

NOVÉ PŘÍSTUPY A METODY K MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU¹

Dluhošová Dana

ABSTRAKT

Článek je věnován vývoji měřítek finanční výkonnosti firmy, jsou uvedeny základní koncepty a přístupy pro jejich aplikaci. Základním přístupem je přístup na bázi hodnoty pro vlastníky. Dále jsou uvedena měřítka na účetním, ekonomickém a tržním principu. Zvláštní pozornost je věnována ukazateli ekonomické přidané hodnoty (EVA) včetně základních metodických přístupů k propočtu: provozní zisk, hodnotové rozpětí, absolutní, relativní, entity, equity. Vývoj tohoto ukazatele v ČR během posledních deseti let je analyzován a graficky znázorněn. Celkový trend je pozitivní, v některých odvětvích je dosahováno kladných hodnot. Je provedeno rovněž porovnání a analýza měřítek výkonnosti včetně jejich výhod a nevýhod.

ABSTRACT

The paper is devoted to the development of the financial performance measures. The conceptions and approaches of the performance application measures are introduced. The dominated approach is based on the shareholder value principle. Furthermore, the formulation of chosen measures on accounting, economic and market basis are presented and discussed. Special attention is devoted to the economic value measure (EVA) including several formulations approaches: operational profit, value spread, absolute, relative, entity, equity. Development of EVA measure in the Czech economy for last ten years is introduced including the graphical presentation. The general trend is positive and EVA is of positive value in chosen sectors. Comparison of the several performance measures from advantage and disadvantage aspects is analyzed and discussed as well.

Úvod

V průběhu posledních desítek let došlo k výraznému myšlenkovému posunu v otázkách hodnocení efektivnosti podnikových aktivit od tradičních ukazatelů výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku. Rostoucí informační efektivnost kapitálových trhů zvyšuje zákonitě efektivní alokaci kapitálu. Nová koncepce finančního řízení je založena na řízení hodnoty pro vlastníka (Shareholder Value). Ta je postavena na modifikovaných finančních ukazatelích, které umožňují úspěšně a lépe identifikovat procesy a činnosti, které reálně a dlouhodobě zvyšují hodnotu pro akcionáře a rovněž celkovou hodnotu firmy.

Koncepci Shareholder Value můžeme vnímat ve dvou dimenzích: Shareholder Value jako měřítko výkonu (finanční veličinu) a Shareholder Value jako nejvyšší podnikový cíl (cíl podniku). Z prvního hlediska jde primárně především o maximalizaci bohatství akcionářů. To by mělo být přirozené, protože akcionáři společnost vlastní a, jako racionální investoři, očekávají dlouhodobý výnos své investice. Vlastníci (akcionáři) požadují, aby zisk podniku byl vyšší než výnos, který

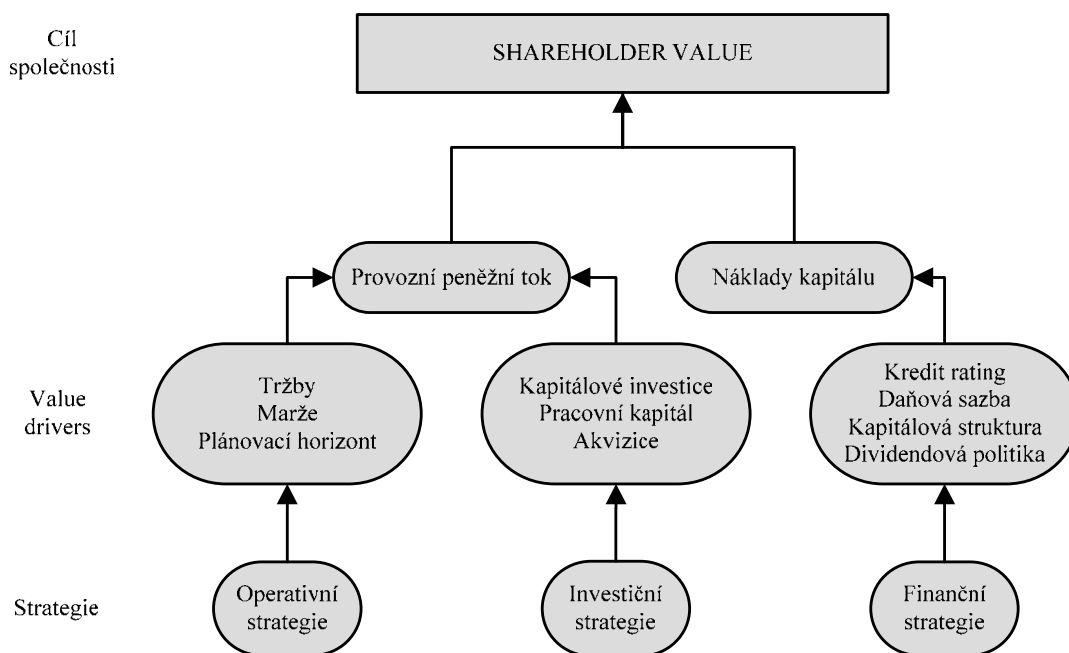
¹ Tento příspěvek vznikl v rámci projektu MSM 619891007.

by při stejném riziku mohli získat jinde. Pokud tomu tak není, znamená to, že se jim nepodařilo vložený kapitál dostatečně zhodnotit, čímž pochopitelně je nebo v budoucnu bude ohrožena existence firmy.

Z pohledu pojetí Shareholder Value jako podnikového cíle jsou podniky viděny jako nástroje pro splnění zájmů akcionářů. Takto se jako cíl podniku do popředí dostává maximalizace užítku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů. Oproti tomuto přístupu stojí Stakeholder přístup (Stakeholder Approach), u kterého kromě zájmů akcionářů jsou zahrnuty do cíle podniku také zájmy dalších zúčastněných (např. věřitelů, investorů, zaměstnanců, spolupracovníků atd.). Rozdíl mezi oběma koncepty spočívá v tom, že u Shareholder Value konceptu je uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců bráno jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, totiž tvorba hodnoty pro akcionáře, a ne jako cíl sám o sobě.

Na Obr. 1 je znázorněna vazba mezi strategiemi a rozhodnutími managementu a tvorbou hodnoty. Pozornost je zaměřena na to, jak může firma řídit a plánovat své aktivity, aby zvýšila hodnotu pro akcionáře a současně i pro všechny zainteresované strany (Stakeholders). Klíčová rozhodnutí, a to strategická, operativní, investiční nebo finanční, ovlivňují především peněžní toky CF podniku a finanční riziko, projevující se v nákladech na kapitál.

Obr. 1 Vztah mezi finančními rozhodnutími a hodnotou pro akcionáře



V současné době ovlivňují podnikovou sféru a chování podniků globalizační trendy, zostřování konkurence, otevírání nových trhů, fúze a akvizice. Do popředí zájmu manažerů se tedy dostává nutnost dlouhodobé orientace podniků na výkonnost podniků. Zejména v procesu hodnocení úspěšnosti podniků se stávají klíčovými pojmy výkonnost podniků, měření výkonnosti a řízení hodnoty firmy.

Jeden z hlavních cílů finančního řízení podniků lze tedy obecně formulovat jako neustálé zvyšování výkonnosti firem. Termín výkonnost bývá rozdílně chápán a tedy interpretován jak v teoretické, tak následně i v praktické rovině zkoumání. Přitom definice výkonnosti je obecně chápána jako schopnost firmy zhodnocovat vložené

zdroje, resp. vložený kapitál. Výkonnost firmy může být a nejčastěji také bývá exaktněji interpretována jako její efektivnost, ziskovost, její produktivita.

