



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Disertační práce

**Identifikace faktorů ovlivňujících ekonomickou
přidanou hodnotu v plastikářském průmyslu ČR**

**Identification of Factors Influencing Economic Value Added in Plastic
Processing Industry in the Czech Republic**

Autor Ing. Adriana Knápková
Obor 6208V038 Management a ekonomika
Školitel doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková

Zlín

2005

Poděkování

Děkuji školitelce paní doc. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové, která mě provázela v průběhu celého doktorského studia, za poskytnuté konzultace, cenné rady, připomínky a vytvoření podněcující atmosféry, které mi byly velikou oporou při psaní této disertační práce.

Upřímné poděkování patří panu Ing. Ivu Bendovi – jednateři společnosti greiner packaging slušovice s. r. o. za jeho vstřícné jednání při osobním styku a velice přínosné informace, které byly nezbytné pro objasnění řízení plastikářského podniku nejen z finančního hlediska.

Nemenší dík náleží mému pracovišti UTB FaME Zlín, které mi poskytlo nejen výborné technické zázemí, ale i kolegy, kteří byli vždy ochotni pomoci radou či podnětnou připomínkou.

Zvláštní poděkování přísluší mé rodině, především mému manželovi, synovi a babičkám, kteří mi byli oporou v průběhu psaní disertační práce a bez jejichž pomoci by práce nevznikla.

Poděkování rovněž přísluší Grantové agentuře České Republiky, která finančně podpořila grant č. 402/03/0555 „Faktory ovlivňující tvorbu EVA v plastikářském a gumárenském průmyslu“ a jehož výsledky mohly být publikovány na domácích a zahraničních konferencích, jakož i v této disertační práci.

ABSTRAKT

Základním cílem podniku je maximalizace tržní hodnoty pro vlastníky. K měření tohoto cíle potřebujeme nástroj umožňující v běžném řízení sledovat hodnotu podniku. A právě systém založený na koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA) je pozitivním krokem k uspokojení požadavků majitelů na kontrolu zvyšování hodnoty podniku a na hodnocení výkonnosti podniku a jeho managementu.

Cílem řešení této disertační práce je identifikovat faktory z pohledu finanční výkonnosti, které u podniků plastikářského průmyslu ČR významným způsobem ovlivňují výkonnost a konkurenceschopnost a navržení souboru doporučení pro zvýšení výkonnosti domácích podniků v uvedeném odvětví průmyslu.

Pro naplnění cíle práce je provedena kritická literární rešerše především zahraničních pramenů, která dává možnost komplexního pohledu finančního manažera na výkonnost podniku. Z důvodu detailnějšího studia podmínek hospodaření a tvorby EVA je disertační práce doplněna zpracováním dvou benchmarkingových studií. První se týká podniků plastikářského průmyslu v ČR a USA. Druhá je zaměřená na vybranou subsekcí plastikářského průmyslu - výroba plastových obalů a jejím výsledkem je stanovení odvětvových standardů a identifikace nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících výkonnost podniků. Následuje detailní případová studie plastikářského podniku greiner packaging slušovice, s.r.o., jejíž výsledky jsou porovnávány s výsledky benchmarkingové studie a s výsledky největšího konkurenta - firmou GIO'STYLE PAP a.s. Jsou identifikována silná a slabá místa společnosti a doporučena opatření směřující ke zlepšení stávajícího stavu. Případová studie dále obsahuje konverzi účetního modelu EVA na model ekonomický. Jsou doporučeny nejdůležitější úpravy, které je třeba při této konverzi provést. Identifikace významných faktorů majících vliv na EVA je předmětem navazující části případové studie. Je proveden rozklad ukazatele EVA a vyčísleny vlivy jednotlivých dílčích ukazatelů na EVA. Ke kvantifikaci vlivů je využita funkcionální metoda rozkladu. Pro verifikaci vlivu identifikovaných faktorů na hodnotu podniku je vytvořen finanční plán, na základě kterého je provedeno ocenění podniku s využitím konceptu EVA a ověřeno, jaký je vliv změny jednotlivých faktorů na EVA. Na základě provedených analýz jsou dány návrhy plastikářským podnikům na zlepšení jejich konkurenceschopnosti na domácích a zahraničních trzích.

ABSTRACT

The general aim of a company is to maximize the market value for its owners. To measure the creation of economic value for different companies and to compare their performance we need a common tool. Economic Value Added (EVA) checks the companies' value creation and evaluates companies' effectiveness and managerial performance.

The main goal of this PhD work is to identify those factors affecting significantly the performance of plastic processing companies and their ability to compete and to propose a set of recommendations to increase the performance of domestic companies involved in this industry.

To meet the goal of the dissertation work a critical search of literature, predominantly from the sources published abroad, which provides the possibility of a complex view of a financial manager to evaluate the performance of an enterprise, was undertaken. In order to do a more detailed study of the economic activity and of the creation of EVA, the dissertation is supplemented by the processing of two benchmarking studies. The first one concerns the plastics processing companies in the Czech Republic and in the USA, the other one focuses on a selected sub-section of the plastics industry, namely the production of packaging materials. The result of the benchmarking study is the determination of the standards for this industrial branch and the identification of the most important factors affecting the performance of a company. A detailed case study of the plastic processing company greiner packaging slušovice, s.r.o. the findings of which are compared to the results of its largest competitor, the Gio'Style PAP a.s. Sušice follows. The strong and weak areas of the company are identified and measures leading to the improvement of the current status are recommended. The case study also includes the conversion of the accounting model EVA into the economic model. The recommendations made to the companies include the most important modifications that have to be implemented during this conversion. The identification of the significant factors affecting the EVA is the subject of the next part of the case study. The analysis of the EVA is performed and the effects of the individual partial parameters on the EVA are assessed. The functional method of analysis was used for the quantification of the influences. To verify the influence of the identified factors on the value of the company, a financial plan is formulated on the basis of which the valuation of the company is done by using the EVA concept. At the same time, the effects of individual factors on the EVA are verified. Based on the results of the above analyses the management teams of the companies are given proposals how to improve their ability to compete in domestic and foreign markets.

OBSAH

ABSTRAKT	4
ABSTRACT	5
OBSAH	6
SEZNAM OBRÁZKŮ	8
SEZNAM TABULEK	9
SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK.....	11
1 ÚVOD	13
2 ZDŮVODNĚNÍ POTŘEBNOSTI ŘEŠENÍ.....	15
3 HYPOTÉZY	17
4 VYMEZENÍ CÍLŮ DISERTAČNÍ PRÁCE	18
5 POSTUP A FÁZE ŘEŠENÍ.....	19
6 METODY A TECHNIKY ZPRACOVÁNÍ DP.....	22
7 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY	25
7.1 Výkonnost podniku a kritéria měření výkonnosti podniku	25
7.2 Řízení hodnoty (Value Based Management)	27
7.3 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)	32
7.3.1 EVA jako nástroj pro měření výkonnosti podniku.....	36
7.3.2 EVA jako nástroj řízení a motivování pracovníků.....	36
7.3.3 EVA jako nástroj ocenění podniku.....	40
7.3.4 EVA jako nástroj pro hodnocení investičních projektů.....	42
7.3.5 EVA a MVA	43
7.3.6 EVA a vývoj tržní hodnoty akcií (výsledky empirických studií).....	44
7.3.7 Srovnání ukazatele EVA s jinými ukazateli	47
7.4 Faktory ovlivňující EVA	52
7.4.1 Generátory hodnoty.....	52
7.4.2 RONA (výnosnost úplatného kapitálu)	56
7.4.3 WACC (vážené průměrné náklady kapitálu)	57
7.4.4 C (úplatný kapitál).....	65
7.4.5 Vliv kapitálové struktury na EVA.....	68
7.4.6 Finanční a nefinanční value drivers	71
7.5 Benchmarking	72

8	HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE	74
8.1	Makroekonomická analýza	74
8.1.1	<i>Východiska predikce</i>	74
8.1.2	<i>Měnová politika</i>	75
8.1.3	<i>Fiskální politika.....</i>	75
8.1.4	<i>Strukturální politiky</i>	75
8.1.5	<i>Podnikatelské prostředí</i>	76
8.1.6	<i>Predikce vývoje makroekonomických indikátorů.....</i>	76
8.1.7	<i>Úrokové sazby</i>	77
8.1.8	<i>Makroekonomická predikce největších obch. partnerů plast. firem</i>	77
8.2	Analýza plastikářského průmyslu	78
8.2.1	<i>Základní tendence ve spotřebě plastů v západní Evropě.....</i>	78
8.2.2	<i>Základní tendence ve spotřebě plastů ve východní Evropě.....</i>	80
8.2.3	<i>Plastikářský průmysl v ČR</i>	81
8.2.4	<i>Základní produkční charakteristiky.....</i>	82
8.2.5	<i>Produktivita práce a osobní náklady.....</i>	85
8.2.6	<i>Tuzemská spotřeba plastů</i>	85
8.2.7	<i>Porovnání OKEČ 25 s ostatními odvětvími v ČR.....</i>	86
8.2.8	<i>Mezinárodní srovnání a konkurenceschopnost, perspektivy odvětví.....</i>	88
8.3	Benchmarkingové studie.....	89
8.3.1	<i>Benchmarkingová studie plastikářského průmyslu v ČR a USA</i>	89
8.3.2	<i>Benchmarkingová studie vybrané subsektory plastikářského průmyslu.....</i>	96
8.4	Případová studie společnosti greiner packaging slušovice	113
8.4.1	<i>Základní informace o společnosti.....</i>	113
8.4.2	<i>Výrobní program společnosti</i>	114
8.4.3	<i>Výsledky klasické finanční analýzy.....</i>	114
8.4.4	<i>Nedostatky finanční analýzy</i>	125
8.4.5	<i>Ekonomický model EVA</i>	127
8.4.6	<i>Identifikace významných skutečností ovlivňujících EVA</i>	143
8.4.7	<i>Aplikace BSC do řízení podniku</i>	151
8.4.9	<i>Ocenění podniku.....</i>	155
9	IDENTIFIKACE FAKTORŮ A DOPORUČENÍ MANAG.....	161
10	OVĚŘENÍ HYPOTÉZ	167
11	PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI	170
	ZÁVĚR.....	172
	LITERATURA	173
	PUBLIKAČNÍ ČINNOST VZTAHUJÍCÍ SE K TÉMATU DP	179

