{ USD}$$

$$H_{\text{zaměstnanec}} = 290\,000 \text{ USD}$$

Původní hodnota zaměstnance 80 000 USD se za deset let zvýšila přibližně o 210 000 USD.

ANALÝZA METODY:

Triviální výpočet pro zvyšující se hodnotu zaměstnance zahrnuje jak náklady, které představují pro podnik spotřebu, tak náklady, které mají charakter investic.

Tabulka č. 9: Označení charakteru nákladů v rámci výpočtu zvyšující se hodnoty zaměstnanců od R. Moora (2006)

$H_{\text{zaměstnanec}}$	=	$N_{\text{mzdové}} - \text{inlace}$	+	$N_{\text{školení}}$	+	N_{akvizice}
spotřeba / investice		spotřeba		investice		investice

Zdroj: vlastní

Mzdové náklady by primárně neměly odrážet hodnotu zaměstnance, ale spíše naopak hodnota zaměstnance (jeho ocenění) by měla odrážet hodnotu jeho platu. Mzdové náklady zaměstnance ani nemohou mít žádnou vypovídající schopnost o hodnotě lidského aktiva podniku jak z pohledu nákladového ocenění (podnik nevynakládá na zaměstnance pouze mzdy, ale mnohem vyšší náklady - sumárně – osobní náklady), tak z pohledu výnosového přístupu ocenění (hodnota zisků, které zaměstnanec pro podnik generuje). Z pohledu možného tržního ocenění – mzda opět nereflektuje celkové náklady např. při pronájmu pracovní síly, kde je navíc přítomna provize a další náklady. Zvýrazněná věta má zdůraznit zejm. to, že právě příspěvek zaměstnance k celkovým výnosům podniku by měl být zohledňován při jeho mzdovém ohodnocení.

Náklady mzdového ohodnocení zaměstnance (použité na jídlo, bydlení, kulturu, relaxování, zdraví, komfort...) korespondují např. s náklady na chod, opravy a údržbu stroje. Takový nákladový druh by měl být považován za spotřebu, a tedy by neměl zvyšovat hodnotu lidských aktiv podniku. Dle mého názoru by hodnotu lidských aktiv měly zvyšovat pouze náklady investičního charakteru. Také dle P. Woltera (2011) by se při výpočtu substanční hodnoty personálních aktiv mělo vycházet z investic (např. investic do kvalifikace, motivačních opatření) a ne z personálních nákladů.

Samotný základní předpoklad, že „zvyšování hodnoty platu odráží zvyšování samotné hodnoty zaměstnance“, je tautologií, protože bez toho, že bychom zaměstnance ocenili a zjistili, zda se jeho hodnota zvýšila (např. školením), automaticky předpokládáme zvyšování jeho platu nad úroveň inflace. Jak již bylo uvedeno v kapitole 2.1, specifickostí lidských aktiv je také to, že zvyšováním jeho hodnoty samotné se předpokládá i zvyšování hodnoty jiných druhů aktiv. Z ekonomického hlediska by tedy nemělo smysl vyslat zaměstnance na školení (hodnota tohoto školení by měla zvýšit i hodnotu zaměstnance), pokud by podnik nepředpokládal např. budoucí zvýšení přidané hodnoty podniku, plynoucí z vynaložených prostředků na školení zaměstnance. Pozitivním prvkem výpočtu je zahrnutí významných nákladů náboru a školení, které z ekonomického pohledu představují investiční náklady. Naopak, další slabou stránkou výpočtu je skutečnost, že nezohledňuje individuální potenciál lidských aktiv, který indikuje příspěvek k budoucí přidané hodnotě podniku.

3.1.1.5 Dynamický finanční model ocenění lidského kapitálu

POPIS METODY:

Dynamický finanční model (DFM) od F. Milost (2005) implicitně předpokládá, že zaměstnanci podniku jsou jedním z nejdůležitějších článků procesu podnikání, a proto by jejich hodnota měla být zahrnuta v účetních výkazech podniku. K tomu je samozřejmě nutné tuto hodnotu vyčíslit. **Model byl vyvinut primárně za účelem výpočtu hodnoty lidského kapitálu, která by měla být začleněná do účetních výkazů.**

Základním předpokladem modelu DFM je, že všechny části intelektuálního kapitálu se týkají kapitálu lidského v tom smyslu, že je lidský kapitál vytvořil, a proto není potřeba rozlišovat jeho jednotlivé části - jedinou klíčovou komponentou je kapitál lidský.

Hodnota zaměstnance je v modelu DFM vyjádřena následujícím vztahem:

$$V_e = P_e - \Delta P_e + I_e - \Delta I_e \quad (8)$$

kde

V_e HODNOTA ZAMĚSTNANCE

P_e pořizovací hodnota zaměstnance

I_e hodnota investic do zaměstnance

$$\Delta P_e = (P_e \cdot DR_p) \text{odpis pořizovací hodnoty zaměstnance} \quad (9)$$

$$\Delta I_e = (I_e \cdot DR_I) \text{odpis hodnoty investic do zaměstnance} \quad (10)$$

kde

DR_p roční odpisová sazba pořizovací hodnoty zaměstnance

DR_I roční odpisová sazba hodnoty investic do zaměstnance

1. Pořizovací hodnota zaměstnance (P_e)

Je tvořena hodnotou investic do zaměstnance před a těsně po započetí pracovního poměru. Podnik ale nemusí nevyhnutně participovat na všech komponentách této hodnoty. V kontextu představovaného modelu budeme uvažovat následující tři složky hodnoty:

a) investice do školení zaměstnance

Hodnotu investic do školení zaměstnance je možné definovat jako hodnotu, která se vztahuje k získání potřebných pracovních schopností **k započetí výkonu** na určité pracovní pozici v podniku.

Školení mohou zahrnovat investice do *úvodního formálního a neformálního školení* a dále *náklady z důvodu snížené produktivity práce v průběhu úvodního zaškolování a v době před odchodem z podniku* (např. v průběhu výpovědní lhůty). Postulujeme, že hodnota výkonu nebo ekonomických užitků, které zaměstnanec během těchto dvou období přinese, je nižší než

hodnota jeho platu. Hodnota investovaná do zaměstnance v průběhu jeho úvodního zaškolování je rovna rozdílu mezi částkou jeho platu a hodnotou, kterou podniku přináší. Ve druhém období (výpovědní lhůty) se jedná o negativní hodnotu investic do zaměstnance (oportunitní náklady), které se také rovnají rozdílu mezi platem zaměstnance a hodnotou, kterou podniku přináší. Hodnotu nižší produktivity v těchto dvou obdobích můžeme stanovit následovně. V modelu se předpokládá, že hodnota ekonomických užitků, kterou zaměstnanec podniku přinese na začátku zaškolování je rovna nule a dosáhne hodnoty jeho platu na konci zaškolování. V průměru lze tedy tuto hodnotu určit jako polovinu hodnoty jeho platu.

b) investice do akvizice zaměstnance

Hodnota akvizice zaměstnance se **může významně lišit dle způsobu „pořízení“ zaměstnance** a nemusí být tedy vždy zanedbatelná. Je vyšší, pokud podnik zajišťuje potřebný pracovní potenciál budoucího zaměstnance v dlouhodobém časovém horizontu (např. *formou poskytnutí studijního stipendia, poskytnutí školení v průběhu studia, spolupráce na přípravě závěrečné studijní práce* atd.) a naopak nižší v případě, že tento pracovní potenciál zaměstnance je získán prostřednictvím pracovní agentury. Je nezbytné podotknout, že podnik není jediným investorem, který investuje/investoval do schopností svých zaměstnanců (zpravidla nefinancuje celý vzdělávací proces zaměstnance). Investice do akvizice zaměstnance zahrnují dále např. *náklady na umístění inzerátu, který se vztahuje k nabídce volné pracovní pozice, náklady na výběrové řízení popř. na uskutečnění pohovoru a ohodnocení vhodnosti kandidáta včetně zdravotní prohlídky* atd. Významná část těchto nákladů je zahrnutá v účetních výkazech podniku, zatímco zbytek nákladů jako např. náklady práce zaměstnance, který s kandidáty uskutečňuje pohovory a hodnotí jejich vhodnost na danou pozici, je nutné odhadnout.

c) náklady ušlé příležitosti zaměstnance

Obecně, náklady ušlé příležitosti představují ztrátu užitků, která vyplývá z výběru určité alternativy investování. Pokud si představíme pracovní pozici, kde je požadováno vysokoškolské vzdělání, rozhodnutí dosáhnout vysokoškolského diplomu pro daného jednotlivce znamená vzdání se výdělků, které by mohl za dobu studia/přípravy na budoucí pracovní pozici získat. Ušlé výdělků jsou samozřejmě nižší na primárním stupni vzdělávání a narůstají s prodlužováním doby dalšího studia. Tyto je možné stanovit na základě veřejně dostupných informací - viz např. přehledy průměrných hrubých platů v České republice dle jednotlivých pracovních oblastí (LMC, 2004), nebo tabulky platových tarifů pro zaměstnance ve veřejných službách a správě.

2. Roční odpisová sazba pořizovací hodnoty zaměstnance (DR_p)

$$DR_p = 1 / \text{životnost zaměstnance (v letech)} \quad (11)$$

Životnost zaměstnance, vyjádřená v letech představuje časový interval, po který se důvodně očekává, že zaměstnanec bude pro podnik pracovat, než ukončí svůj pracovní poměr z jakéhokoliv důvodu (odchod do jiného podniku, invalidní a starobní důchod apod.).

V modelu se předpokládá, že životnost zaměstnance může být určena na základě dat o průměrné době setrvání zaměstnanců na uvedené pozici v minulosti (podnik o tom vede údaje/sleduje fluktuaci zaměstnanců). Pokud záznamy o fluktuaci ukazují, že průměrné setrvání zaměstnance na dané pozici je např. 10 let, a zaměstnanec je u podniku na této pozici již 6 let, jeho okamžitá reálná hodnota by měla být na úrovni 40 % jeho pořizovací hodnoty).

3. Hodnota investic do zaměstnance (I_e)

Hodnota investic do zaměstnance představuje náklady podniku vynaložené až od fáze, kdy je zaměstnanec způsobilý plně vykonávat práci na dané pozici. Mohou být rozděleny do následujících oblastí:

- investice do udržení pracovních schopností (*různá periodická nebo prohlubující školení*),
- investice do zdraví a dalších sociálních oblastí (*periodické zdravotní prohlídky, příspěvky na rekreaci, vitamíny, organizování sportovních a společenských akcí* atd.),
- investice do loajality k podniku, která snižuje pravděpodobnost, že zaměstnanec ukončí pracovní poměr.

4. Roční odpisová sazba hodnoty investic do zaměstnance (DR)

5.

$$DR_I = 1 / \text{životnost investic do zaměstnance (v letech)} \quad (12)$$

Délka životnosti investic do zaměstnance závisí zejména na stupni/charakteru zastaralosti znalostí (a také se liší zaměstnanec od zaměstnance). V modelu se předpokládá, že podnik si udržuje určitý objem znalostí místo toho, aby ho zvyšoval (předpoklad prosté reprodukce). Roční hodnota investic do zaměstnance reflektuje rychlost snižování hodnoty těchto investic v podniku.

Příklad č. 6: Výpočet roční odpisové sazby hodnoty investic do zaměstnance (Zdroj: F. Milost)

$P_e = 100\,000$ Kč, roční hodnota $I_e = 20\,000$ Kč, z toho:

- 12 000 Kč investice do udržení pracovních schopností,
- 5 000 Kč investice do zdraví a dalších sociálních oblastí,
- 3 000 Kč investice do loajality k podniku.

Životnost investic do zaměstnance je 5 let ($100\,000 \text{ Kč} / 20\,000 \text{ Kč}$). $DR_I = 0.2$

Roční odpisová sazba jednotlivých investic pod výše uvedenými body a), b) a c) je:

- $12\,000 \text{ Kč} / 20\,000 \text{ Kč} = 0,6 \rightarrow \text{životnost} \sim 1,6 \text{ let}$
- $5\,000 \text{ Kč} / 20\,000 \text{ Kč} = 0,25 \rightarrow \text{životnost} \sim 4 \text{ roky}$
- $3\,000 \text{ Kč} / 20\,000 \text{ Kč} = 0,15 \rightarrow \text{životnost} \sim 6,6 \text{ let}$

Pro DR_I je nutné počítat s nejnižší životností (1,6 let) $\rightarrow DR_I = 0,6$

ANALÝZA METODY:

Obecně se nelze ztotožnit se základním předpokladem modelu, že hodnota lidského kapitálu podniku se v podstatě rovná hodnotě intelektuálního kapitálu podniku, i když v některých podnicích se celá hodnota intelektuálního kapitálu může rovnat hodnotě lidského kapitálu. V případě platnosti tohoto tvrzení, jaký by mělo smysl oceňovat samostatně hmotné a nehmotné statky, které vytvořil určitý zaměstnanec? Jeho odchodem z podniku nemusí všechny tyto statky „odejít“ s ním, resp. ztratit svoji hodnotu. Na druhou stranu lze identifikovat množství situací, kdy ztráta zaměstnance způsobí také znehodnocení jiné části intelektuálního kapitálu podniku. Např. hodnota databáze zákazníků podniku může výrazně ztratit svoji hodnotu v případě odchodu klíčového manažera z podniku, který „přesměruje“ klíčové zákazníky k jinému podniku.

Proti pohledu ušlých výdělků, které model uvádí jako jednu se složek pořizovací hodnoty zaměstnance, a která nepředstavuje skutečné vynaložení finančních prostředků ze strany podniku, si lze u této složky představit vyčíslení jiné obdobné hodnoty. Např. prostřednictvím skutečně vynaložených nákladů na školné budoucího zaměstnance²⁴. Takové náklady by měly být zahrnuty do pořizovací hodnoty zaměstnance.

V modelu je hodnota lidského kapitálu podniku určena jako součet skutečně vynaložených nákladů podniku na zaměstnance, které jsou postupně odepisovány. Předpokládá se, že lineární odpis hodnoty zaměstnance (jak pořizovací hodnoty zaměstnance, tak i hodnoty investic do zaměstnance) je přenesenou hodnotou zaměstnance do efektů podnikání. Proti hmotnému kapitálu se hodnota zaměstnance s časem spíše zvyšuje, než klesá a odepisována by měla být pouze nákladná periodická školení, na které si podnik musí vytvořit další zdroje.

Odchodem zaměstnance z podniku se jeho hodnota samotná nemění, ale pro podnik klesá nejčastěji k nulové hodnotě. Okamžitá ztráta hodnoty zaměstnance by pro podnik byla značná (zaměstnanec není prodán jinému podniku), proto je vhodnější uvažovat o postupném odepisování celé „nákladově vyjádřené“ hodnoty zaměstnance, nejenom nákladných periodických školení, tak jak uvádí model.

Při určování životnosti pořizovací hodnoty zaměstnance model odkazuje na data o průměrné době setrvání zaměstnanců na dané pozici. V některých případech je možné tuto dobu zjistit přesněji, např. v úvahu bychom měli vzít také informace o délce trvání stabilizační dohody, pokud ji má zaměstnanec s podnikem uzavřenou, nebo délku trvání pracovní smlouvy na dobu určitou, a odepisovat pořizovací hodnotu zaměstnance po tuto dobu.

Model zjednodušeně předpokládá, že investice do zaměstnance jsou každý rok ve stejné výši. U nutného absolvování povinných periodických školení je stupeň zastaralosti jednoznačně daný. Ve vysoce konkurenčním prostředí inovací, kdy investice do zaměstnance je nutné zvyšovat dle aktuálních potřeb, je předpoklad modelu o prosté reprodukci znalostí nedostatečný.

²⁴ Některé podniky financují provoz škol, na kterých je výuka zaměřena na příslušný obor podnikání.

Dle mého názoru se nákladový přístup jeví jako nejsnáze obhajitelný koncept oceňování lidských aktiv podniku. Zároveň je ale potřebné říct, že hodnota získaná v rámci tohoto přístupu je většinou neporovnatelně menší proti přidané hodnotě, kterou lidská aktiva podniku vytvoří. Použití přichází v úvahu zejména v případech, kdy je velice obtížné přisoudit výnosy lidským aktivům. V neposledním řadě bych zdůraznila, že takto určená hodnota zaměstnance by měla představovat nejnížší (minimální) hodnotu zaměstnance, která nezahrnuje ocenění individuálního příspěvku na současné přidané hodnotě podniku a nezohledňuje ani specifickou budoucího ekonomického potenciálu zaměstnance.

3.1.1.6 Výnosové ocenění personálního majetku podniku: metoda licenční analogie

POPIS METODY:

Dle P. Woltera (2011) se současná hodnota licenčních poplatků rovná odhadu hodnoty oceňovaného majetku²⁵. V případě lidských aktiv se jedná o právo na užitek z pronájmu.

Podnik, který na základě pracovních smluv disponuje užtkem z pronájmu lidského kapitálu, přenechává tato užitková práva za úplaty a se souhlasem zaměstnanců na jiné podniky. Úplata ale převyšuje obvykle běžné personální náklady, které podnik kalkuluje, aby pokryl své náklady a zisk. Běžný podnik tak uspoří náklady, které by nesl při použití zapůjčených pracovníků.

Pokud předpokládáme shodnou kvalitu pracovníků (tedy shodná užitková práva), pak licenční poplatky plynou jako difference mezi budoucími fiktivními platbami od nájemce a budoucími personálními náklady podniku (pronajímatele). Prognóza obou položek by měla vycházet ze současného stavu pracovníků, snížených o případné propouštění.

Ocenění metodou licenční analogie má dle P. Woltera tuto podobu:

Fiktivní náklady zapůjčení pracovníků

- Skutečné personální náklady

= Rozdíl

· (1 – daňová sazba)

Úspora personálních nákladů

Výnosová hodnota personálního majetku dle licenční analogie:

²⁵ V metodě je místo pojmu „lidský kapitál“ použitý pojem „personální majetek“, který je součástí nehmotného majetku. Pro personální majetek je v metodě uvedena následující definice „suma kvalifikací a motivací, jimiž podnik disponuje“.

$$VH = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Úspora pers.nákladů}}{(1+i)^t} \quad (13)$$

kde:

i – speciální diskontní míra pro lidský kapitál

ANALÝZA METODY:

Metoda nabízí relativně jednoduchý postup k odhadu výnosové hodnoty lidských aktiv. Problematické je však zjišťování skutečných požadavků „zapůjčovateli“ zaměstnanců. Výše úplaty za pronájem zaměstnanců není veřejně známá ani v podobě určitého finančního intervalu. Problém vzniká také v případě, že podnik skutečně (nikoliv je fiktivně) disponuje pronajatými pracovníky, poněvadž ti by ve smyslu metody licenční analogie neměli jako lidský kapitál žádnou hodnotu.

Autor staví metodu na principu, že za pronajatého pracovníka vynaloží vyšší náklady než na vlastního zaměstnance. Taková úvaha ale popírá princip ekonomické efektivity vynakládání finančních prostředků. Proč by podnik lidská aktiva pronajímal, když je může levněji přímo zaměstnat (např. i krátkodobě na dobu určitou). Ve skutečnosti je tomu naopak. Do vlastních zaměstnanců podnik investuje vyšší částky, než by platil za pronajaté. Rozdíl je například v nákladech na školení, ve stabilizačních nákladech nebo motivačních benefitech, které pronajatým zaměstnancům nehradí. Nákladnější pronájem je spíše méně častým případem – jedná se např. o nárazový nárůst ziskových zakázek, a současně poptávky po pracovních profesích, které lze na pracovním trhu jen obtížně nalézt operativně.

Úvaha autora nekoresponduje také s tím, že dobře fungující oceňovaný podnik zaměstnance ke své činnosti potřebuje, a jejich pronájem přichází v úvahu pouze při výpadech zakázek, kdy se podnik snaží uspořít minimálně část osobních nákladů i za cenu levnějšího pronájmu svých zaměstnanců). Za normálních okolností podnik vynakládá za svoje zaměstnance (za právo na užitky z jejich pronájmu) vyšší částky než za pronajaté zaměstnance. Jsou přítomny naopak obětované osobní náklady.

Jak uvádí autor, metoda jako taková není příliš použitelná (pouze pro orientační odhad), a vzhledem k předpokladu vynaložení vyšších nákladů za pronajaté zaměstnance než za vlastní, se nejeví jako aplikovatelná pro fungující podniky (vyjma personálních agentur, kterých podnikatelská činnost spočívá zejm. v pronajímání lidských aktiv třetím osobám).

Zásadní výhradu z mého pohledu představuje také pojem použitý pro předmět ocenění (personální majetek podniku). Lidská aktiva nemůžou být podnikem vlastněna, a tudíž nelze hovořit o „majetku“ z pohledu oceňovaného podniku.

3.1.1.7 Výnosový přístup ocenění lidských aktiv používaný v praxi

POPIS METODY:

Výnosový přístup oceňování podniku je v praxi velice častým způsobem ocenění. Obecně lze konstatovat, že při oceňování samostatných aktiv podniku jsou výnosové metody rovněž častým přístupem oceňování, jejichž aplikace je závislá mj. na existenci možnosti přiřadit výnosy oceňovanému aktivu. U oceňování lidských aktiv podniku je pro odhad výnosů připadajících na oceňované zaměstnance možné využít např. následující přístupy:

1) V případě, že oceňovaní zaměstnanci pracují v podniku, který nedisponuje žádnými jinými významnějšími aktivy (většinou se jedná o znalostní podniky), je možné považovat téměř celou hodnotu výnosů podniku za výnosy připadající na lidská aktiva.

2) Pokud jsou oceňovaní zaměstnanci podniku, který disponuje různými druhy aktiv, je možné použít metodu „Excess Earnings“. Metoda je založena na předpokladu, že ekonomické výnosy nad úroveň výnosů odpovídajících zapojenému hmotnému, nehmotnému a provoznímu kapitálu jsou výnosy připadající na lidská aktiva.

Výnosový přístup ocenění aktiv využívá pro vyjádření současné hodnoty budoucích výnosů aktiva diskontování těchto výnosů.

ANALÝZA METODY:

Výpočet hodnoty lidských aktiv podniku je v případě aplikace výnosového ocenění funkcí dvou proměnných – výnosů připadajících na lidská aktiva a diskontní míry. Jak výnosy (čitatel), tak diskontní míra (jmenovatel) jsou určitým odhadem, tak jak je tomu i při oceňování jiných aktiv podniku nebo při oceňování celého podniku výnosovou metodou.

Výnosy přiřazené lidskému kapitálu prostřednictvím metody „Excess Earnings“ jsou určovány podobně jako u ostatních aktiv podniku. Od celkových výnosů podniku jsou odčítány příspěvky výnosů všech neoceňovaných aktiv, a zbylé nadměrné výnosy jsou přisouzeny oceňovanému aktivu. V rámci běžně aplikované výnosové metody ocenění lidských aktiv podniku jsou budoucí výnosy zaměstnance, které jsou následně diskontovány, odhadovány bez podrobnějšího ohodnocení specifčnosti budoucího ekonomického potenciálu zaměstnance. U konkrétních druhů hmotného i nehmotného kapitálu je často možné odhadnout velice přesně budoucí výnosy (stroj za určitý čas vyrobí určitý počet výrobků, prodané licence přinesou předem známý objem finančních prostředků apod.). Lidská aktiva podniku vyžadují (i vzhledem ke svému zhodnocování v čase) podrobnější hodnocení pro odhad příspěvku na budoucí přidané hodnotě podniku.

Zásadní otázkou při aplikaci výnosového oceňování lidských aktiv zůstává použití diskontní míry. Např. při aplikaci konceptu WARA je lidským aktivům přiřazena požadovaná návratnost na úrovni **nákladů vlastního kapitálu**²⁶. Další podotázkou k zamyšlení je správnost použití nákladů vlastního kapitálu. Jedná se v případě zaměstnanců opravdu o vlastní kapitál nebo o kapitál cizí?

²⁶ Např. M. Jindra (2010) používá pro požadovanou výnosnost sestavené pracovní síly hodnotu 10 %.

Na zaměstnance by mělo být nahlíženo jako na určitou formu **pronajatého aktiva** s výsadou svobodného rozhodování o tom, jak dlouho bude pro určitý podnik propůjčovat svůj ekonomický potenciál. Příslušné užitky a rizika při takovém pronájmu nese podnik. Ekonomicky platí, že operativní leasing i nájem obecně jsou zase jen formami **cizího financování** podnikové činnosti.²⁷

Z uvedeného pohledu podnik de facto vynakládá různé náklady související s pořízením a pronájmem takového aktiva. Primárně jsou to osobní náklady zaměstnance včetně nákladů, které mají investiční charakter (např. školení) a pořizovacích nákladů (např. provize personálním agenturám). V případě pořízení aktiva na úvěr podnik dostane finanční prostředky od věřitele, které vrací opět v podobě finančních prostředků. Po nástupu zaměstnance do pracovního poměru podnik „obdrží“ určitá lidská aktiva, která „vrací“ v podobě jiného aktiva - finančních prostředků vynaložených na mzdy, pořízení a investice do zaměstnance.

Kromě odhadu budoucích výnosů zaměstnance a příslušné diskontní míry je nezbytné věnovat dostatečnou pozornost době, po kterou bude zaměstnanec pro podnik propůjčovat svůj ekonomický potenciál a tedy podílet se na tvorbě přidané hodnoty. Výnosy je možné prognózovat pouze po dobu „zadržení“ tohoto aktiva – tj. vzít v úvahu např. údaje o průměrné době setrvání na dané pozici, délku stabilizační dohody nebo pracovní smlouvy.

3.1.1.8 Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu

POPIS POSTUPU:

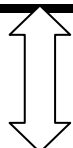
V případě, že lidská aktiva byla pořízena v rámci podnikových kombinací, můžeme dle mého názoru pro účely určení jejich pořizovací ceny použít jako výchozí hodnotu goodwill. Od hodnoty goodwillu v první fázi odečteme zvýšené hodnoty původních aktiv po jejich přecenění na fair value a ve druhé fázi odečteme fair value všech identifikovaných nehmotných aktiv, které nebyly původně v bilanci zahrnuté. Výsledný rozdíl by měl obsahovat hodnotou nakoupených lidských aktiv podniku a zbytek.

Obrázek č. 8: Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu

	Účetní hodnota aktiv	
	stálá aktiva	oběžná aktiva
Cena zaplacená při podnikové kombinaci	Rozdíl 1	goodwill

Po **přecenění** účetní hodnoty aktiv rozvahy na fair value (obvykle **směrem nahoru**)

²⁷ Lewis, T. G.: Steigerung des Unternehmenswertes, 1994, str. 60, in M. Mařík (2005) str. 39

Cena zaplacená při podnikové kombinaci	<i>Tržní</i> hodnota aktiv	stálá aktiva
		oběžná aktiva
	Rozdíl 2 	Nehmotná aktiva původně nezahrnutá v bilanci
		Lidská aktiva + zbytek²⁸

Zdroj: vlastní

ANALÝZA POSTUPU:

V reálné praxi oceňování podniků nikdy primárně není potřeba zjišťovat individuální hodnoty každého zaměstnance. Uvedený způsob odvození hodnoty lidských aktiv podniku umožňuje zjistit hodnotu všech zaměstnanců, což je pro ocenění podniku dostačující.

Nedostatkem hodnoceného postupu je zejm. to, že hodnota „Rozdílu 2“ (viz obrázek č. 8) nemusí korespondovat s hodnotou lidských aktiv podniku. Je nutné vzít v úvahu také skutečnost, že se nemusí vždy podařit identifikovat všechna aktiva podniku. Navíc každý dobře fungující a na trhu úspěšný podnik by měl disponovat ještě s další hodnotou „mít něco navíc“. Proto by i z důvodu zásady opatrnosti měla být z hodnoty „Rozdíl 2“ odpočítaná určitá hodnota. Zde se dostáváme k dalšímu zásadnímu aplikačnímu problému, protože odpočítaná hodnota by byla subjektivním odhadem oceňovatele.

Nabízí se také otázka, jakým způsobem vyjádřit hodnotu lidských aktiv podniku, pokud hodnota nehmotných aktiv původně nezahrnutá v bilanci má stejnou hodnotu jako „Rozdíl 2“. V tomto případě by mělo být prozkoumáno, zda je přecenění původních aktiv v bilanci správné včetně ocenění nových identifikovaných nehmotných aktiv. Pokud by bylo správné, bylo by nutné prozkoumat důvod, proč investor v rámci kupní ceny nebyl ochoten zaplatit za lidská aktiva. Důvodů může být celá řada. Např. pro další podnikatelské záměry jsou stávající lidská aktiva obtížně využitelná. Investor plánuje výraznou restrukturalizaci podniku a hodlá vyměnit stávající management a postupně i výkonný personál, což představuje naopak pro něj další náklady a investice do lidských aktiv. Výnosy připadající na současná lidská aktiva do restrukturalizace by měly pokrýt budoucí náklady vynaložené na nová lidská aktiva podniku. Z uvedeného pohledu je tedy hodnota současných lidských aktiv rovna nule.

Dle mého názoru se uvedený postup jeví jako poměrně subjektivní, i když se v podstatě jedná o „rozkličování“ skutečné ceny, ale nelze ho v některých případech úplně vyloučit (např. pokud by se jednalo potřebu orientačně a zároveň kvalifikovaně odhadnout hodnotu lidských aktiv v post akvizičním období pro účely manažerského řízení).

²⁸ Zbytkem se má na mysli neidentifikovatelná část hodnoty goodwillu, tj. to co nelze nijak pojmenovat ani uchopit.