Adaptace podniků na ekonomický vývoj a dosahování vyšší konkurenceschopnosti se projevuje i v pojetí a měření výkonnosti podniku. Přístupy k měření výkonnosti firem prošly výrazným vývojem a odráží se v nich jak technicko-ekonomický typ ekonomiky, informační možnosti, tak stupeň poznání při řízení ekonomických systémů.

Cílem článku je popsat měřítka výkonnosti, charakterizovat a kategorizovat vývoj přístupů a nové trendy v pojetí finanční výkonnosti podniků. Zvláštní pozornost bude soustředěna na ukazatel EVA a odvětvový vývoj tohoto měřítka výkonnosti v České republice v poslední dekádě.

1 Vývoj ukazatelů a pojetí měřítek finanční výkonnosti

Pojetí měření výkonnosti se neustále vyvíjejí. Přístupy k měření výkonnosti jsou ovlivněny zejména: technicko–ekonomickým typem ekonomiky, globalizačními trendy, rozvojem moderních technologií, vlivem intelektuálních aktiv, stupněm poznání ekonomických systémů a podobně.

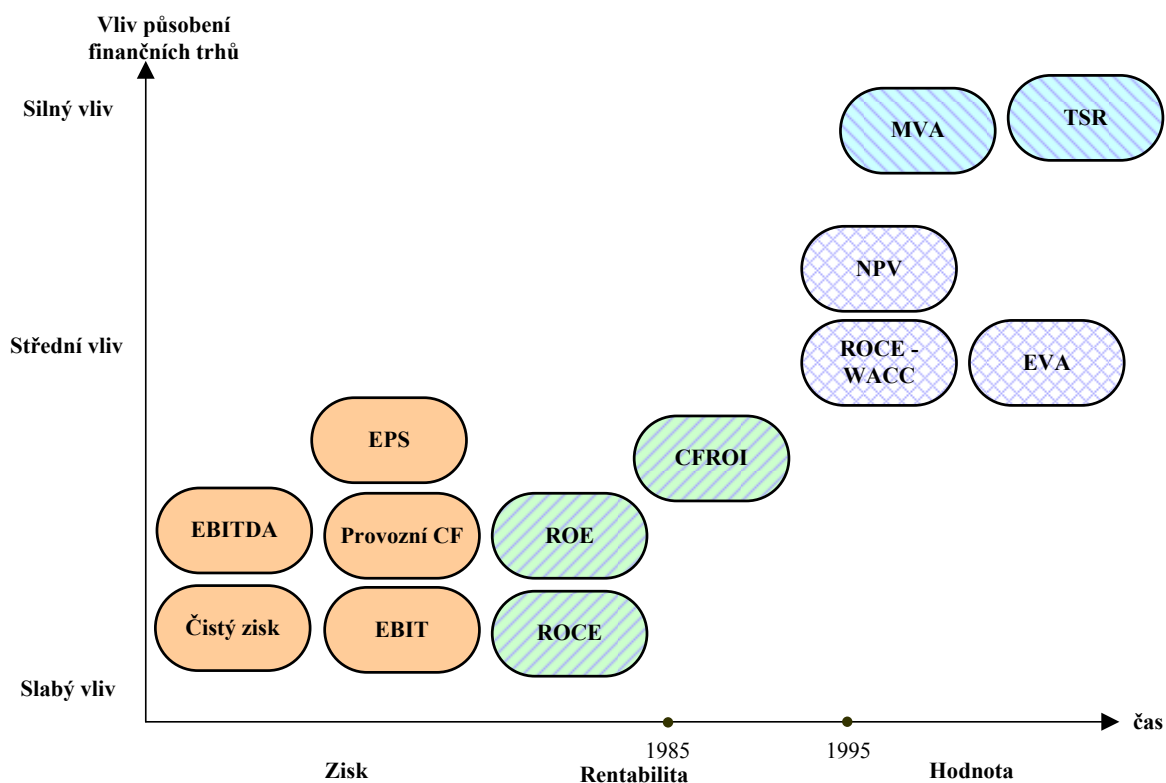
Úspěšnost měření a řízení výkonnosti záleží mimo jiné na: volbě správného typu kritéria výkonnosti, volbě nástroje pro měření stupně dosažení tohoto kritéria, možnosti využití pro řízení podniku.

Podle vztahu k hodnotě firmy se měřítka finanční výkonnosti člení na měřítka orientovaná na ziskovost (tradiční) (ČZ, EBIT, ROE, ROA, ROCE aj.) a měřítka orientovaná na růst hodnoty firmy (EVA, RONA, CFROI, CVA aj.).

Podle vlivu finančních trhů se rozlišují měřítka účetní (ČZ, EBIT, ROE, ROA, ROCE), ekonomická (EVA, RONA, CFROI, CVA, NPV) a tržní (MVA, TSR aj.).

Roste význam hodnotových kritérií, která jsou postavena na tzv. ekonomickém zisku, který zahrnuje veškeré náklady na vložený kapitál a vlivu finančních trhů. Vývoj používaných ukazatelů v závislosti na čase je zobrazen na Obr 2. Je zřejmé, že se přechází od tradičních účetních ukazatelů k ukazatelům, u nichž je výkonnost měřena pomocí změny hodnoty určené pomocí cen generovaných na kapitálových trzích.

Obr. 2 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti



Ukazatele měření výkonnosti lze podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím rozdělit na 3 skupiny: účetní, ekonomické a tržní ukazatele. V následujících částech budou podrobně popsány vybrané skupiny ukazatelů a jednotlivé ukazatele.

1.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Účetní ukazatele se používaly od poloviny 80. let 20. století, jsou to např. čistý zisk EAT, provozní zisk EBIT, zisk před úhradou úroků, daní a odpisů EBITDA, zisk na akcii EPS nebo poměrové ukazatele, jako jsou rentabilita aktiv ROA, rentabilita dlouhodobého kapitálu ROCE, rentabilita vlastního kapitálu ROE. Fakt, že jsou založeny na účetní definici zisku, která jen zřídka vyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky, přináší problémy.

Využití absolutního ukazatele na bázi čistého zisku EAT měly určité nedostatky, neboť nebylo možno oddělit základní a mimořádné výsledky. Rostoucí důraz na provozní zisk EBIT nebo EBITDA znamenal zlepšení, neboť tímto se redukovaly vlivy mimořádných výnosů a nákladů.

Jednotlivé ukazatele finanční výkonnosti je možné charakterizovat následovně.

Ukazatel čistého zisku na jednu akcii (Earnings per Share, EPS) je určen jako čistý zisk připadající na jednu kmenovou akcii. Úmysl a záměr zlepšit hodnotu ukazatele se může projevit ve snaze zvyšovat zisk po zdanění metodologickými účetními postupy (kreativní účetnictví).

Druhá generace účetních ukazatelů se objevuje, když investoři začali uvažovat o pojmech ziskovosti tak, že srovnávali zisk s použitým vlastním kapitálem nebo celkovým kapitálem.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (Return on Equity, ROE) vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu, a tedy i jeho zhodnocení v dosaženém čistém zisku. Míra zisku vypočtená z vlastního kapitálu je ukazatelem, pomocí něhož akcionáři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, tj. zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Význam tohoto ukazatele plyne z toho, že se zde spojuje a vyjadřuje vlastnický zájem.

Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (Return on Capital Employed, ROCE) je dalším ukazatelem ze sledovaných ukazatelů rentability. Tímto ukazatelem se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji, tj. zvýšení potenciálu vlastníka využitím dlouhodobého cizího kapitálu. Jedná se o ukazatel, který je často využíván k mezipodnikovému porovnání.