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1: Postup a fáze řešení disertační práce</i>	<i>21</i>
<i>Obrázek 2: Členění ukazatelů finanční výkonnosti podniku</i>	<i>25</i>
<i>Obrázek 3: Geneze měřítek výkonnosti podniku</i>	<i>26</i>
<i>Obrázek 4: Využití konceptu EVA</i>	<i>34</i>
<i>Obrázek 5: Tradiční bonusový model</i>	<i>37</i>
<i>Obrázek 6: Originální EVA bonusový systém</i>	<i>38</i>
<i>Obrázek 7: Tržní přidaná hodnota.....</i>	<i>43</i>
<i>Obrázek 8: Vývoj EPS a čistého zisku v letech 1998-2000 (ENRON)</i>	<i>51</i>
<i>Obrázek 9: Vývoj EVA v letech 1998-2000 (ENRON).....</i>	<i>51</i>
<i>Obrázek 10: Pyramidový rozklad EVA ("Capital Charge").....</i>	<i>54</i>
<i>Obrázek 11: Pyramidový rozklad EVA ("Value Spread").....</i>	<i>55</i>
<i>Obrázek 12: Vývoj EVA, RONA a WACC (stavebnicová metoda)</i>	<i>67</i>
<i>Obrázek 13: Vývoj EVA, RONA a WACC (CAPM).....</i>	<i>68</i>
<i>Obrázek 14: Postup při benchmarkingu.....</i>	<i>73</i>
<i>Obrázek 15: Vývoj základních produkčních charakteristik – OKEČ 25.2.....</i>	<i>84</i>
<i>Obrázek 16: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejvyšší hodnotou EVA (spreadem) s průměrem v odvětví jako benchmarkem</i>	<i>92</i>
<i>Obrázek 17: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejnižší hodnotou EVA (spreadem) s průměrem v odvětví jako benchmarkem.....</i>	<i>92</i>
<i>Obrázek 18: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA (spreadem) s podnikem s nejvyšší EVA (spreadem) jako benchmarkem</i>	<i>93</i>
<i>Obrázek 19: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejvyšší hodnotou EVA (spreadem) v USA s průměrem v odvětví jako benchmarkem</i>	<i>94</i>
<i>Obrázek 20: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA v USA (spreadem) s podnikem s nejvyšší EVA (spreadem) jako benchmarkem</i>	<i>95</i>
<i>Obrázek 21: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA v USA (spreadem) s podnikem s nejvyšší EVA v USA (spreadem) jako benchmarkem</i>	<i>95</i>
<i>Obrázek 22: Pyramidový rozklad - ALPLA</i>	<i>101</i>
<i>Obrázek 23: Pozice jednotlivých podniků v OKEČ 25.220</i>	<i>112</i>
<i>Obrázek 24: Vývoj VH v letech 1999-2004 (Greiner)</i>	<i>116</i>
<i>Obrázek 25: Rozdělení EBITu v letech 1999-2004 (Greiner)</i>	<i>116</i>
<i>Obrázek 26: Porovnání fin. ukazatelů (Greiner vs. odvětví)</i>	<i>123</i>
<i>Obrázek 27: Porovnání fin. ukazatelů (Greiner vs. ALPLA)</i>	<i>123</i>
<i>Obrázek 28: Pyramidový rozklad – Greiner</i>	<i>145</i>
<i>Obrázek 29: Strategická mapa - Greiner</i>	<i>154</i>

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1: Porovnání přístupů k řízení hodnoty</i>	<i>29</i>
<i>Tabulka 2: Korelace vybraných ukazatelů s tržními cenami akcií.....</i>	<i>46</i>
<i>Tabulka 3: Ukazatele absolutního zisku.....</i>	<i>47</i>
<i>Tabulka 4: Ukazatele rentability.....</i>	<i>47</i>
<i>Tabulka 5: Ekonomická přidaná hodnota</i>	<i>48</i>
<i>Tabulka 6: Faktory ovlivňující RONA</i>	<i>56</i>
<i>Tabulka 7: Rating společností.....</i>	<i>58</i>
<i>Tabulka 8: Vývoj bezrizik. úrok. míry, PRIBOR 3M, PRIBOR 1 rok v ČR</i>	<i>61</i>
<i>Tabulka 9: β koeficienty.....</i>	<i>62</i>
<i>Tabulka 10: Rizikové přírůžky</i>	<i>63</i>
<i>Tabulka 11: Vývoj ukazatelů likvidity – XY, a.s.....</i>	<i>66</i>
<i>Tabulka 12: Výpočet ukazatele EVA - XY, a.s.(stavebnicový model MPO).....</i>	<i>66</i>
<i>Tabulka 13: Výpočet ukazatele EVA - XY, a.s. (CAPM)</i>	<i>67</i>
<i>Tabulka 14: Hlavní makroekonomické indikátory</i>	<i>75</i>
<i>Tabulka 15: Hlavní makroekonomické indikátory</i>	<i>76</i>
<i>Tabulka 16: Hrubý domácí produkt</i>	<i>78</i>
<i>Tabulka 17: Spotřeba plastů v zemích západní Evropy</i>	<i>79</i>
<i>Tabulka 18: Spotřeba plastů v nových členských zemích EU</i>	<i>81</i>
<i>Tabulka 19: Členění plastikářského průmyslu</i>	<i>82</i>
<i>Tabulka 20: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb,</i>	<i>83</i>
<i>Tabulka 21: Produktivita práce z PH a podíl os. nákladů.....</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka 22: Tuzemská spotřeba výrobků v b.c.</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka 23: Přehled základních charakteristik u odvětví zpracovat. průmyslu.....</i>	<i>86</i>
<i>Tabulka 24: EVA v OKEČ 25 a průmyslu jako celku – podíly dle výnosů</i>	<i>87</i>
<i>Tabulka 25: EVA v OKEČ 25 a průmyslu jako celku – podíly dle zaměstnanosti</i>	<i>87</i>
<i>Tabulka 26: Vývoj komponent ovlivňujících EVA.....</i>	<i>88</i>
<i>Tabulka 27: Ukazatel EVA a vybrané ukazatele.....</i>	<i>90</i>
<i>Tabulka 28: Členění dle tvorby EVA.....</i>	<i>98</i>
<i>Tabulka 29: Rozdělení podniků do skupin dle tvorby EVA.....</i>	<i>98</i>
<i>Tabulka 30: Přehled faktorů ovlivňujících EVA pozitivně.....</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka 31: Přehled faktorů ovlivňujících EVA negativně</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka 32: Ukazatele rentability, likvidity a zadluženosti</i>	<i>108</i>
<i>Tabulka 33: Ukazatele obratovosti, ostatní ukazatele a N_{VK}</i>	<i>109</i>
<i>Tabulka 34: Statistické vyhodnocení ukazatelů</i>	<i>110</i>
<i>Tabulka 35: Vývoj toků peněžní hotovosti.....</i>	<i>117</i>
<i>Tabulka 36: Vybrané ukazatele zadluženosti</i>	<i>118</i>
<i>Tabulka 37: Multiplikátor vlastního kapitálu</i>	<i>118</i>
<i>Tabulka 38: Vybrané ukazatele likvidity</i>	<i>119</i>
<i>Tabulka 39: Vybrané ukazatele rentability</i>	<i>120</i>

<i>Tabulka 40: Vybrané ukazatele aktivity</i>	<i>121</i>
<i>Tabulka 41: Porovnání podniku Greiner s benchmarkem a odvětvím</i>	<i>122</i>
<i>Tabulka 42: Altmanův index důvěryhodnosti - Greiner</i>	<i>124</i>
<i>Tabulka 43: Index IN01 - Greiner</i>	<i>124</i>
<i>Tabulka 44: Vymezení NOA v jednotlivých letech</i>	<i>132</i>
<i>Tabulka 45: Vymezení C (Capital) v jednotlivých letech</i>	<i>134</i>
<i>Tabulka 46: Náklady na cizí kapitál – 1. alternativa</i>	<i>135</i>
<i>Tabulka 47: Náklady na cizí kapitál – 2. alternativa</i>	<i>135</i>
<i>Tabulka 48: Náklady na cizí kapitál – 3. alternativa</i>	<i>136</i>
<i>Tabulka 49: Náklady na cizí kapitál</i>	<i>136</i>
<i>Tabulka 50: Odhadnutá úroková sazba leasingu</i>	<i>137</i>
<i>Tabulka 51: Průměrné náklady dluhu</i>	<i>137</i>
<i>Tabulka 52: Vývoj indexu PX 50</i>	<i>138</i>
<i>Tabulka 53: Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM</i>	<i>138</i>
<i>Tabulka 54: Výpočet nákladů na kapitál pomocí průměrné rentability</i>	<i>139</i>
<i>Tabulka 55: Výpočet nákladů na kapitál pomocí odvození od N_{CK}</i>	<i>139</i>
<i>Tabulka 56: Výpočet nákladů na kapitál pomocí stavebnicové metody</i>	<i>140</i>
<i>Tabulka 57: Přehled nákladů na kapitál dle různých přístupů</i>	<i>140</i>
<i>Tabulka 58: Výpočet WACC</i>	<i>141</i>
<i>Tabulka 59: Výpočet EVA - Greiner</i>	<i>142</i>
<i>Tabulka 60: Citlivostní analýza – Greiner</i>	<i>150</i>
<i>Tabulka 61: Dopady změn faktorů ovlivňujících WACC na hodnotu firmy</i>	<i>158</i>
<i>Tabulka 62: Dopady změn v DM a ČPK na hodnotu firmy</i>	<i>159</i>
<i>Tabulka 63: Vliv růstu EVA ve 2. fázi na hodnotu firmy</i>	<i>160</i>

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

APQC/IBS (American Produktivity & Quality Center/International Benchmarking Study) – americké centrum produktivity a kvality/mezinárodní benchmarkingová studie

APT (Arbitrage Pricing Theory) – model artibrážního oceňování

BCPP – Burza cenných papírů Praha

BL – běžná likvidita

BSC (Balanced Scorecard) – vyvážené skóre

BÚ – bankovní úvěry

C (Capital) – investovaný kapitál

CF (Cash Flow) – peněžní tok

CFROI (Cash Flow Return On Investment) – provozní návratnost investice

CK – cizí kapitál

CROGA (Cash Return On Gross Assets) – cash flow rentabilita hrubých aktiv

C_t – velikost investovaného kapitálu k datu ocenění

CVA (Cash Value Added) – peněžní přidaná hodnota

ČPK – čistý pracovní kapitál

ČZ – čistý zisk

d – sazba daně z příjmů

DFM – dlouhodobý finanční majetek

DHM – dlouhodobý hmotný majetek

DM – dlouhodobý majetek

DNM – dlouhodobý nehmotný majetek

DOMAT – doba obratu materiálu

DOPO – doba obratu pohledávek

DOZAS – doba obratu zásob

DOZAV – doba obratu závazků

DM – dlouhodobý majetek

E (Equity) – vlastní kapitál

EAT (Earnings After Taxes) – čistý zisk

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – zisk před úroky a zdaněním

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciaton and Amortization) – zisk před úroky, zdaněním a odpisy

EBT (Earnings Before Interest) – zisk před zdaněním

EFQM (European Foundation for Quality) – Evropská společnost pro řízení jakosti

EPS (Earning Per Share) – zisk na akcii

EVA (Economic Value Added) – ekonomická přidaná hodnota

FCF (Free Cash Flow) – volné cash flow

FGV (Future Growth Value) – budoucí růst hodnoty

FM – finanční majetek

g (growth) – růst

GA (Gross Assets) – hrubá aktiva

HL – hotovostní likvidita
 i – úroková sazba
 INFA – integrovaný systém analýzy výnosnosti a rizika – vytvořený manželi Neumaierovými
 IRR (Internal Rate of Return) – vnitřní výnosové procento
 MVA (Market Value Added) – hodnota přidaná trhem
 NA (Net Assets) – čistá aktiva
 NOA (Net Operating Assets) – čistá operativní aktiva
 NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – zisk z operativní činnosti po zdanění
 NPV (Net Present Value) – čistá současná hodnota
 N_{VK} – náklady na vlastní kapitál
 N_{CK} – náklady na cizí kapitál
 NÚ – nákladové úroky
 O – odpisy
 OA – obrat aktiv
 OATCF (Operating After Tax Cash Flow) – provozní CF po zdanění
 ON – osobní náklady
 PH – přidaná hodnota
 PL – pohotová likvidita
 r_d – náklady na cizí kapitál
 r_e – náklady na vlastní kapitál
 r_f (risk free rate) – bezriziková úroková míra
 $r_{finstab}$ – riziko za finanční stabilitu
 r_{finstr} – riziko za finanční strukturu
 $r_{podnikatelské}$ – riziko podnikatelské
 RI (Residual Income) – reziduální zisk
 ROA (Return On Assets) – rentabilita aktiv
 ROE (Return On Equity) – rentabilita vlastního kapitálu
 ROI (Return On Investment) – rentabilita investovaného kapitálu
 RONA (Return On Net Assets) – rentabilita čistých aktiv
 ROS (Return On Sales) – rentabilita tržeb
 SV (Shareholder Value) – hodnota pro akcionáře
 T – tržby
 TSV (Total Shareholder Value) – celková hodnota pro akcionáře
 ÚCK – úplatný cizí kapitál
 ÚK – úplatný kapitál
 VBM (Value Based Management) – hodnotové řízení
 VH – výsledek hospodaření
 VK – vlastní kapitál
 WACC (Weighted Average Costs of Capital) – vážené průměrné náklady kapitálu
 ZD – zisk před zdaněním
 ZÚD – zisk před úroky a zdaněním

1 ÚVOD

What is EVA?