3.1.1.9 Odhad hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu

POPIS POSTUPU

Interní goodwill podniku lze chápat jako aktivum, které zahrnuje hodnotu nehmotných aktiv a hodnotu lidských aktiv, které účetní předpisy neumožňují zařadit do bilance podniku. Na rozdíl od nabytého goodwillu, v případě podnikových kombinací, kdy je jeho hodnota zjišťována z kupní ceny, může být vyčíslení interně vytvořeného goodwillu mnohem složitější.

V praxi se setkáváme s kvantifikací interního goodwillu, která využívá rozdíl výnosového ocenění podniku a substanční hodnoty podniku. Za předpokladu identifikace všech nehmotných aktiv podniku při substančním ocenění, lze předpokládat, že rozdíl výnosového a substančního ocenění se bude přibližně rovnat hodnotě lidských aktiv podniku.

ANALÝZA POSTUPU

Při praktickém ocenění může být někdy velice obtížné (zejména u velkých podniků) identifikovat všechna nehmotná aktiva, která lidská aktiva podniku vytvořila, aby mohla být celá hodnota goodwillu považována za hodnotu příslušející lidským aktivům. Jedná se zejména o vytvořená, formalizovaná aktiva nezahrnutá v rozvaze podniku, jako např. pracovní postupy, organizační struktura, nastavení vnitřní komunikace atd. Z uvedeného důvodu by mělo být dále vyčísleno, jaká část hodnoty goodwillu připadá na tato již vytvořená nehmotná aktiva (podnikový goodwill), a jaká část náleží lidským aktivům, která představují potenciál pro tvorbu budoucích ekonomických hodnot.

Postup při vyčíslení hodnoty lidských aktiv může být v případě velkých podniků disponujících množstvím nesnadno identifikovatelných nehmotných aktiv velice pracný, a naopak u malých firem operujících s malým počtem aktiv a nekomplikovaným neformalizovaným provozem, poměrně jednoduše proveditelný.

3.1.2 Souhrnné zhodnocení vybraných metod oceňování lidských aktiv

3.1.2.1 Souhrnné zhodnocení vybraných metod oceňování lidských aktiv

Hodnotu lidských aktiv podniku nelze nalézt v současných účetních výkazech. Pokud ani příloha k účetní závěrce ve výroční zprávě neuvádí žádnou (ani orientační) hodnotu lidských aktiv podniku, je znalec při zpracování znaleckého posudku, který má obsahovat ocenění zaměstnanců, zcela odkázán na vlastní rozhodnutí, jak vyčíslit tuto hodnotu.

Pokud byl oceňovaný podnik předmětem podnikových kombinací, lze alespoň orientačně odhadnout hodnotu jeho lidských aktiv z goodwillu (viz kapitola 3.1.1.8). V případě, že

k žádným podnikovým kombinacím nedošlo, znalec se ocitne před zadáním dvojího druhu, jak ocenit lidská aktiva podniku. První možností by mohlo být nepřímé ocenění při aplikaci metody DCF/EVA (viz následující kapitola 3.1.3). Druhým úkolem, který by znalec mohl řešit, je požadavek na přímé (samostatné) ocenění lidských aktiv podniku. Jak k takovému řešení přistupují někteří zahraniční autoři i současná praxe v podobě výnosového přístupu, bylo popsáno a analyzováno v předchozí kapitole 3.1.1.

Z provedených analýz vybraných 9 metod ocenění lidských aktiv:

1. Metody oceňování, které používají *investoři rizikového kapitálu*,
2. Model pro určení *mezní finanční hodnoty* klíčových zaměstnanců,
3. Model pro *monitorování lidského kapitálu*,
4. Metoda pro výpočet *zvyšující se hodnoty* zaměstnanců,
5. *Dynamický finanční model* ocenění lidského kapitálu,
6. *Výnosové ocenění* personálního majetku podniku: metoda *licenční analogie*,
7. *Výnosový přístup* ocenění lidského kapitálu používaný v *praxi*,
8. Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z *goodwillu*,
9. Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z *interního goodwillu*,

Ize vyvodit prvotní obecný závěr, že každá z metod má svá pozitiva i negativa (viz následující tabulka). Negativa metod jsou více či méně limitujícím faktorem pro snahu vyjádřit věrohodný odhad hodnoty lidských aktiv podniku.

Poznámka: Tabulka neuvádí možná negativa/příp. pozitiva v souvislosti s nesprávnou aplikací dané metody. Například: U metod hodnotících požadované vlastnosti oceňovatel nezohlední všechny vlastnosti, které je nutné zhodnotit pro danou pozici nebo u výnosové metody přiřadí přispívajícím aktivům nepodložené výnosy a nekorespondující výnosy připadající na lidská aktiva může následně diskontovat neodpovídající mírou výnosnosti atd.

Tabulka č. 10: Pozitiva a negativa jednotlivých metod přímého ocenění lidských aktiv

Metoda/Model	hlavní P O Z I T I V A	hlavní N E G A T I V A
1. Metoda, kterou využívají investoři rizikového kapitálu	➤ zohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva v podobě bodového hodnocení libovolného počtu požadovaných vlastností (stupnice: 1 až 10 bodů) ➤ nabízí podrobnější procesní postup, jak prakticky ohodnocovat	➤ bez finančního vyjádření
2. Model pro určení mezní	➤ zohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva v podobě	➤ pro převod bodového hodnocení na finanční vyjádření využívá

finanční hodnoty zaměstnanců	bodového hodnocení (součet vážených bodů) libovolného počtu požadovaných vlastností (stupnice: 0.1 až 2.0 bodů)	MZDOVÉ NÁKLADY
3. Model pro monitorování lidského kapitálu	➤ zohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva v podobě bodového hodnocení (součet vážených bodů 4 komponent) požadovaných vlastností (stupnice: 0.1 až 2.0 bodů) ➤ jedna ze 4 komponent je „podíl na přidané hodnotě“	➤ pro převod bodového hodnocení na finanční vyjádření využívá OSOBNÍ NÁKLADY a vzápětí vyjadřuje relativně (děleno 1000) ➤ strukturované dané požadované vlastnosti nemusí vyhovovat všem pracovním pozicím
4. Metoda pro výpočet zvyšující se hodnoty zaměstnanců	➤ zahrnutí významných nákladů náboru a školení do hodnoty zaměstnance	➤ nezohledňuje individuální potenciál, který indikuje příspěvek k současné a budoucí přidané hodnotě podniku ➤ nezohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva ➤ zahrnuje část mzdových nákladů do hodnoty zaměstnance ➤ vyjadřuje pouze zvyšování dané (akviziční) hodnoty
5. Dynamický finanční model ocenění lidského kapitálu	➤ do hodnoty zaměstnance zahrnuje pouze náklady, které mají investiční charakter ➤ postupné odepisování „nákladově vyjádřené“ hodnoty zaměstnance ➤ aplikace na libovolné zaměstnance nejenom na klíčové	➤ nezohledňuje specifickou současného ani budoucího ekonomického potenciálu zaměstnance ➤ nezohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva ➤ každoroční investice do lidského kapitálu jsou předpokládány v konstantní výši ➤ vyjadřuje pouze určitou minimální „prahovou“ hodnotu zaměstnance
6. Výnosové ocenění personálního majetku podniku: metoda licenční analogie	➤ relativně jednoduchý postup odhadu hodnoty	➤ neexistence veřejných dat o výši úplat poskytovaných pronajímatelům za pronájem LA ➤ použitelnost pouze pro orientační odhad hodnoty ➤ metoda je aplikovatelná pouze pro agentury práce, nikoliv pro „standardní“ podniky
7. Výnosový přístup ocenění LA používaný v praxi	➤ výnosový přístup by měl vyčíslovat reprezentativnější hodnotu lidských aktiv podniku	➤ nezohledňuje specifickou budoucího ekonomického potenciálu zaměstnance ➤ nezohledňuje jedinečnost oceňovaného aktiva
8. Odvození hodnoty LA z goodwillu	➤ hodnota by měla nejlépe vyjadřovat odhad hodnoty lidských aktiv podniku (tržní investiční ohodnocení)	➤ goodwill může obsahovat i jiné složky než jenom LA
9. Odvození hodnoty LA z interního goodwillu	➤ umožňuje vyjádřit průměrnou hodnotu lidských aktiv v horizontu trvání podniku (going-concern)	➤ nutné vypočítat hodnotu podniku výnosovým i substančním přístupem

Zdroj: vlastní

Pokud bychom měli přistoupit k souhrnnému zhodnocení analyzovaných metod ocenění lidských aktiv, musíme připustit, že žádná z nich není, zejm. vzhledem ke specifčnosti oceňovaného aktiva a požadavku na adekvátní finanční vyjádření, přiměřeně argumentačně obhajitelná. **Nejvhodnější metoda by měla pokud možno využít svá daná pozitiva a odstranit základní negativa v kombinaci s jinou metodou nebo náležitým doplněním v rámci stávající metody.**

3.1.2.2 Vytvoření modifikovaných přístupů ocenění

MODIFIKOVANÝ PŘÍSTUP BODOVÉHO HODNOCENÍ

Představené metody bodového hodnocení zaměstnanců samy o sobě nemůžou vytvořit korektní hodnocení lidských aktiv podniku, zejm. pokud používají osobní nebo mzdové náklady pro převod bodové hodnoty na finanční hodnotu zaměstnance. Domnívám se, že v případě **adekvátního převodníku na finanční vyjádření** (např. koeficient osobnostní matice násobený výnosy připadající na zaměstnance), by bylo možné tento přístup využít. Pokud bychom výslednou hodnotu výše uvedeného součinu připočítali k nákladům na nábor nového zaměstnance a odečetli osobní náklady současného zaměstnance (viz model MMW v kapitole 3.1.2.2), bylo by možné takto vypočítanou hodnotu dle mého názoru využít např. pro vyčíslení hodnoty smluvních vztahů, výhodnějších pro podnik oproti tržním podmínkám v souvislosti s požadavkem standardu IFRS 3 – Podnikové kombinace pro účely separátního vykazání nabytého identifikovatelného aktiva, které je součástí goodwillu.

MODIFIKOVANÝ NÁKLADOVÝ PŘÍSTUP

Poměrně jednoduchým přístupem ocenění se jeví nákladový pohled (viz model DFM v kapitola 3.1.1.5), který spočítá náklady vynaložené na zaměstnance mající investiční charakter (pořizovací hodnotu a investice). Následně jsou tyto investice sníženy o příslušnou částku odpisů. Dle mého názoru se však jedná o přístup vyjadřující minimální hodnotu zaměstnance, která nepřihlíží k jedné z nejdůležitějších (nejcennějších) vlastností lidských aktiv – k individuální schopnosti tvořit ekonomické hodnoty. Uvedené negativum nelze odstranit vzhledem k podstatě oceňovacího přístupu. Navíc paradoxně, pokud by schopnější zaměstnanec (přinášející vyšší výnosy) nepotřeboval absolvovat tolik školení jako jiný zaměstnanec, jeho hodnota vypočítaná nákladovým způsobem by mohla být nižší. Pokud by se oceňovatel rozhodl aplikovat nákladové ocenění (např. z důvodu, že by bylo velice obtížné přiřadit výnosy lidským aktivům podniku), měl by dle mého názoru **vhodněji řešit předpoklad modelu DFM týkající se konstantní výše investic do zaměstnanců**. Po dobu předpokládaného setrvání zaměstnanců v pracovním poměru u oceňovaného podniku by měl **započítávat do hodnoty zaměstnanců skutečně vynaložené i předpokládané investice v jednotlivých letech**. Oproti modelu DFM by měl oceňovatel u hodnoty investic do zaměstnanců použít stejnou dobu životnosti, jako u pořizovací hodnoty zaměstnance.

Model navíc neřeší případ vyšších investic než je pořizovací hodnota zaměstnance. V takových případech vychází nízké doby životnosti investic. Příliš rychlé odepsání investic by znamenalo téměř nulovou hodnotu této složky hodnoty zaměstnance při jeho oceňování, i když by ještě významnou část předpokládané doby setrvání na daném pracovním místě působil (viz následující příklad).

Příklad č. 7: *Výpočet roční odpisové sazby investic do zaměstnance, které jsou vyšší než pořizovací hodnota zaměstnance (zdroj: vlastní)*

- pořizovací hodnota zaměstnance k 1. říjnu 2013: $P_e = 100\,000\text{ Kč}$

- předpokládané setrvání zaměstnance v podniku - 5 let

- skutečné a plánované investice k 1. lednu příslušného roku:

$I_{2014} = 200\,000\text{ Kč} \Rightarrow DR_{2014} = 2,0 \sim \text{životnost } 0,5 \text{ roku}$

$I_{2015} = 200\,000\text{ Kč} \Rightarrow DR_{2015} = 2,0 \sim \text{životnost } 0,5 \text{ roku}$

$I_{2016} = 100\,000\text{ Kč} \Rightarrow DR_{2016} = 1,0 \sim \text{životnost } 1 \text{ rok}$

$I_{2017} = 50\,000\text{ Kč} \Rightarrow DR_{2017} = 0,5 \sim \text{životnost } 2 \text{ roky}$

$I_{2018} = 20\,000\text{ Kč} \Rightarrow DR_{2018} = 0,2 \sim \text{životnost } 5 \text{ let}$

- ocenění znalcem uskutečněno k 31. 12. 2016

K datu ocenění by z částky investic v hodnotě 570 000 Kč byla již hodnota v částce 500 000 Kč odepsaná. Dle modelu DFM (počítá s nejnižší životností) by za půl roku byla odepsaná dokonce celá hodnota investic.

MODIFIKOVANÝ VÝNOSOVÝ PŘÍSTUP

Výnosový přístup ocenění představuje důležitý pohled na oceňované aktivum, a sice jeho příspěvek k přidané hodnotě podniku. Z orientačního dotazníkového šetření vyplynulo, že v praxi je pro oceňování lidských aktiv používán jako jeden z možných přístupů ocenění výnosový přístup, který byl popsán jako diskontování výnosů připadajících na lidská aktiva. Standardně jsou plánované výnosy připadající na lidská aktiva odvozovány z celkových plánovaných výnosů podniku, které nezohledňují např. kvalitativní posun lidského potenciálu (např. zvýšení výkonnosti po absolvování školení). Ocenění lidských aktiv je specifické právě v návaznosti na ocenění jejich budoucího ekonomického potenciálu.

Dle mého názoru by proto **výnosový přístup ocenění lidských aktiv podniku měl být doplněn o kvalitativní prvek, který by představoval hodnocení jejich budoucího ekonomického potenciálu.** Jako vhodné se jeví využít **bodové hodnocení zaměstnance/skupin zaměstnanců v podobě koeficientu, vzešlého z osobnostní matice zahrnující příspěvek na budoucích výnosech podniku.** Pro znalce může být z praktického hlediska velice obtížné a pracné bodově hodnotit každého zaměstnance. Na druhou stranu toto nelze vyloučit např. u substančního přístupu ocenění menších znalostních podniků, které nevlastní významná hmotná a nehmotná aktiva, a disponují malým počtem zaměstnanců.

Vhodnějším přístupem je spíše hodnocení homogenních skupin zaměstnanců. Konkrétní promítnutí hodnocení kvality lidských aktiv do projekce budoucích výnosů podniku bude demonstrováno v další kapitole 3.1.2.3, která obsahuje komplexní příklad č. 1. Následným diskontováním prognózovaných výnosů, připadajících na lidská aktiva (vhodnější jsou zisky) příslušnou diskontní mírou, vyjádříme současnou hodnotu budoucích zisků lidských aktiv. Zůstává uvést, jakou diskontní míru aplikovat.

DISKONTNÍ MÍRA pro LIDSKÁ AKTIVA

Obecně se diskontní mírou rozumí míra výnosnosti, očekávaná investorem s ohledem na riziko spojené s možností získat určitý výnos. V případě tržní nebo objektivizované hodnoty je srovnatelná investice zjišťována mezi instrumenty kapitálového trhu. Pokud se jedná o investiční hodnotu, je srovnatelná investice určována možnostmi konkrétního investora, přičemž se vychází z nákladů kapitálu oceňovaného podniku. Obvykle je kalkulována jako součet bezrizikové výnosnosti vyjadřující načasování peněžních toků a rizikové přírážky zohledňující rizikovou senzitivitu investora.

Vzhledem k faktu, že lidská aktiva nejsou obchodována (až na výjimku personálního leasingu = agenturní pronájem), a je také obtížné určit srovnatelné aktivum, u kterého existují tržní transakce je nutné pro lidská aktiva určit **specifickou diskontní míru**. Taková diskontní míra by měla odpovídat zejm. riziku a charakteru oceňovaných lidských aktiv.

Protože lidská aktiva mohou mít jiný rizikový profil (např. existuje možnost ukončení pracovního poměru), nejsou dostupné tržní míry výnosnosti, a také ekonomická teorie neposkytuje žádnou oporu pro určení diskontní míry lidských aktiv, měla by být úvaha o její „konstrukci“ přítomna v této dizertační práci.

Dle mého názoru, je vhodné pro **ZÁKLADNÍ SLOŽKU diskontní míry využít diskontní míru na úrovni oceňovaného podniku**. Domnívám se, že průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) vyjadřují poměrně značnou vzájemnou propojenost rizikového profilu aktiv a závazků oceňovaného podniku.

Rizikový faktor lidských aktiv se promítá do výnosnosti ostatních aktiv podniku a je tedy v této výnosnosti již částečně implicitně obsažen.

RIZIKOVÁ SLOŽKA diskontní míry by měla odrážet rizikový profil oceňovaných lidských aktiv a dle mého názoru by měla odpovídat hodnocení:

- *základních rizikových faktorů*, které je možné hodnotit u každého podniku (např. rizika absencí a ukončení pracovního poměru) a
- *specifických rizikových faktorů* charakteristických pro konkrétní oceňovaný podnik (např. velice obtížné opětovné obsazení klíčových pozic po ukončení pracovního poměru).

Konkrétní výpočet diskontní míry pro lidská aktiva – viz následující kapitola 3.1.2.3, která obsahuje komplexní příklad č. 1.

Shrnutí současných možností přímého (samostatného) ocenění lidských aktiv podniku:

- 1. odhad hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu**
- 2. odhad hodnoty lidských aktiv podniku z interního goodwillu**
- 2. ocenění konkrétních smluvních vztahů**
- 3. modifikovaný výnosový přístup**
- 4. modifikovaný nákladový přístup**
- 5. ocenění pronájmu „pracovní síly“**

Poznámka: Hodnotu provize, kterou poskytuje ekonomický zaměstnavatel právnímu zaměstnavateli za pronájem „pracovní síly“, je možné vnímat jako část ocenění příslušných zaměstnanců na tržní bázi. Podrobněji viz náklady zprostředkovaného pronájmu zaměstnanců a výpočet tržní hodnoty pronajatých lidských aktiv v kapitole 3.1.3.1.

3.1.2.3 KOMPLEXNÍ PŘÍKLAD č. 1

Přímé ocenění lidských aktiv podniku modifikovaným výnosovým přístupem
(Zdroj:vlastní)

Komplexní příklad je zaměřen na přímé ocenění lidských aktiv znalostního podniku v rámci vytvořeného modifikovaného výnosového přístupu. Důvodem není to, že by autorka považovala tento přístup ocenění za vhodnější/správnější (oproti přístupu nákladovému) pro jakýkoliv účel ocenění nebo v jakémkoliv případě, ale proto, že odborná literatura se nezabývá základními parametry, které je potřebné pro toto ocenění definovat.

Cílem příkladu je proto zejm.:

- 1) Navrhnout „propojení“ kvalitativního hodnocení lidských aktiv a odhadu generovaných výnosů podniku.
- 2) Navrhnout způsob alokace výnosů na jednotlivá aktiva podniku.
- 3) Navrhnout odpovídající diskontní míru pro diskontování zisků připadajících na lidská aktiva.

ZADÁNÍ PŘÍKLADU

Předmětem ocenění k datu 1. 1. 2014 jsou lidská aktiva smyšleného znalostního podniku – CONSULTING, a.s., který se primárně zaměřuje na poskytování právně-ekonomického poradenství. Zaměstnává 1 manažera a 10 konzultantů, kteří pracují samostatně na přidělených projektech. Z dlouhodobých hmotných aktiv podnik vlastní 5 osobních automobilů pořízených na finanční leasing na začátku roku 2014 v tržní hodnotě 2,4 mil. Kč. V rámci dlouhodobých nehmotných aktiv podnik vykazuje vlastní počítačový SW v hodnotě 1,2 mil. Kč, který pronajímá. Z oběžných aktiv jsou vykázány krátkodobé pohledávky ve splatnosti a peněžní prostředky.

Budeme vycházet z následujících dat účetních výkazů oceňovaného podniku:

Tabulka č. 11: Vybrané údaje rozvahy a výsledovky znalostního podniku CONSULTING, a.s.

AKTIVA	2014	VÝSLEDOVKA	2014
DLOUHODOBÁ	1 200	Výkony	124 780
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 200	Výkonová spotřeba	3 750
Software	1 200	Osobní náklady	13 450
Dlouhodobý hmotný majetek	1 800	Odpisy	300
Auta	1 800	Provozní výsledek hospodaření	107 280
OBĚŽNÁ	123 571	VH za běžnou činnost před daní	107 280
Krátkodobé pohledávky	47 771	daň ze zisku (%)	20
Pohledávky z obchodních vztahů	47 520	Daň	21 456
Ostatní krátkodobé pohledávky	251	VH za účetní období	85 824
Krátkodobý finanční majetek	75 800	Dividendy (návrh)	77 242
Peníze a účty v bankách	75 800	Příděl do nerozděleného zisku	8 582
Aktiva celkem	124 771		

Zdroj: vlastní

PŘEDPOKLADY

- 1) Se statistického šetření vyplývá, že průměrné doby setrvání na daných pracovních pozicích v oceňovaném podniku jsou 5 let.
- 2) Výnosy připadající na zaměstnance jsou plánovány po dobu „zadržení“ aktiva, tj. po dobu 5 let.

STRUKTURA ŘEŠENÍ PŘÍKLADU

1. Analýza potřeby lidských aktiv pro oceňovaný podnik
2. Určení osobnostních koeficientů (manažera a konzultantů)
3. Výpočet budoucích výnosů a diskontní míry (manažera a konzultantů)
4. Výpočet hodnoty lidských aktiv podniku

1. Analýza potřeby lidských aktiv pro oceňovaný podnik

Na základě **osobního jednání** s manažerem oceňovaného podniku získáváme následující informace a podklady.

Pracovní náplní manažera je zajišťovat zejm. projektové zakázky, přidělovat je ke zpracování jednotlivým konzultantům, průběžně sledovat rozpracovanost klientských projektů, koordinovat vztahy s klienty a externím podnikem zajišťujícím účetní a související administrativní servis. Pracovní náplní konzultantů je zpracovat komplexně zadaný projekt samostatně, v případě potřeby se účastnit osobního jednání s klientem. Jednotliví konzultanti se specializují na zakázky z oblasti právního a ekonomického poradenství.

Životopisy konzultantů a manažera, ze kterých plynou informace o působení na předchozích pracovních pozicích a dosažené kvalifikaci, byly přiloženy k vyžádaným podkladům.

Z obsáhlého pohovoru s manažerem oceňovaného podniku vyplynulo, že manažer má poměrně rozsáhlou osobní síť bonitních klientských kontaktů, a některé zakázky musí podnik z kapacitních důvodů odmítat. Manažer v rámci pohovoru sdělil (na dotaz oceňovatele) také podrobnější informace o svém působení na předchozích manažerských pozicích.

Z veřejně dostupných zdrojů byly zároveň získány informace o hospodářských výsledcích podniku, který dotyčný manažer řídil před tím, než začal pracovat pro oceňovaný podnik. Ani z těchto informací nevyplynuly žádné negativní indicie, které by mohly mít vliv na jeho hodnocení.

Konzultanty vybral manažer osobně. Jsou to špičkoví odborníci v rámci své profese, což potvrzují i reference získané z veřejných zdrojů.

2. Určení osobnostních koeficientů manažera a konzultantů

Na základě informací z provedené analýzy lidských aktiv sestavíme osobnostní matice manažera a konzultantů. Určíme nejdříve klíčové vlastnosti, které ovlivňují hospodářský výsledek podniku. Bodovou stupnici předpokládáme od 0,1 do 2,0 bodů.

Tabulka č. 12: Výpočet osobnostních koeficientů manažera a konzultantů

Požadované klíčové vlastnosti/schopnosti			
MANAŽERA	Body	Váhy	Vážené známky
1. Schopnost najímat vynikající odborníky	1,2	0,20	0,24
2. Klientské/profesionální kontakty	1,2	0,20	0,24
3. Manažerské/provozní/organizační dovednosti	1,0	0,20	0,20
4. Ekonomicko-právní kvalifikace	0,8	0,10	0,08
5. Minulé zkušenosti/praxe	1,0	0,10	0,10
6. Čestnost/osobní hodnoty	1,0	0,10	0,10
7. Příspěvek k přidané hodnotě + motivace	1,1	0,10	0,11
Osobnostní koeficient (K_{OM})		100 %	1,07

Požadované klíčové vlastnosti/schopnosti			
KONZULTANTŮ	Body	Váhy	Vážené známky
1. Ekonomicko-právní kvalifikace	1,0	0,20	0,20
2. Minulé zkušenosti/praxe	1,2	0,25	0,30
3. Schopnost aplikovat nové poznatky	1,0	0,25	0,25
4. Příspěvek k přidané hodnotě + motivace	1,1	0,30	0,33
Osobnostní koeficient (K_{OK})		100 %	1,08

Zdroj: vlastní

Zdůvodnění výběru klíčových vlastností/schopností, bodového ohodnocení a přidělených vah:

MANAŽER

Vlastnosti č. 1, 2 a 3

Úspěšné fungování podniku je závislé na schopnosti manažera zajišťovat odpovídající zakázky a zároveň na schopnosti dokázat najít na pracovním trhu špičkové odborníky ochotné pro daný podnik pracovat. Ze životopisů a dosavadních pracovních výsledků konzultantů vyplývá, že manažer je schopen zaměstnat odborníky nadprůměrné kvality, a zakázky má podnik nasmlouvané na 1,5 roku dopředu. Z uvedených důvodů je hodnocení na úrovni 20 % nad průměrem (1,2 bodu). Z postoupených podkladů a osobního jednání nevyplynuly žádné poznatky, které by úroveň manažerských schopností klasifikovaly jako podprůměrnou nebo naopak nadprůměrnou, a proto je hodnocení této vlastnosti neutrální (1 bod). Jelikož se jedná o 3 nejdůležitější schopnosti, kterými musí manažer v tomto případě disponovat, byla jim přidělena váha na úrovni 20 %.

Vlastnosti/schopnosti č. 5 a 6

Minulé zkušenosti a praxe manažera jsou na úrovni, která odpovídá předpokladům pro úspěšné řízení podniku (1 bod). Osobní hodnoty a čestnost jednání, posuzované v průběhu jednání, při poskytování podkladů pro hodnocení a vyplývající z veřejně dostupných zdrojů a referencí, lze hodnotit neutrálně (1 bod). Přidělené váhy (10 %) korespondují s menším významem těchto vlastností oproti prvním třem, které jsou považovány za stěžejní.

Vlastnost/schopnost č. 7

Z hodnocení předcházejících klíčových vlastností/schopností vyplývá nadprůměrný přínos k přidané hodnotě, zároveň byla zjištěna dostatečná motivace/spokojenost mj. i vzhledem k vysokému finančnímu ohodnocení (1,1 bodu). Přidělené váhy (10 %) jsou opět odrazem menšího významu, protože výstup podniku není závislý pouze na manažerovi.

KONZULTANTI

Vlastnost/schopnost č. 1 a 3

Konzultanti disponují odpovídající právní a ekonomickou kvalifikací, která tvoří klíčovou výchozí bázi pro jejich práci (1 bod). Přidělená váha je však nižší než u zbylých vlastností (20

%), protože samotné poznatky ještě neurčují schopnost míry jejich aplikace. Z poskytnutých podkladů vyplynulo, že konzultanti se zúčastňují školení z důvodu nutnosti sledovat vývoj nových poznatků a změny právních předpisů, aby byli schopni zpracovávat zadané projekty (1 bod), přidělená váha je vyšší (25 %).

Vlastnost/schopnost č. 2

Kvalita minulých zkušeností a praxe je významnějším indikátorem kvality práce než pouhé kvalifikační předpoklady (váhy 25 %). Ze životopisů a veřejných zdrojů (referencí) vyplývá, že konzultanti jsou špičkoví odborníci a vymykají se průměru (1,2 bodu).

Vlastnost/schopnost č. 4

Kvalita práce konzultantů má výrazný vliv na přidanou hodnotu podniku, proto je přidělená váha nejvyšší (30 %) oproti zbylým vlastnostem. Bodové hodnocení (1.1 bodu) je určeno na stejné úrovni jako u manažera, dostatečná motivace/spokojenost vyplývá mj. i vzhledem k vysokému finančnímu ohodnocení. K přidané hodnotě přispívají, jak manažer, tak konzultanti společně na stejné úrovni. Neschopnost zajistit zakázku má stejný důsledek jako neschopnost zpracovat projekt a naopak²⁹.

3. Výpočet budoucích výnosů a diskontní míry (manažera a konzultantů)

Celkové výnosy podniku v roce 2014 převzaté z výsledovky jsou ve výši 124 780 tis. Kč.

Poměr, kterým přispívají k celkovým výnosům podniku oceňovaná aktiva a zbylá aktiva, se v praxi definuje buď na základě výpočtu, pokud jsou k dispozici exaktní údaje, nebo kvalifikovaným odhadem. Jelikož se jedná o stěžejní krok výpočtu hodnoty lidských aktiv, je vhodnější neaplikovat druhou možnost.