Rentabilita aktiv (Return on Total Assets, ROA) je o něco realističtější měřítko ekonomické výkonnosti, nejsou však brány v úvahu náklady na kapitál. Ani nadprůměrně vysoká rentabilita aktiv není zárukou zvyšování hodnoty firmy. Dokud nedojde k porovnání ROA s náklady firmy vztahenými na celkový používaný kapitál, nelze posoudit, zda dochází ke zvyšování či snižování hodnoty firmy. Ukazatel ROA bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože je poměřován zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Respektována je skutečnost, že výnos z prostředků získaných z cizích zdrojů musí pokrýt i úroky a přinést další efekt představující zisk.

Avšak i tyto ukazatele lze ovlivnit určitou manipulací, neboť například společnost může zvýšit ROE tím, že zvýší zadluženost. Dokonce ROE může vypadat velmi dobře i v případě, že nebyla vytvořena žádná reálná hodnota, protože růst ziskovosti je eliminován vyšším rizikem, které není zohledněno v účetních datech. Protože pomocí ukazatele ROCE se lze vyhnout tomuto zkreslení, stal se tento ukazatel jedním z klíčových ukazatelů výkonnosti. Pouze v omezeném počtu odvětví není vhodné používat ROCE (např. bankovníctví, pojišťovnictví), v těchto odvětvích se široce používá především ukazatel ROE.

Kritiku tradičních ziskových veličin a na nich postavených ukazatelů výkonnosti lze shrnout do následujících bodů: nízká korelace k vývoji hodnoty na kapitálovém trhu, chybějící zohlednění nákladů na kapitál, orientace na minulost, chybějící zachycení nehmotného majetku, zanedbání ekonomických účinků po skončení sledovaného období.

1.2 Ekonomické ukazatele

Ekonomické ukazatele vznikly v důsledku poznatku, že vývoj rentability vždy plně nemusí korelovat s tvorbou hodnoty pro vlastníky. Aby bylo možné určit hodnotu, musí být výnosy porovnány s náklady na kapitál. Pokud jsou použity náklady na celkový kapitál WACC, je možno odhadnout, zda byla vytvořena hodnota (výnos z kapitálu je větší než WACC) nebo naopak „zničena“. Ekonomické ukazatele tedy na rozdíl od účetních ukazatelů zohledňují veškeré náklady na investovaný kapitál. Ve výpočtu těchto ukazatelů je promítnut faktor rizika a časový horizont. Nejvýznamnějšími kritérii jsou čistá současná hodnota (Net Present Value, NPV), ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added, EVA) jako ukazatel na bázi

ekonomického zisku, ukazatel CF z investic (Cash flow Return on Investment, CFROI).

Čistá současná hodnota NPV je nepochybně nejvhodnějším ukazatelem tvorby hodnoty, umožňuje propočítat vytvořenou hodnotu. NPV vyjadřuje přírůstek majetku v souvislosti s realizací daného projektu. Obecně se jedná o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a počátečních jednorázových kapitálových výdajů.

Nedostatkem ukazatele NPV je fakt, že musí být odhadnuty volné finanční toky na několik budoucích období. Pro externí analytiky, kteří nemají přístup ke všem nezbytným informacím, je proto propočítání NPV obtížné. Rychlým a snadným řešením je v důsledku nedostupnosti dat použít jako náhradu výše uvedené finanční ukazatele EPS, ROE, ROCE. Přitom je nezbytné si uvědomit, že zatímco tyto ukazatele je snazší získat a jednoduché je použít, jsou méně přesné a může dojít ke zkresleným výsledkům, pokud nejsou aplikovány obezřetně.

Ekonomická přidaná hodnota EVA je ukazatel založený na známém konceptu ekonomického zisku, který je součástí ekonomické a finanční teorie již delší dobu. Avšak aplikace tohoto principu je determinována zvládnutím mnoha metodologických problémů spojených s konkrétní dostupností účetních dat, měřeními a interpretací v podnicích. Důsledkem je, že teprve v nedávné době se podařilo tyto problémy ve vyspělých tržních ekonomikách zvládnout a zavést tento ukazatel do hlavního proudu využívání v podnikové praxi. Stále více firem ve vyspělých tržních i transformujících se ekonomikách přijímá tento ukazatel jako základ pro podnikové plánování a sledování výkonnosti firmy. Novost ukazatele spočívá v tom, že při hodnocení výkonnosti jsou brány v úvahu náklady na kapitál, tedy nejen náklady na cizí kapitál, ale počítá se i s cenou kapitálu vlastního.

Ekonomická přidaná hodnota je měřítkem výkonnosti firmy, které bylo vytvořeno s cílem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře. Firmou Stern Stewart & Co., viz Stewart (1991), byl popularizován tento přístup v USA, kde se začal v 90. letech 20. století implementovat do řízení řady firem.

EVA vychází ze základního pravidla, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Tyto náklady kapitálu nebo požadovaná míra výnosnosti se týkají jak vlastního kapitálu tak dluhu. Podobně jako věřitelé mají nárok na výplatu svých úroků, tak i akcionáři požadují vyplacení adekvátní míry návratnosti vloženého kapitálu, která by kompenzovala jejich riziko. Z jiného pohledu je EVA vlastně způsobem, kterým akcionáři měří zisk podniku po úhradě alternativních nákladů na kapitál.

Obecný koncept ukazatele EVA jako měřítka finanční výkonnosti vyjadřuje nadzisk firmy, tedy rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které představují minimální míru výnosnosti kapitálu.

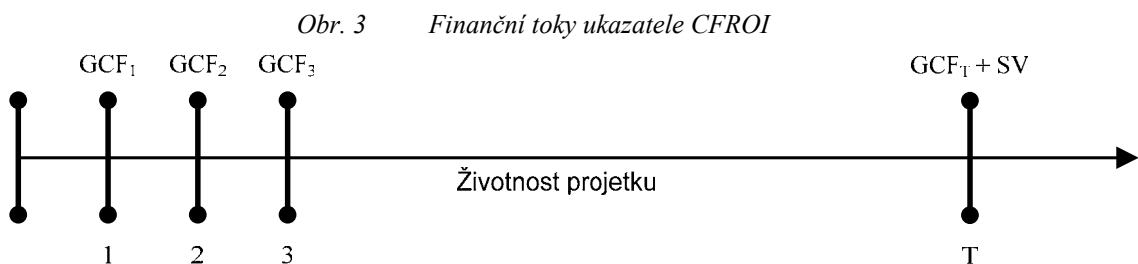
Ukazatel EVA se dnes stává jedním z klíčových ukazatelů, který je využíván nejen pro měření finanční výkonnosti podniku, ale také pro účely stanovení hodnoty firem, pro řešení otázek hmotné zainteresovanosti managementu v hodnotově orientovaném řízení. Maximalizace ekonomické přidané hodnoty by měla být kritériem pro rozhodnutí týkajících se nových investic, změn výrobního programu, zásob, pohledávek či výběru dodavatelů nebo distribučních cest.

Původní verze ukazatele **CF z investic** CFROI odpovídá průměrnému vnitřnímu výnosovému procentu existujících podnikových investic. Podstata

ukazatele je podobná jako u ukazatele EVA s tím rozdílem, že se porovnává vnitřní výnosové procento s průměrnými náklady na kapitál. Tedy

$$\sum_{t=1}^T GCF_t (1+CFROI)^{-t} + SV (1+CFROI)^{-T} = GCE,$$

kde GCE jsou provozní aktiva v pořizovací ceně (vypočteny jako provozní aktiva v zůstatkové ceně a oprávkou) a tato cena musí být transformována na současnou hodnotu zohledňující inflaci od nákupu aktiv po možnost vyhodnocení, GCF je CF z provozních aktiv (tj. zjednodušeně EBIT $(1 - t)$ + odpisy), GCF je pak brána jako annuita se stejným obdobím jako očekávaná doba životnosti aktiv, SV představuje zůstatkovou (zbytkovou) hodnotu aktiv po uplynutí doby životnosti.