“There is no profit unless you earn the cost of capital.” Peter Drucker

Rostoucí tlak na konkurenceschopnost podniků v prostředí globalizace ekonomiky vede ekonomy ke snaze co nejreálněji vyjádřit a vyhodnotit ekonomický přínos a úspěšnost podnikatelských aktivit. Mnoho podniků využívá k vyjádření svých cílů značné množství (vzájemně neslučitelných) ukazatelů - tržní podíl, obrát, zisk, rentabilitu vlastního kapitálu, likviditu apod. Strategické plány jsou často založeny na maximalizaci obrátu a tržního podílu. Investiční rozhodování je prováděno na základě čisté současné hodnoty či vnitřního výnosového procenta. Manažeři jsou odměňováni na základě dosaženého zisku či tržeb. Výrobky nebo výrobní řady jsou hodnoceny na základě jejich rentability či jejich příspěvku k růstu celkového zisku. Výsledkem takovýchto rozporuplných cílů a ukazatelů je často nesprávné plánování a rozhodování.

Chce-li být podnik úspěšný, je nezbytné mít jasno v otázce kritéria výkonnosti podniku, způsobu jeho vyjádření a měření. Stále aktuálnější se stává ztotožnění úspěchu s tvorbou hodnoty. Tento přístup k řízení sleduje **růst hodnoty pro akcionáře** (*Shareholder Value - SV*) a představuje tak směr, pro který jsou prioritní zájmy vlastníků firem a růst jejich bohatství. Priorita hodnoty firmy vede k tomu, že růst této hodnoty se považuje za základní cíl podnikání (*Brealey, Myers, 1992, Copeland, Koller, Murrin, 1996, Pertl, Zederbauer, 1997, Levy, Sarnat, 1999, Neumaierová, 1998, Young, O'Byrne, 2000, Maříková, Mařík, 2001* a další) a řízení podniku je zaměřeno na dosahování tohoto cíle. Jedná se tedy o **hodnotové řízení** (*Value Based Management - VBM*), kdy je tato hodnota základem integrovaného finančního řízení firmy.

Ke kontrole plnění uvedeného cíle potřebujeme nástroj umožňující v běžném řízení sledovat hodnotu podniku. A právě systém založený na koncepci **ekonomické přidané hodnoty** (*Economic Value Added - EVA*) je pozitivním krokem k uspokojení požadavků majitelů na kontrolu zvyšování hodnoty podniku a na hodnocení výkonnosti podniku a jeho managementu. Ukazatel EVA můžeme definovat jako zisk po zdanění snížený o náklady na kapitál. V dnešní době se ekonomická přidaná hodnota stále více prosazuje jak v ekonomické teorii, především pak v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou.

Na růstu EVA je zainteresován především vrcholový management. Manažeři na nižších úrovních jsou pak zainteresováni na takových změnách faktorů, které jsou schopni ze své úrovně ovlivnit, a které mohou vést k růstu EVA. Je tedy

zřejmé, že pro dosažení růstu hodnoty je třeba znát **faktory, které tuto hodnotu ovlivňují**. Některé z těchto faktorů jsou obecně známé (např. zvyšování výsledku hospodaření), jiné však často unikají pozornosti managementu (např. náklady kapitálu a kapitálová struktura podniku). Identifikace podstatných faktorů ovlivňujících EVA a jejich kvantitativní dopady na růst hodnoty by měly patřit k významným nástrojům pro řízení orientované na růst hodnoty podniku. Vzhledem k zásadnímu významu tržní hodnoty podniku je tedy logické, že vedení podniku by mělo brát při přijímání každého významnějšího finančního rozhodnutí v úvahu jeho vliv na tržní hodnotu podniku. Mezi taková rozhodnutí určitě patří i rozhodování o tom, z jakých zdrojů financování pokrýt finančně náročné investiční projekty. Hodnocení a výběr investičních projektů vede ke dvěma závažným rozhodnutím – investičnímu a finančnímu rozhodnutí. Je třeba přesně vědět, jaká rozhodnutí a jakým způsobem ovlivní hodnotu firmy pro vlastníky.

Odvětví **plastikářského průmyslu** bylo pro tuto práci zvoleno z důvodu silného zastoupení tohoto odvětví ve zlínském regionu. Významnou roli pro výběr odvětví hrála bezesporu i dlouholetá spolupráce fakulty s firmami jako je greiner packaging slušovice s.r.o.; RIM-Tech a.s.; Plastika a.s.; COMPUPLAST s.r.o.; Pipelife - Czech, s.r.o. a dalšími.

2 ZDŮVODNĚNÍ POTŘEBNOSTI ŘEŠENÍ

Důvody, které mě vedly ke zvolení uvedené problematiky jsou následující:

- S procesem globalizace a začleněním ČR do EU souvisí rozšíření "prostoru", kde bude možno získávat dodatečný kapitál v souladu se záměry podniku. Aby se naše podniky k těmto potenciálním zdrojům dostaly, je nezbytné, aby jejich management **ovládal kritéria, na základě kterých investoři rozhodují o umístění svých investic**. Čím lépe budou manažeři tyto kritéria ovládat a podle nich podnik řídit, tím výhodnější podmínky mohou pro svůj podnik získat. Domnívám se proto, že je velmi důležité, aby všichni manažeři byli obeznámeni s konceptem EVA včetně nejvýznamnějších faktorů, které EVA ovlivňují.
- Koncept EVA se postupně dostává do povědomí manažerů. Stále však zůstává v pozadí problematika **identifikace nejvýznamnějších faktorů, tzv. generátorů hodnoty**, které EVA ovlivňují. Úkolem je vyzkoumat, které faktory nejvýznamněji ovlivňují EVA v podnicích plastikářského průmyslu.
- Výkonnost průmyslu jako celku jakožto i plastikářského průmyslu je pravidelně analyzována Ministerstvem průmyslu a obchodu (MPO ČR). Toto hodnocení však ve své hloubce pohledu končí na stále silně agregovaném odvětvovém členění podle OKEČ získaného z dat ČSÚ. Databáze Aspekt, Ariadna či Albertina se snaží o podrobnější studie, avšak studie jsou omezeny výhradně na účetní výkazy. Originalita mé práce spočívá v tom, že v případové studii je hlouběji **analyzován konkrétní podnik plastikářského průmyslu**. K tomuto účelu je využit osobní kontakt s jednatelem podniku a rovněž tak se zahraničními spolupracovníky působícími v daném odvětví. Samozřejmostí je použití nejmodernějších metod a postupů finanční analýzy.
- Osobní důvod: Faktory ovlivňující EVA jsem se rozhodla řešit rovněž proto, že mě tato zajímavá problematika zaujala v počátcích mého vysokoškolského studia na Univerzitě Tomáše Bati, Fakulty managementu a ekonomiky ve Zlíně. Jedním z významných faktorů ovlivňujících EVA jsem se zabývala ve své bakalářské práci s názvem **"Projekt kapitálové struktury Energoaqua, a.s."**, dále jsem se pak v rámci Fondu rozvoje vysokých škol podílela na zpracování grantu s názvem **„Týmová práce studentů při řešení problematiky finančních toků v podniku AB"**. Výsledky grantu pak byly zúročeny v diplomové práci **"Projekt optimalizace kapitálové struktury podniku MESIT Uherské Hradiště, s. r. o."**. Dále jsem měla možnost se zapojit do řešení výzkumného projektu

řešeného v rámci CEZ MSM 265300021 „**Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců**“ v letech 2000-2004, jehož odpovědným řešitelem byl prof. Ing. František Trnka, CSc. Dílčí úkol tohoto výzkumného projektu, na kterém jsem participovala, nese název "**Hodnotové procesy a konkurenceschopnost podniku**". Nejzajímavější projekt z pohledu zaměření disertační práce je pak spoluúčast na grantu od GAČR 402/03/0555 "**Faktory ovlivňující tvorbu EVA v plastikářském a gumárenském průmyslu**", který bude v tomto roce dokončen a jehož odpovědnou řešitelkou je doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková.

3 HYPOTÉZY

Sledováním odborných informací týkajících se finančního řízení podniků v našich podmínkách a situace na peněžním a kapitálovém trhu jsem dospěla k formulaci následujících hypotéz:

Základní hypotézy:

- 1. Podniky splňují své poslání, pokud jejich činnost naplňuje základní cíl podnikání: zvyšovat tržní hodnotu podniku.*
- 2. Pro měření vytvářené hodnoty pro vlastníky je efektivní využití koncepce ekonomické přidané hodnoty.*
- 3. Pro řízení výkonnosti podniku prostřednictvím konceptu EVA je nezbytné znát faktory (tzv. generátory hodnoty), které významným způsobem ovlivňují výkonnost a konkurenceschopnost podniku.*

Dílčí hypotézy:

- 1. Tvorbu EVA významným způsobem ovlivňuje obor podnikání a podmínky ekonomiky, ve kterém podnik působí. Podniky působící v různých odvětvích mají odlišnou majetkovou a kapitálovou strukturu. Liší se i struktura jejich výnosů, nákladů a mírou ziskovosti, které lze dosáhnout. Současně podniky nesou různou míru podnikatelského i finančního rizika, s čímž jsou spojeny různé náklady obětované příležitosti, tj. různé náklady vlastního kapitálu (r_c). To všechno ovlivňuje možnosti tvorby EVA.*
- 2. Problematika nákladů kapitálu patří k velmi důležitým aspektům řešení úloh finančního řízení podniku. V praxi jí však není věnována větší pozornost a dostatek času. Současně má tato problematika teoretické zázemí obvykle pouze jako součást publikací nebo studií zabývajících se jednotlivými oblastmi finančního řízení, ve kterých je problematika nákladů kapitálu využita.*
- 3. Klasické ukazatele finanční výkonnosti (ROE, ROA, EPS) jsou nedostačující a mohou poskytovat zavádějící informace.*

4 VYMEZENÍ CÍLŮ DISERTAČNÍ PRÁCE

Na základě vyslovených hypotéz jsou zvoleny tyto cíle disertační práce:

- V teoretické části formulovat podstatné souvislosti v oblasti měření výkonnosti podniku s akcentem na hodnotové řízení podniku (VBM). V teoretické rovině podrobně rozpracovat problematiku ekonomické přidané hodnoty.
- Analyzovat vnitřní a vnější situaci plastikářského průmyslu ČR.
- Na základě analýzy hospodaření, tvorby EVA u vybraného vzorku podniků a benchmarkingu identifikovat faktory (tzv. generátory hodnoty – value drivers), které u podniků plastikářského průmyslu významným způsobem přispívají k vytváření hodnoty pro vlastníky podniku a tím k jeho konkurenceschopnosti v rámci ekonomických činností a finančního řízení podniku.
- Navrhnout metodická doporučení pro zvyšování výkonnosti podniků plastikářského průmyslu.
- Ve formě případové studie verifikovat aplikovatelnost navržených metodických doporučení.