Pro výpočet výnosů připadajících na lidská aktiva je dle mého názoru možné použít analogii metody „Excess Earnings“, která předpokládá, že všechny výnosy nad výnosy odpovídající zapojenému hmotnému, nehmotnému a pracovnímu kapitálu připadají na lidská aktiva.

V účetnictví podniku jsou zachyceny v rámci hmotných aktiv osobní automobily pořízené na finanční leasing a vlastní SW, který je zároveň pronajímán. Kromě zachyceného pracovního kapitálu, společnost disponuje cennou databází zákazníků, která byla znalcem ohodnocena na 32.850 tis. Kč. U oceňovaného podniku nebyla identifikována další nehmotná aktiva, nezachycená v účetnictví.

Z pronájmu SW podniku plyne ročně 137 tis. Kč. Požadovaná výnosnost u hmotných aktiv (auta), čistého pracovního kapitálu a dalšího identifikovaného nehmotného aktiva byla zvolena na úrovni požadovaných výnosností aktiv plynoucích z konceptu WARA, který je v současné mezinárodní praxi velice často používaným instrumentem (M. Jindra, 2010). Výpočet výnosů připadajících na ostatní aktiva sumarizuje následující tabulka.

²⁹ Přidělená stejná váha u příspěvku k přidané hodnotě u manažera i konzultantů je výsledkem hodnocení v daném příkladu. Obecně však jednotlivé funkce v podniku nemusí mít stejnou přidělenou váhu.

Tabulka č. 13: Výpočet výnosů připadajících na zbylá aktiva (mimo lidských aktiv)

Výnosy ostatních aktiv	Hodnota aktiva (tis. Kč)	Požadovaná/skutečná výnosnost aktiva (%)	Výnosy aktiva v r. 2014 (tis. Kč)
SW	1 200	11,40%	137
Seznam zákazníků	32 850	13,00%	4 271
Auta - na leasing	1 800	6,00%	108
Čistý pracovní kapitál	43 097	4,00%	1 724
Součet			6 239

Zdroj: vlastní

Z tabulky č. 13 vyplývá, že výnosy připadající na lidská aktiva tvoří 95 % výnosů podniku.

Z hodnocení příspěvku na přidané hodnotě v tabulce výpočtu osobnostních koeficientů vyplývá, že manažer i konzultanti přispívají na stejné úrovni. Na základě tohoto zjištění, lze předpokládat přínos manažera ve výši 1/11 výnosů připadajících na lidská aktiva, tj. ve výši 10 776 tis. Kč. Výnosy, připadající na konzultanty, jsou rozdílem výnosů připadajících na lidská aktiva a výnosů manažera tj. 107 765 tis. Kč.

Celkové výnosy podniku v r. 2014	124 780
Výnosy připadající na lidská aktiva	118 541
Výnosy připadající na manažera	10 776
Výnosy připadající na konzultanty	107 765

Odhad generovaných výnosů manažera a konzultantů v dalších letech (2015-2018)

Předpokládáme, že odhad tempa růstu výnosů oceňovaného podniku je určen na základě analýzy a prognózy tempa růstu příslušného trhu a změn tržního podílu oceňovaného podniku.

V následující tabulce je zachycena prognóza tempa růstu příslušného trhu a předpokládané tržní podíly oceňovaného podniku.

Tabulka č. 14: Prognóza tržeb oceňovaného podniku v rámci modifikovaného výnosového přístupu ocenění lidských aktiv

	trh (tis. Kč.)	tempo růstu trhu	tržní podíl podniku	tempo růstu podniku	tržby podniku (tis. Kč)	tržby lidských aktiv (tis. Kč)	tržby ostatních aktiv (tis. Kč)
2014	4 159 330	3,20%	3,00%	10,00%	124 780	118 541	6 239
2015	4 290 350	3,15%	3,23%	10,99%	138 492	131 568	6 925
2016	4 390 200	2,33%	3,48%	10,21%	152 628	144 996	7 631
2017	4 450 482	1,37%	3,75%	9,28%	166 792	158 452	8 340
2018	4 498 606	1,08%	4,04%	9,07%	181 915	172 819	9 096

Zdroj: vlastní

Poznámky k výpočtům tabulce:

- 1) Tržní podíly podniku
- rok 2015: skutečný tržní podíl pro rok 2014 (3 %) navýšený o 7,6 %
- rok 2016: odhadovaný tržní podíl pro rok 2015 navýšený o 7,7 %

- rok 2017: odhadovaný tržní podíl pro rok 2016 navýšený o 7,8 %

- rok 2018: odhadovaný tržní podíl pro rok 2017 navýšený o 7,9 %

Navýšení plyne z osobnostních koeficientů, z průměrného osobnostního koeficientu (7,5) postupně až k maximální hodnotě osobnostního koeficientu (8)

2) Tempo růstu tržeb = (index růstu trhu · index změny tržního podílu) – 1

3) Tržby připadající na lidská aktiva představují 95 % celkových tržeb oceňovaného podniku.

Z analýzy konkurenční síly a vnitřního potenciálu, zahrnujících analýzu kvality lidských aktiv oceňovaného znalostního podniku, který představuje klíčovou komponentu pro generování výnosů, vyplývá, že vývoj tržních podílů oceňovaného podniku stoupá (přibližně od 3 % do 4 %).

Kvalita lidských aktiv oceňovaného podniku je hodnocena prostřednictvím osobnostních koeficientů jednotlivých skupin zaměstnanců. Osobnostní koeficienty udávají o kolik procent je kvalita zaměstnanců oceňovaného podniku vyšší/nížší oproti kvalitě zaměstnanců konkurence. Z osobnostních koeficientů zaměstnanců oceňovaného podniku vyplynulo, že manažer je o 7 % efektivnější oproti konkurenci a konzultanti jsou efektivnější o 8 %. Z nadprůměrného hodnocení lidských aktiv je možné odhadovat také nadprůměrný výstup jejich práce. Lze tedy předpokládat, že kvalita lidských aktiv ovlivňuje tržní podíly oceňovaného podniku. Proto je vývoj tržních podílů odvozen od hodnocení nadprůměrné úrovně efektivity práce zaměstnanců oceňovaného podniku oproti konkurenci.

Analýze konkurenční síly odpovídá i vývoj tržních podílů oceňovaného podniku v posledních třech letech (2012 až 2014) – stoupá v průměru o 0,3 %.

Tempo růstu tržeb v posledních 3 letech (2012 až 2014) vykazuje také stoupající trend. Růst lze zdůvodnit silnější pozicí na trhu oproti konkurenci, která vyplývá z hodnocení nadprůměrné kvality lidských aktiv.

Odhad diskontní míry

Diskontní míra by měla odrážet zejm. rizika spojená s odlišným vývojem plánovaných výnosů, které jsou přisouzeny lidským aktivům. Vzhledem ke specifickým vlastnostem lidských aktiv (jedná se o aktivum s vysokým potenciálem ale i s vysokým rizikem), by měly být plánované výnosy diskontovány prostřednictvím **specifické diskontní míry**.

Domnívám se, že východiskem pro stanovení diskontní míry by měly být náklady kapitálu podniku, které tvoří **základní složku** diskontní míry. Předpokládáme, že tyto náklady jsou určeny jako průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), a jejich výše byla odhadnuta na úrovni 12 %.

K základní složce diskontní míry by měla být připočtena další **dodatečná složka** diskontní míry zohledňující specifická rizika formou rizikových přírážek, které je nutné vždy přizpůsobit konkrétním podmínkám ocenění (např. charakteru podnikání nebo situaci v personální oblasti). Předpokládám, že v případě většiny podniků je potřebné vyhodnotit dva následující rizikové faktory:

a) údaje (frekvence, délka) o průměrných absencích z rodinných, osobních, zdravotních a příp. dalších důvodů

b) riziko ukončení pracovního poměru.

U hodnocení rizikových faktorů se jeví užitečné určit vhodnou hodnotící stupnici, dle které je možné jednotlivé faktory hodnotit/označit statusem nadprůměrného/podprůměrného rizika. Například u hodnocení pracovního kolektivu, který vykazuje významnou fluktuaci, je riziko ukončení pracovního poměru značně vysoké, a proto by riziko uvedeného faktoru mělo být hodnoceno jako nadprůměrné.

Pro hodnocení rizikových faktorů (absencí a ukončení pracovního poměru) v příkladu volíme hodnotící stupnici v intervalu 0 až 3. Přičemž hodnota 1,5 znamená průměrné (obvyklé) riziko a odpovídá 1,5 % diskontní míry.

V příkladu odhadujeme dodatečnou složku diskontní míry na úrovni 3 %. Část dodatečné složky diskontní míry byla zvolena na základě údajů o průměrných absencích (z rodinných, osobních a zdravotních důvodů), které se za poslední 3 roky občas vyskytovaly. Riziku absencí, které bylo vyhodnoceno jako průměrné, byla přiřazena přírážka **1,5 %**. Další část dodatečné diskontní složky (**0,5 %**) byla určena na základě údajů vyplývajících z dlouhodobých absencí ze zdravotních důvodů (delších 14 dnů), které se za poslední 3 roky vůbec nevyskytly. Riziko podání výpovědi z pracovního poměru je hodnoceno jako nízké – přidělená přírážka **1 %**.

Sumarizace odhadu diskontní míry:

- základní složka: WACC (**12 %**)
- dodatečná složka: a) absence (**2 %**)

b) ukončení pracovního poměru (**1 %**)

specifická diskontní míra: 15 %

4. Výpočet hodnoty lidských aktiv podniku

Hodnotu lidských aktiv oceňovaného podniku vypočítáme jako součet diskontovaných zisků připadajících na manažera a součet diskontovaných zisků připadajících na konzultanty po dobu 5 let. Matematicky uvedený součet vyjádříme:

$$H_{LKp} = \sum_{i=1}^5 \frac{Z_{Mi}}{(1 + d_M)^i} + \sum_{i=1}^5 \frac{Z_{Ki}}{(1 + d_K)^i}$$

(14)

kde

Z_{Mi} / Z_{Ki} = zisk manažera/konzultantů v i-tem roce (2014-2018)

d_M / d_K = diskontní míra manažera/konzultantů

Zisk připadající v jednotlivých letech na manažera a konzultanty, je vypočítán jako výnosy na ně připadající snížené o příslušné osobní náklady. Např. zisk na manažera v roce 2014 jej vypočítán jako: výnosy připadající na manažera v roce 2014 mínus 1/11 osobních nákladů v roce 2014.

Tabulka č. 15: Diskontované zisky manažera a konzultantů v modifikovaném výnosovém přístupu ocenění lidských aktiv

MANAŽER	Z_{Mi} (tis. Kč)	d_M	odúročitel	Diskontovaný zisk (tis. Kč)
2014	9 554	15 %	0,8696	8 308
2015	10 686	15 %	0,7561	8 080
2016	11 761	15 %	0,6575	7 733
2017	12 877	15 %	0,5717	7 363
2018	14 183	15 %	0,4972	7 052
Součet diskontovaných zisků manažera				38 535 tis. Kč
KONZULTANTI	Z_{Ki} (tis. Kč)	d_K	odúročitel	Diskontovaný zisk (tis. Kč)
2014	95 537	15 %	0,8696	83 076
2015	106 857	15 %	0,7561	80 799
2016	117 606	15 %	0,6575	77 328
2017	128 774	15 %	0,5717	73 627
2018	141 834	15 %	0,4972	70 517
Součet diskontovaných zisků konzultantů				385 347 tis. Kč

Zdroj: vlastní

Hodnota lidských aktiv je na období 5 let odhadnuta na 423 881 tis. Kč.

Vypočítaná hodnota lidských aktiv může být významnou informací v rámci hodnoty podniku, který je závislý převážně na lidských aktivech. Oproti nákladovému přístupu výpočtu hodnoty lidských aktiv (pro potencionálního investora informace o nákladech na znovuvybudování podniku včetně personálního zajištění), může být pro investora hodnota lidských aktiv, vypočítaná modifikovaným výnosovým přístupem, indikátorem budoucího potenciálu znalostního podniku.

Příklad uvádí pozitivní hodnocení lidských aktiv oproti konkurenci. V případě negativního hodnocení kvality zaměstnanců, by mělo být obdobným způsobem promítnuto toto hodnocení kvality do prognózy výnosů oceňovaného podniku.

Příklad také vychází ze zadání, kdy zaměstnanci podniku generují zisk. Pokud by osobní náklady oceňovaných lidských aktiv převyšovaly jejich výnosy, nelze samozřejmě k ocenění lidských aktiv přistoupit výnosovým způsobem. V takovém případě se jeví vhodné nákladové ocenění.

3.1.3 Komponenta lidských aktiv při postupech oceňování metodami DCF a EVA

V kapitolách 3.1.1 a 3.1.2 jsme analyzovali a souhrnně zhodnotili vybrané postupy přímého oceňování lidských aktiv podniku. V této kapitole budeme řešit ocenění lidských aktiv podniku nepřímým způsobem. Při oceňování podniku metodami DCF a EVA se budeme primárně zabývat návrhem možností zahrnutí lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku, úpravami ekonomických výkazů souvisejících s jednotlivými formami začlenění lidských aktiv, výpočty hodnot podniku u jednotlivých variant začlenění lidských aktiv, a následně základní analýzou výsledků za účelem možné aplikace jednotlivých variant.

3.1.3.1 Návrh teoretického východiska pro určení tržní ceny lidských aktiv za účelem začlenění pronájmu lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku při oceňování metodami DCF a EVA

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) patří mezi výnosové přístupy ocenění podniku. Zjišťuje hodnotu vlastního kapitálu podniku, kterou lze obecně vyjádřit jako rozdíl celkové hodnoty podniku a cizího úročeného kapitálu. Celkovou hodnotu podniku u metody DCF - entity (dvoufázová metoda) určíme jako součet diskontovaných volných peněžních toků v jednotlivých letech I. fáze a diskontované hodnoty pokračující hodnoty podniku, která je počítána z volného peněžního toku v 1. roce po uplynutí I. fáze.

Volné cash-flow (FCFF) u metody DCF – entity je výsledkem rozdílu korigovaného provozního zisku po dani a čistých investic (celkové investice snížené o odpisy). U výnosových metod ocenění by měl být aplikován/promítán do ocenění ekonomický pohled. Pokud bychom lidská aktiva zařadili do ekonomické rozvahy podniku - do čistých operačních aktiv (NOA), investice-netto v metodě DCF by byly výsledkem rozdílu NOA daného roku a NOA roku předcházejícího.

Metoda DCF-entity používá jako diskontní míru průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Pro jejich výpočet je nutné znát tržní rozložení kapitálové struktury podniku (poměr cizího a vlastního kapitálu) a náklady vlastního a cizího kapitálu.

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) představuje hodnotu výsledku hospodaření z operační činnosti podniku, sníženou o náklady kapitálu použitého k vytvoření tohoto výsledku. Náklady kapitálu jsou počítány jako součin průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) a čistých operačních aktiv (NOA). Kladná hodnota EVA je interpretována jako výnosy pro vlastníky a věřitelé za podstoupené riziko plus vytvoření nové hodnoty.

EVA vypovídá o tom, zda podnik tvoří/netvoří ekonomický zisk (nikoliv účetní zisk), a proto je nutné transformovat účetní data na data ekonomická. Úprava účetních aktiv/pasiv a zisků/ztrát by měla co nejvíce odrážet skutečnou ekonomickou situaci podniku. Z hlediska hodnocení ekonomické efektivnosti fungování podniku je nezbytné, aby některé významné částky účtované do nákladů byly považovány za „nakoupená aktiva“, a veškeré hodnoty

generující ekonomický zisk, které nejsou zahrnuty v bilanci (např. z důvodu vlastnictví), hodnotit jako aktiva.

Ekonomický zisk je chápán jako výstup zapojených operačních aktiv (NOA) v rámci činnosti podniku. Poskytuje reálný obraz o příslušném procesu podnikání. V případě lidských aktiv podniku, která nejsou součástí účetních aktiv podniku³⁰, je z ekonomického pohledu při oceňování podniku nutné aplikovat jeho neodmyslitelný vliv na podnikový proces přeměny hodnot, aby vypočítaná hodnota podniku nevykazovala případné nežádoucí odchylky v ocenění nebo nebyla v některých případech významně zkreslena. Nezanedbatelný vliv by mohl nastat u znalostních podniků (např. lidská aktiva podniku zabývajícího se poradenskou činností, sídlícího v pronajatých kancelářích, může generovat významné zisky s minimálním zapojením jiného kapitálu).

Z výše uvedeného vyplývá, že v metodě DCF i EVA (ve variantách entity) jsou aplikovány průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Pro jejich výpočet je nutné znát hodnoty vlastního a cizího kapitálu a jejich strukturu. Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.1.1.7, **lidská aktiva představují z ekonomického hlediska určitou formu pronajatého aktiva** s výsadou svobodného rozhodování o tom, na jak dlouhou dobu budou propůjčovat svůj ekonomický potenciál. Dobu „propůjčení“ lidských aktiv je možné odvozovat buď od zákonných možností (uplatňování konkurenčních doložek, dohod na dobu určitou, stabilizačních dohod), nebo je odhadována např. od průměrného setrvání zaměstnanců na daných pozicích.

Obecně je pronájem považován za formu cizího financování podniku (cizí kapitál), protože vyžaduje splacení závazku. Dle M. Maříka a P. Maříkové (2005) *„Považujeme za žádoucí aktivovat i další pronajaté objekty, a to na bázi hodnoty závazků plynoucích z využívání těchto objektů...(obvykle se doporučuje varianta vykazování na bázi současných hodnot plateb nájemného). Je třeba dopočítat implicitní finanční náklady, které jsou obsaženy v nájemních smlouvách a tyto úroky připočítat k NOPAT.“*

Nástupem zaměstnance do pracovního poměru na základě pracovní smlouvy vzniká podniku smluvní povinnost **platit za pronájem zaměstnance** - lidského aktiva dohodnuté částky ve formě mzdy. Kromě mzdových nákladů vznikají podniku další související náklady, jako náklady na odvody sociálního a zdravotního pojištění, na zapracování, školení, přeškolení, různé benefity apod. Souhrnně je možné tyto náklady zahrnout pod pojem **OSOBNÍ NÁKLADY**.

Pokud bychom plánovaný objem osobních nákladů považovali za celkové platby (závazky), které musí podnik realizovat za pronájem lidského aktiva, mohli bychom takový pronájem vykázat na základě těchto celkových plateb. Vzniká ale otázka, **jakým způsobem dopočítat implicitní finanční náklad za pronájem lidského aktiva?** Potřebovali bychom znát tržní hodnotu lidských aktiv, kterou bychom položili rovno současné hodnotě plateb nájemného za využívání lidských aktiv. Tržní cena jako taková není u lidského aktiva k dispozici. Zaměstnanci se mezi podniky neprodávají. Jedinou výjimkou je provize, kterou platí

³⁰ Definice aktiva podle mezinárodních účetních standardů a analýza, zda lidská aktiva tuto definici splňují, byly předmětem kapitoly 2.3.

ekonomický zaměstnavatel právnímu zaměstnavateli za pronájem zaměstnanců³¹. Takový pronájem je možné označit za **zprostředkovaný pronájem** lidských aktiv.

Pokud si podnik pronajme ekonomický potenciál od zaměstnance, mohli bychom pronájem v tomto případě nazvat jako **přímý pronájem** lidských aktiv. U přímého pronájmu není žádná provize a zůstávají jako platby za pronájem lidských aktiv pouze osobní náklady. V takovém případě, ale lze předpokládat, že objem osobních nákladů je vyšší než u zprostředkovaného pronájmu, a měl by být zároveň vyšší než součet osobních nákladů u zprostředkovaného pronájmu včetně provize, protože jinak by nemělo smysl zaměstnance pronajímat, ale je přímo zaměstnat. Proto lze zapsat:

$$ON_{pp} - (ON_{zp} + \text{částka provize}) = \text{ROZDÍL} \quad (15)$$

kde:

ON_{pp} = osobní náklady přímého pronájmu = celkové náklady přímého pronájmu

ON_{zp} = osobní náklady zprostředkovaného pronájmu

$ON_{zp} + \text{provize}$ = celkové náklady zprostředkovaného pronájmu

ROZDÍL v absolutním vyjádření lze chápat jako **částku zaplacenou navíc za přímý pronájem lidských aktiv oproti zprostředkovanému pronájmu**. Ekonomický zaměstnavatel šetří některé náklady, zejm. náklady na školení, rekvalifikace, výcvik a podobně, protože si již pronajímá „hotové“ neboli „na míru ušité“ zaměstnance schopné podávat téměř od prvního dne plný pracovní výkon. Částky školení mohou v některých oborech dosahovat značné výše (např. periodická školení v dopravě³²).

Z výše uvedeného vyplývá, že bychom pro výpočet implicitního finančního nákladu mohli jako **tržní hodnotu lidských aktiv** využít **současnou hodnotu plateb za přímý pronájem lidských aktiv sníženou o ušetřené náklady, tj. o ROZDÍL** vyplývající z rovnice (15).

³¹ Podle § 14 odst. 1 písm. b) zákona č. 435/2004 Sb., o zaměstnanosti se zprostředkováním zaměstnání rozumí zaměstnávání fyzických osob za účelem výkonu jejich práce pro uživatele, kterým se rozumí jiná právnická nebo fyzická osoba, která práci přiděluje a dohlíží na její provedení. Znakem smlouvy o pronájmu pracovní síly je její **úplatnost**, kdy je za účelem dosažení zisku sjednána úplata za pronájem pracovní síly. V § 14 odst. 2 zákona o zaměstnanosti se stanoví, že za zprostředkování zaměstnání se podle odst. 1 písm. b) rovněž považuje, je-li **cizinec vyslán svým zahraničním zaměstnavatelem** k výkonu práce na území České republiky na základě smlouvy s českou právnickou nebo fyzickou osobou a obsahem této smlouvy je pronájem pracovní síly.

Od 1. 1. 2012 je možno využít i formu **dočasného přidělení podle § 43a** zákona č. 262/2006 Sb., **zákoník práce**, ve kterém jsou stanoveny podmínky, za kterých je možno zaměstnance dočasně přidělit k výkonu práce k jinému zaměstnavateli. Zaměstnanec plní úkoly, které mu zadává zaměstnavatel, k němuž je přidělen. V tomto případě není potřeba povolení ke zprostředkování zaměstnání.

Dle § 308 a 309 **zákoníku práce**, tj. pro dočasné přidělení zaměstnance k jiné fyzické či právnické osobě je nutné získat povolení ke zprostředkování zaměstnání, a to bez ohledu na to, zda zaměstnanec bude přidělen k jiné fyzické či právnické osobě za úplatu (za účelem dosažení zisku) nebo bezúplatně.

³² Jako příklad si můžeme uvést nákladná periodická školení dopravních pilotů, která musí piloti každoročně dle předpisových požadavků pro udržení typové licence podstupovat. Dle údajů poskytnutých výcvikovým střediskem ČSA (červenec 2009) představovaly roční náklady periodických školení na 1 pilota např. u typu A 310 cca 300 000 Kč.

K odhadu ROZDÍLU:

1) Náklady ON_{zp} představují náklady ON_{pp} snížené zejm. o ušetřené náklady školení a praktického výcviku.

2) Výše provize musí být menší než rozdíl ON_{pp} a ON_{zp} , jinak není z ekonomického hlediska efektivní si zaměstnance pronajmout, ale je rovnou zaměstnat.

Vnitřní výnosové procento, které by odpovídalo výši finančního nákladu za pronájem lidských aktiv, je možné následně vypočítat dle vzorce:

$$TH_{LA} = \sum_{t=1}^n \frac{PP_t}{(1+i)^t} \quad (16)$$

kde:

TH_{LA} = tržní hodnota pronajatých lidských aktiv počítaná za dobu $t = 1$ až n

$TH_{LA} = ON_{pp} - ROZDÍL$

PP_t = platba za přímý pronájem lidských aktiv = ON_{pp} v čase t

i = implicitní finanční náklad

n = počet období, po které se uskutečňují platby za pronájem lidských aktiv

Příklad č. 9: Porovnání výsledku hospodaření u přímého a zprostředkovaného pronájmu LA

(zdroj: vlastní)

Podnik vykazuje na osobních nákladech zaměstnanců za rok 90 mil. Kč. Z toho na periodická školení vynakládá 20 mil. Kč, na mzdy a ostatní osobní náklady částku 70 mil. Kč ročně. Ostatní náklady z operační činnosti představují částku 190 mil. Kč. Výnosy z operační činnosti podniku dosahují výši 300 mil. Kč. Management podniku se po obchodních jednáních s jinými podniky shodné podnikatelské činnosti rozhodl, že si od jednoho z nich pronajme z důvodu přechodného nárůstu zakázek o 100 % zaměstnance na 1 rok za provizi 14 mil. Kč. Pronajatí zaměstnanci jsou vyškolení a schopní téměř od prvního dne podávat 100 % výkon. Předpokládáme, že jejich počet je stejný, jako počet, se kterým byl dosažen minulý hospodářský výsledek. Jakým způsobem se toto rozhodnutí managementu promítne do zisku z operační činnosti podniku, který vyprodukovali zprostředkovaně pronajatí zaměstnanci v porovnání se ziskem vygenerovaným zaměstnanci, kterými podnik disponuje v rámci přímého pronájmu, uvádí následující tabulka.

Tabulka č. 16: Porovnání výsledku hospodaření u přímého a zprostředkovaného pronájmu LA

(v mil. Kč)	přímý pronájem lidských aktiv	zprostředkovaný pronájem lidských aktiv
Osobní náklady: školení, výcvik	20	1
mzdy + ostatní osobní n.	70	70
Ostatní náklady z operační činnosti	190	190
Provize	-	14
Σ nákladů	280	275
Σ výnosů	300	300
zisk	20	25

Zdroj: vlastní

Z příkladu vyplývá, že pokud by zaměstnavatel uplatnil zprostředkovaný pronájem zaměstnanců, jeho náklady by byly o 5 mil. Kč nižší. Platil by sice provizi (- 14 mil. Kč) a náklady adaptace na nové prostředí (- 1 mil. Kč), ale zároveň by nemusel investovat do školení dalších zaměstnanců (+ 20 mil. Kč), kterým vzhledem k např. nejistým budoucím zakázkám, nemůže „garantovat“ další uplatnění.

Výpočet implicitního finančního nákladu u pronájmu lidských aktiv se zohledněním časového rozložení nominálních plateb bude demonstrován v následující kapitole 3.1.3.2 v komplexním příkladu č. 2.

Úpravy výkazů vyplývající z pronájmu lidských aktiv

ROZVAHA

Metoda EVA v principu vyžaduje přidat hodnotu pronajatých aktiv do hodnoty čistých operačních aktiv podniku.

Aktiva: Hodnota lidských aktiv by měla být začleněna do dlouhodobých aktiv v zůstatkové hodnotě. V rámci pracovního kapitálu je nutné provést vyrovnání původních účetních závazků vůči zaměstnancům symetricky k eliminaci původních účetních závazků vůči zaměstnancům v pasivech.

Pasiva: Do vlastního kapitálu, je nutné kumulovaně zařadit odpisy a implicitní finanční náklady z pronájmu lidských aktiv, a kumulovaně přičíst osobní náklady. Do cizího úročeného kapitálu by měl být zařazený nový závazek z pronájmu lidských aktiv a naopak vypuštěny původní účetní závazky vůči zaměstnancům.

PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ

U metody EVA je NOPAT upravován tak, aby byla dosažena symetrie mezi ním a NOA.

Protože upravujeme provozní výsledek hospodaření, odečteme z něj pouze odpis, jelikož implicitní finanční náklad představuje náklady na cizí kapitál, které se na této úrovni neodečítají. K provoznímu výsledku hospodaření je nutné zároveň přičíst hodnotu „nájemného“, tj. všech osobních nákladů (mzdové náklady, odvody na sociální a zdravotní pojištění a další osobní náklady, které byly v původním provozním výsledku zahrnuty).

Výše uvedené úpravy výkazů přehledně sumarizuje následující tabulka.

Tabulka č. 17: Úpravy výkazů, které vyplývají z pronájmu lidských aktiv

AKTIVA	Rozvaha	PASIVA	Provozní výsledek hospodaření (PVH)
Dlouhodobá aktiva	Vlastní kapitál		
+ Pronajatá lidská aktiva v zůstatkové hodnotě	- HV z pronájmu lidských aktiv (odpisy, fin. náklady) kumul.		odpisy lidských aktiv (odpočítat od PVH)
	+ HV z pronájmu lidských aktiv (osobní náklady) kumul.		osobní náklady (připočítat k PVH)
Pracovní kapitál	Cizí kapitál		
	+ závazek z pronájmu lidských aktiv v zůstatkové hodnotě		

Zdroj: vlastní

Úpravy výkazů vyplývající s pronájmu lidských aktiv budou součástí komplexního příkladu č. 2 v následující kapitole 3.1.3.2.

3.1.3.2 KOMPLEXNÍ PŘÍKLAD č. 2

Nepřímé ocenění lidských aktiv podniku – 4 varianty začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku při ocenění metodami DCF a EVA
(zdroj: vlastní)

Výnosové ocenění podniku prostřednictvím metod DCF a EVA bude provedeno u stejného smyšleného znalostního podniku jako v komplexním příkladu č. 1, kde byla lidská aktiva oceněna samostatně.

Základní cíle komplexního příkladu č. 2:

- a) navrhnout varianty začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv znalostního podniku,
- b) provést odpovídající úpravy výkazů u jednotlivých variant začlenění lidských aktiv a
- c) zpracovat základní analýzu³³ ocenění podniku u jednotlivých variant, zejm. s ohledem na potencionální možnost aplikace navržených variant.