Ukazatel CFROI se porovnává s WACC. Pokud je $CFROI > WACC$, společnost tvoří hodnotu. Pokud je nižší, pak dochází k ničení hodnoty.

1.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Tržní ukazatele výkonnosti jsou vysoce citlivé na vývoj akciového trhu, přitom je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu. K významným tržním ukazatelům patří ukazatel tržní přidaná hodnota MVA a ukazatel tržní výnos akciového kapitálu TSR.

Ukazatel tržní přidané hodnoty MVA je stejně jako ukazatel EVA registrován jako obchodní značka společnosti Stern Stewart & Co.

Firmou Stewart byla takto definována další měřítka, pomocí něhož se hodnotí, zda určitá firma vytvořila akcionářskou hodnotu. Jestliže celková tržní hodnota firmy je větší než množství kapitálu do ní investovaného, pak se firmě podařilo vytvořit akcionářskou hodnotu. Když je tomu naopak, tržní hodnota je menší než investovaný kapitál, firma "zničila" akcionářskou hodnotu. Tento rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou firmy je dle Stewart nazýván tržní přidaná hodnota MVA. Tento ukazatel se jeví jako nejpřesnější měřítka bohatství, jež podnik vytvořil. Hlavním důvodem pro toto tvrzení je skutečnost, že kurs akcií na efektivním akciovém trhu odráží všechny relevantní veřejně dostupné informace. Kurs se stává dobrým informačním zdrojem díky neustálému oceňování veřejně obchodovatelných akcií, které provádějí vzájemně si konkurující investoři ve snaze dosáhnout co nejvyššího zisku. Úspěšné firmy zvyšují svoji MVA, a tím zároveň zvyšují hodnotu kapitálu do nich investovaného. Neúspěšné firmy snižují hodnotu kapitálu, který byl na počátku do nich investován. Zda-li firma uspěje při tvorbě MVA záleží na míře výnosnosti. Jestliže u dané firmy míra výnosnosti překročí náklady kapitálu, pak jsou akcie firmy na trhu obchodovány s prémie, na druhé straně firmy, které mají výnosnost menší než náklady kapitálu, se prodávají s diskontem. Z uvedeného vyplývá, že podnik vytváří akcionářskou hodnotu tehdy, je-li MVA větší než nula, tzn. převyšuje-li celková tržní hodnota firmy množství investovaného kapitálu.

MVA je definována na bázi hodnotového rozpětí takto,

$$MVA = MV - C,$$

kde MV je celková tržní hodnota podniku, C je celkový investovaný kapitál.

MVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí za zjednodušujícího předpokladu, že se tržní a účetní hodnota dluhu sobě rovnají, je určena následovně

$$MVA = MVE - BVE,$$

zde MVE je tržní hodnota vlastního kapitálu (Market Value of Equity), BVE je účetní hodnota vlastního kapitálu (Book Value of Equity).

V souvislosti s tím, jak roste význam analýz založených na čisté současné hodnotě v určování tržní hodnoty firmy, se čím dál tím více zdůrazňuje, že tržní přidanou hodnotu lze stanovit jako současnou hodnotu budoucích EVA,

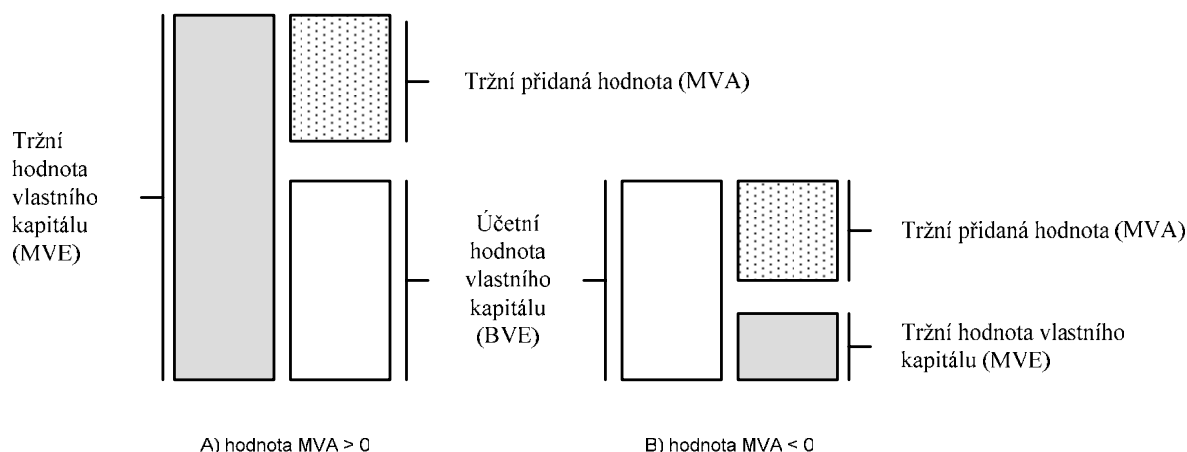
$$MVA = PV(EVA) = \sum_t^T EVA_t \cdot (I + R)^{-t}$$

Zvýšením ukazatele EVA firma zvýší rozdíl mezi hodnotou firmy a kapitálem do ní investovaným. Vztah BVE a MVA má své implikace pro účely oceňování a lze nalézt novou definici hodnoty firmy,

$$MVE = BVE + MVA.$$

Tedy platí, že tržní hodnota vlastního kapitálu je rovna součtu účetní hodnoty vlastního kapitálu a současné hodnoty budoucích EVA. Tento vzájemný vztah je zřejmý z Obr. 4. Přitom jsou uvedeny dvě varianty. V prvním případě je dosahována kladná MVA, v druhém případě vzniká záporná MVA, která bývá někdy označována jako MVL (Market Value Lost).

Obr. 4 Vztah mezi tržní hodnotou vlastního kapitálu MVE a tržní přidanou hodnotou MVA



Oba ukazatele, MVA i EVA se týkají téže problematiky, s tím rozdílem, že ukazatelem EVA se hodnotí úspěšnost firmy očima podniku (managementu), zatímco pomocí MVA očima finančního trhu. Základní rozdíl mezi ukazateli tedy spočívá v tom, že EVA vychází z interních informací firmy, na druhé straně MVA závisí na kursu akcie.

Co se týká vzájemného vztahu mezi uvedenými ukazateli, platí, že dosažené hodnoty EVA se promítají do hodnot MVA. U firmy s kladnou, případně rostoucí,

ekonomickou přidanou hodnotou může být pozorován růst cen akcií v čase. Rostoucí zisky snížené o náklady na kapitál povedou k růstu tržní přidané hodnoty. Naopak firmy, jejichž výnosy nepostačují na pokrytí průměrných vážených nákladů kapitálu, zaznamenají pokles cen akcií, protože nepříznivý výhled EVA snižuje současnou hodnotu firmy. Tento přímoúměrný vztah mezi ukazateli EVA a MVA a zásada „je-li kladná EVA, bude kladná MVA“, případně „je-li záporná EVA, bude záporná MVA“ skutečně ve většině případů platí. Existují však i situace, v nichž se například EVA pohybuje v záporných hodnotách a MVA je přesto kladná, případně další situace vymykající se uvedenému pravidlu. Původcem těchto nesrovnalostí jsou častokrát investoři a fluktuace nabídky a poptávky. Nejen, že záleží na očekáváních, která mají investoři ohledně dalšího vývoje firmy, ale často také podřizují své investiční chování psychologickým aspektům nemajícím přímou vazbu na momentální výsledky podniku.