Cílem disertační práce je identifikace faktorů z pohledu finanční výkonnosti, které v plastikářském průmyslu nejvíce ovlivňují tvorbu EVA a návrh doporučení managementu podniků pro zlepšení výkonnosti podniků a jejich konkurenceschopnosti na domácích i mezinárodních trzích.

5 POSTUP A FÁZE ŘEŠENÍ

Postup řešení:

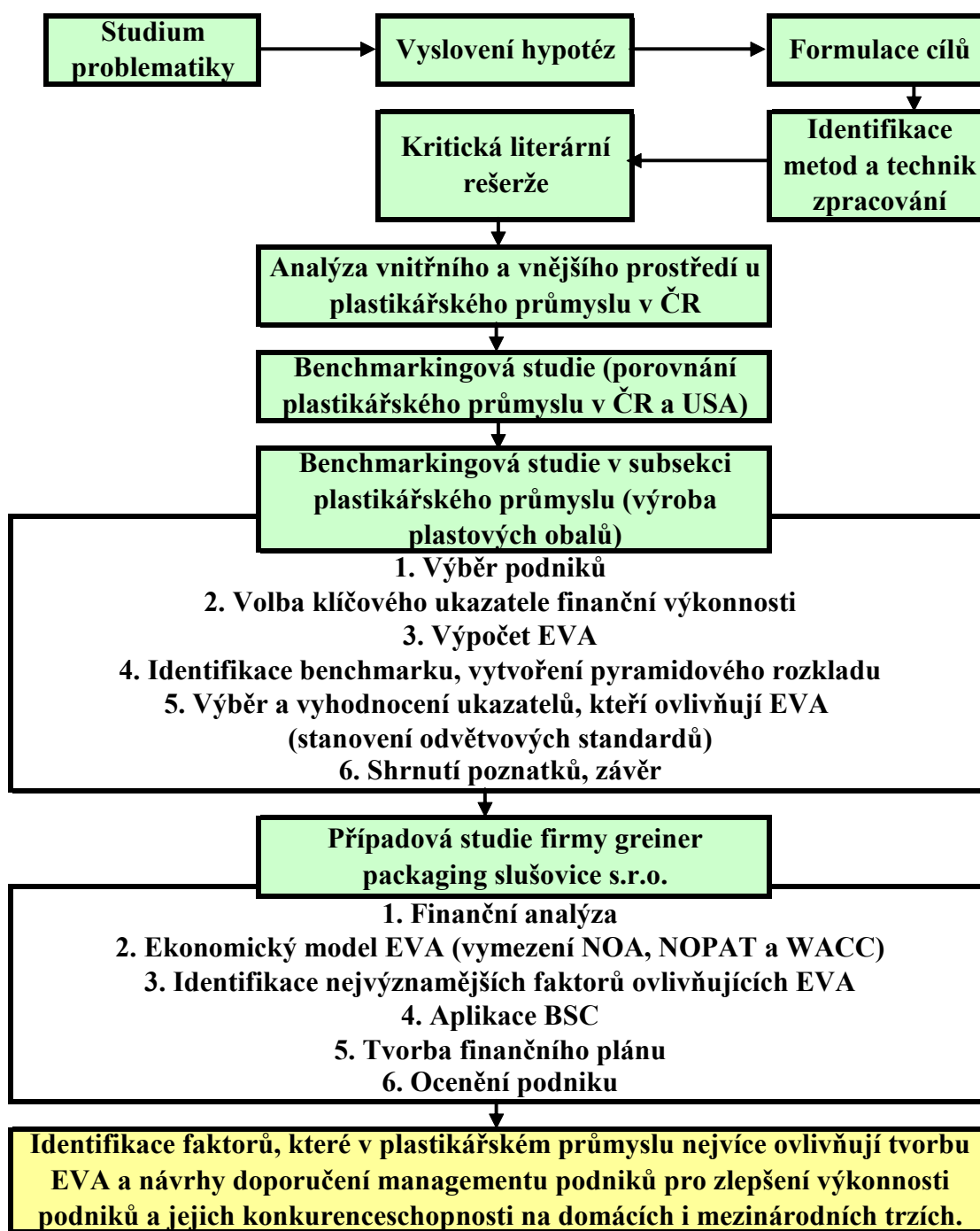
- Po nastudování literatury provést **kritickou literární rešerši** domácích a především zahraničních publikací týkajících se problematiky EVA jakožto hlavního kritéria úspěšnosti podniku.
- **Analýza makroprostředí**, pro kterou jsou využita data Ministerstva financí ČR a predikcí finanční nebankovní skupiny Newton.
- Komplexní **analýza plastikářského průmyslu** včetně jeho specifík, která vychází z dat Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu ČR a časopisů Plasty a kaučuk a Odvětvové analýzy.
- **Zpracování benchmarkingové studie** pro plastikářský průmysl v České republice a USA.
- **Zpracování benchmarkingové studie** ve vybrané subsekcí plastikářského průmyslu se zaměřením na identifikaci faktorů ovlivňujících tvorbu EVA. Benchmarkingová je tvořena následujícími částmi:
 1. Výběr podniků, které budou tvořit základní soubor pro vyhodnocení
 2. Volba klíčového ukazatele finanční výkonnosti
 3. Výpočet EVA pro všechny podniky základního souboru a rozčlenění do skupin dle tvorby EVA
 4. Na základě klíčového ukazatele výkonnosti identifikace benchmarku (tzn. nejlepšího podniku v odvětví), vytvoření pyramidové soustavy ukazatelů a identifikace faktorů ovlivňujících EVA u benchmarku
 5. Výběr ukazatelů ovlivňujících EVA, které budou podrobeny analýze
 - vyhodnocení ukazatele EVA s využitím aplikace metod vícekritériálního hodnocení
 - stanovení odvětvových charakteristik (standardů)
 6. Shrnutí poznatků, závěr
- **Zpracování detailní případové studie** pro podnik působící ve vybrané subsekcí plastikářského průmyslu. Případová studie se skládá z několika částí:
 1. Provedení finanční analýzy (zhodnocení zadluženosti, majetkové a finanční struktury, dále pak ukazatele ziskovosti, likvidity, řízení aktiv, produktivity práce, nákladů na pracovní sílu a další). Výsledné hodnoty jsou porovnány s výsledky benchmarkingové studie – odvětvovými standardy a benchmarkem (nejlepší firmou v odvětví).

2. Výpočet ukazatele EVA - provedení konverze účetního modelu na model ekonomický (vymezení NOA, NOPAT a WACC). Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude využito nejrůznějších metod - stavebnicová metoda, komplexní stavebnicová metoda, CAPM s náhradními odhady beta, ...).
3. Identifikace faktorů, které se podílejí na tvorbě EVA. K identifikaci faktorů ovlivňujících EVA je použit pyramidový rozklad, který umožňuje rozložit ukazatel EVA na základní faktory a pomůže tak odhalit vzájemné vazby. Bude rovněž využita citlivostní analýza, při které jsou simulovány změny jednotlivých příčinných faktorů a následně je zkoumáno, jak se uvedené změny projeví na tvorbě EVA.
4. Navržení systému řízení výkonnosti na základě Balanced Scorecard. Hlavní předností vytvořeného Balanced Scorecard je, že dokáže zabránit dosažení EVA na úkor potlačení jiných významných perspektiv (zákazníka, zaměstnance, životního prostředí, ...).
5. Vytvoření finančního plánu v softwarovém nástroji STRATEX.
6. Ocenění podniku na základě vytvořeného finančního plánu s využitím softwarového produktu EVALENT a konceptu EVA. Citlivostní analýza ověří, zda identifikované faktory ovlivňující EVA jsou platné i z dlouhodobého hlediska.



Zobecnění poznatků a navržení konkrétních doporučení managementu podniků plastikářského průmyslu pro zlepšení jejich výkonnosti a konkurenceschopnosti na domácích i mezinárodních trzích.

Postup řešení je přehledně znázorněn na obrázku 1.



Obrázek 1: Postup a fáze řešení disertační práce

6 METODY A TECHNIKY ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

Naplnění cílů disertační práce je možno dosáhnout kombinací metod kvalitativního a kvantitativního výzkumu.

Cílem **kvalitativního výzkumu** je porozumění stanovenému problému, proto je nezbytné získat co nejširší orientaci v řešené problematice. Předmětem kvalitativního výzkumu tedy je identifikace podstatných souvislostí v oblasti hodnotového řízení podniku se zaměřením na koncept EVA. Výzkum vychází ze *sekundárních údajů* – odborné tuzemské a zahraniční literatury, článků v odborných časopisech, publikovaných dat Ministerstva průmyslu a obchodu, databází firem Aspekt a Albertina, odborných článků na Internetu.

Metod **kvantitativního výzkumu** je využito při kvantifikaci vybraných souvislostí týkajících se tvorby ekonomické přidané hodnoty. Údaje pro finanční analýzu podniků vycházejí ze *sekundárních údajů* – ze statistických přehledů ČSÚ, databáze podniků vypracované firmou Aspekt Kilcullen a firmou Čekia, a. s. a internetovských stránek (www.mpo.cz). Finanční zdraví podniků je hodnoceno především prostřednictvím nástrojů finanční analýzy (absolutní, poměrové a rozdílové ukazatele, souhrnné ukazatele, EVA). Při souhrnném hodnocení finančních ukazatelů jsou **využity empiricko-induktivní ukazatelové systémy**, které jsou založeny na matematicko-statistických testech a výběru (z ukazatelů jsou vybrány ty, které nejlépe vyhovují požadovaným ukazatelům) a rovněž **logicko-deduktivní ukazatelové systémy** (model INFA). Tyto systémy vycházejí z vrcholového ukazatele, který je předmětem zkoumání a rozkládají ho logicky deduktivní cestou na další ukazatele. Pro kvantifikaci vlivů na vrcholový ukazatel je použita **logaritmická metoda**, jelikož respektuje současnost změn hodnot všech analytických ukazatelů a dává jednoznačné výsledky, nezávislé na hodnotícím subjektu. Nevýhodou logaritmické metody je, že pracuje výhradně s indexy v oboru kladných čísel, proto bude rovněž využita i **metoda funkcionální**.