ZADÁNÍ PŘÍKLADU

Předmětem ocenění k datu 1. 1. 2014 je znalostní podnik – CONSULTING, a.s., který se primárně zaměřuje na poskytování právně-ekonomického poradenství. Zaměstnává manažera a 10 konzultantů. Sídlí v pronajatých kancelářích, které jsou zařízené. Vzhledem k výši dosahovaných hospodářských výsledků představuje roční platba nájemného za využívání kancelářských prostor zanedbatelnou částku.

Podnik v rámci dlouhodobých aktiv vykazuje nehmotný majetek (vlastní SW). Dále vlastní 5 osobních automobilů, které si pořídil na finanční leasing na začátku roku 2014 (nejsou vedeny v účetních výkazech). Pronájem je smluven na čtyři roky (od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2017), využití je také plánované na 4 roky a odpisy jsou lineární. Stejně automobily by bylo možné koupit za 2 400 tis. Kč. Jsou dohodnuty čtyři platby, vždy koncem roku, ve výši 700 tis. Kč. Odkupní cena na konci pronájmu činí 50 tis. Kč. Podnik nemá ve svém vlastnictví žádný dlouhodobý finanční majetek. Neeviduje žádný dlouhodobý bankovní úvěr.

Předpoklady:

- 1) Finanční plán je sestaven od roku 2015 do roku 2017. Výkony v rámci finančního plánu jsou postaveny na odhadu budoucích výnosů podniku z komplexního příkladu č. 1 (kapitola 3.1.2.3).
- 2) První fáze pro výnosové ocenění trvá tři roky. Druhá fáze začíná rokem 2018 a trvá do nekonečna.
- 3) Sazbu daně z příjmu předpokládáme v rámci plánovaného období na úrovni 19 %.
- 4) Tempo růstu hospodářských výsledků bude ve druhé fázi (od roku 2018) nulové. U hodnot majetku a kapitálu se předpokládá stabilita absolutních částek s nulovým růstem.
- 5) Předpokládá se stejná doba setrvání na daných pracovních pozicích jako v komplexním příkladu č. 1 – tj. 5 let.

Účetní výkazy smyšleného znalostního podniku CONSULTING, a.s. (předpokládáme, že rok 2014 odpovídá skutečnosti, roky 2015 až 2017 jsou plánované) mají následující podobu:

³³ Ve fázi současného počátečního výzkumu oceňování lidských aktiv podniku nelze předpokládat, že řešenou problematiku, která je značně komplikovaná, bude možné komplexně dořešit v rámci této dizertační práce.

Tabulka č. 18: Rozvaha oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.

ROZVAHA (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017
AKTIVA celkem	125 844	148 813	172 695	192 748
DLOUHODOBÁ	1 200	900	600	300
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 200	900	600	300
<i>Software</i>	1 200	900	600	300
Dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
OBĚŽNÁ	124 644	147 913	172 095	192 448
Krátkodobé pohledávky	47 771	54 333	66 795	71 734
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	47 520	54 053	65 909	71 429
<i>Ostatní krátkodobé pohledávky</i>	251	280	886	305
Krátkodobý finanční majetek	76 873	93 580	105 300	120 714
<i>Peníze a účty v bankách</i>	76 873	93 580	105 300	120 714
PASIVA celkem	125 844	148 813	172 695	192 748
VLASTNÍ KAPITÁL	119 167	141 518	162 491	183 170
Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000
Kapitálové fondy (ážio)	3 000	3 000	3 000	3 000
Zákonný rezervní fond	2 000	2 000	2 000	2 000
Nerozdělený zisk minulých let	17 270	29 167	40 174	50 637
VH běžného roku	86 897	97 351	107 317	117 533
CIZÍ ZDROJE	6 677	7 295	10 204	9 578
Krátkodobé závazky	6 677	7 295	10 204	9 578
<i>Z obchodních vztahů</i>	5 647	6 030	8 880	8 123
<i>K zaměstnancům</i>	1 030	1 265	1 324	1 455

Zdroj: vlastní

Tabulka č. 19: Výsledovka oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.

VÝSLEDOVKA	2014	2015	2016	2017
Výkony	124 780	138 492	152 628	166 792
Výkonová spotřeba	3 750	3 980	4 208	4 589
Osobní náklady	13 450	14 025	15 630	16 801
Odpisy	300	300	300	300
Provozní výsledek hospodaření	107 280	120 187	132 490	145 102
VH za běžnou činnost před daní	107 280	120 187	132 490	145 102
sazba daně (%)	19%	19%	19%	19%
Daň	20 383	22 836	25 173	27 569
VH za účetní období	86 897	97 351	107 317	117 533
Výplata dividend (návrh)	75 000	86 344	96 854	107 442
Příděl do nerozděleného zisku	11 897	11 007	10 463	10 091

Zdroj: vlastní

Tabulka č. 20: Výkaz cash-flow oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.

VÝKAZ CASH - FLOW	2015	2016	2017
<i>Peněžní prostředky k začátku roku</i>	76 873	93 580	105 300
Výsledek hospodaření za úč. období	97 351	107 317	117 533
Odpisy	300	300	300
Změna pohledávek	-6 562	-12 462	-4 939
Změna krátkodobých závazků	618	2 909	-626
Provozní cash flow	91 707	98 064	112 268
Výplaty dividend	-75 000	-86 344	-96 854
Finanční cash flow	-75 000	-86 344	-96 854
Celkové cash flow	16 707	11 720	15 414
<i>Peněžní prostředky ke konci roku</i>	93 580	105 300	120 714

Zdroj: vlastní

ŘEŠENÍ PŘÍKLADU

V prvním kroku vypočítáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku bez zahrnutí hodnoty lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku (**varianta 0**).

Poté budeme počítat výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného znalostního podniku v rámci 4 následujících možností zahrnutí hodnoty lidských aktiv do ekonomických výkazů:

- Lidská aktiva považujeme za aktiva kryté **CIZÍM KAPITÁLEM** ve variantách:
 - 1) do ekonomických výkazů zahrneme hodnotu lidských aktiv analogicky jako v případě jejich pořízení formou **finančního leasingu** (**varianta A**)
 - 2) v ekonomických výkazech uvádíme hodnotu lidských aktiv analogicky jako v případě jejich pořízení formou **bankovního úvěru** (**varianta B**)
- Lidská aktiva považujeme za aktiva kryté **VLASTNÍM KAPITÁLEM** ve variantě:
 - 3) v rámci ekonomických výkazů **aktivujeme** část osobních nákladů, které mají investiční charakter (**varianta C**)
- Část hodnoty lidských aktiv považujeme za **CIZÍ KAPITÁL** (část hodnoty osobních nákladů odpovídající závazkům z pronájmu) a část hodnoty lidských aktiv považujeme za **VLASTNÍ KAPITÁL** (zbylá část osobních nákladů investičního charakteru) ve variantě:
 - 4) do ekonomických výkazů zahrneme lidská aktiva **formou varianty B** (s tím rozdílem, že za závazky nebudeme považovat celou hodnotu osobních nákladů – odečítány budou náklady investičního charakteru) a zároveň **formou varianty C** (**varianta D**).

Souhrnně můžeme strukturu řešení ocenění podniku u jednotlivých variant uvést v následujících bodech:

- 1) Podklady pro úpravy účetních výkazů (pokud je to u dané varianty potřebné)
- 2) Úpravy provozního výsledku hospodaření $\Rightarrow$ NOPAT
- 3) Úpravy rozvahy $\Rightarrow$ NOA
- 4) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)
- 5) Ocenění podniku založené na EVA
- 6) Ocenění podniku metodou DCF

U všech variant ocenění budou:

- 1) Ve výpočtu průměrných nákladů kapitálu (WACC) použity jak **vyladěné váhy**, tak **vyladěná struktura kapitálu v modifikované reagenční funkci** pro propočet nákladů vlastního kapitálu podle výše zadlužení³⁴.
- 2) **Daně ze zisku zafixované na stejné absolutní výši** (počítané ze stále stejného daňového základu).

Varianta 0)

Výpočet hodnoty podniku bez zahrnutí lidských aktiv

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného znalostního podniku v této variantě je proveden známým postupem. Ekonomické výkazy podniku (NOPAT a NOA) neobsahují začlenění žádné hodnoty lidských aktiv. Do účetních výkazů je začleněn pouze finanční leasing automobilů.

1) Podklady pro úpravy rozvahy a výsledovky (finanční leasing automobilů)

Tabulka č. 21: Výpočet implicitní úrokové míry (*varianta 0*)

Výpočet implicitní úrokové míry:	Tržní cena	Platby za leasing			
		2014	2015	2016	2017
Peněžní tok spojený s leasingem	-2 400	700	700	700	750
Implicitní úroková míra	7,17%				

Zdroj: vlastní

Tabulka č. 22: Podklady pro úpravu rozvahy a výsledovky (*varianta 0*)

Podklady pro úpravu rozvahy a výsledovky:				
	2014	2015	2016	2017
Leasingový závazek na začátku roku	2 400	1 872	1 306	700
Úrok	172	134	94	50
Snížení závazku	528	566	606	700
Leasingový závazek na konci roku	1 872	1 306	700	0

³⁴ Modifikovaná reagenční funkce převzata ze str. 160 publikace M. Maříka a kol. (2011) „Metody oceňování podniku pro pokročilé“. Samotný vzorec je uveden při výpočtu WACC u *varianty 0*.

Odpisy (2400 / 4)	600	600	600	600
Zůstatková hodnota pronajatého aktiva k 31. 12.	1 800	1 200	600	0
odpisy a úroky	-772	-734	-694	-650
odpisy a úroky (kumulovaně)	-772	-1 506	-2 200	-2 850

Zdroj: vlastní

2) Úprava provozního výsledku hospodaření ⇒ NOPAT

Výsledky hospodaření v roce 2018 budou stejné jako v roce 2017, s tím rozdílem, že se již v nich neprojeví dopady finančního leasingu automobilů.

Tabulka č. 23: Výpočet NOPAT (varianta 0)

	2015	2016	2017	2018 2. fáze
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	120 187	132 490	145 102	145 102
Odpisy z leasingu automobilů	-600	-600	-600	0
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	119 587	131 890	144 502	145 102
Daň	28 051	30 937	33 896	34 036
NOPAT	91 536	100 953	110 606	111 066

Zdroj: vlastní

3) Úpravy rozvahy ⇒ NOA

Do aktiv rozvahy je začleněna hodnota pronajatého aktiva (auta) v zůstatkové hodnotě. V rámci pasiv rozvahy (do cizího kapitálu) je zařazena hodnota leasingového závazku ke konci příslušného roku. Do vlastního kapitálu je doplněna úprava hospodářského výsledku (odpisy a úroky kumulovaně).

Tabulka č. 24: Výpočet NOA (varianta 0)

AKTIVA	2014	2015	2016	2017	PASIVA	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobá aktiva účetní	1 200	900	600	300	Vlastní kapitál účetní	119 167	141 518	162 491	183 170
Leasing automobilů	1 800	1 200	600	0	HV z leasingu (odpis + úrok kumul.)	-772	-1 506	-2 200	-2 850
Pracovní kapitál	117 267	139 218	159 791	180 020	Leasingový závazek	1 872	1 306	700	0
Celkem	120 267	141 318	160 991	180 320	Celkem	120 267	141 318	160 991	180 320

Provozně potřebná výše peněžních prostředků	2 003	2 189	3 061	2 873
Nadbytečná výše peněžních prostředků	74 870	91 392	102 239	117 841
NOA	45 397	49 927	58 752	62 479

Zdroj: vlastní

Poznámky k výpočtu NOA:

* položka „pracovní kapitál“: peníze a účty v bankách - leasingové platby kumul. +

(oběžná aktiva – peníze a účty v bankách) – krátkodobé závazky

* položka „provozně potřebná výše peněžních prostředků“: krátkodobé závazky . 0,3

4) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Tabulka č. 25: Výpočet WACC (varianta 0)

Předpoklady:

- sazba daně z příjmů pro plán:	19%
- náklady VK nezadlužené:	12%
- tempo růstu (g) ve 2. fázi - nulové	0%

	2015	2016	2017	2. fáze
Závazky z leasingu (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
CK celkem (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Podíl složek CK - leasing automobilů	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Nominální výše úroků - leasing automobilů	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Úroky po dani - leasing automobilů	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
Průměrné náklady CK po dani	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%

Propočet daňového štítu (diskontní míra na úrovni nákladů CK)

CK k 1.1.	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
n_{CK} nominální	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Diskontní míra pro DS	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Daňová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Roční daňový štít	25,49	17,79	9,53	0,00
SH daňového štítu k 1.1.	10,80	9,84	8,90	0,00

CK/K (vstupní struktura)	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%
VK/K	99,79%	99,86%	99,92%	100,00%
CK/VK	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%
n_{CK} po dani	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
n_{VKz} po vyladění	12,010%	12,007%	12,004%	12,000%
WACC po vyladění	11,997%	11,998%	11,999%	12,000%
FCFF	87 005,86	92 127,24	106 879,65	111 065,73
Hodnota brutto	886 033,37	905 325,50	921 819,06	925 547,74
CK k 1.1.	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Hodnota netto k 1.1.	884 161,35	904 019,29	921 119,22	925 547,74
Výsledná struktura CK/ H_b	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%

Zdroj: vlastní

Poznámka k výpočtu WACC:

Vzorec pro modifikovanou reagenční funkci pro přepočet nákladů vlastního kapitálu podle výše zadlužení má následující podobu:

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CKt}) \frac{CK_{t-1} - DS_{t-1}}{VK_{t-1}} \quad (17)$$

přičemž

$$DS_{t-1} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{n_{CKt} \cdot d_t \cdot CK_{t-1}}{(1 + n_{CKt})} \quad (18)$$

kde

VK_{t-1}, CK_{t-1} = vlastní a cizí kapitál v tržních hodnotách k počátku roku tDS_{t-1} = současná hodnota řady budoucích daňových štítů k počátku roku tn_{VK(n)}, n_{VK(z)t}, n_{CKt} = náklady VK nezádlužené/zadlužené, náklady CK v roce t

5) Výpočet EVA a ocenění podniku založené na EVA

Tabulka č. 26: Ocenění podniku metodou EVA (varianta 0)

Roční EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT _t	91 536	100 953	110 606	111 066
Náklady investovaného kapitálu (WACC _t · NOA _{t-1})	5 446	5 990	7 050	7 498
EVA (tis. Kč)	86 089	94 963	103 557	103 568

Ocenění podniku na základě EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
EVA	86 089	94 963	103 557	103 568
WACC	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Odúročitel	0,8929	0,7972	0,7118	
Současná hodnota ročních EVA	76 868	75 707	73 714	

Pokračující hodnota	863 069
Současná hodnota pokračující hodnoty	614 348
Současná hodnota 1. fáze	226 288
MVA	840 636
NOA k datu ocenění	45 397
Výnosová hodnota brutto	886 033
Úročený CK celkem k datu ocenění	1 872
Výnosová hodnota netto	884 161
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	959 031

Zdroj: vlastní

Poznámky k výpočtu metodou EVA:

* položka „odúročitel“: $1/(1+WACC_{2015})$, $odúročitel_{2015}/(1+WACC_{2016})$, $odúročitel_{2016}/(1+WACC_{2017})$ * položka „současná hodnota ročních EVA“: $EVA \cdot odúročitel$ * položka „pokračující hodnota“: $EVA_{2018}/WACC_{2018}$ * položka „současná hodnota pokračující hodnoty“: $pokračující\ hodnota \cdot odúročitel_{2017}$

6) Ocenění podniku metodou DCF

Tabulka č. 27: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta 0*)

Volné peněžní toky (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT	91 536	100 953	110 606	111 066
Investice netto	4 530	8 826	3 727	0
FCFF	87 006	92 127	106 880	111 066

Ocenění podniku na základě DCF (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
FCFF	87 006	92 127	106 880	111 066
WACC	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Odúročitel	0,8929	0,7972	0,7118	
Současná hodnota FCFF	77 686	73 447	76 079	

Pokračující hodnota	925 548
Současná hodnota pokračující hodnoty	658 822
Současná hodnota 1. fáze	227 211
Výnosová hodnota brutto	886 033
Úročený CK celkem k datu ocenění	1 872
Výnosová hodnota netto	884 161
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	959 031

Zdroj: vlastní

Poznámky k výpočtu metodou DCF:

- * položka „současná hodnota FCFF“: $FCFF \cdot \text{odúročitel}$
- * položka „pokračující hodnota“: $FCFF_{2018}/WACC_{2018}$
- * položka „současná hodnota pokračující hodnoty“: $\text{pokračující hodnota} \cdot \text{odúročitel}_{2017}$

Variant A)

Výpočet hodnoty podniku se zahrnutím lidských aktiv, která jsou kryta cizím kapitálem – analogie pořízení aktiva formou finančního leasingu

Do ekonomických výkazů začleníme hodnotu pronajatých lidských aktiv analogicky, jak tomu bylo v případě finančního leasingu automobilů ve *variantě 0*. Tržní hodnota automobilů je běžně zjištěitelná, ale „tržní“ hodnotu lidských aktiv je nutné pro účely této varianty vypočítat. Určení tržní hodnoty lidských aktiv pro výpočet implicitních finančních nákladů je stěžejním bodem aplikované varianty, který může být v praxi problematický. Proto je tento krok podrobněji diskutován v následujícím bodě řešení.

1) Podklady pro úpravy účetních výkazů

PRONÁJEM LIDSKÝCH AKTIV

Nejvýznamnější nákladovou položku oceňovaného podniku tvoří osobní náklady, které představují smluvní (např. plat, benefity) a zákonné platby (např. odvody sociálního a zdravotního pojištění) za pronájem lidských aktiv.

Dle mezinárodních účetních standardů (IAS 17) je pronájem (leasing) definován jako „dohoda, kdy pronajímatel poskytne nájemci právo užívat aktivum po smluvenou dobu za jednorázovou platbu nebo řadu plateb“. Analogii u pronájmu lidských aktiv představuje pracovní smlouva (nebo jiný typ smlouvy), na základě které poskytuje zaměstnanec svůj ekonomický potenciál po smluvenou dobu nájemci-podniku, který za tento pronájem vynakládá řadu plateb.

IAS 17 vymezuje faktory, které indikují, že smlouva naplňuje definici finančního leasingu. Mezi tyto základní faktory patří:

- podstatná rizika a užitky plynoucí z pronájmu aktiva jsou převedena na nájemce,
- doba trvání smlouvy je podstatnou částí ekonomické životnosti aktiva,
- vypověditelnost smlouvy pouze za neočekávaných skutečností se souhlasem pronajímatele.

V případě pronájmu lidských aktiv také platí, že rizika a užitky z pronájmu nese nájemce-podnik, ekonomická životnost lidských aktiv je v příkladu shodná s dobou, kdy se předpokládá setrvání na pracovních pozicích a vypověditelnost smlouvy je dána také na základě rozhodnutí pronajímatele-zaměstnance v případě neočekávaných skutečností.

Pokud bychom použili analogii finančního leasingu na pronájem lidských aktiv, pro úpravy účetních výkazů by bylo nezbytné provést následující výpočty:

a) Vypočítat implicitní finanční náklad (i) ze závazku plynoucího z pronájmu lidských aktiv.

Pro výpočet je nutné **stanovit tržní hodnotu lidských aktiv (TH_{LA})**. Tuto hodnotu je možné vyjádřit jako současnou hodnotu plateb za přímý pronájem lidských aktiv sníženou o ušetřené náklady, které představují ROZDÍL vyplývající z rovnice (15) v kapitole 3.1.3.1 (ekonomický zaměstnavatel prostřednictvím zprostředkovaného pronájmu šetří část osobních nákladů, které právní zaměstnavatel musí vynaložit (např. na školení).

Matematicky můžeme pro daný příklad zapsat:

$$TH_{LA} = \frac{\text{platba 1}}{(1+i)} + \frac{\text{platba 2}}{(1+i)^2} + \frac{\text{platba 3}}{(1+i)^3} + \frac{\text{platba 4}}{(1+i)^4} + \frac{\text{platba 5}}{(1+i)^5}$$

Protože implicitní finanční náklad je předmětem výpočtu, nelze tržní cenu lidských aktiv odvodit dle výše uvedeného.

Platby za přímý pronájem lidských aktiv je možné chápat jako osobní náklady vynaložené oceňovaným podnikem v jednotlivých letech (ONpp). Tržní cenu za zprostředkovaný pronájem by vynaložil ekonomický zaměstnavatel, který pokud by si dané zaměstnance pronajal, byl by de facto plátcem ONpp snížených o ROZDÍL. A protože by tyto náklady vynakládal postupně (v časovém horizontu 5 let), je nutné zohlednit jejich rozložení v čase. Pro diskontování použijeme průměrné vážené náklady kapitálu (12 %) vypočítané u *varianty 0*, a z uplatnění zásady opatrnosti, vyplývající z větší rizikovosti lidských aktiv, připočítáme navíc přírážku ve výši 0,5 % bodu.

Z analytické evidence oceňovaného podniku vyplývá, že částky investované do školení zaměstnanců odpovídají 15-ti % osobních nákladů. Výši provize stanovíme na úrovni 50 % z částky odpovídající nákladům školení.

Výše provize musí být menší než rozdíl osobních nákladů přímého pronájmu a osobních nákladů zprostředkovaného pronájmu (tj. menší než náklady školení), jinak není z ekonomického hlediska efektivní zaměstnance pronajmout, ale je přímo zaměstnat. Pokud budeme předpokládat uskutečnění tržní transakce mezi „rovnými“ subjekty bez časové tísně, je vhodné zvolit výši provize na úrovni 50 % investic do školení, aby byl finanční profit z transakce rozdělený rovnoměrně mezi právního a ekonomického zaměstnavatele (relativně dokonalé tržní prostředí by také předpokládalo, že se o danou výhodu podělí oba subjekty přibližně stejně). Data o vyplácených částkách provize představují důvěrná obchodní data. Volbou výše provize, která odpovídá 50 % z částky školení, předpokládáme chybu, která ovlivní výpočet hodnoty podniku zanedbatelným způsobem, jelikož existuje velice malý finanční interval pro odchylku směrem nahoru nebo dolů, aby se ekonomicky vyplatilo jak pronajmout, tak pronajímat. Například při určení provize na úrovni 60 % z nákladů školení vychází výsledná hodnota podniku pouze o 0,1% nižší.

Tabulka č. 28: Výpočet tržní ceny lidských aktiv (*varianta A*)

Výpočet tržní ceny lidských aktiv	2014	2015	2016	2017	2018
Osobní náklady přímého pronájmu - ONpp	13 450	14 025	15 630	16 801	16 801
odúročitel	0,8889	0,7901	0,7023	0,6243	0,5549
diskontované ONpp	11 956	11 081	10 977	10 489	9 323
ON _{pp} celkem	53 827				
náklady školení: 15 % z ONpp	8 074				
provize: 50 % z nákladů školení	4 037				
rozdíl	4 037				
TRŽNÍ CENA LIDSKÝCH AKTIV	49 790				

Zdroj: vlastní

Tržní cena lidských aktiv (49 790 tis. Kč) je postavena na roveň současné hodnotě budoucích plateb.

Uvedený způsob výpočtu tržní ceny lidských aktiv je postavený na premise, že zdravě fungující oceňovaný podnik své zaměstnance potřebuje. Pokud by vedení podniku hypoteticky zvažovalo, že pronajme své zaměstnance jinému podniku (ekonomickému zaměstnavateli), obdrželo by za tento pronájem menší hodnotu než je hodnota, kterou na své

zaměstnance vynakládá (jinak by bylo z ekonomického hlediska pro ekonomického zaměstnavatele výhodnější nepronajímat ale rovnou zaměstnat).

Alternativně je možné tržní cenu lidských aktiv vyjádřit jako cenu, kterou by podnik zaplatil, pokud by „zaměstnal“ lidská aktiva jako podnikající fyzické osoby (na živnostenské oprávnění). Je rovna současné hodnotě osobních nákladů, které by podnik vynakládal po dobu „zadržení“ lidského aktiva, snižené o ušetřené náklady na odvody sociálního a zdravotního pojištění (procentní výše je daná právními předpisy).

Tabulka č. 29: Výpočet implicitního finančního nákladu (*varianta A*)

Výpočet implicitního fin. nákladu:	Tržní cena	Platby za pronájem lidských aktiv				
		2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní tok spojený s pronájmem LA	-49 790	13 450	14 025	15 630	16 801	16 801
Implicitní finanční náklad	15,6%					

Zdroj: vlastní

b) Sestavit splátkový kalendář.

Ze splátkového kalendáře vyplýne výše závazku z pronájmu lidských aktiv ke konci každého roku pro zařazení do pasiv rozvahy – do cizího úročeného kapitálu.

Tabulka č. 30: Sestavení splátkového kalendáře (*varianta A*)

Splátkový kalendář:	2014	2015	2016	2017	2018
Závazek z pronájmu LA na začátku roku	49 790	44 109	36 967	27 105	14 533
Náklad (15,6% · závazek z pronájmu na zač. roku)	7 769	6 883	5 768	4 229	2 268
Snížení závazku (platba - náklad)	5 681	7 142	9 862	12 572	14 533
Závazek z pronájmu na konci roku	44 109	36 967	27 105	14 533	0

Zdroj: vlastní

c) Vypočítat zůstatkovou hodnotu lidských aktiv.

Tržní hodnotu lidských aktiv (49 790 tis. Kč), sniženou o odpisy, je nutné zařadit do dlouhodobých aktiv. Předpokládáme rovnoměrné odpisy po dobu 5 let.

Tabulka č. 31: Výpočet zůstatkové hodnoty pronajatého aktiva (*varianta A*)

Úprava aktiv:	2014	2015	2016	2017	2018
Odpisy (49 790 / 5 let)	9 958	9 958	9 958	9 958	9 958
Zůstatková hodnota pronajatého LA k 31. 12.	39 832	29 874	19 916	9 958	0

Zdroj: vlastní

d) Pro každý rok vyjádřit součet odpisu a úroku.

Do výsledovky se přidávají odpisy ze závazku plynoucího z pronájmu lidských aktiv. Do pasiv rozvahy se ekonomicky pojaté náklady (odpis a úrok) začlení kumulovaně do nerozděleného výsledku hospodaření minulých let.

Tabulka č. 32: Úpravy HV v pasivech rozvahy (*varianta A*)

Úpravy VH v pasivech rozvahy:	2014	2015	2016	2017	2018
odpis a úrok kumulovaně	-17 727	-34 568	-50 294	-64 481	-76 707

Zdroj: vlastní

2) Úpravy provozního výsledku hospodaření ⇒ NOPAT

U finančního leasingu automobilů jsme předpokládali, že původně leasing nebyl zachycen v účetních výkazech (*varianta 0*), a proto se úprava NOPAT týkala pouze promítnutí odpisů z leasingu. U *varianty A* je nezbytné kromě odečtu odpisů od PVH připočítat k PVH původně zahrnuté plánované osobní náklady v jednotlivých letech.

Tabulka č. 33: Výpočet NOPAT (*varianta A*)

	2015	2016	2017	2018 2. fáze
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	120 187	132 490	145 102	144 502
Odpisy z leasingu automobilů	-600	-600	-600	0
Odpisy z pronájmu LA	-9 958	-9 958	-9 958	-9 958
Osobní náklady	14 025	15 630	16 801	16 801
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	123 654	137 562	151 345	151 345
Daň	28 051	30 937	33 896	33 896
NOPAT	95 603	106 625	117 449	117 449

Zdroj: vlastní

3) Úpravy rozvahy ⇒ NOA

K úpravám, které souvisejí s finančním leasingem automobilů zahrnutým do NOA *ve variantě 0*, je nezbytné navíc promítnout do hodnoty vlastního kapitálu úpravu hospodářského výsledku (přičtení osobních nákladů k PVH).

Tabulka č. 34: Výpočet NOA (*varianta A*)

AKTIVA	2014	2015	2016	2017	PASIVA	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobá aktiva účetní	1 200	900	600	300	Vlastní kapitál účetní	119 167	141 518	162 491	183 170
Leasing aut	1 800	1 200	600	0	HV z leasingu (úrok + odpis kumul.)	-772	-1 506	-2 200	-2 850
Pronájem LA	39 832	29 874	19 916	9 958	HV z pronájmu LA (úrok + odpis kumul.)	-17 727	-34 568	-50 294	-64 481
					HV z pronájmu LA (osobní náklady)	13 450	27 475	43 105	59 906
Pracovní kapitál	117 267	139 218	159 791	180 020	Závazek – leasing aut	1 872	1 306	700	0
					Závazek – pronájem LA	44 109	36 967	27 105	14 533
Celkem	160 099	171 192	180 907	190 278	Celkem	160 099	171 192	180 907	190 278

Provozně potřebná výše peněžních prostředků	2 003	2 189	3 061	2 873
Nadbytečná výše peněžních prostředků	74 870	91 392	102 239	117 841
NOA	85 229	79 801	78 668	72 437

Zdroj: vlastní

4) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Matematicky je propočet WACC stejný jako u *varianty 0*. Do závazků je navíc přidána hodnota závazků z pronájmu lidských aktiv – je navýšena celková hodnota cizího kapitálu.