Pokud by kapitál v rovnici pro ukazatel EVA odrážel běžnou hodnotu aktiv a pokud by výnosnost tohoto kapitálu odrážela skutečný výnos, nebylo by třeba zkoumat vztah EVA a MVA. Taková situace ovšem nenastane, protože jak kapitál, tak i výnosnost jsou odvozeny z historických cen. V podmínkách ekonomik se slabým a málo rozvinutým finančním trhem nejsou dostatečné předpoklady pro propočet a aplikaci ukazatele MVA, neboť základem úspěšného použití je kvalitní kapitálový trh.

Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu (Total Shareholder Return, TSR) je tržním měřítkem pro vlastníky. Lze jej vyjádřit takto,

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t},$$

kde C_{t+1} (C_t) je tržní cena akcie v čase $t + 1$ (t), DIV je vyplácená dividendy na akcii.

Ukazatel TSR je vyjádřen relativně a odpovídá součtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Je to výnos, který získávají akcionáři z koupě akcií. Hlavním nedostatkem těchto dvou ukazatelů je, že mohou ukazovat „ničeni“ hodnoty z důvodu očekávání investorů, že dojde k poklesu budoucích zisků, i když výnos kapitálu je vyšší než náklady kapitálu. Oproti tomu na rostoucích akciových trzích společnosti s průměrnou výkonností mohou vykazovat příznivé hodnoty TSR a MVA. V dlouhém období se tyto velké odchylky vyrovnávají (vyhlazují) a TSR, MVA odráží firemní výkonnost. Přesto v mezidobí mohou existovat značné odchylky mezi těmito indikátory a firemní výkonností.

Tyto úvahy a zjištění vedly burzovní instituce k doporučení zřetelně odlišovat ekonomické a tržní indikátory. Ekonomické indikátory měří výkonnost dosahovanou v minulých letech, zatímco tržní indikátory odrážejí předvídanou budoucí tvorbu hodnoty. U ukazatelů tržní povahy jsou zohledněny ceny akcií, které odrážejí budoucí očekávání. Přesto ekonomické a tržní ukazatele lze považovat spíše za ukazatele se doplňující než se vylučující.

1.4 Value drivers

Kromě účetních, ekonomických a tržních ukazatelů výkonnosti podniku je sledována další skupina, která se nazývá value drivers. Je nutné poznamenat, že neexistuje český výraz pro termín value drivers. Bývá překládán jako hodnotové generátory, hybatelé, řídicí proměnné apod. Vzhledem k tomu, že ani jeden výraz není podle našeho názoru zcela výstižný, bude dále používán anglický termín.

Value drivers jsou základem podnikové výkonnosti, protože tvoří predikční ukazatele výkonnosti, zatímco finanční ukazatele, jako například ROCE, lze zařadit mezi historické ukazatele výkonnosti. Management má silnou potřebu rozumět, kam se bude firma ubírat v budoucnosti. Zvláštní skupinu tvoří tzv. klíčové ukazatele, které jsou specifické pro každé odvětví. Klíčové indikátory výkonnosti mohou být buď operativní nebo strategické. U farmaceutických firem to mohou být například výdaje na výzkum a vývoj, v podnicích s obalovou technikou pro potraviny je to tržní podíl, v maloobchodě je to počet nově otevřených prodejen nebo počet nových výrobků na trhu. Mezi praktiky je častým zvykem provést analýzu value drivers dekompozicí ROCE na jejich prvotní komponenty, EBIT, C. Ačkoliv je toto dobrým výchozím bodem, skutečné value drivers mohou být nalezeny další dekompozicí na faktory, které ovlivňují tržby a náklady. Value drivers jsou velmi specifické pro každou firmu a odvětví a je jich značné množství. Je tedy nutné je stanovit a modifikovat pro každou specifickou výrobní jednotku.

2 Charakteristika a propočet vybraných variant ukazatele EVA

Konkrétní propočet ukazatele EVA je determinován dostupností dat a způsobem stanovení nákladů kapitálu. V zásadě lze rozlišit dva základní koncepty výpočtu: na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí (Value Spread).

EVA na bázi provozního zisku, někdy označovaného jako EVA-Entity, je definována následovně,

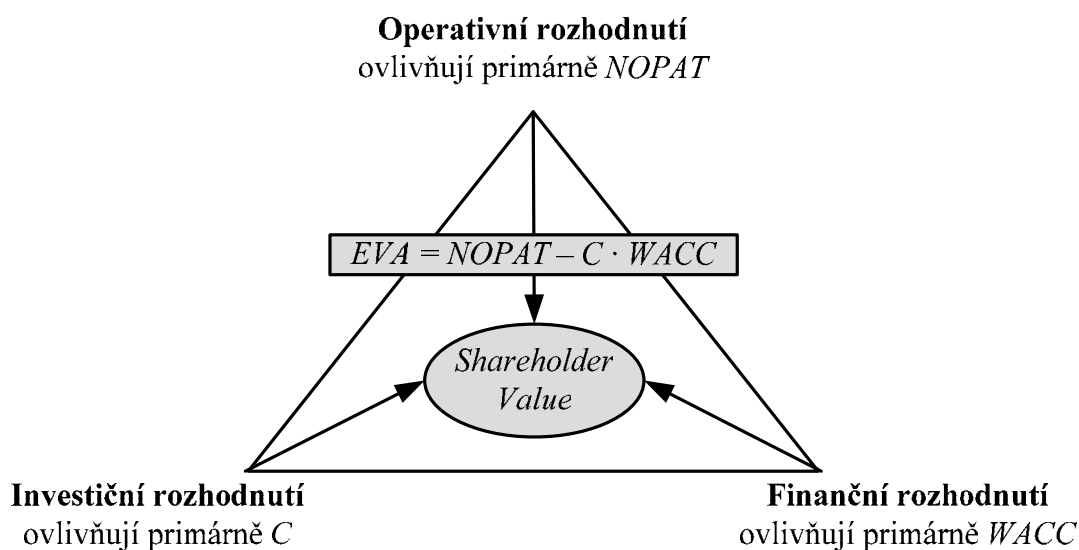
$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C.$$

Z definice plyne, že základními elementy pro výpočet EVA je čistý provozní zisk po zdanění NOPAT, hodnota celkového firemního kapitálu C a náklady na celkový kapitál WACC. Pozitivní hodnoty ukazatele EVA je dosahováno tehdy, pokud NOPAT převyšuje požadavky na kapitál, tento rozdíl pak reprezentuje hodnotu přidanou k bohatství akcionářů za určité období. Naopak negativní hodnota ukazatele EVA představuje pokles bohatství akcionářů, protože firma není schopna dosahovat ani minimálního výnosu požadovaného subjekty, které poskytují kapitál pro její financování.

Ukazatel EVA ovlivňují tři významné oblasti rozhodování v podniku, které mají vliv na vstupující komponenty pro výpočet. Jedná se o operativní, investiční a finanční rozhodnutí.

Operativní rozhodnutí se týkají podnikových výkonů a mají vliv na výsledný efekt NOPAT. V investičním rozhodování jde o otázku použitého kapitálu C. Tato rozhodnutí určují rozsah a strukturu majetku, a tím stranu aktiv bilance. Rozhodnutí v oblasti financování ovlivňují kapitálovou strukturu podniku WACC. Situace je schématicky znázorněna na Obr. 5.

Obr. 5 Základní komponenty EVA a Shareholder Value



Jiné verze výpočtu EVA lze vyjádřit pomocí tzv. hodnotového rozpětí (Value Spread). Hodnotové rozpětí představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.