Dále je využita **kauzální (příčinná) analýza** zkoumající kauzální vztahy, tj. vztahy mezi příčinami a účinky. Úkolem této analýzy je nejen příčinu objevit, ale zjistit i míru či váhu jejího působení na výsledný jev. Kauzální analýza bude použita například při implementaci Balanced Scorecard, kde je kladen důraz na příčinnou souvislost mezi spokojeností zaměstnanců, zákazníků, loajalitou zákazníků, podílem na trhu a konečně i finanční výkonností. V disertační práci jsou rovněž využity **pyramidové rozklady**. Tento nástroj umožní znázornit kauzalitu, pracovat se zpětnou vazbou a podchytit časovou prodlevu mezi akcí a reakcí (zpožděnost reakce). Znalost vazeb, tj. příčinné souvislosti mezi

ukazateli, zprostředkovává použití speciálních metod pro kvantifikaci míry vlivu ukazatelů v pozici příčinných faktorů na změnu vrcholového ukazatele v čase, resp. proti **benchmarku**. S využitím benchmarkingu jsou měřeny rozdíly ve výkonnosti mezi organizacemi (výkonový benchmarking), určeny příčiny rozdílů (procesní pojetí benchmarkingu) a navrženy alternativy k eliminaci těchto rozdílů (adaptace a zlepšování v benchmarkingu). V práci je použit přístup, který je v souladu s benchmarkingovými aktivitami EFQM a APQC/IBS. Využívá 4 fáze – plánování, shromažďování dat, analýzu a zlepšení pomocí adaptace. Tento proces připomíná Demingův cyklus PDCA (Plan, Collect, Analyse, Improve).

V práci je rovněž tak využit **analyticko-syntetický přístup**. Metoda kritické analýzy je uplatněna při hodnocení jednotlivých tezí tuzemské i zahraniční literatury, při hodnocení současného stavu a tendencí vývoje EVA v plastikářském průmyslu. Metodická doporučení pro identifikaci nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících EVA s cílem maximalizace tržní hodnoty podniku jsou výsledkem teoretických poznatků týkajících se hodnotového řízení podniků se zaměřením na EVA a výsledkem provedených případových studií.

K simulaci vývoje EVA ve vybraném podniku je využita softwarová podpora programů **Stratex** (určený pro finanční plánování) a **Evalent** (určený pro určování hodnoty podniků).

Samozřejmostí je využití základních obecných **postupů a metod**:

- **Postup od jednoduchého ke složitému.** Nejdříve je zkoumán jednoduchý jev a je abstrahováno od řady souvisejících vztahů. Teprve po důkladné **analýze a syntéze** s vyvozením závěrů pro jednoduchý případ lze přistoupit k příkladům složitějším.
- **Postup od známého k neznámému.** Tento postup je použit především při rešeršních pracech a dopracování jednotlivých myšlenek směrem k vymezenému účelu práce.
- **Historický přístup.** Konkrétní úvahy směrem k hodnocení firem je nutné vždy provádět v kontextu konkrétních podmínek daného okamžiku (při statickém zkoumání) či určitého období (při dynamickém zkoumání).
- Nejprve je vhodné využít **statický přístup** zkoumající příklad v jistém okamžiku a teprve **následně dynamický přístup** sledující posloupnost statických hodnocení a vývoj v čase. Nejdříve hodnocení EVA v jednotlivých letech, teprve potom je na tvorbu hodnoty nahlíženo z hlediska časového vývoje.

- V práci je využito jak **dedukce** odvozující od poznání jednotlivého směrem k obecným závěrům, tak **indukce**, kdy z obecného usuzujeme na jednotlivé.
- Stejně tak významný je **postup od konkrétního k abstraktnímu**.
- Velmi důležitá je rovněž metoda **zpětné vazby**. Po každém postupovém badatelském kroku následuje zpětné vyhodnocení, zda výsledky výzkumu nejsou v rozporu s východisky a již dříve dosaženými dílčími výsledky výzkumu.

7 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY

7.1 Výkonnost podniku a kritéria měření výkonnosti podniku

Úspěšně se v nových podmínkách mohou rozvíjet jen ty subjekty, které reagují na změněné podmínky podnikání, sledují a trvale vyhodnocují úroveň podnikatelské výkonnosti a investují do jejího zvyšování. Chce-li podnik ve 21. století uspět, musí uvažovat i o zdokonalení přístupů k hodnocení výkonnosti podniku.

Není nikterak překvapující, že během mnoha předcházejících desetiletí byla vyvinuta široká škála kritérií vyjadřujících výkonnost podniku z pohledu vlastníků, z nichž některá jsou vyjádřením rozličných teoretických koncepcí zabývajících se podnikovým řízením a jeho finanční analýzou, jiná naopak vycházejí ze zvyklostí a pragmatických determinujících faktorů podnikové praxe.

Podle **Capona** (1996) mají měřítka finanční výkonnosti podniku mnoho různých forem. Mohou být absolutní (tržby, zisk), založené na výnosnosti (ROI, ROE, ROS), interní (ROS), externí (tržní hodnota firmy), ukazatele zahrnující 1 samostatné období (období 1 roku), ukazatele zahrnující více období - vyjadřují trend (tempo růstu).

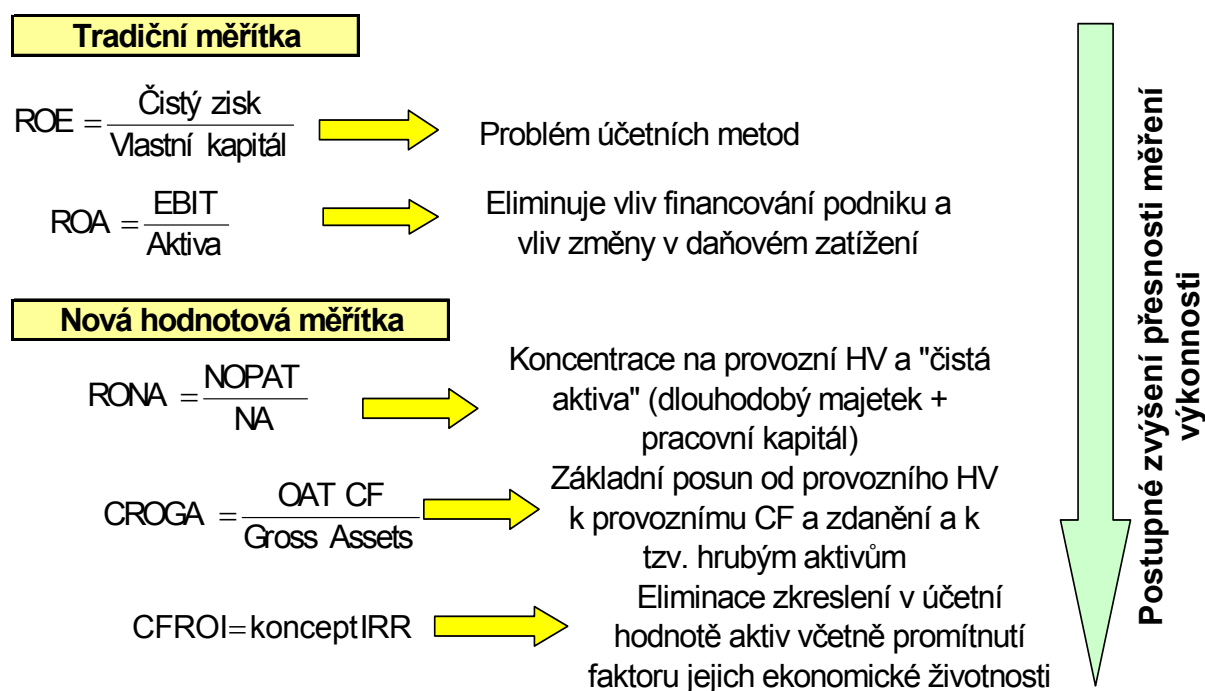
Jiný pohled na rozdělení ukazatelů nabízí členění podle **Younga** a **O'Byrneho** (2000). Ukazatele rozdělují do skupin na ukazatele měřící zbylý zisk po odečtení nákladů na kapitál (tzv. reziduální zisk - EVA, CVA), ukazatele tvořící položku výpočtu předešlé skupiny ukazatelů (EBIT, NOPAT), tržní ukazatele (MVA, TSV, FGV), ukazatele cash flow (CFROI) a klasické ukazatele ziskovosti (ROI, ROE, EPS).

Helfert (2001) nabízí pohled na ukazatele z historického hlediska a dělí je do 4 generací (viz obrázek 2).

1. Generace	2. Generace	3. Generace	4. Generace
Historie	80. Léta	90. Léta	Současnost
"Zisková marže"	"Růst zisku"	"Výnosnost kapitálu" (ROI, ROE)	"Tvorba hodnoty pro vlastníky"
$\frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}}$	Maximalizace zisku	$\frac{\text{Zisk}}{\text{Investovaný kapitál}}$	EVA, CFROI, FCF

Obrázek 2: Členění ukazatelů finanční výkonnosti podniku (Helfert, 2001)

Jiný pohled na rozdělení výkonnostních měřítek a jejich genezi nabízí **Kislingarová** (2001) - viz obrázek 3. Výkonnostní měřítka dělí do dvou skupin: na tradiční klasická měřítka a nová hodnotová měřítka.



Obrázek 3: Geneze měřítek výkonnosti podniku (Kislingarová, 2001)

Jak je z výše uvedeného zřejmé, hledání primárního a zároveň komplexního cíle podniku již prošlo dlouhým vývojem. V současnosti je preferovaným cílem růst bohatství pro vlastníky neboli tvorba hodnoty. Z výsledku výzkumů (**Vosátka** 2001, **Pavelková** 2002, **Lesáková**, 2003) však vyplývá, že podstatná část podniků v ČR používá k hodnocení výkonnosti převážně absolutní ukazatele jako účetní zisk a tržby, ve výjimečných případech pak ziskovou marži. Mezi důvody použití jsou uváděny rychlost a jednoduchost použití těchto měřítek, nedostatek času pro hlubší analýzu hodnocení a rovněž tak neznalost jiných měřítek. Naopak výzkum zrealizovaný v létě 2003 společností Horváth & Partners na 229 společnostech z Německa, Rakouska a Švýcarska ukázal, že 2/3 zúčastněných podniků používají pro své interní řízení hodnotové ukazatele, jako např. Economic Value Added (EVA), Cash flow Return on Investment (CFROI) nebo Cash Value Added (CVA). Odpovědi podniků potvrdily jasný trend směřování k hodnotově orientovaným ukazatelům, neboť i zbývající jedna třetina podniků plánuje zavést hodnotově orientované měření výkonnosti. Vysoké oblibě se mezi dotazovanými společnostmi těší především metoda založená na ekonomické přidané hodnotě (EVA) (**Alexandre, Sasse, Weber**, 2005).

7.2 Řízení hodnoty (Value Based Management)

Chce-li být podnik úspěšný, je nezbytné mít jasno v otázce kritéria výkonnosti podniku, způsobu jeho vyjádření a měření. Dnes se stále aktuálnější stává ztotožnění úspěchu s tvorbou hodnoty. Tento přístup k řízení sleduje **růst hodnoty pro akcionáře** (*Shareholder Value*) a představuje tak směr, pro který jsou prioritní zájmy vlastníků firem a růst jejich bohatství. Priorita hodnoty firmy vede k tomu, že růst této hodnoty se považuje za základní cíl (*Brealey, Myers, 1991, Copeland, Koller, Murrin, 1991, Pertl, Zederbauer, 1997, Levy, Sarnat, 1999, Neumaierová, 1998, Young, O'Byrne, 2000, Maříková, Mařík, 2001* a další) a řízení podniku je zaměřeno na dosahování tohoto cíle. Jedná se tedy o **hodnotové řízení** (*Value Based Management - VBM*), kdy je tato hodnota základem integrovaného finančního řízení firmy.