Tabulka č. 35: Výpočet WACC (*varianta A*)

Předpoklady:

- sazba daně z příjmů pro plán:	19%			
- náklady VK nezadlužené:	12%			
- tempo růstu (g) ve 2. fázi - nulové	0%			
	2 015	2 016	2 017	2. fáze
Závazky z leasingu automobilů (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Závazky z pronájmu LA (k počátku roku)	44 108,81	36 966,54	27 104,80	14 533,23
CK celkem (k počátku roku)	45 980,83	38 272,75	27 804,64	14 533,23
Podíl složek CK				
- leasing automobilů	4,07%	3,41%	2,52%	0,00%
- pronájem LA	95,93%	96,59%	97,48%	100,00%
Nominální výše úroků				
- leasing automobilů	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
- pronájem LA	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%
Úroky po dani				
- leasing automobilů	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
- pronájem LA	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%
Průměrné náklady CK po dani	12,36%	12,41%	12,47%	12,64%

Propočet daňového štítu (diskontní míra na úrovni nákladů)

CK k 1.1.	45 980,83	38 272,75	27 804,64	14 533,23
n_{CK} nominální	11,39%	11,39%	11,39%	11,39%
Diskontní míra pro DS	11,39%	11,39%	11,39%	11,39%
Daňová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Roční daňový štít	994,71	827,96	601,50	314,40
SH daňového štítu k 1.1.	4 937,70	4 044,66	3 301,33	2 761,31

CK/K (vstupní struktura)	4,79%	3,95%	2,85%	1,49%
VK/K	95,21%	96,05%	97,15%	98,51%
CK/VK	5,04%	4,12%	2,93%	1,51%
n_{CK} po dani	12,36%	12,41%	12,47%	12,64%
n_{VK} po vyladění	12,028%	12,023%	12,016%	12,008%
WACC po vyladění	12,044%	12,038%	12,029%	12,017%
FCFF	101 031,13	107	123	117
Hodnota brutto	958 945,29	968	975	977
CK k 1.1.	45 980,83	38 272,75	27 804,64	14 533,23
Hodnota netto k 1.1.	912 964,46	930	947	962

Výsledná struktura CK/H _b	4,79%	3,95%	2,85%	1,49%
--------------------------------------	-------	-------	-------	-------

Zdroj: vlastní

5) Ocenění podniku založené na EVA

Tabulka č. 36: Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (varianta A)

Roční EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT _t	95 603	106 625	117 449	117 449
Náklady investovaného kapitálu (WACC _t · NOA _{t-1})	10 140	9 454	9 463	8 705
EVA (tis. Kč)	85 463	97 171	107 986	108 744

Ocenění podniku na základě EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
EVA	85 338	97 019	107 986	108 744
WACC	12,04%	12,04%	12,03%	12,02%
Odúročitel	0,8925	0,7966	0,7111	
Současná hodnota ročních EVA	76 165	77 287	76 787	

Pokračující hodnota	904 929
Současná hodnota pokračující hodnoty	643 478
Současná hodnota 1. fáze	230 239
MVA	873 717
NOA k datu ocenění	85 229
Výnosová hodnota brutto	958 945
Úročený CK celkem k datu ocenění	45 981
Výnosová hodnota netto	912 964
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	987 834

Zdroj: vlastní

6) Ocenění podniku metodou DCF

Tabulka č. 37: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF (varianta A)

Volné peněžní toky (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT	95 603	106 625	117 449	117 449
Investice netto	-5 428	-1 132	-6 231	0
FCFF	101 031	107 757	123 680	117 449
Ocenění podniku na základě DCF (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
FCFF	101 031	107 757	123 680	117 449
WACC	12,04%	12,04%	12,03%	12,02%
Odúročitel	0,8925	0,7966	0,7111	
Současná hodnota FCFF	90 171	85 841	87 947	
Pokračující hodnota	977 366			

Současná hodnota pokračující hodnoty	694 986
Současná hodnota 1. fáze	263 959
Výnosová hodnota brutto	958 945
Úročený CK celkem k datu ocenění	45 981
Výnosová hodnota netto	912 964
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	987 834

Zdroj: vlastní

Varianta B)**Výpočet hodnoty podniku se zahrnutím lidských aktiv, která jsou kryta cizím kapitálem – analogie pořízení aktiva formou bankovního úvěru**

V této variantě výpočtu hodnoty podniku začleňujeme do ekonomické rozvahy (NOA) hodnotu lidských aktiv oceňovaného podniku v podobě současné hodnoty budoucích plateb nájemného ve stejné výši na straně aktiv i pasiv. Platby nájemného představují osobní náklady. Pro diskontování zvolíme úrokovou míru z úvěru, který pracuje s obdobným rizikem.

1) Podklady pro úpravu účetních výkazů

Pro výpočet nákladů cizího kapitálu u této varianty ocenění volíme jiný přístup oproti výpočtu nákladů cizího kapitálu u *varianty A* (analogie pořízení na finanční leasing). Implicitní finanční náklad předpokládáme na úrovni úrokové sazby pro kontokorentní úvěr, který představuje jeden z nejnákladnějších úvěrů poskytovaných finančními institucemi. Výše úrokové sazby u tohoto typu úvěru zohledňuje větší rizika, která by při ocenění lidských aktiv měla být reflektována.

Podnikové kontokorentní úvěry se poskytují na dobu určitou (krátkodobý max. na dobu 3 let) nebo neurčitou. Úrokové sazby se často stanovují individuálně v závislosti na posouzení rizikovosti klienta (bonita, způsob zajištění/nezajištění, výše úvěru atd.). Například ceník České spořitelny platný od 1. 1. 2014 uvádí úrokové sazby pro firemní kontokorent pro jednotlivá finanční pásma od 15,9 % do 13,0 %. Ceník Komerční banky platný od 9. 6. 2014 uvádí pro kontokorent pásmo od 14 % do 16 %. Pro odhad nákladů cizího kapitálu v této variantě budeme tedy předpokládat implicitní finanční náklad na úrovni 15 %.

Úpravy výkazu NOA:

Do čistých operačních aktiv oceňovaného podniku je na straně aktiv i pasiv zahrnuta současná hodnota budoucích plateb nájemného lidských aktiv = hodnota dluhu (CK). **Hodnota CK** ke konci určitého roku obsahuje součet budoucích osobních nákladů, z nichž každý je diskontován ke konci roku, pro který se hodnota CK počítá (například: CK k 31. 12. 2016 = osobní náklady 2017 diskontované za 1 rok + osobní náklady 2018 diskontované za 2 roky, výpočtem „odzadu“: (CK ke konci roku 2017 + osobní náklady roku 2017) / (1+0,15).

Na straně pasiv je do VH začleněn kumulovaně implicitní finanční náklad a odpis (splátka). Platí, že osobní náklad za daný rok = implicitní finanční náklad + splátka (odpis). **Implicitní finanční náklad** je počítán jako hodnota CK ke konci předchozího roku násobená 15%. Zároveň je na straně pasiv do HV zahrnuta hodnota **osobních nákladů** v jednotlivých letech.

Úpravy výkazu NOPAT:

K provoznímu výsledku hospodaření je připočítána hodnota osobních nákladů v jednotlivých letech a odpočítána hodnota odpisů z pronájmu lidských aktiv.

Tabulka č. 38: Výpočet současné hodnoty budoucích plateb nájemného LA (varianta B)

Implicitní finanční náklad: 15,00%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osobní náklady		13 450	14 025	15 630	16 801	16 801
SH budoucích plateb nájemného	50 537	44 667	37 342	27 314	14 610	0
Výše implicitního finančního		-7 580	-6 700	-5 601	-4 097	-2 191
Odpis aktiva		-5 870	-7 325	-10 029	-12 704	-14 610

Zdroj: vlastní

2) Úpravy provozního výsledku hospodaření ⇒ NOPAT

Tabulka č. 39: Výpočet NOPAT (varianta B)

	2015	2016	2017	2018 2. fáze
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	120 187	132 490	145 102	144 502
Odpisy z leasingu automobilů	-600	-600	-600	0
Odpisy z pronájmu LA (analogie bankovního úvěru)	-7 325	-10 029	-12 704	-12 704
Osobní náklady	14 025	15 630	16 801	16 801
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	126 287	137 491	148 599	148 599
Daň	28 051	30 937	33 896	33 896
NOPAT	98 236	106 554	114 703	114 703

Zdroj: vlastní

3) Úpravy rozvahy ⇒ NOA

Tabulka č. 40: Výpočet NOA (varianta B)

AKTIVA	2014	2015	2016	2017	PASIVA	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobá aktiva účetní	1 200	900	600	300	Vlastní kapitál účetní	119 167	141 518	162 491	183 170
Leasing automobilů	1 800	1 200	600	0	HV z leasingu (odpis + úrok kumul.)	-772	-1 506	-2 200	-2 850
Pronájem LA (analogie úvěr)	44 667	37 342	27 314	14 610	HV z pronájmu LA (odpis + finanční nákl. kumul.)	-13 450	-27 475	-43 105	-59 906

					HV z pronájmu LA (osobní náklady)	13 450	27 475	43 105	59 906
Pracovní kapitál	117 267	139 218	159 791	180 020	Závazek - pronájem LA	44 667	37 342	27 314	14 610
					Závazek - leasing automobilů	1 872	1 306	700	0
Celkem	164 934	178 660	188 305	194 930	Celkem	164 934	178 660	188 305	194 930

Provozně potřebná výše peněžních prostředků	2 003	2 189	3 061	2 873
Nadbytečná výše peněžních prostředků	74 870	91 392	102 239	117 841
NOA	90 064	87 269	86 066	77 089

Zdroj: vlastní

3) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Tabulka č. 41: Výpočet WACC (varianta B)

Předpoklady:

- sazba daně z příjmů pro plán:	19%			
- náklady VK nezadlužené:	12%			
- tempo růstu (g) ve 2. fázi - nulové	0%			
	2 015	2 016	2 017	2. fáze
Závazky z leasingu automobilů (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Závazky z pronájmu LA (k počátku roku)	44 667,13	37 342,20	27 313,53	14 609,57
CK celkem (k počátku roku)	46 539,16	38 648,41	28 013,37	14 609,57
Podíl složek CK				
- leasing automobilů	4,02%	3,38%	2,50%	0,00%
- pronájem LA	95,98%	96,62%	97,50%	100,00%
Nominální výše úroků				
- leasing automobilů	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
- pronájem LA	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Úroky po dani				
- leasing automobilů	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
- pronájem LA	12,15%	12,15%	12,15%	12,15%
Průměrné náklady CK po dani	11,89%	11,94%	11,99%	12,15%

Propočet daňového štítu (diskontní míra na úrovni n_{CK})

CK k 1.1.	46 539,16	38 648,41	28 013,37	14 609,58
n_{CK} nominální	11,08%	11,08%	11,08%	11,08%
Diskontní míra pro DS	11,08%	11,08%	11,08%	11,08%
Daňová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Roční daňový štít	980,09	813,91	589,95	307,67
SH daňového štítu k 1.1.	4 921,90	4 039,60	3 306,90	2 775,82

CK/K (vstupní struktura)	4,94%	4,05%	2,95%	1,53%
VK/K	95,06%	95,95%	97,05%	98,47%
CK/VK	5,19%	4,22%	3,04%	1,55%
n_{CK} po dani	11,89%	11,94%	11,99%	12,15%
n_{VKz} po vyladění	12,042%	12,035%	12,025%	12,012%
WACC po vyladění	12,035%	12,031%	12,024%	12,014%

FCFF	101 031,13	107 757,40	123 680,18	114 703,03
Hodnota brutto	943 015,45	954 000,00	951 000,00	954 730,00
CK k 1.1.	46 539,16	38 648,41	28 013,37	14 609,57
Hodnota netto k 1.1.	911 798,31	915 351,59	922 986,63	897 932,06
Výsledná struktura CK/Hb	4,94%	4,05%	2,95%	1,53%

Zdroj: vlastní

4) Ocenění podniku založené na EVA

Tabulka č. 42: Ocenění podniku metodou EVA (varianta B)

Roční EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT _t	98 236	106 554	114 703	114 703
Náklady investovaného kapitálu ($WACC_t \cdot NOA_{t-1}$)	10 839	10 499	10 348	9 262
EVA (tis. Kč)	87 397	96 055	104 355	105 441

Ocenění podniku na základě EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
EVA	87 397	96 055	104 355	105 441
WACC	12,03%	12,03%	12,02%	12,01%
Odúročitel	0,8926	0,7967	0,7112	
Současná hodnota ročních EVA	78 009	76 530	74 219	

Pokračující hodnota	877 641
Současná hodnota pokračující hodnoty	624 193
Současná hodnota 1. fáze	228 758
MVA	852 951
NOA k datu ocenění	90 064
Výnosová hodnota brutto	943 015
Úročený CK celkem k datu ocenění	31 217
Výnosová hodnota netto	911 798
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	986 668

Zdroj: vlastní

6) Ocenění podniku metodou DCF

Tabulka č. 43: Ocenění podniku metodou DCF (varianta B)

Volné peněžní toky (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT	98 236	106 554	114 703	114 703
Investice netto	-2 795	-1 203	-8 977	0
FCFF	101 031	107 757	123 680	114 703

Ocenění podniku na základě DCF (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
FCFF	101 031	107 757	123 680	114 703
WACC	12,03%	12,03%	12,02%	12,01%

Odúročitel	0,8926	0,7967	0,7112
Současná hodnota FCFF	90 179	85 854	87 963

Pokračující hodnota	954 730
Současná hodnota pokračující hodnoty	679 020
Současná hodnota 1. fáze	263 996
Výnosová hodnota brutto	943 015
Úročený CK celkem k datu ocenění	31 217
Výnosová hodnota netto	911 798
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	986 668

Zdroj: vlastní

Varianta C)**Výpočet hodnoty podniku se zahrnutím lidských aktiv, krytých vlastním kapitálem formou aktivace části osobních nákladů, které mají investiční charakter**

Oceňovaný podnik vynaložil na školení zaměstnanců v roce 2014 částku 9 489 mil. Kč, která odpovídá 15 % osobních nákladů. Z hlediska hodnocení ekonomické efektivity mají tyto náklady investiční charakter, a proto by měly být aktivovány. Odepisovány by měly být po dobu „zadržení“ aktiva (5 let). Zůstatková hodnota aktivovaných nákladů (15% z osobních nákladů) je do NOA začleněna na straně aktiv a pasiv ve stejné výši. Od PVH jsou odečteny odpisy aktivovaných nákladů, a naopak k PVH je přičtena část osobních nákladů (15 %), která byla původně zahrnutá v účetních výkazech.

1) Podklady pro úpravy účetních výkazů

Tabulka č. 44: Podklady pro úpravy účetních výkazů (varianta C)

	2014	2015	2016	2017	2018
celkové osobní náklady	13 450	14 025	15 630	16 801	16 801
15% z osobních nákladů	2 018	2 104	2 345	2 520	2 520
lineární odpis výdaje roku 2014	404	404	404	404	404
lineární odpis výdaje roku 2015		421	421	421	421
lineární odpis výdaje roku 2016			469	469	469
lineární odpis výdaje roku 2017				504	504
lineární odpis výdaje roku 2018					504
roční odpis celkem	404	824	1293	1797	2301
kumulované výdaje	2018	4121	6466	8986	11506
kumulované odpisy	404	1228	2521	4318	6619
zůstatková hodnota v A a P	1614	2894	3945	4668	4887

Zdroj: vlastní

2) Úpravy provozního výsledku hospodaření ⇒ NOPAT

Tabulka č. 45: Výpočet NOPAT (varianta C)

	2015	2016	2017	2018 2. fáze
Provozní VH z výsledovky	120 187	132 490	145 102	145 102
Odpisy z leasingu automobilů	-600	-600	-600	0
Odpisy aktivovaných nákladů LA	-824	-1 293	-1 797	-2 301
Osobní náklady 15 %	2 104	2 345	2 520	2 520
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	120 867	132 941	145 225	145 321
Daň	28 051	30 937	33 896	34 036
NOPAT	92 816	102 004	111 329	111 285

Zdroj: vlastní

3) Úpravy rozvahy ⇒ NOA

Tabulka č. 46: Výpočet NOA (varianta C)

AKTIVA	2014	2015	2016	2017	PASIVA	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobá aktiva účetní	1 200	900	600	300	Vlastní kapitál účetní	119 167	141 518	162 491	183 170
Leasing - automobilů	1 800	1 200	600	0	HV z leasingu kumul.	-772	-1 506	-2 200	-2 850
Lidská aktiva	1 614	2 894	3 945	4 668	Ekvivalent VK - LA	1 614	2 894	3 945	4 668
Pracovní kapitál	117 267	139 218	159 791	180 020	Leasingový závazek	1 872	1 306	700	0
Celkem	121 881	144 212	164 936	184 988	Celkem	121 881	144 212	164 936	184 988
Provozně potřebná výše peněžních prostředků						2 003	2 189	3 061	2 873
Nadbytečná výše peněžních prostředků						74 870	91 392	102 239	117 841
NOA (čistá operační aktiva)						47 011	52 820	62 697	67 147

Zdroj: vlastní

4) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Tabulka č. 47: Výpočet WACC (varianta C)

Předpoklady:

- sazba daně z příjmů pro plán:	19%
- náklady VK nezadlužené:	12%
- tempo růstu (g) ve 2. fázi - nulové	0%

	2015	2016	2017	2. fáze
Závazky z leasingu (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Cizí kapitál celkem (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00

Podíl složek cizího kapitálu - leasing automobilů	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Nominální výše úroků - leasing automobilů	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Úroky po dani - leasing automobilů	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
Průměrné náklady CK po dani	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%

Propočet daňového štítu (diskontní míra na úrovni n_{CK})

CK k 1.1.	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
n_{CK} nominální	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Diskontní míra pro DS	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
Daňová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Roční daňový štít	25,49	17,79	9,53	0,00
SH daňového štítu k 1.1.	10,80	9,84	8,90	0,00

CK/K (vstupní struktura)	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%
VK/K	99,79%	99,86%	99,92%	100,00%
CK/VK	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%
n_{CK} po dani	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
n_{VKz} po vyladění	12,010%	12,007%	12,004%	12,000%
WACC po vyladění	11,997%	11,998%	11,999%	12,000%
FCFF	87 006,13	92 127,40	106 879,18	111 284,94
Hodnota brutto	887 333,66	906 781,56	923 449,68	927 374,50
CK k 1.1.	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Hodnota netto k 1.1.	885 461,64	905 475,35	922 749,84	927 374,50
Výsledná struktura CK/ H_b	0,21%	0,14%	0,08%	0,00%

Zdroj: vlastní

5) Ocenění podniku založené na EVA

Tabulka č. 48: Ocenění podniku metodou EVA (varianta C)

Roční EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
$NOPAT_t$	92 816	102 004	111 329	111 285
Náklady investovaného kapitálu ($WACC_t \cdot NOA_{t-1}$)	5 640	6 337	7 523	8 058
EVA (tis. Kč)	87 176	95 667	103 806	103 227

Ocenění podniku na základě EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
EVA	87 176	95 667	103 806	103 227
WACC	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Odúročitel	0,8929	0,7972	0,7118	
Současná hodnota ročních EVA	77 837	76 269	73 891	

Pokračující hodnota	860 227
Současná hodnota pokračující hodnoty	612 326
Současná hodnota 1. fáze	227 997
MVA	840 323
NOA k datu ocenění	47 011
Výnosová hodnota brutto	887 334

Úročený CK celkem k datu ocenění	1 872
Výnosová hodnota netto	885 462
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	960 332

Zdroj: vlastní

6) Ocenění podniku metodou DCF

Tabulka č. 49: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta C*)

Volné peněžní toky (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT	92 816	102 004	111 329	111 285
Investice netto	-5 809	-9 877	-4 450	0
FCFF	87 006	92 127	106 879	111 285

Ocenění podniku na základě DCF (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
FCFF	87 006	92 127	106 879	111 285
WACC	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Odúročitel	0,8929	0,7972	0,7118	
Současná hodnota FCFF	77 686	73 447	76 079	

Pokračující hodnota	927 375
Současná hodnota pokračující hodnoty	660 122
Současná hodnota 1. fáze	227 211
Výnosová hodnota brutto	887 334
Úročený CK celkem k datu ocenění	1 872
Výnosová hodnota netto	885 462
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	960 332

Zdroj: vlastní

Variantá D)

Výpočet hodnoty podniku se zahrnutím lidských aktiv, krytých částečně cizím kapitálem (část osobních nákladů tvořících závazky z pronájmu) a částečně vlastním kapitálem (část osobních nákladů investičního charakteru)

V této variantě ocenění jsou do účetních výkazů zakomponované úpravy z *varianty B* a *varianty C*, s tím, že rozdílem u *varianty B* jsou současné hodnoty budoucích plateb nájemného z lidských aktiv počítány z hodnot, které se rovnají 85 % osobních nákladů v jednotlivých letech. Zbývá část osobních nákladů (15 %) je začleněná formou aktivace nákladů.

1) Podklady pro úpravy účetních výkazů

Tabulka č. 50: Podklady pro úpravy finančních výkazů (*varianta D*)

Implicitní finanční náklad	15,00%					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osobní náklady v jednotlivých		13 450	14 025	15 630	16 801	16 801
15% z osobních nákladů		2 018	2 104	2 345	2 520	2 520
85 % z osobních nákladů		11 433	11 921	13 286	14 281	14 281
SH budoucích plateb nájemného	42 956	37 967	31 740	23 216	12 418	0
Výše implicitního finančního		-6 443	-5 695	-4 761	-3 482	-1 863
Odpis aktiva		-4 989	-6 226	-8 524	-10 798	-12 418

Zdroj: vlastní

2) Úpravy provozního výsledku hospodaření ⇒ NOPAT

Tabulka č. 51: Výpočet NOPAT (*varianta D*)

	2015	2016	2017	2018 2. fáze
Provozní VH z výsledovky	120 187	132 490	145 102	146 626
Odpisy z leasingu automobilů	-600	-600	-600	0
Odpisy z pronájmu LA (analogie úvěr)	-6 226	-8 524	-10 798	-12 418
Odpisy z aktivace LA	-824	-1 293	-1 797	-2 301
Osobní náklady	14 025	15 630	16 801	16 801
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	126 562	137 703	148 708	148 708
Daň	28 051	30 937	33 896	33 896
NOPAT	98 511	106 766	114 812	114 812

Zdroj: vlastní

3) Úpravy rozvahy ⇒ NOA

Tabulka č. 52: Výpočet NOA (*varianta D*)

AKTIVA	2014	2015	2016	2017	PASIVA	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobá aktiva účetní	1 200	900	600	300	VK - účetní + aktivace LA	120 781	144 412	166 436	187 838
Leasing automobilů	1 800	1 200	600	0	HV z leasingu automobilů (úrok + odpis kumul.)	-772	-1 506	-2 200	-2 850
LA - aktivace	1 614	2 894	3 945	4 668	HV z pronájmu LA (osob. náklady)	11 433	23 354	36 639	50 920
Pronájem LA (analogie úvěr)	37 967	31 741	23 217	12 418	HV z pronájmu LA (úrok+odpis kumul.)	-11 433	-23 354	-36 639	-50 920
Pracovní kapitál	117 267	139 218	159 791	180 020	Závazek - leasing	1 872	1 306	700	0

					Závazek - pronájem LA	37 967	31 741	23 217	12 418
Celkem	159 848	175 953	188 153	197 406	Celkem	159 848	175 953	188 153	197 406

Provozně potřebná výše peněžních prostředků	2 003	2 189	3 061	2 873
Nadbytečná výše peněžních prostředků	74 870	91 392	102 239	117 841
NOA	84 978	84 562	85 914	79 565

Zdroj: vlastní

4) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Tabulka č. 53: Výpočet WACC (varianta D)

Předpoklady:

- sazba daně z příjmů pro plán:	19%			
- náklady VK nezadlužené:	12%			
- tempo růstu (g) ve 2. fázi - nulové	0%			
	2 015	2 016	2 017	2. fáze
Závazky z leasingu automobilů (k počátku roku)	1 872,03	1 306,21	699,84	0,00
Závazky z pronájmu LA (k počátku roku)	37 967,06	31 740,87	23 216,50	12 418,13
CK celkem (k počátku roku)	39 839,09	33 047,08	23 916,34	12 418,13
Podíl složek CK				
- leasing automobilů	4,70%	3,95%	2,93%	0,00%
- pronájem LA	95,30%	96,05%	97,07%	100,00%
Nominální výše úroků				
- leasing automobilů	7,17%	7,17%	7,17%	7,17%
- pronájem LA	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Úroky po dani				
- leasing automobilů	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
- pronájem LA	12,15%	12,15%	12,15%	12,15%
Průměrné náklady CK po dani	11,85%	11,90%	11,96%	12,15%

Propočet daňového štítu (diskontní míra na úrovni n_{CK})

CK k 1.1.	39 839,09	33 047,08	23 916,34	12 418,13
n_{CK} nominální	11,08%	11,08%	11,08%	11,08%
Diskontní míra pro DS	11,08%	11,08%	11,08%	11,08%
Daňová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Roční daňový štít	838,99	695,95	503,66	261,52
SH daňového štítu k 1.1.	4 194,64	3 439,37	2 812,86	2 359,44

CK/K (vstupní struktura)	4,25%	3,50%	2,52%	1,30%
VK/K	95,75%	96,50%	97,48%	98,70%
CK/VK	4,43%	3,63%	2,59%	1,32%
n_{CK} po dani	11,85%	11,90%	11,96%	12,15%
n_{VKz} po vyladění	12,036%	12,030%	12,021%	12,010%
WACC po vyladění	12,028%	12,025%	12,019%	12,012%
FCFF	98 927,13	105 413,40	121 160,18	114 811,87
Hodnota brutto	938 392,48	943 000,00	949 000,00	955 842,00
CK k 1.1.	39 839,09	33 047,08	23 916,34	12 418,13
Hodnota netto k 1.1.	911 857,91	909 952,92	925 083,66	943 423,87
Výsledná struktura CK/ H_b	4,25%	3,50%	2,52%	1,30%

Zdroj: vlastní

5) Ocenění podniku založené na EVA

Tabulka č. 54: Ocenění podniku metodou EVA (varianta D)

Roční EVA (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT _t	98 511	106 766	114 812	114 812
Náklady investovaného kapitálu ($WACC_t \cdot NOA_{t-1}$)	10 221	10 169	10 326	9 557
EVA (tis. Kč)	88 290	96 597	104 485	105 255

	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
EVA	88 290	96 597	104 485	105 255
WACC	12,03%	12,03%	12,02%	12,01%
Odúročitel	0,8926	0,7968	0,7113	
Současná hodnota ročních EVA	78 810	76 970	74 322	

Pokračující hodnota	876 277
Současná hodnota pokračující hodnoty	623 312
Současná hodnota 1. fáze	230 102
MVA	853 415
NOA k datu ocenění	84 978
Výnosová hodnota brutto	938 392
Úročený CK celkem k datu ocenění	26 535
Výnosová hodnota netto	911 858
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	986 728

Zdroj: vlastní

6) Ocenění podniku metodou DCF

Tabulka č. 55: Ocenění podniku metodou DCF (varianta D)

Volné peněžní toky (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
NOPAT	98 511	106 766	114 812	114 812
Investice netto	-416	1 352	-6 349	0
FCFF	98 927	105 413	121 160	114 812

Ocenění podniku na základě DCF (entity)	1. fáze			2. fáze
	2015	2016	2017	2018
FCFF	98 927	105 413	121 160	114 812
WACC	12,03%	12,03%	12,02%	12,01%
Odúročitel	0,8926	0,7968	0,7113	
Současná hodnota FCFF	88 306	83 995	86 183	

Pokračující hodnota	955 842
---------------------	---------

Současná hodnota pokračující hodnoty	679 908
Současná hodnota 1. fáze	258 484
Výnosová hodnota brutto	938 392
Úročený CK celkem k datu ocenění	26 535
Výnosová hodnota netto	911 857
Neoperační aktiva k datu ocenění	74 870
Výsledná výnosová hodnota VK	986 728

Zdroj: vlastní

Analýza výsledků komplexního příkladu č. 2

Výsledné výnosové hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku CONSULTING, a.s. včetně výsledků vybraných dílčích veličin sumarizuje následující tabulka:

Tabulka č. 56: Sumarizační tabulka výsledků komplexního příkladu č. 2

(tis. Kč) / %	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT		91 536	100 953	110 606	111 066
NOA	45 397	49 927	58 752	62 479	
WACC		12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
EVA / DCF					
MVA		840 636			
SH 1. fáze		226 288			227 211
SH pokračující hodnoty		614 348			658 822
Úročený CK k datu ocenění		1 872			
Výsledná hodnota VK		959 031			
NOPAT		95 603	106 625	117 449	117 449
NOA	85 229	79 801	78 668	72 437	
WACC		12,04%	12,04%	12,03%	12,02%
EVA / DCF					
MVA		873 717			
SH 1. fáze		230 239			263 959
SH pokračující hodnoty		643 478			694 986
Úročený CK k datu ocenění		45 981			
Výsledná hodnota VK		987 834			
NOPAT		98 236	106 554	114 703	114 703
NOA	90 064	87 269	86 066	77 089	
WACC		12,04%	12,03%	12,02%	12,01%
EVA / DCF					
MVA		852 951			
SH 1. fáze		228 758			263 996
SH pokračující hodnoty		624 193			679 020
Úročený CK k datu ocenění		31 217			
Výsledná hodnota VK		986 668			

NOPAT		92 816	102 004	111 329	111 285
NOA	47 011	52 820	62 697	67 147	
WACC		11,99%	11,99%	11,99%	12,00%
EVA / DCF					
MVA		840 323			
SH 1. fáze		227 997	227 211		
SH pokračující hodnoty		612 326	660 122		
Úročený CK k datu ocenění		1872			
Výsledná hodnota VK		960 332			
NOPAT		98 511	106 766	114 812	114 812
NOA	84 978	84 562	85 914	79 565	
WACC		12,03%	12,03%	12,02%	12,01%
EVA/ DCF					
MVA		853 415			
SH 1. fáze		230 102	258 484		
SH pokračující hodnoty		623 312	679 908		
Úročený CK k datu ocenění		26 535			
Výsledná hodnota VK		986 728			

Zdroj: vlastní

U ocenění pomocí metody EVA i DCF u všech čtyř variant výpočtů bylo vycházeno ze stejných operačních aktiv (NOA), ze stejného operačního zisku (NOPAT), stejných průměrných nákladů kapitálu WACC a stejné výše neoperačních aktiv. Úpravy účetních dat, které v principu vyžaduje koncept EVA, byly použité i pro ocenění metodou DCF, jelikož u výnosového ocenění by měl být ekonomický pohled primární. Výsledné ocenění je v důsledku aplikace identicky pojatých veličin ve stejné výši u metody DCF i EVA.