EVA na bázi hodnotového rozpětí,

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C.$$

Zde ROC je výnosnost investovaného kapitálu. Vztah ukazuje, že výše EVA je především závislá na rozdílu $ROC - WACC$, tedy na tzv. reziduálním výnosu kapitálu.

EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, někdy označována jako EVA-Equity,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E.$$

Zde symbol ROE vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál. V tomto případě se vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu. Pro vlastníka je žádoucí, aby rozdíl ROE a R_E byl co největší, minimálně by měl být kladný. Pouze v tomto případě mu investice do firmy přinášejí více, než by mu vynesla alternativní investice.

EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí

$$EVA/E = (ROE - R_E).$$

U této varianty není hodnota ukazatele ovlivněna výší vlastního kapitálu a lze tedy měřit relativní výkonnost firmy. Takto je možné posoudit výkonnost firmy bez ohledu na velikost firmy.

3 Vývoj ukazatele EVA v podmínkách ČR

V této části je pro vybraná odvětví (dobývání surovin, zpracovatelský průmysl, odvětví vody a elektřiny, průmysl celkem a stavebnictví) za období poslední dekády (od roku 1997 do roku 2006) uveden a analyzován vývoj ekonomické přidané

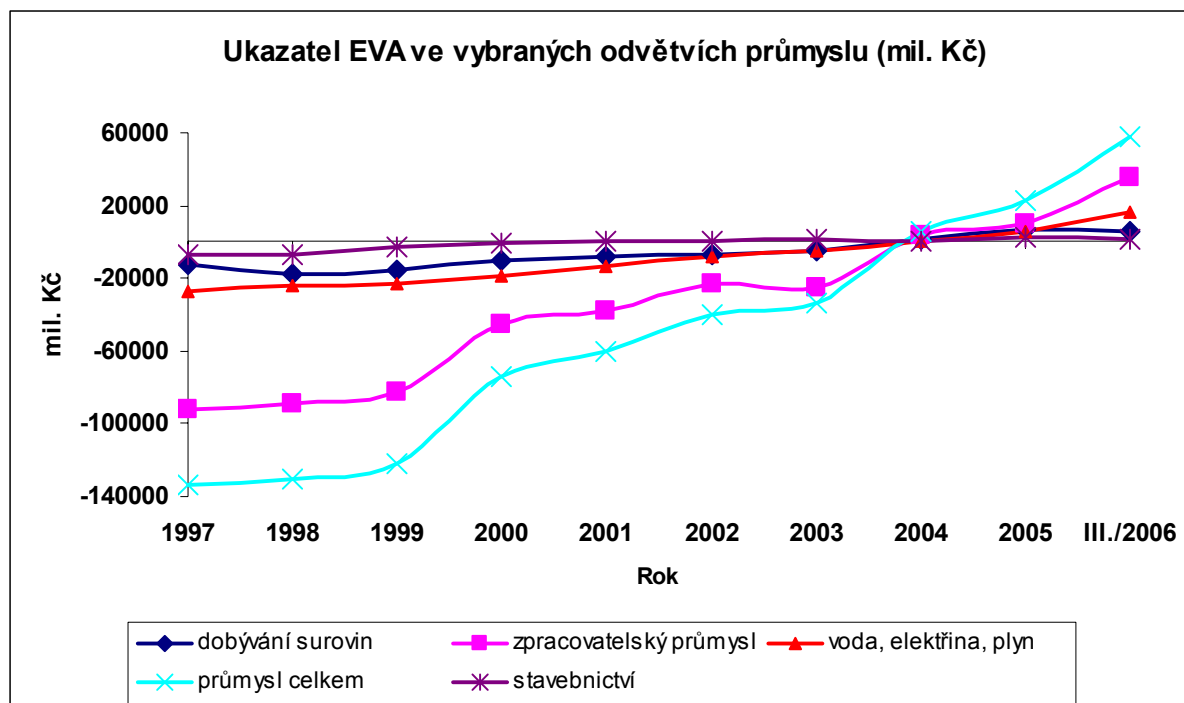
hodnoty EVA absolutně na bázi hodnotového rozpětí, dále na bázi relativní EVA. Pro dokreslení je uveden i vývoj nákladů kapitálu. Data jsou převzata a dopočtena z informací MPO ČR, viz www.mpo.cz.

V Tab. 1 a na Obr. 6 je znázorněn vývoj absolutní hodnoty EVA. Je zřejmé, že do roku 2003 byly dosahovány záporné hodnoty EVA, u stavebnictví nastal zlom již v roce 2000, kdy ukazatel EVA dosáhl pozitivní hodnoty. Hodnota EVA ve stavebnictví je výrazně menší oproti průmyslu. Největší podíl na průmyslu tvoří zpracovatelský průmysl, následuje odvětví energetiky (voda, elektřina, plyn), nejnižší je hodnota v odvětví dobývání surovin.

Tab. 1 Vývoj ukazatel EVA ve vybraných odvětvích průmyslu (mil. Kč)

rok	odvětví průmyslu				
	dobývání surovin	zpracovatelský průmysl	voda, elektřina, plyn	průmysl celkem	stavebnictví
1997	-12822,30	-92353,60	-27723,19	-133358,39	-6868,08
1998	-17879,38	-88819,57	-23743,22	-130932,59	-6895,91
1999	-15058,74	-82970,95	-22698,65	-121444,63	-2321,23
2000	-9741,59	-45103,03	-18423,90	-74103,46	-915,67
2001	-7816,16	-37992,84	-13331,88	-60263,35	559,17
2002	-7242,42	-23471,09	-8342,28	-39652,71	597,38
2003	-4449,71	-25046,08	-4430,79	-33911,35	1302,05
2004	1235,98	3514,42	876,04	5705,81	939,44
2005	6687,99	10454,33	5491,02	22648,08	2362,75
III./2006	5611,29	35673,02	16124,79	57387,61	1806,05

Obr. 6 Vývoj ukazatel EVA ve vybraných odvětvích průmyslu (mil. Kč)



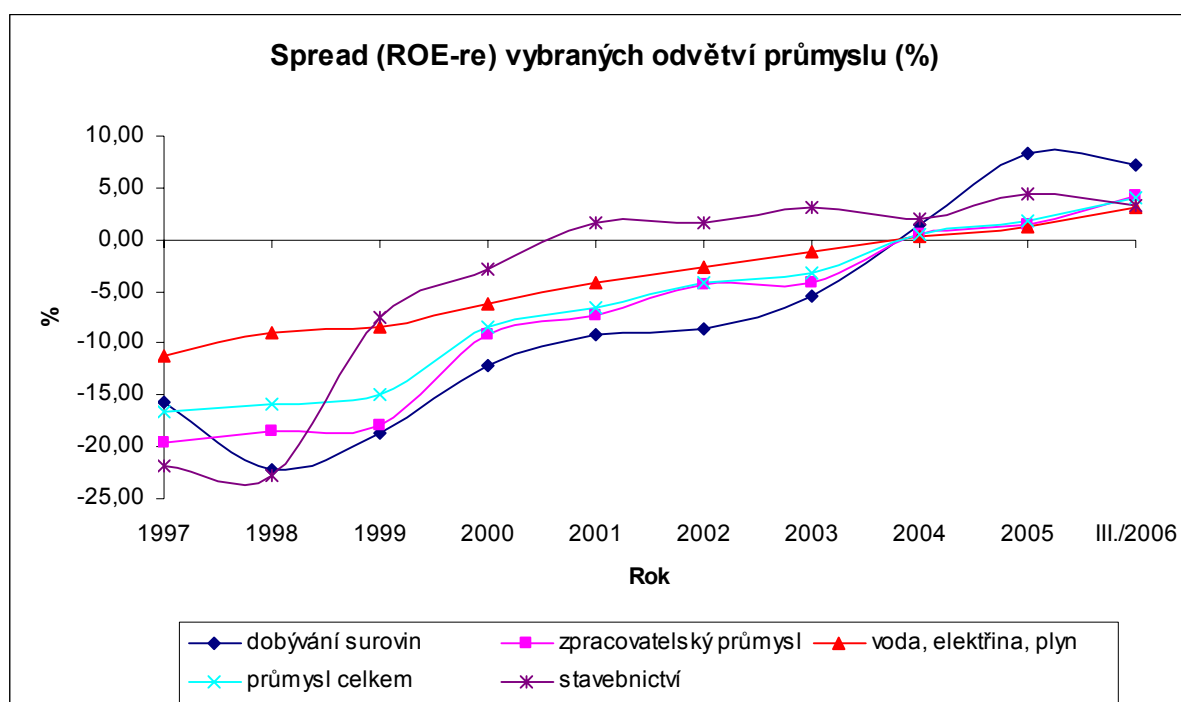
Vývoj ukazatele relativní EVA je z hlediska trendu a přechodu ke kladným hodnotám stejný jako u absolutního ukazatele EVA. Rozdíl je však zřejmý v pořadí. Jako nejlepší se ukazuje odvětví dobývání surovin, následuje zpracovatelský