Simms (2001) definuje hodnotové řízení jako „manažerský přístup, jehož filozofií je maximalizace hodnoty pro vlastníky prostřednictvím vyšších zisků než činí náklady na použitý kapitál“. Jiný pohled nabízí *Ronte* (1999), který definuje hodnotové řízení jako "systém k měření a především řízení podniku s cílem vytvoření mimořádné dlouhodobé hodnoty pro vlastníky a uspokojující jak kapitálové, tak výrobkové trhy". Podle *Marshe* (1999) je hodnotové řízení "systém určený pro měření a především řízení podniku s cílem vytvoření mimořádné dlouhodobé hodnoty pro vlastníky. Odměnou je růst tržních cen akcií a dividendový růst". *Condon a Goldstein* (1998) mluví o hodnotovém řízení jako o „filozofii řízení, která využívá analytické nástroje a procesy k zaměření podniku na jediný cíl, kterým je tvorba hodnoty.“ *Arnold* (1998) se ve své definici nezabývá jen samotným důsledkem hodnotového řízení, ale rovněž tak procesem, popisuje jej jako „manažerský přístup, jehož primárním účelem je maximalizace hodnoty pro vlastníky. Tomuto účelu je podřízen jeho systém, strategie, proces, analytické techniky, výkonnostní měřítka i kultura celého podniku“.

Obecně lze shrnout, že charakteristické znaky řízení hodnoty jsou:

- **Řízení** (VBM je nástroj řízení a řídicí systém; prostředek, který je použit k integraci zdrojů a úkolů směrem ke úspěšnému dosažení cílů.)
- **Přístup** (VBM je předepsaná a obvykle opakující se cesta k uskutečněným aktivitám, které zvyšují hodnotu organizace. Je to robustní systém, který by měl být zdrojem všech podnikatelských rozhodnutí.)
- **Maximalizace hodnoty pro vlastníky** (Účelem VBM je tvorba co nejvyšší hodnoty pro vlastníky.)

Řízení hodnoty lze pak charakterizovat jako manažerský přístup, jehož primárním účelem je maximalizace hodnoty pro vlastníky. Tomuto účelu je podřízen jeho systém, strategie, proces, analytické techniky, výkonnostní měřítko i kultura celého podniku. Podle Younga a O'Byrneho by hodnotové řízení podniku mělo obsahovat všechny následující prvky (*Young, O'Byrne, 2001*):

- Strategické plánování
- Alokaci kapitálu
- Rozpočty
- Měření výkonnosti
- Systém odměňování manažerů
- Interní komunikaci
- Externí komunikaci

Vzhledem k tomu, že VBM je považován za nejvýznamnější změnu ve finančním řízení v posledních letech, byla, je a zřejmě mu i bude věnována mimořádná pozornost. V současné době lze zmínit přístupy k hodnotovému řízení 6 konzultačních firem: Stern Stewart & Co.; Marakon Associates; McKinsey & Co.; Price Waterhouse Coopers; L.E.K. Consulting a HOLT Value Associates. Vzájemné porovnání některých přístupů poradenských firem je uvedeno v tabulce 1.

Tabulka 1: Porovnání přístupů k řízení hodnoty

	Stern Stewart & Co.	Marakon Associates	McKinsey & Co.	Price Waterhouse Coopers	L.E.K. Consulting	HOLT Value Associates
<i>Základy pro tvorbu hodnoty</i>	Strategie, struktura a měřítko	Strategie	Systém měřítek a přesvědčení	Struktura	Strategie a měřítko	Strategie a měřítko
<i>Hlavní prvky v přístupech poradenských firem</i>	Systémy se zaměřením na měření, výcvik a odměňování	Kultura, struktura a systémy se zaměřením na decentralizovanost a strategii rozvoje	Kultura, struktura a systémy se zaměřením na firemní strategii a ocenění	Kultura, struktura a systémy se zaměřením na výcvik a komunikaci	Kultura a systémy se zaměřením na strategii a vzdělávání	Systémy se zaměřením na ocenění
<i>Zaměření strategického nasazení</i>	Zvýšení EVA jako hlavní cíl	Výnosný růst místo růstu samotného	Výnosný růst místo růstu samotného	Maximalizace hodnoty pro vlastníky	Maximalizace očekávané přidané hodnoty pro vlastníky	
<i>Preferovaná měřítko</i>	MVA (podnik), EVA (podnik, obchodní jednotka a výrobní řada)	Spread vlastního kapitálu (podnik), ekonomický zisk (podnik, obchodní jednotka, zákazník a výrobní řada)	Podnikový DCF (podnik, obchodní jednotka), Ekonomický zisk (podnik, obchodní jednotka, zákazník, výrobní řada)	CFROI (podnik), SVA (podnik, obchodní jednotka), FCF (podnik, obchodní jednotka)	SVA (podnik, operativní úroveň), změna EVA (operativní úroveň), důležité indikátory hodnoty (operativní úroveň)	CFROI (podnik), na účetnictví založené měřítko (nižší úroveň)

(Ameels, A., Bruggeman, W., Scheipers, G., 2002)

Proč se ze všech subjektů, které se podílejí na chodu podniku, preferují v moderních konceptech řízení a měření výkonnosti právě vlastníci? Odpověď je jednoduchá – právě vlastníci přinesli do podnikání svůj záměr, vložili peníze a nesou největší riziko samotného podnikání. Jenom pokud se naplní jejich očekávání návratnosti vložených prostředků adekvátní podstoupenému riziku (**shareholder value**), které nesou, zůstanou a budou podnikat dále. Aby se jim to dařilo, musí se snažit o uspokojení všech, kdo jsou s podnikem spjati (**stakeholder value**). Je zjevné, že hodnota firmy je pro jednotlivé stakeholdery odlišná. Každý stakeholder posuzuje hodnotu firmy podle toho, co do ní vložil, resp. podle zhodnocení své investice.

Koncepce řízení **shareholder value** a **stakeholder value** souvisejí s rozdílným pojmáním úlohy jednotlivých subjektů vůči podniku a také s podmínkami, za kterých je podnik ohodnocován vnějším prostředím daným především institucemi finančních trhů. Koncept **shareholder value** je zdůrazňován v angloamerickém prostředí s vyspělými kapitálovými trhy, které mají za úkol reflektovat změnu výkonnosti podniků změnou tržních cen akcií podniků a tím ovlivňovat přesun kapitálu investorů z méně výkonných podniků do výkonnějších. Prodej a nákup akcií na burzách je řízen prioritně možnostmi zvyšování hodnoty akcionářských podílů. V Evropě došlo historicky k rychlejšímu rozvoji bankovního sektoru a tím k ovlivňování alokace kapitálu bankovním sektorem. Zdůrazněn je zde dlouhodobý princip fungování podniku a tím nutnost zajistit všem subjektům participujícím na chodu podniku uspokojení – **stakeholder value**. Tyto koncepty se ovšem nevylučují – vyplácet zaměstnancům mzdu, platit dodavatelům, splácet jistiny a úroky věřitelům, platit daně, atd. lze pouze, pokud podnik dokáže vyrobit a hlavně prodat své výrobky a služby svým zákazníkům. Ovšem za podmínky, že zisk jako rozdíl výnosů a nákladů spojených s činností podniků je dostatečný – umožňuje uspokojit zájmy vlastníků. Jinak vlastníci přesunou svůj kapitál jinde a možnost přinášet prospěch ostatním subjektům končí.

Můžeme shrnout, že celé podnikání je především o **tvorbě hodnoty**. Tvorba hodnoty je však možná jen s podporou stakeholderů. Navzdory faktu, že cíle stakeholderů jsou rozdílné, uvědomují si, že pouze společnými silami naplní své vlastní cíle.

Maximalizace hodnoty znamená, že vedení podniku musí usilovat o co největší přínos pro vlastníky, a to v podobě podílů na zisku a formou výnosů plynoucích z růstu cen vlastnických podílů.

Základním kritériem hodnocení jakékoliv investice a její efektivity je **čistá současná hodnota** (Net Present Value – NPV). Její propočet nám řekne, nakolik dané rozhodnutí přispívá či škodí investorům. Cílem každého vlastníka je, aby

mu podnik přinesl více, než kolik ho stál. Pro vlastníka je hodnota podniku dána tím, co mu je schopen přinést. Pokud podnik přináší více, než musel vlastník vynaložit, představuje to pro něho čisté zvýšení hodnoty.

$$\text{NPV} = \text{PV} - \text{I} \quad (7.1)$$

kde NPV (Net Present Value) = čistá současná hodnota

I (Investment) = výše investice vlastníka do podniku

PV (Present Value) = současná hodnota podniku pro vlastníka

Pro vlastníka jako investora je dostatečně výkonný podnik, pokud platí: $\text{NPV} > 0$. Cestou k maximalizaci výkonnosti podniku z hlediska vlastníka je maximalizace čisté současné hodnoty.

Současná hodnota podniku pro vlastníka v sobě odráží hodnotu budoucích peněžních toků, které lze z fungování podniku očekávat, přepočítanou na jejich současnou hodnotu. Tento přepočet (diskontování peněžních toků) je odrazem zahrnutí úvah o **riziku** (výše diskontní míry souvisí s mírou rizika), které vlastník nese a **časové hodnoty peněz**.

Kladné čisté současné hodnoty a tím uspokojení vlastníka je možné dosáhnout při naplnění těchto předpokladů:

- ✓ bude tvořena hodnota pro zákazníky (tzn. produkce musí být účelná a pro zákazníka výhodná z hlediska relace užitku a ceny ve srovnání s konkurencí)
- ✓ proces transformace vstupů na výstupy bude maximálně hospodárný
- ✓ bude zachována rovnováha zájmů stakeholderů

Řízení hodnoty znamená důslednou aplikaci kritéria čisté současné hodnoty ve firmě.

Vytvořit hodnotu znamená naplnit nebo překročit investorovo očekávání a výzvou je najít cestu, jak tuto hodnotu vytvořit a jak ji změřit.

Z pohledu společnosti Horváth & Partners musí konzistentní koncept hodnotového řízení (Value Based Management) splňovat následující 3 klíčové předpoklady (*Alexandre, Sasse, Weber*, 2005):

- **Show value:** Je příspěvek k růstu hodnoty správně vykazován?
- **Create value:** Jsou definovány procesy pro systematické ovlivňování faktorů tvorby hodnoty a jsou tyto procesy v podniku pravidelně používány?
- **Manage value:** Je systém řízení nastaven tak, aby podporoval procesy tvorby hodnoty?

7.3 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)[®]

Ukazatel EVA patří v současnosti k nejrozšířenějším nástrojům hodnotového řízení. Důvodem je zřejmě jednodušší koncept v porovnání s ostatními.

Někteří zastánci EVA naznačují, že se jedná o nový koncept. S tímto tvrzením nesouhlasí **Wallace** (1997), který se domnívá, že jedním z prvních, kdo se zmínil o tomto konceptu byl Alfred Marshall v roce 1890. **Marshall** (1890) definoval ekonomický zisk jako celkový čistý zisk snížený o náklady kapitálu. Měřítka EVA je jen obměnou reziduálního zisku s některými úpravami, jak vyčíslit zisk, kapitál, ... Podle **Dodda** a **Chena** (1996) se idea mimořádného zisku objevila poprvé v odborné účetní literatuře u Churcha v roce 1917 a u Scovella v roce 1924, v odborné manažerské literatuře se pak objevuje až v 60. letech. Významný přínos pro teoretické základy tohoto přístupu přinesli ekonomové Merton H. Miller a Franco Modigliani, kteří ve svých pracích publikovaných v letech 1958-1961 argumentovali, že ekonomický zisk je zdrojem tvorby hodnoty v podniku a hraniční výnosnost je dána výší rizika, které nese investor. Investor se chová racionálně a tuto skutečnost bere v úvahu. Nicméně Miller a Modigliani nedodali techniku, jak měřit ekonomický zisk v podniku.