Varianta A)

zahrnutí lidských aktiv jako cizího kapitálu – analogie finančního leasingu

➤ WACC

Při zahrnutí lidských aktiv do NOA se průměrné náklady CK po dani zvýšily přibližně o 6,5 %. Průměrné náklady kapitálu se také nepatrně zvýšily.

➤ NOPAT

Výše NOPAT se v jednotlivých plánovaných obdobích zvýšila v průměru pouze o 5,3 mil. Kč. Kromě odečtu odpisů z pronájmu lidských aktiv je nutné k NOPAT přičíst k provozním výsledkům hospodaření částku osobních nákladů v jednotlivých letech. Tyto úpravy se v příkladech částečně eliminují, a nemají proto výrazný dopad na výši NOPAT.

➤ NOA₀

Počáteční hodnota NOA je výrazně vyšší (cca o 88 %). V průběhu dalších let však hodnota NOA klesá, a v kombinaci s nepatrně vyššími hodnotami WACC dochází ke zvýšení nákladů kapitálu. Vyšší náklady kapitálu jsou ale odpočítány od vyššího NOPAT, a proto vychází ukazatele EVA vyšší.

➤ CK

Úročený cizí kapitál je také výrazně vyšší, z původní hodnoty 1 872 tis. Kč se zvýšil na 45 981 tis. Kč.

Varianta B)

zahrnutí lidských aktiv jako cizího kapitálu – analogie bankovního úvěru

➤ WACC, CK

U WACC došlo k nepatrnému zvýšení jako u varianty A). CK se zvýšil z hodnoty 1 872 tis. Kč na 31 217 tis. Kč.

➤ NOPAT

V jednotlivých plánovaných obdobích došlo ke zvýšení v průměru cca o 5 mil. Kč. Proti přičtení hodnoty osobních nákladů působí nižší odpisy z pronájmu lidských aktiv, a proto je NOPAT vyšší (přibližně o stejnou výši jako u varianty A).

➤ NOA₀

Počáteční hodnota NOA je vyšší cca o 98 %. V průběhu plánovaného období postupně klesá, a při nepatrně vyšší hodnotě WACC dochází ke zvýšení nákladů kapitálu, které jsou ale odpočítávány od vyššího NOPAT. Výsledkem jsou vyšší ukazatele EVA (jako v případě varianty A).

Varianta C)

zahrnutí lidských aktiv jako vlastního kapitálu formou aktivace části osobních nákladů investičního charakteru

➤ WACC, CK

Hodnoty WACC se velice nepatrně snížily. CK nezměněn.

➤ NOPAT

Téměř nezměněn. Oproti odpisům části aktivovaných osobních nákladů (15 %) působí přičtení hodnoty části osobních nákladů původně zachycených ve výsledovce.

➤ NOA₀

Počáteční hodnota NOA je vyšší o 3,5 % (nárůst z hodnoty 45 397 tis. Kč na 47 011 tis. Kč).

Varianta D)

zahrnutí lidských aktiv částečně jako CK (analogie úvěru) a částečně jako VK(aktivace)

➤ WACC, CK

Hodnoty WACC nepatrně zvýšeny. CK zvýšen z hodnoty 1 872 mil. Kč na 26 535 mil. Kč.

➤ NOPAT

Zvýšen v průměru přibližně o 5 mil. Kč. Proti hodnotě odpisů z aktivace části osobních nákladů a odpisů z pronájmu LA (analogie úvěru) působí vyšší hodnota osobních nákladů původně zahrnutých ve výsledovce.

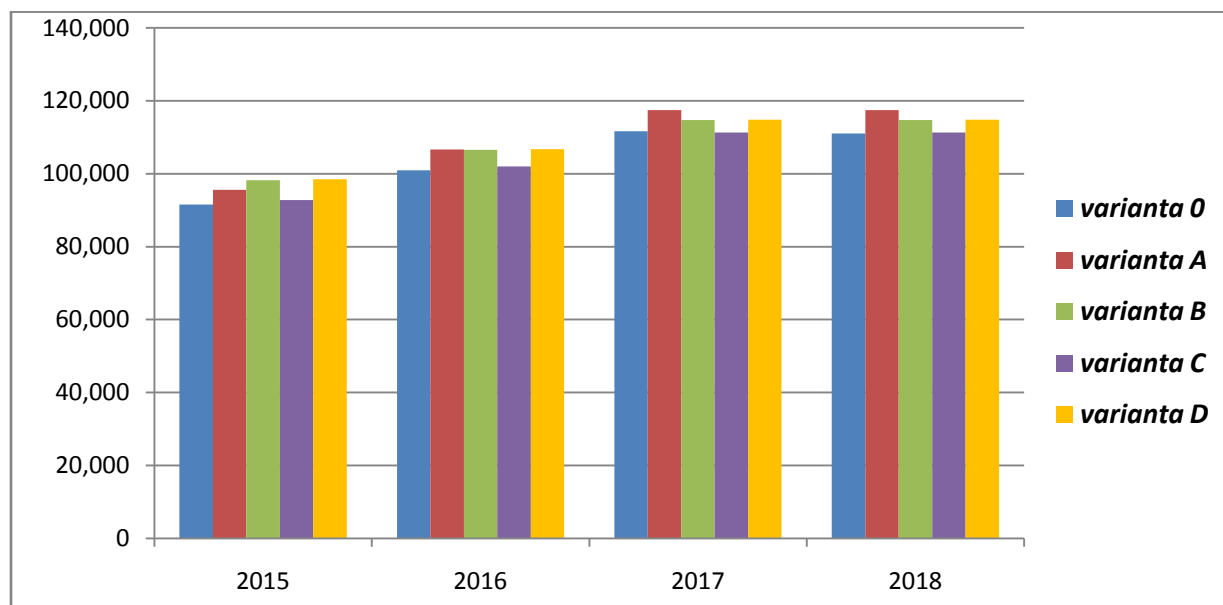
➤ NOA₀

Zvýšení z hodnoty 45 397 tis. Kč na 84 978 tis. Kč.

Změny rozložení NOA a MVA (poměr NOA/MVA) a rentability kapitálu oproti variantě, kdy lidská aktiva nebyla začleněna do ocenění, jsou pro názornost zachyceny v následujícím textu pomocí grafů. Pro lepší orientaci je graficky znázorněn i vývoj NOPAT a NOA u jednotlivých variant ocenění.

Z následujícího grafického znázornění vývoje NOPAT (Graf č. 3) je patrný stoupající trend u všech variant ocenění, přičemž ke konci první fáze (rok 2017) je stabilizován.

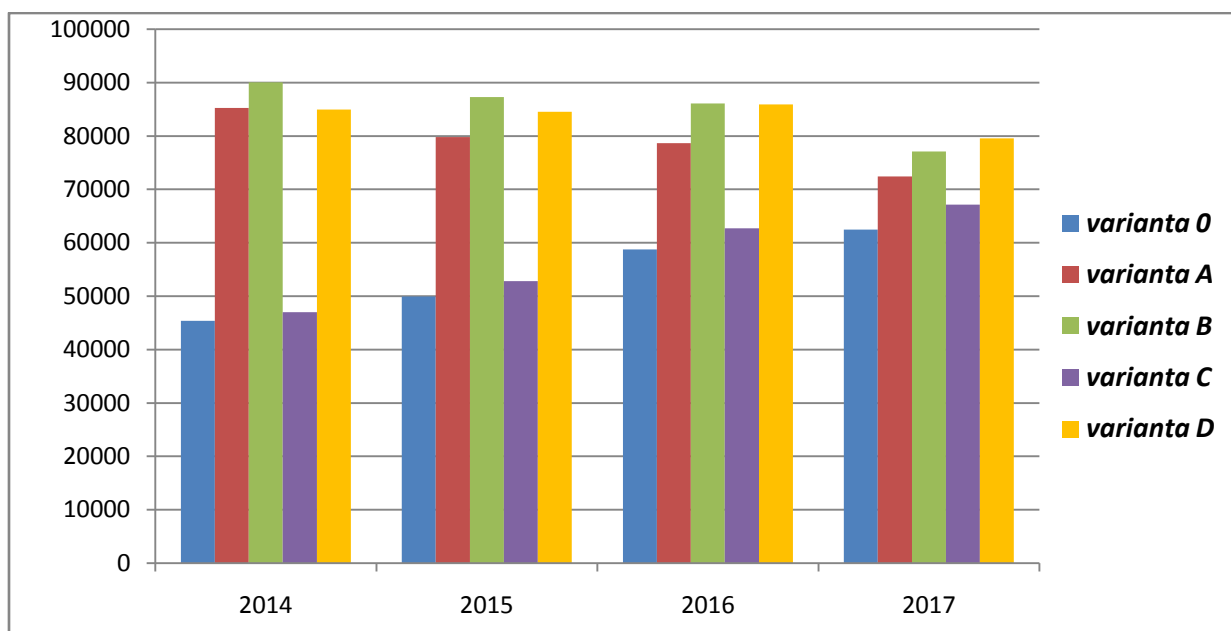
Graf č. 3: Vývoj NOPAT u jednotlivých variant ocenění



Zdroj: vlastní

Z vývoje NOA (viz Graf č. 4) vyplývá, že tato hodnota se zvyšuje od roku 2014 až do roku 2017 pouze u *varianty 0* a *varianty C*.

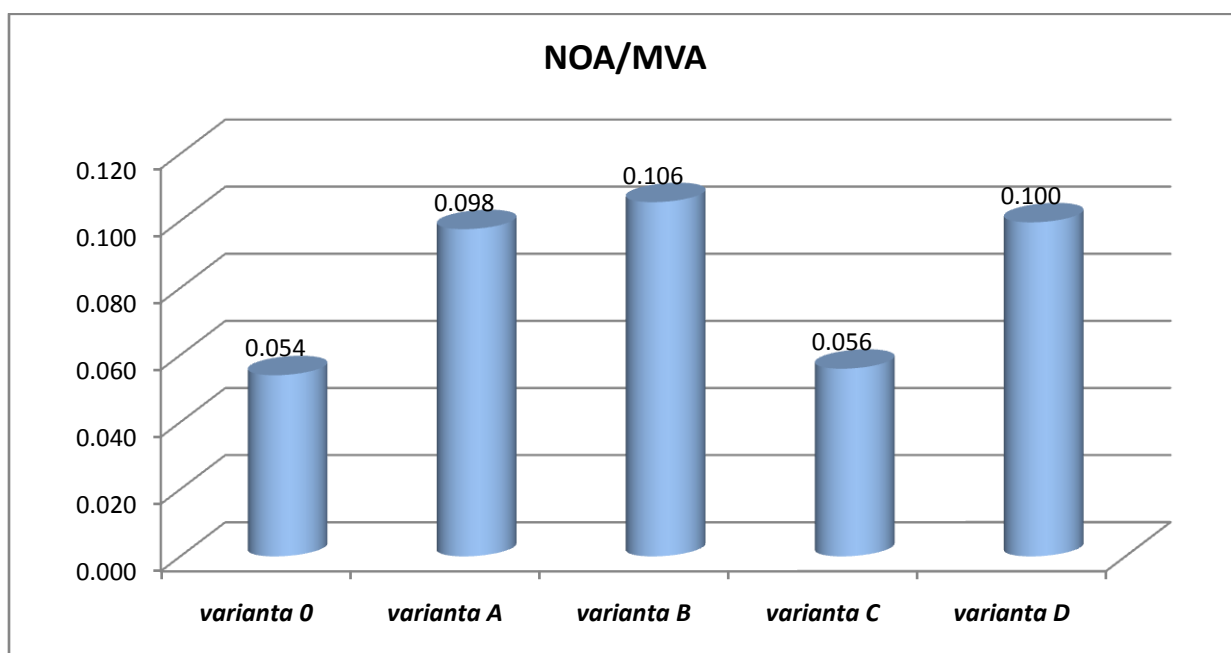
Graf č. 4: Vývoj NOA u jednotlivých variant ocenění



Zdroj: vlastní

Z Grafu č. 5 lze u variant, které začleňují lidská aktiva jako CK, zjistit, že poměr NOA/MVA se zvýšil z hodnoty 0,05 přibližně na hodnotu 0,1.

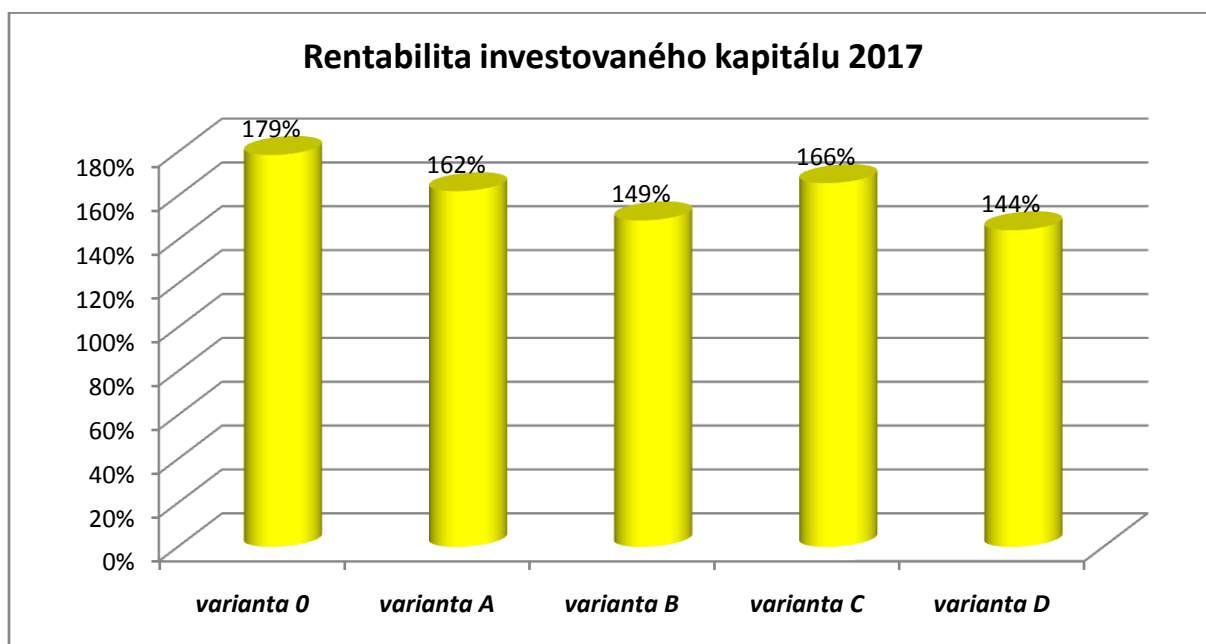
Graf č. 5: Proporce NOA/MVA u jednotlivých variant ocenění



Zdroj: vlastní

Rentabilita investovaného kapitálu ke konci první fáze (rok 2017) u variant ocenění s lidskými aktivy (viz Graf č. 6) vykazuje nezanedbatelné odchylky oproti nulové variantě ocenění (bez zahrnutí lidských aktiv).

Graf č. 6: Rentabilita investovaného kapitálu u jednotlivých variant ocenění



Zdroj: vlastní

Pro splnění předpokladu trvání podniku (going-concern), je dle mého názoru nutné počítat s hodnotou lidských aktiv i ve 2. fázi ocenění. Domnívám se, že žádný podnik nemůže bez lidských aktiv fungovat, na rozdíl od jiných druhů aktiv (př. finanční leasing hmotných aktiv může skončit v 1. fázi ocenění a do 2. fáze ocenění již nemusí vstupovat, pokud se nepředpokládá další nebo permanentní leasing určitého aktiva až do nekonečna).

Všechny varianty ocenění podniku zahrnující lidská aktiva obsahují ve 2. fázi odpisy lidských aktiv ve výši, která vyplývá z výpočtu u příslušné varianty. U *varianty A* jsou odpisy v NOPAT v jednotlivých letech ve stejné výši včetně pokračovací fáze. U variant B, C a D jsou dle výpočtu odpisy v jednotlivých letech v rozdílné výši a do pokračovací fáze (od roku 2018) vstupuje hodnota odpisů ve výši, která je vypočtena pro rok 2017. Domnívám se, že do pokračovací fáze ocenění by u těchto variant začlenění mohla být zahrnuta hodnota odpisů na úrovni průměrné hodnoty první fáze. **Tato hypotéza by měla být zkoumána v souvislosti s vytvořením vhodné metodiky pro pokračující fázi ocenění v navazující fázi výzkumu.**

Začlenění lidských aktiv na základě analogie s finančním leasingem nemusí být vnímáno jako naprosto identické např. z důvodu nutnosti konstruovat tržní cenu lidských aktiv, která není jednoduše zjištělná. U analogie s bankovním úvěrem je klíčovým problematickým krokem určení odpovídající úrokové míry. **Zahrnutí lidských aktiv do cizího úročeného kapitálu (pronájem LA) by dle mého názoru mělo být předmětem dalšího zkoumání, protože v současné fázi výzkumu nelze učinit relevantní komplexní závěry.**

Z předcházejících poznatků vyplývá, že lidská aktiva představují pronajaté aktivum, a jeho hodnota by měla být součástí cizího úročeného kapitálu. Začlenění lidských aktiv do ocenění formou aktivace osobních nákladů však uvažuje s lidskými aktivy jako s vlastním kapitálem.

Z teoretického hlediska se jeví jako správné považovat investiční náklady vložené do lidských aktiv za hodnotu, která představuje vlastní kapitál. Zbylá hodnota osobních nákladů (část vyžadující smluvní a zákonné platby) má spíš nákladový charakter, a odpovídá závazkům z pronájmu, proto **by z tohoto pohledu měla být celková hodnota lidských aktiv při nepřímém ocenění metodou DCF a EVA (entity) rozčleněna na dvě složky:**

- 1) část osobních nákladů investičního charakteru (např. školení) představující vlastní kapitál a
- 2) zbylou část osobních nákladů (závazky z pronájmu lidských aktiv) představující cizí kapitál.

Při oceňování podniku metodami DCF a EVA (entity) by dle mého názoru měla být hodnota lidských aktiv do ekonomických výkazů začleněna částečně jako vlastní kapitál a částečně jako cizí kapitál.

3.2 Odhad hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu

Metoda odhadu hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu je uvedena v metodách přímého oceňování (viz kapitolu 3.1.1.9). Využívá rozdílu mezi výnosovým oceněním a substanční hodnotou. Kapitola 3.2 je z metodického hlediska zařazena až po výpočtu výnosové hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného znalostního podniku, jelikož jejím hlavním cílem je **porovnat hodnotu lidských aktiv odhadnutou z interního goodwillu s hodnotou lidských aktiv, která byla vypočítaná v komplexním příkladu č. 1 – modifikovaným výnosovým přístupem.**

Příklad č. 11: *Odhad hodnoty lidských aktiv z interního goodwillu* (zdroj: vlastní)

Tabulka č. 57: Výpočet substanční hodnoty podniku CONSULTING, a.s

Oceňovaná AKTIVA	Účetní hodnota aktiv k 31. 12. 2013 (tis. Kč)	Substanční hodnota k datu ocenění 1. 1. 2014 (tis. Kč)
SW	1 500	1 500
Finanční leasing (k 1. 1. 2014)	2 400	0
Krátkodobé pohledávky	43 800	42 486
Peníze a účty v bankách	71 200	71 200
<i>Seznam zákazníků</i>	<i>nově identifikované aktivum (nezahrnuté v účetnictví)</i>	32 850
Substanční hodnota aktiv	148 036 tis. Kč	

Zdroj: vlastní

Poznámky k substančnímu ocenění:

- 1) Nehmotná aktiva zachycená v účetnictví nebyla pořízena za účelem dalšího prodeje. Jsou oceněny účetní zůstatkovou hodnotou. U podniku nebyla identifikována další nehmotná aktiva – seznam zákazníků (jeho ocenění převzato z komplexního příkladu č. 1).
- 2) Hmotný majetek pořízený na finanční leasing je oceněn nulovou hodnotou (účetní hodnota rovna závazkům z leasingu).
- 3) Krátkodobé pohledávky jsou ve lhůtě splatnosti kratší než jeden rok. Jsou nezajištěné, ale vztahují se k bonitním dlužníkům. Pro jejich ocenění byl uplatněn koeficient 0,97.
- 4) Peníze a účty v bankách jsou oceněny jmenovitou hodnotou.

Tabulka č. 58: Výpočet interního goodwillu podniku CONSULTING, a.s (tis. Kč)

Výsledná výnosová hodnota VK - do nekonečna	987 834
Substanční hodnota aktiv - k 1. 1. 2014	148 036
Interní goodwill	839 798
Podnikový goodwill (5 % z interního goodwillu)	41 989
Hodnota lidských aktiv (95 % z interního goodwillu)	797 808

Zdroj: vlastní

Hodnota lidských aktiv odvozená z interního goodwillu (**797 808 tis. Kč**) představuje část výsledné hodnoty podniku, která je počítaná za předpokladu „going-concern“ **do nekonečna**. Hodnota přímého ocenění lidských aktiv podniku byla modifikovaným výnosovým přístupem (diskontované zisky přiřazené lidským aktivům), a v rámci komplexního příkladu č. 1 odhadnuta na **423 881 tis. Kč na období 5 let**.

Pokud bychom chtěli hodnotu lidských aktiv oceňovaného podniku, vypočítanou prostřednictvím přímého ocenění, porovnat s hodnotou vypočítanou v rámci nepřímého ocenění, mohli bychom dle mého názoru vyjít např. ze současné hodnoty I. fáze ocenění metodou DCF.

- SH I. fáze metoda DCF ve *variantě A* (3 roky, všechna aktiva): 263 959 tis. Kč

Uvedenou hodnotu vygenerují všechna aktiva oceňovaného podniku. Za předpokladu, že přispívající aktiva generují 5 % hodnoty podniku, dostáváme následující hodnotu připadající na lidská aktiva:

- metoda DCF (3 roky, lidská aktiva): 250 761 tis. Kč

výsledek získaný přímým způsobem ocenění lidských aktiv 254 328 tis. Kč (na období 3 let) odpovídá přibližně výsledku získanému nepřímým způsobem prostřednictvím výnosového ocenění metodou DCF (250 761 tis. Kč).

4. Závěrečná část

4.1 Doporučený postup pro oceňování lidských aktiv podniku

Jak již bylo uvedeno v kapitole 1.3, celá řada znaleckých posudků obsahuje proklamace o tom, že daný podnik „disponuje kvalitními zaměstnanci“ bez jakékoliv návaznosti tohoto tvrzení na podrobnější hodnocení kvality lidských aktiv a následného propojení s generátory hodnot podniku nebo promítáním souvisejících rizik do diskontní míry. V rámci uskutečněného orientačního dotazníkového průzkumu bylo zjištěno, že oceňovatelé se setkávají s potřebou ocenit lidská aktiva podniku např. při aplikaci úplné substanční metody nebo při alokaci kupní ceny. Někteří oceňovatelé se ještě nesetkali se zadáním ocenit lidská aktiva, a dokonce uvedli, že by se v daném případě obrátili na odborníka v této oblasti, nebo navštívili specializovaný kurz zaměřený na ocenění lidských aktiv, jelikož nemají dostatek relevantních teoretických poznatků k takovému ocenění.

Neexistence komplexnější teoretické báze oceňování lidských aktiv je dle mého názoru jedním z důvodů, proč není v praxi věnována dostatečná pozornost ocenění často nejdůležitějšího aktiva podniku, které představuje jedinou hybnou sílu podnikání. Na druhou stranu však nelze tvrdit, že je nutné oceňovat lidská aktiva každého podniku. V některých případech by vyčíslení této hodnoty mohlo mít zanedbatelný vliv na výslednou hodnotu podniku v kombinaci s neadekvátní pracností při ocenění. Nelze teoreticky vyloučit ani případ, že by pro celkové ocenění podniku postačovalo ocenit pouze jeho lidská aktiva.

Při oceňování jakéhokoliv podniku by měla být identifikována všechna významná aktiva nezahrnutá v bilanci podniku, která generují výnosy a zároveň jsou zdrojem nákladů. S největší pravděpodobností se bude jednat pouze o nehmotná a lidská aktiva. Dle charakteru oceňovaného podniku lze předpokládat (nikoli vždy), že u velkého výrobně-obchodního podniku budou převažovat nehmotná aktiva (patenty, ochranné známky, obchodní značky, formalizované výrobní a obchodní procesy/postupy atd.), a naopak u malého znalostního podniku se můžeme často setkat s převahou lidských aktiv.

Pokud oceňovatel neřeší zadání explicitně ocenit lidská aktiva podniku, měl by se rozhodnout, zda bude do celkového ocenění podniku promítat také finanční hodnotu lidských aktiv. Rozhodnutí by mělo být učiněno zejm. s ohledem na možnou odchylku ve výsledném ocenění při stanovení substanční hodnoty podniku a s ohledem na další potřeby, které by ocenění mělo naplnit (např. zjištění poměru NOA/MVA nebo rentability investovaného kapitálu). Jedním z možných způsobů, jakým lze přistoupit ke zdůvodnění takového rozhodnutí, je dle mého názoru odhadnout výnosy připadající na lidská aktiva podniku. K odhadu výnosů by mohlo být přistoupeno např. dle postupu, který je uveden v komplexním příkladu č. 1. Pokud odhadnutá výše výnosů představuje nezanedbatelné procento na celkových výnosech podniku, měl by oceňovatel hodnotu lidských aktiv promítnout do substančního ocenění. Zásadní otázkou je stanovení „významnosti“ výnosů. Domnívám se, že výnosy nižší než 2 % připadající na lidská aktiva by nemusely být indikátorem stanovujícím potřebu ocenit lidská aktiva podniku samostatně v rámci substanční hodnoty výnosovým způsobem. V tomto případě, lze hodnotu lidských aktiv z pohledu výnosového přístupu ocenění hodnotit jako

poměrně málo významnou, jelikož diskontování zisků připadajících na lidská aktiva předpokládá ještě snížení výnosů o příslušnou částku osobních nákladů.

Při ocenění lidských aktiv nelze vždy předpokládat situaci, že výnosy připadající na lidská aktiva vždy minimálně pokryjí osobní náklady, i když z ekonomického hlediska fungování podniku zaměřeného na dosahování zisků by taková situace reflektovala neefektivní využívání zdrojů. Pokud jsou osobní náklady vyšší než výnosy (nebo se rovnají), které lidská aktiva generují, měla by být lidská aktiva podniku oceněna nákladovým přístupem, jelikož tržní přístup nelze aplikovat z důvodu neexistence tržních transakcí.

V případě, že by oceňovateli bylo předloženo zadání ocenit lidská aktiva určitého podniku bez ohledu na významnost/velikost této hodnoty v kontextu oceňování podniku jako celku, přístup k vyčíslení této hodnoty bude záviset na tom, zda by mělo být provedeno **přímé ocenění** (vyčíslení substanční hodnoty) **nebo nepřímé ocenění** prostřednictvím oceňovacích metod DCF/EVA (začlenění finanční hodnoty lidských aktiv do čistých operačních aktiv).

4.1.1 Doporučený postup pro přímé ocenění lidských aktiv podniku (zjišťování investiční hodnoty)

V kapitole 1.1 již bylo uvedeno, že pro potencionálního investora může být významná informace o samotné hodnotě lidských aktiv podniku z pohledu:

A) *nákladového* (kolik by investora stálo získání nových lidských aktiv podniku stejné kvality)

B) *výnosového* (hodnota budoucího výnosového potenciálu připadající na lidská aktiva).

A) NÁKLADOVÝ PŘÍSTUP ocenění lidských aktiv

Nákladový přístup ocenění lidských aktiv odpovídá v podstatě součtu příslušných nákladů. Příslušnými náklady se rozumí:

- **pořizovací náklady**: např. poskytnutí studijného stipendia, provize personálním agenturám, náklady na umístění inzerátu, výběrové řízení, zdravotní prohlídky, atd.

a

- **náklady investičního charakteru**: např. úvodní školení, náklady snížené produktivity při zapracování, různá nepravidelná a periodická školení, zvyšování kvalifikace, rekvalifikace, atd.

Naopak mzdové náklady by neměly být součástí hodnoty lidských aktiv (podrobněji viz kapitolu 3.1.1.4).

Při samotné aplikaci tohoto přístupu může být pro oceňovatele problematické zejm. zjištění výše uvedených nákladů z účetních podkladů. Proto je vhodné vyžádat si adekvátní podklady od oddělení lidských zdrojů oceňovaného podniku. Další možností je obrátit se na finanční oddělení oceňovaného podniku, jelikož současné informační systémy již umožňují tyto informace poskytnout. Moderní informační systémy podniku využívají zaúčtovací kódy, které disponují velkým počtem segmentů schopných pojmut velice podrobné členění nákladů a umožňují zároveň např. seskupení jednotlivých nákladů do různých oblastí/projektů podniku. V takových systémech je možné uživatelsky operativně nadefinovat parametry požadované sestavy k tisku.