průmysl, průmysl celkem, stavebnictví a odvětví energetiky (voda, elektřina, plyn). Patrný je rovněž cyklický vývoj stavebnictví.

Tab. 2 Vývoj ukazatele spread (ROE-re) vybraných odvětví průmyslu (%)

rok	odvětví průmyslu				
	dobývání surovin	zpracovatelský průmysl	voda, elektřina, plyn	průmysl celkem	stavebnictví
1997	-15,69	-19,57	-11,17	-16,63	-21,86
1998	-22,14	-18,57	-9,05	-15,94	-22,74
1999	-18,72	-17,87	-8,38	-14,89	-7,47
2000	-12,10	-9,21	-6,13	-8,51	-2,87
2001	-9,22	-7,36	-4,16	-6,54	1,68
2002	-8,57	-4,25	-2,58	-4,13	1,67
2003	-5,51	-4,23	-1,26	-3,31	3,15
2004	1,42	0,51	0,24	0,50	2,03
2005	8,33	1,37	1,28	1,78	4,44
III./2006	7,16	4,29	3,18	4,05	3,27

Obr. 7 Vývoj ukazatele spread (ROE-re) vybraných odvětví průmyslu (%)



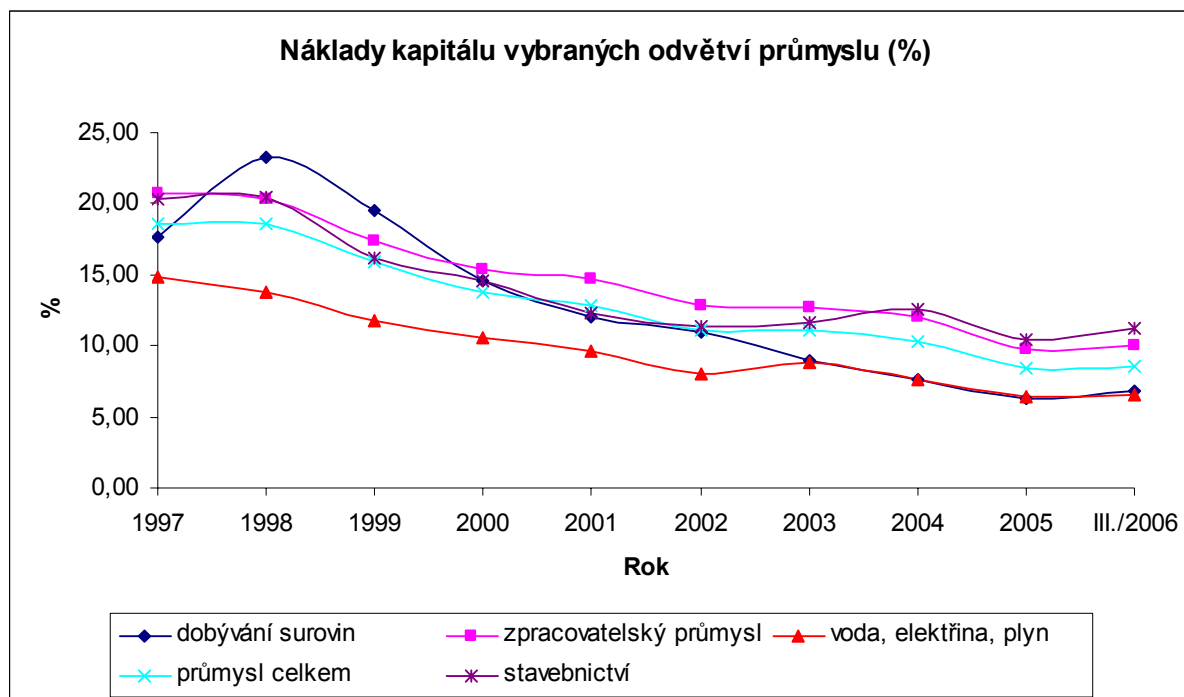
Zajímavý je vývoj nákladů na kapitál. Patrný je celkový klesající trend, který je způsoben poklesem úrokových sazeb v ekonomice za dané období. Přitom nejvyšší náklady na kapitál jsou ve stavebnictví, dále ve zpracovatelském průmyslu a průmyslu celkem. Nejnižší hodnoty jsou v odvětví těžby surovin a energetiky (voda, elektřina, plyn). Rovněž se potvrdil cyklický vývoj ve stavebnictví.

Tab. 3 Vývoj nákladů kapitálu vybraných odvětví průmyslu (%)

rok	odvětví průmyslu
-----	------------------

	dobývání surovin	zpracovatelský průmysl	voda, elektřina, plyn	průmysl celkem	stavebnictví
1997	17,59	20,67	14,87	18,63	20,27
1998	23,30	20,32	13,80	18,59	20,51
1999	19,51	17,43	11,83	15,86	16,11
2000	14,62	15,34	10,56	13,72	14,61
2001	12,09	14,73	9,65	12,85	12,27
2002	10,97	12,88	8,02	11,14	11,42
2003	8,94	12,71	8,85	11,09	11,69
2004	7,56	12,01	7,65	10,27	12,59
2005	6,32	9,71	6,43	8,39	10,45
III./2006	6,79	10,09	6,5	8,62	11,18

Obr. 8 Vývoj nákladů kapitálu vybraných odvětví průmyslu (%)



4 Porovnání ukazatelů finanční výkonnosti

V předchozí části byly uvedeny, analyzovány a popisovány základní koncepty a trendy při měření výkonnosti. Významným je trend přechodu od účetních k ukazatelům na bázi finančních trhů. Dalším silným faktorem je orientace na hodnotu. Tyto úvahy a zjištění vedly k doporučení zřetelně odlišovat ekonomické a tržní indikátory. Ekonomické indikátory měří výkonnost dosahovanou v minulých letech, zatímco tržní indikátory odrážejí předvídanou budoucí tvorbu hodnoty. U ukazatelů tržní povahy jsou zohledněny ceny akcií, které odrážejí budoucí očekávání. Přesto ekonomické a tržní ukazatele lze považovat spíše za ukazatele se doplňující než se vylučující. Shrnutí předností a nedostatků uvedených ukazatelů je provedeno v Tab. 4.