Ekonomický zisk byl tedy znám. Co chybělo, byl způsob měření a navázání měřítka výkonnosti na systém odměňování pro motivaci manažerů a dalších zaměstnanců podniku. EVA byla uvedena firmou Stern Stewart & Co. v roce 1989 a zaregistrována jako ochranná známka.

Koncept EVA je často nazýván ekonomickým nebo reziduálním ziskem z důvodu vyhnutí se problémům s ochrannou známkou. Na druhou stranu je však EVA tak populární a dobře známá, že řada konceptů je často nazývána EVA, ačkoliv nezahrnují hlavní změny položek účetních výkazů pro výpočet EVA, které byly definovány Stern Stewart & Co. Úplný seznam účetních úprav je jejich obchodním tajemstvím.

V 70. letech a ani dříve se reziduálnímu zisku nedostalo tak široké publicity a nestal se významným výkonnostním měřítkem. Naopak EVA, prakticky na stejném základě – pouze s jiným jménem, se v minulých letech prosadit dokázala. Navíc se ani nezdá, že by toto měřítko bylo na ústupu. Naopak, stále více společností přijímá tento koncept (**Wallace** 1997 and *Economist* 1997/2). Můžeme jen hádat, proč se tento koncept těší tak velké oblibě. Svůj podíl bude určitě mít i marketingová strategie společnosti Stern Stewart & Co.

[®] EVA je registrovanou známkou firmy Stern Stewart & Co.

Koncept EVA spočívá na tzv. ekonomickém modelu, který vychází z účetního modelu. Je tedy třeba provést konverzi účetního modelu (tj. zobrazení hospodářské situace v účetnictví) na model ekonomický (tj. takové zobrazení ekonomické reality, které se blíží pohledu kapitálového trhu). Společnost Stern Stewart & Co. identifikovala 164 možných úprav účetních údajů rozvahy a výkazu zisku a ztráty (sestavených podle GAAP). Nejdůležitější úpravy jsou popsány a provedeny v případové studii v části 8.4.5.

Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je (*Stewart, 1991*):

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times C \quad (7.2)$$

kde: NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) = zisk z provozní činnosti podniku po dani

C (Capital) = kapitál vázaný v aktivech, která slouží provozní činnosti podniku

WACC (Weighted Average Cost of Capital) = průměrné vážené náklady na kapitál

Konkrétní výpočet EVA je pak možno provádět 2 možnými způsoby, které však vždy poskytnou stejný výsledek. Ve vztahu (7.2) byl využit vzorec nákladů na kapitál (vzorec „Capital Charge“), rovněž je možné uplatnit vzorec hodnotového rozpětí (7.3) („Value Spread“).

$$\text{EVA} = \left(\frac{\text{NOPAT}}{C} - \text{WACC} \right) \times C \quad (7.3)$$

Podstatu EVA je rovněž možné vyjádřit prostřednictvím ukazatele reziduálního zisku (vztah (7.4) a (7.5)), který je využíván i Ministerstvem průmyslu a obchodu a vychází z ročních účetních dat. Tímto způsobem kalkulovanou EVA umíme propojit bez problémů na vnitropodnikové účetnictví. I v tomto případě je možno použít oba možné způsoby výpočtu:

1. Pomocí vzorce nákladů na kapitál (vzorec „Capital Charge“)

$$\text{EVA} = \check{C}Z - r_e \times VK \quad (7.4)$$

2. Pomocí vzorce hodnotového rozpětí (vzorec „Value Spread“)

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) \times VK \quad (7.5)$$

kde $\check{C}Z$ = čistý zisk

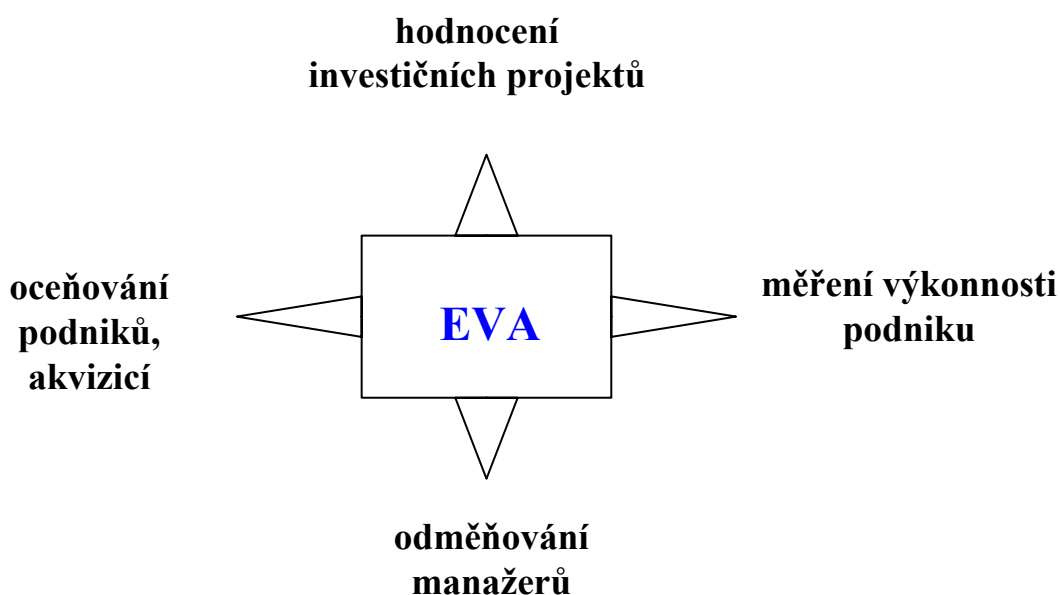
r_e (alternative cost of equity) = alternativní náklad na vlastní kapitál

VK = vlastní kapitál

ROE (Return on Equity) = rentabilita vlastního kapitálu

Ekonomickou přidanou hodnotu (EVA) můžeme obecně definovat jako zisk po zdanění snížený o náklady na kapitál. Kladné EVA dosahujeme tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, především pak náklady na vlastní kapitál. Základ tohoto přístupu můžeme najít v mikroekonomii, kde se říká, že základním cílem firmy je maximalizace zisku. Nemyslí se tím však účetní zisk, ale zisk ekonomický, tzn. rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady, které kromě účetních nákladů obsahují i oportunitní náklady.

Koncept EVA je v dnešní době využíván řadou společností: AT&T, Briggs&Stratton, Coca Cola, Georgia Pacific, Harsco Corporation, Polaroid, Quaker Oats, Siemens AG, Sprint, SPX, Teledyne, Tenneco a dalšími. Z českých podniků můžeme zmínit např. Škoda Auto, Model Obaly, ... Největší výhodou tohoto konceptu je, že umožňuje manažerům chovat se a jednat jako vlastníci a pomáhá jim zlepšovat operativní, finanční i investiční rozhodování. Firmy mají v dnešní době často problémy s tím, že používají k vyjádření svých cílů značné množství (vzájemně neslučitelných) ukazatelů a právě ekonomická přidaná hodnota odstraňuje tento chaos použitím jediného ukazatele, který spojuje veškeré plánování a rozhodování pouze s jednoduchou otázkou: Jak zlepšit EVA? EVA je takový systém řízení podniku, který zajišťuje společnou řeč na všech úrovních řízení a umožňuje managementu rozhodovat za jediné podmínky - ekonomické přidané hodnoty (obrázek 4).



Obrázek 4: Využití konceptu EVA

Koncept EVA se snaží o propojení všech činností v podniku i lidí účastnících se těchto procesů a to jedním základním kritériem – dělat vše pro to, aby byla zvýšena hodnota vložených prostředků vlastníků.

EVA je měřítkem výkonnosti podniku a současně ji lze použít pro implementaci strategického procesu řízení hodnoty. Při formulování strategie podniku je možné mít základní cíl maximalizovat budoucí hodnoty EVA. Alokace kapitálu by měla být v souladu se základním cílem, tj. přijímat jenom takové projekty, které budou tvořit hodnotu a tím přispívat k tvorbě EVA v podniku. Koncept EVA lze úspěšně využít pro odměňování manažerů. Velkou výhodou ukazatele EVA je možnost propojit strategické a operativní rozhodování a využít jej na všech úrovních řízení (místo souhrnného ukazatele EVA je možné použít generátory hodnoty EVA). Podnikové rozpočty mohou být přímo navázány na ukazatel EVA nebo jeho generátory. Nakonec ukazatel EVA představuje i významný komunikační nástroj, jak uvnitř podniku (je srozumitelný a jednoduše vyjádřitelný), tak ve vztahu k vnějšímu prostředí finančních trhů.

Koncept řízení na základě ekonomické přidané hodnoty tak může být chápán jako koncept řízení hodnoty.

Co k tomuto konceptu říkají někteří špičkoví manažeři? Koncept EVA má své zastánce i odpůrce.

Finanční manažer společnosti Scott Paper Basil Anderson konstatuje: „Používali jsme různá měřítka k různým účelům – diskontované cash flow pro rozhodnutí o umístění kapitálu, jiné měřítko pro odměňování manažerů Teď používáme jediné měřítko EVA, které propojuje vše což nám nabízí excelentní nástroj k tvorbě hodnoty pro vlastníky." (*Walbert*, 1994)

Jim Meenan, finanční manažer společnosti AT&T's má podobný náhled: „Každé rozhodnutí je teď založeno na EVA. Motivací našeho podniku teď není vytvořit zisk, ale vydělat více než kolik činí náklady kapitálu Řídíme-li náš podnik směrem k EVA, maximalizujeme tržní hodnotu našich akcií." (*Walbert*, 1994))

Roberto Goizueta, manažer firmy Coca-Cola, jedné z prvních, které přijaly koncept EVA, prohlásil: „Pro to, abyste se stali bohatšími, stačí, abyste investovali peníze s vyšší výnosností než vás tyto peníze stojí..." (*Stern, Shiely*, 2001)

Eugene Vesell, generální ředitel společnosti Oppenheimer Capital říká: „První věc, na kterou se díváme, když si vybíráme společnost je, využívají koncept EVA? Dáváme mu přednost před ukazatelem EPS nebo ROE." (*Tully*, 1994)

7.3.1 EVA jako nástroj pro měření výkonnosti podniku

Prvním možným použitím ukazatele EVA je hodnocení podniku v rámci finanční analýzy. Důvody, proč se dnes stává tak oblíbeným, spočívají v jeho přednostech před účetními ukazateli výnosnosti i před peněžními toky. Hlavním důvodem je především postižení rizika spojeného s investicí do podniku a přiblížení pohledu kapitálového trhu. Požadovaná je kladná hodnota EVA. Čím vyšší je hodnota ukazatele EVA, tím větší hodnotu pro vlastníky podnik vytváří.

EVA bývá považována za nástroj řízení podniku, který je zaměřen na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. Zvyšování EVA však nemusí nutně vést ke zvýšení hodnoty podniku. Snížení hodnoty podniku při současném zvýšení EVA může nastat:

- Pokud zvýšení EVA v současné době bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků
- Pokud je sice zvýšena EVA, ale při rostoucích nákladech kapitálu – například v důsledku rostoucího rizika. Při přepočtu budoucích EVA na současnou hodnotu pak může dojít ke snížení současné hodnoty budoucích EVA, a tím i hodnoty podniku (*Mařík*, 2003).