B) VÝNOSOVÝ PŘÍSTUP ocenění lidských aktiv

Pokud lidská aktiva generují významnou část zisků podniku, nejvhodnější (nikoliv jedinou) metodou pro ocenění lidských aktiv podniku se v tomto případě jeví výnosový přístup. Jelikož dosud v praxi používaná metoda diskontování výnosů připadajících na lidská aktiva, jak vyplynulo z orientačního dotazníkového šetření³⁵) nezohledňuje náležitě „propojení“ hodnocení kvality lidských aktiv a výnosů, které generují, je dle mého názoru vhodné začlenit do takového ocenění kvalitativní prvek.

Navržený modifikovaný výnosový přístup pro ocenění lidských aktiv podniku, který diskontuje budoucí zisky generované lidskými aktivy, vyžaduje provést 5 základních kroků:

- 1) Zpracovat **analýzu potřeby lidských aktiv** pro oceňovaný podnik, na základě které se určí osobnostní koeficienty zaměstnanců/skupiny zaměstnanců.
- 2) Provést **alokaci výnosů** podniku na jednotlivá aktiva.
- 3) Odhadnout **tempo růstu** (příp. poklesu) **výnosů** připadajících na lidská aktiva/skupiny lidských aktiv.
- 4) Stanovit odpovídající **diskontní míru**.
- 5) Provést samotný **výpočet** hodnoty lidských aktiv.

1) Analýza potřeby lidských aktiv pro oceňovaný podnik

Způsob provedení analýzy lidských aktiv je potřeba přizpůsobit charakteru oceňovaného podniku. V případě velkých podniků by mohl oceňovatel vycházet z limitů obchodního plánu, ze kterého vyplynou požadavky na schopnosti managementu a dalších zaměstnanců, aby byl naplněn. Je vhodné vypracovat seznam požadovaných schopností/vlastností managementu a dalších skupin lidských aktiv se zohledněním informací z interních a externích zdrojů (místní šetření, reference, informace zaměřené na výsledky a působení na minulých pracovních pozicích, internet apod.). Pokud se jedná o podnik s malým počtem zaměstnanců, který má

³⁵ Teoretická opora dle autorčiných rešerší nebyla nalezena.

úzce zaměřenou podnikatelskou činností, je vhodné určit seznam požadovaných vlastností/schopností lidských aktiv na základě informací, které vyplynou z osobního jednání s manažerem/jednatelům podniku a poskytnutých podkladů jako např. pracovních náplní, životopisů. Zároveň je vhodné interně získané informace doplnit o informace z veřejně dostupných zdrojů, pokud jsou k dispozici. V souvislosti s definováním seznamu požadovaných schopností/vlastností, je nutné připomenout, že v souladu s definicí lidských aktiv podniku navrženou v kapitole 2.2, by měl oceňovatel určit pouze ty schopnosti, které podnik může využít pro tvorbu své přidané hodnoty.

Určení osobnostních koeficientů

Pro hodnocení jednotlivých požadovaných schopností/vlastností lidských aktiv/skupiny lidských aktiv je nutné zvolit vhodnou bodovací stupnici, která určí interval pokrývající záporné i kladné hodnocení definovaných schopností vzhledem ke schopnostem lidských aktiv konkurence. Vhodné je určit také váhy pro jednotlivé schopnosti. Součet vážených bodů následně tvoří osobnostní koeficient. Výběr každé klíčové vlastnosti/schopnosti, její bodové ohodnocení a přidělená váha, by mělo být náležitě zdůvodněné.

2) Alokace výnosů na jednotlivá aktiva

Pro výpočet výnosů připadajících na lidská aktiva je použita analogie metody „Excess Earnings“, která předpokládá, že všechny výnosy nad výnosy odpovídající hmotnému, nehmotnému a pracovnímu kapitálu připadají na lidská aktiva. U některých aktiv je možné přiřadit výnosy exaktním způsobem (jedná se například o nehmotná aktiva, ze kterých plynou licenční poplatky). K alokaci výnosů na další aktiva je možné využít odpovídající míry výnosnosti. Pro určení příslušných výnosností aktiv se kloním k aplikaci konceptu WARA, který je používán v mezinárodní praxi (M. Jindra, 2010).

Součet takto zjištěných výnosů přispívajících aktiv je odečítán od celkové hodnoty výnosů oceňovaného podniku a výsledkem jsou výnosy připadající na lidská aktiva. Procentní podíl výnosů lidských aktiv na celkových skutečných výnosech podniku je následně využitý pro určení výše budoucích výnosů připadajících na lidská aktiva z celkových budoucích výnosů podniku.

3) Odhad tempa růstu výnosů

Odhad tempa růstu (příp. poklesu) výnosů oceňovaného podniku je v modifikovaném výnosovém přístupu ocenění lidských aktiv podniku založen na prognóze tempa růstu příslušného trhu a změnách tržního podílu oceňovaného podniku.

Změny tržního podílu oceňovaného podniku vyplývají z analýzy konkurenční síly a vnitřního potenciálu zahrnující analýzu kvality lidských aktiv. Hlavní faktory ovlivňující tržní podíl jsou přímo závislé/tvořeny kvalitou lidských aktiv. Kvalita lidských aktiv oceňovaného

podniku je hodnocena prostřednictvím osobnostních koeficientů, které udávají o kolik procent je kvalita lidských aktiv oceňovaného podniku vyšší/nížší oproti kvalitě lidských aktiv konkurence. Z nadprůměrného (podprůměrného) hodnocení lidských aktiv je možné odhadovat také nadprůměrný (podprůměrný) výstup jejich práce. Lze tedy dle mého názoru předpokládat, že kvalita lidských aktiv ovlivňuje tržní podíly oceňovaného podniku. Proto je vývoj tržních podílů odvozen od hodnocení úrovně efektivity práce lidských aktiv oceňovaného podniku oproti konkurenci. Budoucí tržní podíl (1. rok prognózovaného období) je odvozen od posledního skutečného tržního podílu, který je násoben průměrnou hodnotou osobnostního koeficientu. Tržní podíl ve 2. roce prognózovaného období je vypočítán jako tržní podíl v 1. roce prognózovaného období násobený hodnotou průměrného osobnostního koeficientu, atd.

4) Odhad diskontní míry

Lidské aktivum reprezentuje aktivum s vysokým potenciálem a zároveň s vysokým rizikem. V rámci modifikovaného výnosového přístupu ocenění lidských aktiv je proto navržena **specifická diskontní míra** zohledňující relevantní rizika. Měla by odrážet zejm. rizika spojená s odlišným vývojem plánovaných výnosů přiřazených lidským aktivům.

Východiskem pro stanovení diskontní míry jsou náklady kapitálu podniku, které tvoří **základní složku** diskontní míry. Tyto náklady jsou určeny jako průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

K základní složce diskontní míry je připočtena další **dodatečná složka** diskontní míry zohledňující specifická rizika formou rizikových přírážek, které je nutné vždy přizpůsobit konkrétním podmínkám ocenění (např. charakteru podnikání nebo situaci v personální oblasti).

U většiny podniků je potřebné vyhodnotit dva následující základní rizikové faktory:

a) údaje (frekvence, délka) o průměrných absencích z rodinných, osobních, zdravotních a příp. dalších důvodů

Odhad této části dodatečné složky diskontní míry by měl být odvozen od frekvence a délky zaznamenaných absencí za zvolené předchozí období. Avšak, i v případě např. nulové četnosti dlouhodobých absencí delších 14-ti dnů, by mělo být zahrnuto alespoň minimální procento do této složky, jelikož u lidských aktiv se předpokládá obecně vyšší rizikovost.

b) rizika ukončení pracovního poměru

V případě uzavřených stabilizačních dohod je riziko podání výpovědi z pracovního poměru sníženo na minimum. Pokud je ale „životnost“ lidských aktiv odvozována např. na základě průměrných dob setrvání na určitých pracovních pozicích, jeví se vhodné zapracovat do diskontní míry opět další přírážku, zejm. v případech, kdy je zjištěna nízká průměrná doba setrvání na pracovních pozicích.

Riziková složka diskontní míry by měla obsahovat také zohlednění *specifických rizikových faktorů* charakteristických pro konkrétní oceňovaný podnik. Příkladem takového faktoru může být například obtížné opětovné obsazení pracovních pozic po ukončení pracovního poměru.

Pro hodnocení rizikových faktorů je užitečné určit vhodnou hodnotící stupnici, dle které je možné jednotlivé faktory hodnotit/označit statusem nadprůměrného/podprůměrného rizika. Například u hodnocení lidských aktiv, která vykazují významnou fluktuaci, je riziko ukončení pracovního poměru značně vysoké, a proto by riziko uvedeného faktoru mělo být hodnoceno jako nadprůměrné.

5) Výpočet substanční hodnoty lidských aktiv

Matematicky je možné výpočet hodnoty lidských aktiv prostřednictvím navrhovaného modifikovaného výnosového přístupu zapsat ve tvaru:

$$H_{LKp} = \sum_{i=1}^n \frac{Z_i}{(1+d)^i} \quad (19)$$

kde

Z_i = zisk zaměstnance/skupiny zaměstnanců v i-tém roce

d = specifická diskontní míra pro lidská aktiva

Výnosy přisouzené lidským aktivům by měly být prognózovány pouze po dobu „zajištění“ lidských aktiv. Pro účely stanovení doby životnosti by měly být vzaty v úvahu doby vyplývající z pracovních smluv na dobu určitou, stabilizačních dohod, konkurenčních doložek, manažerských smluv, údajů o průměrné době setrvání na dané pracovní pozici apod.

Nutno podotknout, že metodu je vhodné aplikovat zejm. v případech, kdy je možné přiřadit výnosy lidským aktivům podniku, který zároveň disponuje menším počtem zaměstnanců nebo je možné rozčlenit zaměstnance na relativně homogenní skupiny dle pracovních činností a odpovídajících požadovaných schopností (např. menšího znalostního podniku nebo menšího podniku zaměřeného na obchodní činnost).

Výnosový přístup přímého ocenění lidských aktiv je oproti nákladovému přístupu pracnější. Zejména analýza potřeby lidských aktiv vyžaduje celou škálu podkladů pro kvalitativní hodnocení lidských aktiv. Je založena na správném výběru a ohodnocení požadovaných schopností a vlastností lidských aktiv podniku a klade také značné požadavky na kvalitu samotného oceňovatele.

U velkých výrobně-obchodních korporací, kde lidská aktiva nemusí být jediným neboli rozhodujícím článkem aktiv, která generují přidanou hodnotu (z velké části to mohou být rozmanitá nehmotná aktiva), se jeví alespoň z hlediska praktické proveditelnosti vhodnější, při zadání přímého ocenění lidských aktiv, zjišťovat spíše jeho hodnotu nákladovým přístupem.

4.1.2 Doporučený postup pro nepřímé ocenění lidských aktiv (zjišťování tržní hodnoty)

U výnosového přístupu ocenění podniku prostřednictvím metod DCF a EVA by měl v principu převládat ekonomický pohled, který vyžaduje transformaci účetních dat do podoby odrážející co nejvíce skutečnou ekonomickou situaci podniku.

Pokud podnik investuje významné částky do lidských aktiv (např. do školení), měly by být takové náklady investičního charakteru součástí čistých operačních aktiv. V případě aktivace těchto nákladů by byla začleněná hodnota na straně pasiv rozvahy (výkazu NOA) zahrnuta do hodnoty vlastního kapitálu, resp. **ekvivalentů vlastního kapitálu**.

Z vytvořených poznatků také vyplývá, že lidská aktiva představují zároveň pronajaté aktivum vyžadující smluvní a zákonné platby (závazky z pronájmu v podobě mzdových a dalších odvodů na sociální a zdravotní pojištění), které mají spíše nákladový charakter. Tato část hodnoty osobních nákladů by měla být na straně pasiv rozvahy (výkazu NOA) součástí **cizího úročeného kapitálu**.

Z analýzy komplexního příkladu č. 2 vyplynul následující poznatek: **Pokud by cílem oceňovatele, kromě výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku, bylo také zjištění rozložení hodnoty podniku mezi NOA a MVA a/nebo zrealnění rentability „investovaného“ kapitálu, měl by se začleněním lidských aktiv do ekonomických výkazů (NOA a NOPAT) zabývat, jelikož osobní náklady většiny podniků představují nezanedbatelnou položku celkových nákladů podniku.**

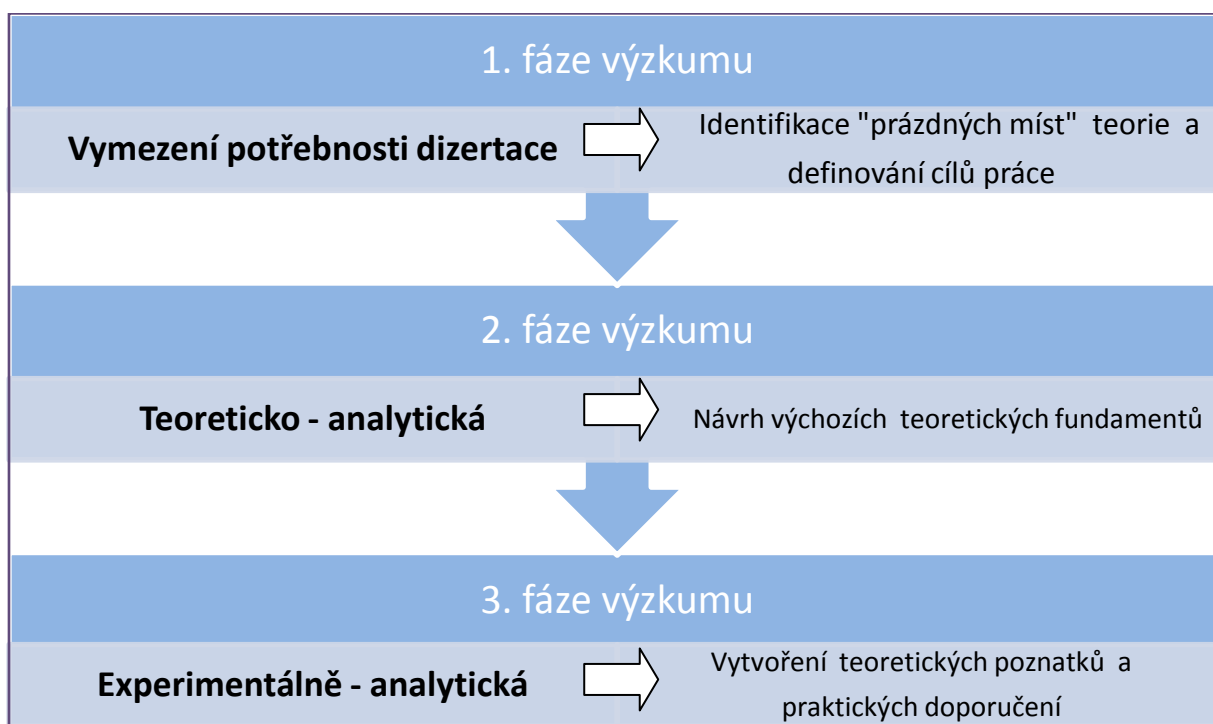
4.2 Závěr dizertační práce

K řešení zadaného tématu dizertační práce jsem přistoupila obvykle uznávaným vědeckým přístupem – prostudováním a analýzou dostupné zahraniční a české odborné literatury. Příliš mne nepřekvapilo, že analýzou dostupné akademické literatury v českých podmínkách se nepodařilo identifikovat žádnou teoretickou oporu ucelenějšího charakteru, použitelnou pro oceňování lidských aktiv podniku. Absence daného tématu i v zahraniční odborné literatuře, která se zabývá oceňováním podniků, však pro mne byla poměrně nečekaná.

Z uvedeného důvodu jsem začala studovat také odbornou literaturu příbuzných ekonomických disciplín, jak na úrovni makroekonomické (např. makroekonomické modely ekonomického růstu zahrnující lidský kapitál), tak na úrovni mikroekonomické (zejm. v oblastech manažerského a finančního účetnictví). Domnívala jsem se, že v příbuzných ekonomických oborech naleznou určitou inspiraci a předpokládala jsem alespoň částečnou použitelnost pro potřeby oceňování podniku. Při psaní závěru této dizertační práce mohu konstatovat, že

původní předpoklad – že by bylo eventuálně možné využít fragmenty různých poznatků o lidském kapitálu/lidských aktivech z jiných ekonomických oborů, a např. je zkombinovat nebo modifikovat, aby byly vytvořeny nové poznatky pro účely oceňování podniku, se naplnil. Do jaké míry, to vyplýne z dalšího shrnutí. Zjednodušené schéma postupu řešení zadaného tématu uvádí následující obrázek:

Obrázek č. 9: Zjednodušené schéma postupu řešení zadaného tématu



Zdroj: vlastní

V 1. fázi výzkumu jsem na základě analýzy dostupné odborné literatury **identifikovala „prázdná místa“ současné teorie oceňování podniků v souvislosti s oceňováním lidských aktiv**. V současné teorii i praxi vyvstává otázka, zda je vůbec potřeba oceňovat lidská aktiva podniku. Jedním z nejdůležitějších argumentů v rámci účetního výkaznictví, proč není hodnota lidských aktiv zahrnutá v bilanci, je to, že nejsou běžně k dispozici metody spolehlivého ocenění. Argument lze považovat za oprávněný. Česká odborná literatura v oblasti oceňování podniků zcela opomíná vyčíslení samostatné hodnoty lidských aktiv – většinou se předpokládá, že tato hodnota je součástí intelektuálního kapitálu. Dostupné metody přímého oceňování lidského kapitálu, obsažené v zahraniční literatuře, nejsou součástí publikací zaměřených primárně na oceňování podniků. V nejčastěji používané oceňovací metodě podniku v České republice – v metodě DCF, jsou lidská aktiva podniku sice implicitně obsažena, ale tento vnitřní předpoklad není v odborné literatuře náležitě rozpracován, a při ocenění je pouze částečně přihlíženo ke kvalitě/hodnocení lidských aktiv v souvislosti s prognózou budoucích finančních toků.

Absence teoretické báze je spatřována zejm. u substančního (samostatného) ocenění lidských aktiv (část substanční hodnoty podniku a aplikace konceptu WARA). Rovněž teoretické rozpracování nepřímého ocenění lidských aktiv, které je implicitně zakomponované ve výnosových metodách ocenění podniku DCF/EVA, neposkytuje návod, jakým způsobem začlenit lidská aktiva do ekonomické rozvahy podniku. Proto jsem se v dizertační práci zaměřila na 2 výše uvedené oblasti. Shledaná potřeba ocenění lidských aktiv podniku byla obecně formulována jako požadavek vyplývající z vývoje mezinárodních účetních standardů (např. IFRS 3), potřeby doplnit a zdokonalit metody ocenění (DCF/EVA), a vzniku nových požadavků klientů znaleckých ústavů v měnících se podmínkách znalostní ekonomiky.

Návazně ve 2. a 3. fázi výzkumu jsem postupovala systematicky s respektováním vzájemné provázanosti vytvořených poznatků:

- 1) od pojednání o **výchozích teoretických fundamentech**
- 2) přes **analýzy dostupných oceňovacích metod** k vytvoření **návrhu přímého (samostatného) ocenění lidských aktiv** včetně zpracování komplexního příkladu č. 1
- 3) až po **doplnění oceňovacích metod podniku DCF a EVA o komponentu lidských aktiv (nepřímé ocenění)** včetně zpracování komplexního příkladu č. 2
- 4) s vyústěním možných **doporučených postupů** pro oceňování lidských aktiv podniku.

Výše uvedený zjednodušený postup samotného řešení zadaného tématu (ve 4 bodech) je zároveň spojen se 4 definovanými cíly dizertační práce, které rekapituluje následující obrázek:

Obrázek č. 10: Zkrácená rekapitulace cílů dizertační práce

Zastřešující cíl dizertační práce: <i>Nalezení použitelného řešení pro ocenění ekonomického potenciálu lidských aktiv</i>			
1. cíl: Analýza definic lidského kapitálu, vymezení základních požadavků pro vytvoření návrhu definice a samotný návrh ucelené definice LA podniku. viz kapitola 2.2	2. cíl: Vytvoření návrhu modifikovaného přístupu přímého ocenění LA a zpracování konkrétního postupu ocenění LA modelového znalostního podniku. viz kapitolu 3.1.2	3. cíl: Navrhnout varianty zahrnutí LA do metod DCF/EVA , úpravy účetních výkazů a zpracovat základní analýzu variant (NOA/MVA, rentabilita investovaného kapitálu) u stejného podniku. viz kapitolu 3.1.3	4. cíl: Navrhnout možná doporučení pro ocenění LA podniku. viz kapitolu 4.1

Zdroj: vlastní

V dalším textu se zaměřím na podrobnější popis postupu řešení, dosažených výsledků zkoumání a zhodnocení splnění zadaných cílů od části 2 (tj. kromě 1. části, která zkráceně obsahuje: úvod, rešerši poznatků o lidském kapitálu, identifikaci prázdných míst současné teorie, zhodnocení současné praxe, stanovení cílů a postup řešení).

2. část dizertační práce

Kapitola 2.1

Fenomén oceňování nehmotných aktiv je v posledních letech akcentován v teorii oceňování podniků zcela zaslouženě. Znalostní ekonomika klade větší důraz na hodnotu nehmotných aktiv, mezi která současná teorie řadí i lidská aktiva/lidský kapitál. Hodnocení postavení lidských aktiv v souboru nehmotných aktiv podniku bylo předmětem této kapitoly. Z analýzy vlastností lidských aktiv a nehmotných aktiv vyplynulo, že zásadní odlišností nehmotných aktiv od aktiv lidských je to, že nehmotná aktiva již byla lidskými aktivy vytvořená. Následně proběhla (nebo mohla proběhnout) jejich formalizace a je možné je zachytit a uchovat. Naproti tomu individuální dispozice a předpoklady lidských aktiv zaměřené na tvorbu ekonomických hodnot nelze jednoduše formalizovat zejm. s ohledem na tacitní znalosti a schopnosti, které nejsou součástí žádného nehmotného aktiva. Jedinečnost a vzácnost lidských aktiv je daná také tím, že je nelze spolehlivě reprodukovat. V neposlední řadě lidská aktiva mohou vytvořit jakýkoliv jiný druh aktiv, naopak nikoliv. Od nehmotných aktiv se lidská aktiva liší také svojí fyzickou podobou, a proto by ani nemohla být samostatně vykázána v bilanci jako nehmotné aktivum. Na základě uvedených odlišností byl vysloven názor, že lidská aktiva by neměla být součástí nehmotných aktiv a měla by představovat samostatný druh aktiv. Další vytváření poznatků v dizertační práci staví na uvedeném fundamentu – uvažuje s lidským aktivem jako se samostatnou formou aktiva.

Kapitola 2.2

Důležitým výchozím bodem zpracovávaného tématu je nalezení ucelené definice lidských aktiv podniku (**1. cíl dizertační práce**), jelikož ekonomická teorie neobsahuje žádnou ustálenou definici, a rovněž teorie oceňování podniků neřeší nijak specificky tuto otázku. Na základě analýzy vybraných definic lidského kapitálu byly identifikovány základní požadavky na „konstrukci“ definice lidských aktiv podniku. Definice byla formulována následovně: *„Lidská aktiva podniku, pro účely ocenění podniku, představují duševní a fyzický potenciál zaměstnanců podniku (případně spolupracujících osob) včetně potenciálu, do kterého podnik investoval, který si podnik od zaměstnanců pronajímá, a který podnik může využít v souladu s příslušnými právními předpisy a s ohledem na etiku pro tvorbu části své přidané hodnoty.“* Klíčovým pojmem vytvořené definice lidských aktiv podniku je slovo potenciál, jehož význam lze popsat jako souhrn schopností neboli celkovou možnost vytvořit novou ekonomickou hodnotu v nejrůznějších podobách. **Pro oba způsoby ocenění lidských aktiv (přímý i nepřímý) v této dizertační práci je navržená definice použitelná.** Definice uvádí, že lidská aktiva představují potenciál, který vytváří přidanou hodnotu podniku (připadá v úvahu ocenění výnosovým přístupem). Zároveň definice obsahuje text, že potenciál je míněn včetně potenciálu, do kterého investoval podnik (tedy přichází v úvahu i nákladový přístup ocenění

tohoto potenciálu). Přímé (samostatné) ocenění lidských aktiv využívá nákladový nebo výnosový přístup ocenění. Nepřímé ocenění lidských aktiv prostřednictvím výnosových metod DCF/EVA již ocenění všech aktiv podniku (včetně lidských aktiv) implicitně obsahuje.

Kapitola 2.3

Po vyslovení závěru, že lidská aktiva by neměla být součástí nehmotných aktiv, a vymezení samotné definice lidských aktiv, jsem shledala užitečným, poukázat v kapitole 2.3 na současný odlišný pohled/potřeby účetního výkaznictví a znaleckého oceňování na „uznání“ hodnoty lidských aktiv, jelikož účetní výkazy jsou pro oceňovatele důležitým podkladem. I když v posledních letech vývoj mezinárodních účetních standardů směřuje k opouštění zásady opatrnosti a principu oceňování v historických cenách, upřednostňování reálných hodnot není prozatím aplikováno v takovém rozsahu, aby vyhovoval ekonomickému pojetí zisku. Byla provedena analýza argumentů uvedených v mezinárodních účetních standardech IAS 38 a IFRS 3 v souvislosti s absencí hodnoty lidských aktiv v bilanci podniku a uvedeny důvody, proč je v případě podnikových kombinací hodnota lidských aktiv zahrnutá v položce goodwill. Závěr analýzy vyústil v konstatování, že lidská aktiva by měla být součástí ekonomické rozvahy podniku (výkazu NOA) jako její samostatná položka.

3. část dizertační práce

Kapitola 3.1

První řešenou oblastí ocenění lidských aktiv v této dizertační práci je **PŘÍMÉ OCENĚNÍ** (substanční ocenění). V kapitole 3.1.1 jsem zpracovala popis a provedla analýzu vybraných metod přímého oceňování lidských aktiv (**část 2. cíle dizertační práce**). Metody jsem vybrala zejm. ze zahraniční literatury s ohledem na alespoň částečnou použitelnost pro oblast oceňování podniků. Popis sleduje s případnými úpravami původní zdroj, analýza metod je vlastní. Ze systematického hlediska jsem představené metody/modely zařadila do 4 kategorií:

- 1) Metody **bodového** hodnocení (*metody oceňování, které používají investoři rizikového kapitálu, model pro určení mezní finanční hodnoty klíčových zaměstnanců, model pro monitorování lidského kapitálu*),
- 2) Metody založené na **nákladovém** přístupu ocenění (*metoda pro výpočet zvyšující se hodnoty zaměstnanců, dynamický finanční model ocenění lidského kapitálu*),
- 3) Metody založené na **výnosovém** přístupu ocenění (*výnosové ocenění personálního majetku: metoda licenční analogie, výnosový přístup ocenění lidských aktiv používaný v praxi*),
- 4) Metody, které využívají **reziduální** způsob hodnoty (*odvození hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu, odvození hodnoty lidských aktiv podniku z interního goodwillu*).

Výše uvedených 9 metod jsem z hlediska účelu, ke kterému byly vytvořené, rozdělila na metody, které používají **rizikový investoři**, metody pro potřeby **manažerského řízení**, metody pro potřeby **účetnictví** a pro potřeby **ocenění podniku**,

V kapitole 3.1.2 jsem souhrnně zhodnotila představené metody. Na základě dílčích analýz jsem identifikovala hlavní pozitiva a negativa. Ukázalo se, že žádná z hodnocených metod není, zejm. vzhledem k jedinečnosti oceňovaného aktiva a požadavku na adekvátní finanční vyjádření, přiměřeně argumentačně obhajitelná. Závěrečné konstatování uvádí, že nejvhodnější metoda by měla pokud možno využít svá daná pozitiva a odstranit základní negativa v kombinaci s jinou metodou, nebo náležitým doplněním v rámci stávající metody. Na základě poznatků plynoucích ze souhrnného zhodnocení vybraných metod, jsem vytvořila modifikované přístupy ocenění lidských aktiv (**část 2. cíle dizertační práce**). Pro návrh modifikovaného výnosového přístupu ocenění jsem zpracovala komplexní příklad č. 1 – ocenění lidských aktiv modelového znalostního podniku (**část 2. cíle dizertační práce**). Cílem příkladu je demonstrovat „propojení“ kvalitativního hodnocení lidských aktiv a výnosů, které hodnocená lidská aktiva pro podnik generují, alokovat výnosy na jednotlivá aktiva podniku, odhadnout tempo růstu výnosů, které připadají na hodnocená lidská aktiva (s ohledem na jeho výsledné hodnocení), stanovit odpovídající diskontní míru a vypočítat samotnou hodnotu lidských aktiv.

Druhou řešenou oblastí ocenění lidských aktiv, na kterou se dizertační práce zaměřuje, je **NEPŘÍMÉ OCENĚNÍ** lidských aktiv v rámci metod ocenění podniku DCF a EVA (viz kapitola 3.1.3). U výnosového přístupu ocenění podniku prostřednictvím těchto metod by měl v principu převládat ekonomický pohled, který vyžaduje transformaci účetních dat do podoby odrážející co nejvíce skutečnou ekonomickou situaci podniku. Jak již bylo uvedeno v závěrech z teoretické části, lidská aktiva, která nejsou součástí účetní bilance, by měla být z pohledu ekonomického fungování podniku zařazena do ekonomické rozvahy (výkazu NOA) při oceňování podniku metodami DCF/EVA, zejm. pokud je cílem ocenění také zjištění proporce NOA/MVA a/nebo zrealnění rentability „investovaného“ kapitálu. Pro zařazení lidských aktiv do NOA jsem navrhla možné teoretické východisko pro určení tržní ceny lidských aktiv za účelem začlenění pronájmu lidských aktiv do NOA. Zkoumání v rámci komplexního příkladu č. 2 jsem zaměřila primárně na návrh možností/forem začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv (**část 3. cíle dizertační práce**) a na návrh úprav ekonomických výkazů souvisejících s jednotlivými formami začlenění lidských aktiv (**část 3. cíle dizertační práce**).