Tab. 4 Srovnání účetních, ekonomických a tržních ukazatelů výkonnosti

Ukazatel	Účetní ukazatele			Ekonomické ukazatele			Tržní ukazatele	
	Zisk na akcii	Rentabilita vlastního kapitálu	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu	Čistá současná hodnota	Ekonomický zisk	Cash flow return on investment	Tržní přidaná hodnota	Celková výnosnost (výnos) vlastního kapitálu
Zkratka	<i>EPS</i>	<i>ROE</i>	<i>ROCE</i>	<i>NPV</i>	<i>EVA</i>	<i>CFROI</i>	<i>MVA</i>	<i>TSR</i>
Silné stránky	Historická data, jednoduchost.	Jednoduchý koncept.	Jednoduchý koncept.	Nejlepší kritérium.	Jednoduchý indikátor vycházející z koncepce <i>WACC</i> .	Není omezen jedním rokem.	Mimořádně jednoduchý. Reflektuje spíše celkovou než roční vytvořenou hodnotu.	Reprezentuje tržní výnosnost vlastníků ve středním a dlouhém období.
Slabé stránky	Nezahrnuje faktor rizika. Snadná manipulovatelnost. Nezahrnuje náklady na vlastní kapitál.	Účetní ukazatel, nezahrnuje proto faktor rizika, omezen do jednoho roku, aby byl významný, musí být porovnán s požadovanou výnosností.	Malá propojenost (spojitost) s tvorbou hodnoty. Nezahrnuje faktor rizika.	Obtížné pro výpočet a externí analýzy.	Omezen do jednoho roku. Obtížné pro hodnocení změn v čase.	Komplexní propočet.	Podřízeno tržní volatilitě. Obtížně aplikovatelné pro nekótované společnosti.	Kalkulováno pro příliš krátké období. Ovlivněno tržní volatilitou.

5 Závěr

Základním cílem článku bylo popsat a analyzovat vývoj měřítek finanční výkonnosti podniku včetně specifického vývoje v České republice.

V první části byly uvedeny základní přístupy a pojetí měření finanční výkonnosti včetně jejich úlohy ve finančním řízení firem. Jako převažující a určující se ukazuje vztah měřítek výkonnosti a hodnoty firmy pro akcionáře (Shareholder Value). V následné části je popsán vývoj těchto měřítek. Je zřejmé, že se přechází od původních účetních měřítek (ČZ, EBIT, ROE, ROA, ROCE aj.), přes ekonomická měřítka (EVA, RONA, CFROI, CVA), která jsou částečně účetní a částečně tržní, k tržním ukazatelům (MVA, TSR). Jako nejvhodnější se s ohledem na dostupnost a kvalitu vstupních údajů jeví ekonomická měřítka, která jsou jakýmsi kompromisem dvou krajních pojetí a zahrnují pozitiva obou. Jsou tedy částečně konstruována na bázi tržních hodnot, mají vztah k hodnotě firmy a na druhé straně jsou relativně stabilní. Pozornost byla rovněž věnována určení výkonnosti firmy pomocí nesouhrnných a nefinančních ukazatelů sloužících k predikci finanční výkonnosti, tzv. value drivers.

S ohledem na významné postavení a praktické využití ukazatele EVA byla prezentována řada přístupů propočtu tohoto měřítka. Jednalo se o formulaci na bázi provozního rozpětí a hodnotového rozpětí, a to vše v pojetí entity (aktiv) a equity (vlastního kapitálu). Rovněž byl uveden propočet dle absolutní a relativní EVA.

V další části byla provedena analýza vývoje EVA v ČR dle vybraných sektorů ekonomiky za poslední desetiletí. Je zřejmý pozitivní trend a od roku 2004 dosahují tyto hodnoty pozitivních čísel. Tento výsledek je zejména způsoben zapojením české ekonomiky do evropského hospodářského prostoru, stupněm propojenosti a otevřenosti ekonomiky s trvalým růstem produktivity práce.

Celkový trend při vývoji měření finanční výkonnosti je určen zejména dvěma základními faktory: orientací na řízení hodnoty firmy a posunem od účetních, přes ekonomická k tržním měřítkům. Samozřejmě, žádné z měřítek není ideální a má své výhody a nevýhody. Porovnání z hlediska výhod a nevýhod všech ukazatelů je uvedeno v Tab. 4.

Závěrem na základě analýzy lze uvedená zjištění shrnout následovně. Z dosavadního vývoje používaných měřítek finanční výkonnosti vyplývá, že nové podmínky pro fungování podniků přináší potřebu modifikace měřítek výkonnosti firmy. Základní tendencí je přechod směrem k hodnotovému řízení (MVA, EVA) a tedy k výraznějšímu vlivu finančních trhů. Patrné je taktéž, že vedle finančních kritérií dochází k využívání tzv. nefinančních měřítek a kritérií výkonnosti. Uvedená nová měřítka lze zároveň využít pro další finanční rozhodování v podnicích, například při hodnocení investic, oceňování podniků aj. V podmínkách ČR obdobně jako v zemích s vyspělou tržní ekonomikou dochází k prosazování tržních prvků a orientaci na hodnotový ukazatel EVA. Ukázalo se, že podniky se zahraniční účastí v ČR byly dříve orientovány na měření výkonnosti pomocí ukazatele EVA. Zpočátku v českých podmínkách dosahoval ukazatel EVA v převážné míře záporných hodnot s pozitivním trendem a od roku 2004 dosahuje ukazatel EVA kladných hodnot, což je zřejmé z vývoje finanční výkonnosti vybraných sektorů ekonomiky.

LITERATURA

- 1 DAMODARAN, A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons, New York, 2002.

- 2 DLUHOŠOVÁ, D. Aplikace funkcionální metody při pyramidovém rozkladu ukazatele EVA, *Ekonomika a management*, VŠE Praha, 2003
- 3 DLUHOŠOVÁ, D. Soft methodology of EVA performance measure in small opened economy- generalised sensitivity, *Proceedings of Seventh Biennial Conference, Alternative perspectives on Finance*, Stockholm University, 2004
- 4 DLUHOŠOVÁ, D. Přístupy k analýze finanční výkonnosti firem a odvětví na bázi metody EVA – Economic Value Added, *Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance*, 11-12 2004, roč. 54
- 5 DLUHOŠOVÁ, D. Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování. VŠB – TU, 2004
- 6 DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování. Ekopress Praha, 2006
- 7 EHRBAR, A. EVA: The real key to creating wealth. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998
- 8 GRANT, J.L. Foundations of Economic Value Added. Pennsylvania: New Hope, 1997.
- 9 Finanční analýzy podnikové sféry, průmyslu a stavebnictví, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, www.mpo.cz
- 10 *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, summer, 1999
- 11 KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, C.H. Beck, 2001
- 12 MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, Ekopress, 2001
- 13 NEUMAEIROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada Publishing, 2002.
- 14 RAPPAPORT, A. Creating Shareholder Value. New York: Free Press, 1986
- 15 STERN, J. M., SHILEY, S, ROSS, I. The EVA challenge: implementing value added change in an organization, *Wiley Finance*, 2001
- 16 STEWART, G.B. The Quest for Value. New York: HarperCollins, 1991
- 17 YOUNG, S.D., O'BYRNE, S.F. EVA and Value-Based Management. Practical guide implementation. Mc Graw Hill, 2000
- 18 ZALAI, K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku. Bratislava: Sprint, 2000.

KONTAKT

**doc. Dr. Ing. Dan Dluhošová,
katedra financí, Ekonomická fakulta, VŠB-TU Ostrava,
Sokolská 33, Ostrava
Tel. +420597322381**