Navrženy jsou 4 varianty začlenění lidských aktiv do ekonomických výkazů:

- Lidská aktiva jsou považována za aktiva kryté **CIZÍM KAPITÁLEM** ve variantách:
 - 1) do ekonomických výkazů zahrnutá hodnota lidských aktiv analogicky jako v případě jejich pořízení formou **finančního leasingu (varianta A)**
 - 2) v ekonomických výkazech uvádíme hodnotu lidských aktiv analogicky jako v případě jejich pořízení formou **bankovního úvěru (varianta B)**
- Lidská aktiva jsou považována za aktiva kryté **VLASTNÍM KAPITÁLEM** ve variantě:
 - 3) v rámci ekonomických výkazů **je aktivována** část osobních nákladů, které mají investiční charakter (**varianta C**)

- Část hodnoty lidských aktiv je považována za **CIZÍ KAPITÁL** (část hodnoty osobních nákladů odpovídající závazkům z pronájmu) a část hodnoty lidských aktiv je považována za **VLASTNÍ KAPITÁL** (zbylá část osobních nákladů investičního charakteru) ve variantě:
- 4) do ekonomických výkazů jsou zahrnuta lidská aktiva formou varianty B a zároveň formou varianty C (varianta D).**

U všech 4 variant jsou zachyceny úpravy výkazů NOA a NOPAT včetně výpočtu hodnot začleňovaných položek souvisejících s lidskými aktivy.

Provedla jsem základní analýzu jednotlivých variant začlenění lidských aktiv do ocenění v rámci zpracovaného komplexního příkladu č. 2, kde je variantní výpočet výnosového ocenění stejného znalostního podniku (**část 3. cíle dizertační práce**). Analýza je zaměřena na proporcii NOA a MVA a rentabilitu „investovaného“ kapitálu.

Z analýzy komplexního příkladu vyplynuly dva směry, kterými by se měl ubírat **navazující výzkum** – hlubší prozkoumání zařazení lidských aktiv do NOA formou cizího úročeného kapitálu a stanovení vhodné metodiky pro odpisy v rámci pokračující fáze ocenění.

Z vytvořených poznatků mi vyplynul závěr, že celková hodnota lidských aktiv by při nepřímém ocenění metodami DCF/EVA (entity) měla být rozčleněna na dvě složky:

- 1) část osobních nákladů investičního charakteru (např. školení) představující vlastní kapitál a
- 2) zbylou část osobních nákladů (závazky z pronájmu lidských aktiv) představující cizí kapitál.

Kapitola 3.2

V kapitole 3.2 je proveden odhad hodnoty interního goodwillu jako rozdílu výnosového a substančního ocenění. Cílem této kapitoly je zejm. porovnat hodnotu lidských aktiv, vypočítanou přímým oceněním (modifikovaným výnosovým přístupem) v kapitole 3.1.2.3 a hodnotu vypočítanou nepřímým oceněním v kapitole 3.1.3.2 (využita je hodnota I. fáze ocenění u varianty A) u metody DCF). Porovnání ukázalo, že hodnota lidských aktiv, vypočítaná substančním přístupem, odpovídá přibližně hodnotě, která byla vypočítaná v rámci nepřímého ocenění.

4. část dizertační práce

Kapitola 4.1

Závěrečným výstupem dizertační práce je návrh doporučeného postupu pro oceňování lidských aktiv podniku (**4. cíl dizertační práce**). Doporučení jsou členěna na část upravující postup pro přímé ocenění lidských aktiv podniku (kapitola 4.1.2) a postup pro nepřímé ocenění lidských aktiv podniku (kapitola 4.1.3).

V kapitole pro přímé ocenění lidských aktiv jsem zkoncipovala doporučení pro nákladový přístup ocenění, který předpokládá zahrnovat do hodnoty lidských aktiv náklady investičního

charakteru. Do hodnoty lidských aktiv naopak není doporučeno zahrnovat mzdové náklady. Stěžejním aplikačním problémem tohoto postupu se jeví obstarání náležitých podkladů z oddělení lidských zdrojů nebo finančního oddělení oceňovaného podniku.

Výnosový přístup přímého ocenění lidských aktiv upravuje doporučený postup při aplikaci navrženého modifikovaného výnosového přístupu ocenění lidských aktiv podniku v rámci následujících základních kroků, které současná odborná literatura neobsahuje:

- zpracování analýzy potřeby lidských aktiv pro oceňovaný podnik, na základě které se určí osobnostní koeficienty lidských aktiv,
- provedení alokace výnosů podniku na jednotlivá aktiva,
- odhadnutí tempa růstu (příp. poklesu) výnosů připadajících na lidská aktiva,
- stanovení odpovídající diskontní míry a
- provedení samotného výpočtu hodnoty lidských aktiv.

Závěr kapitoly pro přímé ocenění lidských aktiv je věnován aplikačním možnostem navržených postupů.

V kapitole pro nepřímé ocenění lidských aktiv je uvedeno souhrnné doporučení týkající se začlenění lidských aktiv do ekonomických výkazů (NOA a NOPAT). Pokud by cílem oceňovatele kromě výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku, bylo také zjištění rozložení hodnoty podniku mezi NOA a MVA a/nebo zrealnění rentability „investovaného“ kapitálu, měl by se začleněním lidských aktiv do ekonomických výkazů (NOA a NOPAT) zabývat, jelikož osobní náklady většiny podniků představují nezanedbatelnou položku celkových nákladů podniku.

4.3 Shrnutí hlavních vytvořených poznatků dizertační práce

1. Lidská aktiva by neměla být součástí nehmotných aktiv neboli intelektuálního kapitálu. Měla by představovat samostatnou formu aktiv.

2. Odvozená definice: *„Lidská aktiva podniku, pro účely ocenění podniku, představují duševní a fyzický potenciál zaměstnanců podniku (případně spolupracujících osob) včetně potenciálu, do kterého podnik investoval, který si podnik od zaměstnanců pronajímá, a který podnik může využít v souladu s příslušnými právními předpisy a s ohledem na etiku pro tvorbu části své přidané hodnoty.*

3. Hodnota lidských aktiv představuje z pohledu ekonomického fungování podniku kategorii, která by měla být zahrnutá v ekonomické rozvaze podniku (NOA),

sestavované pro účely výnosového ocenění podniku metodami DCF a EVA, jako samostatná položka.

4. Z pohledu oceňování podniku jako celku, lidská aktiva představují částečně pronajatá aktiva, která vyžadují smluvní a zákonné platby (závazky z pronájmu – mzdy, odvody na sociální a zdravotní pojištění atd.), a proto by tato část hodnoty osobních nákladů měla být považována za cizí kapitál. Zbýlá část osobních nákladů (investičního charakteru) by měla být považována za vlastní kapitál.

5. Pro převod bodové hodnoty lidských aktiv na finanční vyjádření by měly být použity výnosy na ně připadající, nikoliv osobní nebo mzdové náklady.

6. V souladu s vytvořenou definicí lidských aktiv podniku – v rámci prováděné analýzy potřeby lidských aktiv pro oceňovaný podnik by měly být definovány pouze požadované vlastnosti/schopnosti lidských aktiv, které podnik může využít pro tvorbu své přidané hodnoty v rámci plánovaných cílů.

7. Odhad tempa růstu výnosů je v modifikovaném výnosovém přístupu ocenění lidských aktiv podniku založen na prognóze tempa růstu příslušného trhu a změnách tržního podílu oceňovaného podniku za předpokladu, že hlavní faktory ovlivňující tržní podíl jsou závislé na kvalitě lidských aktiv. Proto je vývoj tržních podílů odvozen od hodnocení nadprůměrné/podprůměrné úrovně efektivity lidských aktiv oceňovaného podniku oproti konkurenci.

8. Odhad specifické diskontní míry v modifikovaném výnosovém přístupu ocenění lidských aktiv podniku by měl odrážet zejm. rizika spojená s odlišným vývojem plánovaných výnosů přiřazených lidským aktivům. Základní složku diskontní míry tvoří náklady kapitálu podniku. Dodatečná složka diskontní míry je tvořena stavebnicovým systémem prostřednictvím rizikových přírážek, které zohledňují základní a specifické rizikové faktory lidských aktiv oceňovaného podniku.

9. Tržní cena lidských aktiv pro potřeby začlenění lidských aktiv do čistých operačních aktiv podniku formou pronájmu může být vyjádřena jako cena, kterou by zaplatil ekonomický zaměstnavatel, který by si lidská aktiva oceňovaného podniku pronajal. Je rovna současné hodnotě vynakládaných osobních nákladů po dobu „zadržení“ lidského aktiva, snížené o ušetřené náklady (zejm. o náklady školení) a navýšené o částku provize, kterou by zaplatil ekonomický zaměstnavatel právnímu zaměstnavateli za pronájem lidských aktiv.

Alternativně je možné tržní cenu lidských aktiv vyjádřit jako cenu, kterou by podnik zaplatil, pokud by lidská aktiva v oceňovaném podniku působila jako podnikající fyzické osoby (na živnostenské oprávnění). Je rovna současné hodnotě osobních nákladů, které by podnik vynakládal po dobu „zadržení“ lidských aktiv, snížené o ušetřené náklady na odvody sociálního a zdravotního pojištění (procentní výše je daná právními předpisy).

5. Formální část

5.1 Použité zdroje

- [1] ARMSTRONG, M. (2002): *Řízení lidských zdrojů*. Praha, Grada, 2002, ISBN 80-247-0469-2.
- [2] BARÁNIK, M. (2003): *Aká je efektívnosť ľudského kapitálu?* Siločariy, 2003, roč. 1, č. 12, s. 3-4, ISSN 1336-4634.
- [3] BARRO, R. J., SAL-I-MARTIN, X. (1999): *Economic Growth*. Cambridge, MIT Press, 1999, ISBN 0-262-02459-4.
- [4] BECKER, G. S. (1993): *Human Capital*. Chicago, University of Chicago Press, 1993, ISBN 978-0-226-04120-9
- [5] BROOKING, A. (1996): *Intellectual Capital: Core Asset for the Third Millenium Enterprise*. New York, International Thomson Business Press, 1996, ISBN 978-1861524089.
- [6] ČADA, K. (2007): *Oceňování nehmotného majetku*. Praha, Oeconomica, 2007, ISBN 978-80-245-1187-0.
- [7] ČESKÁ SPOŘITELNA (2014): *Úvěrové produkty v Kč pro podnikatele a malé firmy, projektové financování, svobodná povolání, veřejný a neziskový sektor*. [online], Praha, Česká spořitelna, c2014, [cit. 21. 4. 2014], <http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/STANDARD_CONTENT_OT01_007052.XML>.
- [8] DVOŘÁKOVÁ, Z. aj. (2007): *Management lidských zdrojů*. Praha, C. H. Beck, 2007, ISBN 978-80-7179-893-4
- [9] EDVINSSON, L., MALONE M.S. (1997): *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding It's Hidden Roots*. New York, HarperCollins, 1997, ISBN 978-0-88730-841-3.
- [10] ETZIONI, A. (1995): *Morální dimenze ekonomiky*. Praha, Victoria, 1995, ISBN 80-85865-19-X.
- [11] FILIPOVÁ, I. (2008): *Absence lidského kapitálu ve standardních finančních výkazech*. Oceňování, 2008, roč. 1, č. 3-4, s. 67-79, ISSN 1803-0785.
- [12] FILIPOVÁ, I. (2009): *Vybrané metody oceňování lidského kapitálu*. Oceňování, 2009, roč. 2, č. 2, s. 63-75, ISSN 1803-0785.
- [13] FILIPOVÁ, I. (2013): *Vymezení lidského kapitálu podniku a identifikace potřeb jeho oceňování*. Oceňování, 2013, roč. 6, č. 5, s. 35-52, ISSN 1803-0785.
- [14] FILIPOVÁ, I. (2010): *Lidský kapitál podniku*. In: *Miesto a úloha duševného vlastníctva v štruktúre hodnoty podniku 2010*. Žilina, Žilinská univerzita, 2010, s. 33-45, ISSN 978-80-554-0156- 0.
- [15] FILIPOVÁ, I. (2008): *Lidský kapitál a jeho ocenění jako inherentní součást všech ekonomických počinů člověka*. In: *9. ročník konference studentů doktorského studia Fakulty financí a účetnictví*, Praha, Oeconomica, 2008, s. 217-232, ISBN 978-80-245-1359-1.
- [16] FITZ-enz, J. (2000): *The ROI of Human Capital: Measuring the Economic Value of Employee Performance*. New York, AMACOM, 2000, ISBN 0-8144-0574-6.

- [17] CHEN, J., ZHU, Z., XIE, H. Y. (2004): *Measuring Intellectual Capital: A New Model and Empirical Study*. Journal of Intellectual Capital, 2004, roč. 5, č. 1, s. 195-212, ISSN 1469-1930.
- [18] IASB (2012): *The Conceptual Framework for Financial Reporting 2012*. [online], London, International Accounting Standards Board, c2012, [cit. 21. 1. 2012], <<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20IAS%20and%20IFRS%20PDFs%202012/Conceptual%20Framework.pdf>>.
- [19] IASB (2008): *International Financial Reporting Standards IFRS 2008: including International Accounting Standards (IASs) and Interpretations as approved at 1 January 2008*. London, International Accounting Standards Board, 2008, ISBN 978-1905590544
- [20] JHONES, C. I. (1997): *Introduction to Economic Growth*. New York, Norton Publishers, 1997, ISBN 0-393-97174-0.
- [21] JINDRA, M. (2010): *Položkové ocenění ekonomické rozvahy a jeho konzistence*. Praha, Vysoká škola ekonomická, 2010, dizertační práce.
- [22] KAMENÍČEK, J. (2003): *Lidský kapitál - úvod do ekonomie chování*. Praha, Univerzita Karlova, Karolinum, 2003, ISBN 80-246-0449-3.
- [23] KAPLAN, S. R., NORTON P. D. (2002): *Balanced scorecard – Strategický systém měření výkonnosti podniku*. Praha, Management Press, 2002, ISBN 80-7261-063-5.
- [24] KOMERČNÍ BANKA (2014): *Oznámení Komerční banky, a. s. o úrokových sazbách v českých korunách*. [online], Praha, Komerční banka, c2014, [cit. 21. 4. 2014], <<http://www.sazebnik-kb.cz/file/cms/cs/urokove-sazby/kb-urokove-sazby-czk.pdf>>.
- [25] KOUBEK, J. (2009): *Několik poznámek k pojetí lidského kapitálu*. [online], Praha, Vysoká škola ekonomická, c2009, [cit. 11. 2. 2014], <http://kdem.vse.cz/resources/relik09/Prispevky_PDF/Koubek.pdf>
- [26] KRÁL, B. aj. (2006): *Manažerské účetnictví*. Praha, Management Press, 2006, ISBN 80-7261-062-7.
- [27] KRŠKOVÁ, M. (2008): *Stanovení hodnoty trhem neoceňovaných statků*. Ekonomika a Management, 2008, roč. 2, č. 1, s. 30-49, ISSN 1802-8470.
- [28] LMC (2014): *Průzkum platů*. [online], Praha, LMC, c2014, [cit. 11. 2. 2014], <<http://www.platy.cz/>>.
- [29] LUCAS, R. E. (1988): *On the Mechanics of Economic Development*. Journal of Monetary Economics, 1988, roč. 22, č. 1, s. 3-42, ISSN 0304-3932.
- [30] LYNN, L. E. (1998): *The Management of Intellectual Capital: The Issues and the Practice*. Hamilton, Society of Management Accountants of Canada, 1998, ISBN 1-8940-9108-6.
- [31] MALÝ, J. (2007): *Oceňování průmyslového vlastnictví. Nové přístupy*. Praha, C. H. Beck, 2007, ISBN 978-80-7179-4646.
- [32] MAYO, A. (2001): *The Human Value of the Enterprise. Valuing People as Assets – Monitoring, Measuring, Managing*. London, Nicholas Bradley, 2001, ISBN 1-85788-281-4.
- [33] MAŘÍK, M. aj. (2003): *Metody oceňování podniku. Proces oceňování, základní metody a postupy*. Praha, Ekopress, 2003, ISBN 80-86119-57-2.

- [34] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2005): *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha, Ekopress, 2005, ISBN 80-86119-61-0.
- [35] MAŘÍK M. aj. (2011): *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha, Ekopress, 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.
- [36] MILOST, F. (2005): *Dynamic Monetary Model of Intellectual Capital Evaluation*, In: *6th International Conference of the Faculty of Management*. Koper, University of Primorska, 2005.
- [37] MOORE, R. (2006): *Selecting the Right Manufacturing Improvement Tools. What Tools? When?* Amsterdam, Elsevier, 2006, ISBN 978-07506-7916-9.
- [38] NOVOTNÝ, J. (2009): *Hodnocení kvality hráčů*. Odhadce, 2009, roč. 15, č. 2, s. 33-52, ISSN 1213-8223.
- [39] RANA, K., MAHESHWARI, S. K. (2005): *A Marginal Monetary Worth, Human Valuation Model*. Scientific Journal of Administrative Development, 2005, roč. 3, č. 1, s. 79-91, ISSN 1726-3239.
- [40] ROMER, P. (1996): *Advanced Macroeconomics*. New York, McGraw-Hill, 1996, ISBN 0-07-053667-8.
- [41] SCHULZ, T. W. (1961): *Investment in Human Capital*. American Economic Review, 1961, roč. 51, č. 1, s. 1-17, ISSN 002-8282.
- [42] SIMONOVÁ, N., MATĚJŮ, P. (2005): *České vysoké školství na křižovatce. Investiční přístup k financování studia na vysoké škole v sociologické reflexi*. Praha, Sociologický ústav Akademie věd ČR, 2005, ISBN 80-7330-072-9.
- [43] SMART, G. H. (1998): *The Art and Science of Human Capital Valuation*. [online], Chicago, GHSMART, c1998, [cit. 3. 10. 2013],
<http://www.ghsmart.com/media/press/human_capital.pdf>.
- [44] STEWART, T. A. (1997): *Intellectual capital: The New Wealth of Organizations*. New York, Doubleday, 1997, ISBN 978-03854-8228-8.
- [45] STOCKLEY, D. (2014): *The Importance of Human Capital*. [online], Melbourne, Derek Stockley, c2014, [cit. 28. 1. 2014],
<<http://www.derekstockley.com.au/newsletters-05/018-human-capital.html>>.
- [46] SVEIBY, K. E. (2009): *Measuring Intangibles*. [online], Helsinki, Sveiby Knowledge Associates, c2009, [cit. 26. 1. 2014],
<http://www.sveiby.com/articles/measuring_intangibles.html>.
- [47] TURECKIOVÁ, M. (2004): *Řízení a rozvoj lidí ve firmách*. Praha, Grada, 2004, ISBN 80-297-0405-6.
- [48] TRUNEČEK, J. (2004): *Znalostní podnik ve znalostní společnosti*. Praha, Professional Publishing, 2004, ISBN 80-86419-67-3.
- [49] TOMOVÁ, A., SZILÁGYI, M. (2004): *Ludský život jako problém ocenenia*. Odhadce, 2004, roč. 10, č. 3, s. 16-22, ISSN 1213-8223.
- [50] UZAWA, H. (1965): *Optimum Technical Change in an Aggregate Model of Economic Growth*. International Economic Review, 1965, roč. 6, č. 1, s. 18-31, ISSN 1468-2354.
- [51] WOLTER, P. (2011): *Die Monetäre Quantifizierung des Personalen Faktors im Rahmen von Unternehmensbewertungen*. München, Rainer Hampp, 2011, ISBN 978-3-866-18-664-4.

- [52] YEREX, R. P. (2008): *Valuation of HumanCapital. Measure What Matters*. [online], Chelmsford, Workforce Institute, c2008,[cit. 25. 2. 2014],
<<http://www.workforceinstitute.org/wp-content/uploads/2009/01/yerex-human-capital-metrics.pdf>>.

5.2 Použité zkratky

BSC – Metoda strategického systému měření výkonnosti (Balanced Scorecards)

CK – Cizí kapitál

DCF – Metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted cash-flow)

DFM – Dynamický finanční model ocenění lidského kapitálu (Dynamic financial model)

EC – Osobní náklady (Employee costs)

EVA – Metoda ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added)

FASB - Americký výbor pro standardizaci finančního účetnictví (US Financial accounting Standards Board)

FCFF – Volné finanční toky (free cash-flow)

HAW – Hodnota lidských aktiv (Human Assets Worth)

HCM – Model pro monitorování lidského kapitálu (Human Capital Monitor)

HV- Hospodářský výsledek

IAM – Individuální násobitel aktiv (Individual Assets Multiplier)

IAS – Mezinárodní účetní standard (International Accounting Standard)

IASB – Rada pro mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standard Board)

IEC – Přírůstková hodnota zaměstnance (Incremental Employee Contribution)

IFRS – Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (International Financial Reporting Standards)

IRK – Investor rizikového kapitálu

IT – Informační technologie

LA – Lidská aktiva

LK – Lidský kapitál

MMW – Model mezní finanční hodnoty zaměstnanců (Marginal Monetary Worth)

MVA – Tržní přidaná hodnota (Market Value Added)

NOA – Čistá operační aktiva (Net Operating Assets)

NOPAT – Čistý výsledek hospodaření po dani (Net operating Profit after Tax)

PVH – Provozní výsledek hospodaření

SH – Současná hodnota

SW – Software

VK – Vlastní kapitál

WACC – Průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Capital Costs)

WARA – Průměrná vážená návratnost aktiv (Weighted Average Return Assets)

WTP/WTa – Metodologie ohodnocování statistického života: ochota platit za redukci rizika úmrtí/ochota přijmout kompenzaci za zvýšení rizika úmrtí (Willigness to pay/Willigness to accept)

5.3 Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Příklady nehmotných aktiv vykazovaných odděleně od goodwillu

Tabulka č. 2: Ohodnocování lidského kapitálu

Tabulka č. 3: Výpočet osobnostní matice

Tabulka č. 4: Hodnocení profilu osobních schopností v modelu HCM

Tabulka č. 5: Hodnocení potenciálu k růstu v modelu HCM

Tabulka č. 6: Hodnocení individuálního podílu na přidané hodnotě v modelu HCM

Tabulka č. 7: Hodnocení stavu ztotožnění se s hodnotami organizace v modelu HCM

Tabulka č. 8: IAM – Individuální násobitel aktiv

Tabulka č. 9: Označení charakteru nákladů ve výpočtu zvyšující se hodnoty zaměstnanců

Tabulka č. 10: Pozitiva a negativa jednotlivých metod přímého ocenění lidského kapitálu

Tabulka č. 11: Vybrané údaje rozvahy a výsledovky znalostního podniku CONSULTING, a.s.

Tabulka č. 12: Výpočet osobnostních koeficientů manažera a konzultantů

Tabulka č. 13: Výpočet výnosů připadajících na zbylá aktiva (mimo lidských aktiv)

Tabulka č. 14: Prognóza tržeb v rámci modifikovaného výnosového přístupu ocenění LA

Tabulka č. 15: Diskontované zisky v modifikovaném výnosovém přístupu ocenění LA

Tabulka č. 16: Porovnání výsledku hospodaření u přímého a zprostředkovaného pronájmu LA

Tabulka č. 17: Úpravy výkazů, které vyplývají z pronájmu lidských aktiv

Tabulka č. 18: Rozvaha oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.

- Tabulka č. 19: Výsledovka oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.
- Tabulka č. 20: Výkaz cash-flow oceňovaného znalostního podniku CONSULTING, a.s.
- Tabulka č. 21: Výpočet implicitní úrokové míry (*varianta 0*)
- Tabulka č. 22: Podklady pro úpravu rozvahy a výsledovky (*varianta 0*)
- Tabulka č. 23: Výpočet NOPAT (*varianta 0*)
- Tabulka č. 24: Výpočet NOA (*varianta 0*)
- Tabulka č. 25: Výpočet WACC (*varianta 0*)
- Tabulka č. 26: Ocenění podniku metodou EVA (*varianta 0*)
- Tabulka č. 27: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta 0*)
- Tabulka č. 28: Výpočet tržní ceny lidských aktiv (*varianta A*)
- Tabulka č. 29: Výpočet implicitního finančního nákladu (*varianta A*)
- Tabulka č. 30: Sestavení splátkového kalendáře (*varianta A*)
- Tabulka č. 31: Výpočet zůstatkové hodnoty pronajatého aktiva (*varianta A*)
- Tabulka č. 32: Úpravy HV v pasivech rozvahy (*varianta A*)
- Tabulka č. 33: Výpočet NOPAT (*varianta A*)
- Tabulka č. 34: Výpočet NOA (*varianta A*)
- Tabulka č. 35: Výpočet WACC (*varianta A*)
- Tabulka č. 36: Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (*varianta A*)
- Tabulka č. 37: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF (*varianta A*)
- Tabulka č. 38: Výpočet současné hodnoty budoucích plateb nájemného LA (*varianta B*)
- Tabulka č. 39: Výpočet NOPAT (*varianta B*)
- Tabulka č. 40: Výpočet NOA (*varianta B*)
- Tabulka č. 41: Výpočet WACC (*varianta B*)
- Tabulka č. 42: Ocenění podniku metodou EVA (*varianta B*)
- Tabulka č. 43: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta B*)
- Tabulka č. 44: Podklady pro úpravy účetních výkazů (*varianta C*)
- Tabulka č. 45: Výpočet NOPAT (*varianta C*)
- Tabulka č. 46: Výpočet NOA (*varianta C*)
- Tabulka č. 47: Výpočet WACC (*varianta C*)
- Tabulka č. 48: Ocenění podniku metodou EVA (*varianta C*)

Tabulka č. 49: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta C*)

Tabulka č. 50: Podklady pro úpravy finančních výkazů (*varianta D*)

Tabulka č. 51: Výpočet NOPAT (*varianta D*)

Tabulka č. 52: Výpočet NOA (*varianta D*)

Tabulka č. 53: Výpočet WACC (*varianta D*)

Tabulka č. 54: Ocenění podniku metodou EVA (*varianta D*)

Tabulka č. 55: Ocenění podniku metodou DCF (*varianta D*)

Tabulka č. 56: Sumarizační tabulka výsledků komplexního příkladu č. 2

Tabulka č. 57: Výpočet substanční hodnoty podniku CONSULTING, a.s

Tabulka č. 58: Výpočet interního goodwillu podniku CONSULTING, a.s

5.4 Seznam příkladů

Příklad č. 1: Analýza potřeby lidského kapitálu

Příklad č. 2: Pohovor orientovaný na minulost

Příklad č. 3: Výpočet mezní finanční hodnoty zaměstnanců

Příklad č. 4: Výpočet hodnoty lidských aktiv

Příklad č. 5: Výpočet zvyšující se hodnoty lidského kapitálu

Příklad č. 6: Výpočet roční odpisové sazby hodnoty investic do zaměstnance

Příklad č. 7: Výpočet roční odpisové sazby investic do zaměstnance

Příklad č. 8: Komplexní příklad č. 1- Přímé ocenění LA

Příklad č. 9: Výpočet implicitního finančního nákladu u pronájmu lidských aktiv

Příklad č. 10: Komplexní příklad č. 2 – Nepřímé ocenění LA

Příklad č. 11: Odhad hodnoty lidského kapitálu z interního goodwillu

5.5 Seznam obrázků

Obrázek č. 1: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle A. Brooking

Obrázek č. 2: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle T. Stewart

Obrázek č. 3: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle K. E. Sweiby

Obrázek č. 4: Rozdělení intelektuálního kapitálu dle J. Fitz-enz

Obrázek č. 5: Monitorování lidského kapitálu dle A. Mayo

Obrázek č. 6: Šest komponent schopností v modelu HCM

Obrázek č. 7: Komponenta potenciálu v rámci modelu HCM

Obrázek č. 8: Odvození hodnoty lidských aktiv podniku z goodwillu

Obrázek č. 9: Zjednodušené schéma postupu řešení zadaného tématu

Obrázek č. 10: Rekapitulace cílů dizertační práce

5.6 Přílohy

DOTAZNÍK

pro podniky

1. Byl pro Vaši společnost v posledních 5 letech zpracován znalecký posudek, který by oceňoval Vaši společnost?

Pokud ANO, obsahoval předmětný znalecký posudek v nějaké formě ocenění lidského kapitálu, případně byla v něm separátně vyčíslena finanční hodnota Vašich zaměstnanců?

2. Byla by Vaše společnost ochotna vynaložit určitou finanční částku za 90 % snížení rizika odchodu Vašeho klíčového zaměstnance ke konkurenční společnosti?

Pokud ANO, jakou maximální finanční částku, příp. zdůvodněte proč (vyjádřete např. v % jeho současného příjmu)?

Pokud NE, uveďte, prosím, důvod/vysvětlení.

3. Byla by Vaše společnost ochotna přijmout finanční kompenzaci za odchod všech klíčových zaměstnanců k určitému dni z Vašeho podniku (jednalo by se např. o hypotetický dlouhodobý pronájem pracovní síly konkurenčnímu podniku)?

Pokud ANO, jaká výše finanční kompenzace by byla pro Vaši společnost v uvedeném případě přiměřená?

Pokud NE, uveďte, prosím, důvod/vysvětlení.

DOTAZNÍK

pro znalecké ústavy

1) Setkává se Váš znalecký ústav s potřebou ocenění lidského kapitálu podniku?

Pokud ANO, uveďte, prosím, pro jaké účely ocenění.

2) Pokud byste byli vyzváni vyčíslit finanční hodnotu lidského kapitálu podniku, jakým způsobem byste ho ocenili?