Z uvedeného plyne, že se při hodnocení podniku nelze omezit na hodnotu EVA v současné době, ale je třeba stále prognózovat její budoucí vývoj.

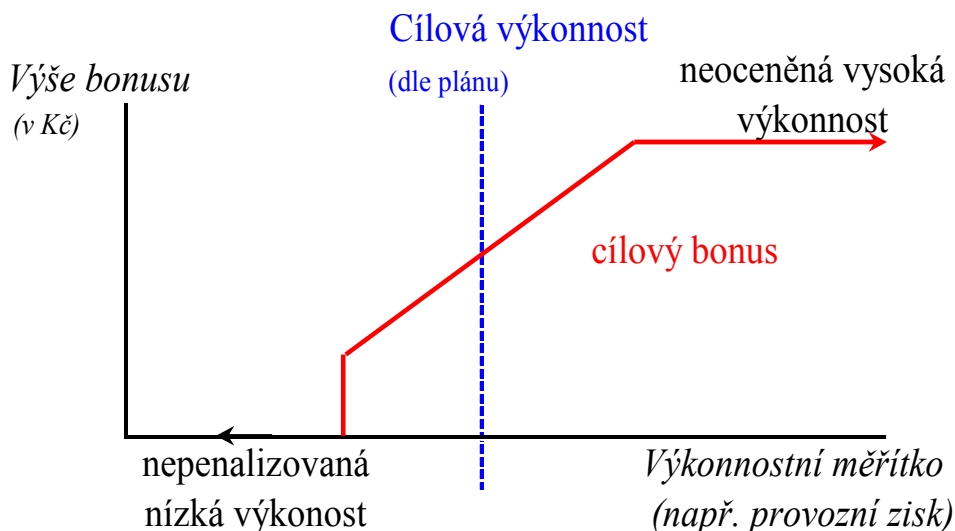
7.3.2 EVA jako nástroj řízení a motivování pracovníků

Řízení a motivování pracovníků patří k významné problematice každého podniku. Tato problematika je obzvlášť náročná, protože cíle vlastníků podniku a manažerů se mohou odlišovat. Cílem vlastníka je maximalizace tržní hodnoty podniku. Cílem manažera je pak maximalizace hodnoty, avšak pro něj samotného. V praxi je nutné sladit cíle vlastníka a manažera, protože jen tak může podnik plnit svůj základní cíl, kterým je dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty pro vlastníka. Z výše uvedeného vyplývá, že manažer musí mít prospěch ze zvyšování hodnoty pro vlastníky, aby bylo jeho chování shodné s chováním vlastníka.

Zdaleka se nejedná o novou myšlenku. Už Tomáš Baťa řekl: „Zásadou mého podnikání je učinit ze svých zaměstnanců kapitalisty. Nečiním tak z dobrého srdce. Zjistil jsem pouze, že veliký závod lze řídit nejlépe, když si podnikatel vytkne za cíl sloužit zákazníkům a zaměstnancům, protože jen tak lze docílit, aby zákazníci a zaměstnanci sloužili jemu, tj. jeho věci, jeho myšlence. Jen tak umožní podnikatel, aby se rozvinuly všechny mravní hodnoty zaměstnance a

aby zaměstnanec pracoval v podniku ne jinak, než jakoby sám byl majitelem“. (Stříteský, 2003)

V praxi se doposud můžeme setkat převážně s tzv. **tradičním bonusovým modelem** (viz obrázek 5), který je využíván v USA, stejně tak i v Evropě.



Obrázek 5: Tradiční bonusový model

Tradiční bonusový model pro odměňování má 2 základní rysy:

- ✓ Bonus je vyplacen při dosažení naplánované cílové výkonnosti v daném roce (výše bonusu je většinou vázána na výši dosaženého provozního zisku)
- ✓ Maximální hodnotu bonusu, která může být vyplacena

Problémy tradičních bonusových modelů:

- ✓ Výkonnostní měřítko (většinou operativní zisk), na základě kterého je bonus vyplácen není systematicky spojeno s „hodnotou pro vlastníky“
- ✓ Minimální požadovaná výkonnost (za kterou je už bonus vyplácen) a maximální výše výkonnosti (za kterou je bonus ještě vyplácen) vytvářejí jakousi „zónu“, ve které se manažeři pohybují. Pohybují-li se na hranici minimální požadované výkonnosti, náklady přesunují na další období. Analogicky, vyskytují-li se na maximální hranici výkonnosti, odsunují výnosy na další období.

Tradiční systémy mohou tedy zaměstnance demotivovat, protože vědí, že sice mohou dosáhnout vyšší hodnoty ukazatele, ale proč, když za to nedostanou bonus. Tak si zvýšení rozloží do několika období. Druhou negativní stránkou je, že tradiční systémy bývají založeny na rozpočtech a ty mohou být úmyslně podhodnoceny.

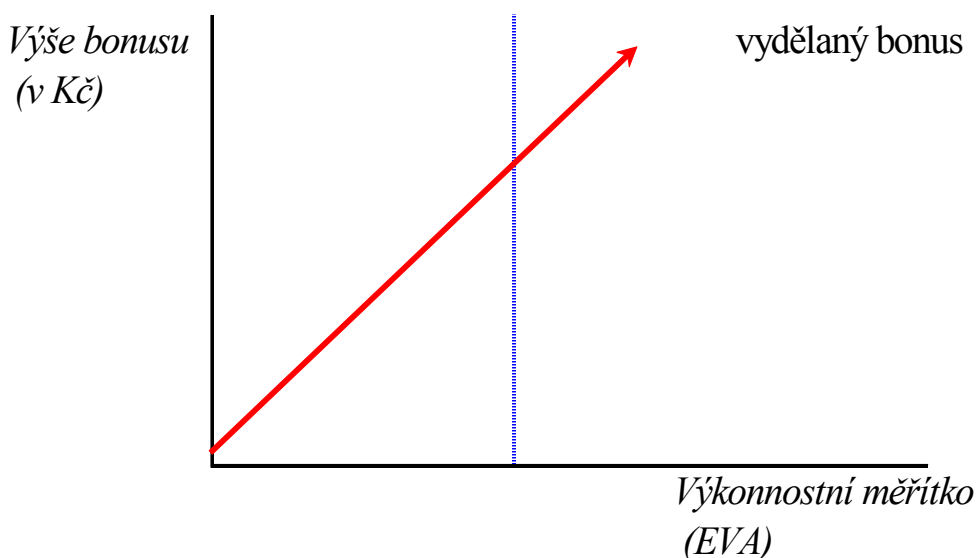
Argumenty pro využití EVA v bonusovém systému

Jestliže je EVA nulová, vlastníci vydělali přesně tolik, kolik bylo potřeba na pokrytí nákladů. Idea bonusového systému založeného na EVA je, jestliže má být manažerům vyplacený bonus, vlastníci by měli vydělat více než očekávali. Tento druh bonusového systému je pak přínosný pro obě strany – management i vlastníky, protože cílem bude zvýšit EVA.

Uveďme si praktický argument hovořící pro bonusový systém založený na EVA. Často se můžeme setkat s případy, že společnosti nemají vhodný investiční záměr a tak ponechají volné peněžní prostředky „ležet ladem“ na účtu. Bonusový systém založený na konceptu EVA je zaměřen tak, aby takové chování nepodporoval. Všichni v podniku totiž ví, že všechen kapitál produkující nižší výnosnost než je WACC, krátí jejich bonusy. **Wallace** (1997) prezentuje empirický důkaz, že po zavedení bonusového systému založeného na EVA, se manažeři podstatně více vyhýbali investicím produkujícím nižší výnosnost než jsou jejich náklady na kapitál.

Původní EVA bonusový systém (model X)

Původní EVA bonusový systém byl založen na skutečnosti, že se manažerům vyplácí fixní procento z vytvořené EVA (viz obrázek 6). Například v roce 1922 přijala firma General Motors bonusový plán, kdy management získal 10 % z vytvořeného reziduálního (mimořádného) zisku a vlastníci pak zbývajících 90 %. Je zajímavé, že takto vytvořený bonusový plán byl beze změny využíván po dobu 25 let.



Obrázek 6: Originální EVA bonusový systém

Výhody EVA bonusového systému oproti klasickým pobídkovým systémům můžeme vidět ve dvou oblastech:

- ✓ Ukazatel lze z běžných údajů průběžně sledovat a zároveň je přímo propojený s hodnotou firmy.
- ✓ Systém EVA bonusů nemá stanovené žádné limity. To je možné právě proto, že růst EVA přímo ukazuje na růst hodnoty podniku a je tedy možné se podělit se zaměstnanci o tento přírůstek hodnoty. Na druhé straně však tyto bonusy nejsou omezeny ani zdola. Pokud je bonus kladný, nebývá obvykle pracovníkům celý vyplacen v hotovosti. Je tvořen bonusový účet (bank), na který se bonus převede a z něhož se vyplatí vždy jen část kladného bonusu získaného v daném roce. Tím je řešen problém případného záporného bonusu, neboť ten prostě sníží zůstatek bonusového účtu.

S původním bonusovým systémem jsou spojeny 2 základní problémy:

1. Špatně hospodařící podniky se budou snažit získat co nejvyšší bonusy v rámci jednoho roku, do kterého přesunou co nejvíce výnosů a naopak náklady přesunou na další rok
2. Tento systém není spojen s žádnou odměnou za zlepšení očekávané EVA

Přírůstky EVA jsou důležitější než absolutní hodnota EVA (Young, O'Byrney). Změny v EVA vykazují vyšší závislost v souvislosti s vývojem tržních cen akcií než absolutní hodnota EVA. Je to způsobeno faktem, že změna EVA není tak ovlivněna účetním zkreslením skutečnosti. **Stewart** (1993) navrhuje, aby byl management podniků odměňován na základě přírůstků EVA spíše než v závislosti na absolutní hodnotě EVA. Přístup založený na přírůstcích EVA zdůrazňuje zaměření na kontinuální zlepšování.

Vylepšený EVA bonus systém (model XY)

Základní EVA bonusový systém (tzv. model X) byl dále vylepšen o novou část Y, která zabezpečovala podíl manažerů i na zlepšení EVA (tzv. model XY). Tvar vylepšeného modelu XY je:

$$\text{Bonus} = (x\% \times EVA) + (y\% \times \Delta EVA) \quad (7.6)$$

Tento model XY je podstatně efektivnější než původní model X a to především pro společnosti, které byly doposud ve fázi, kdy ještě hodnotu pro své vlastníky netvořily.

Moderní verze EVA bonus systému

Moderní verze EVA bonusového plánu se liší dvěmi podstatnými změnami oproti modelu XY. Platí:

$$\text{Bonus} = \text{cílový bonus} + y\% (\Delta \text{EVA} - \text{OZE}) \quad (7.7)$$

OZE = očekávaná změna EVA

V tomto plánu je výkonnostním měřítkem zlepšení očekávané změny EVA. K tomuto vylepšení existovalo hned několik důvodů. Zájem o zlepšení EVA poskytuje mnohem efektivnější pobídku pro manažery než pouhý zájem o vytvoření EVA. Dále zlepšení EVA se týká všech společností – i těch, které doposud kladné EVA nevytvořily. Zlepšení EVA vyjadřuje mnohem lepší propojení s tvorbou hodnoty než absolutní hodnota EVA.

Vydělaný bonus se skládá z cílového bonusu a fixního % z hodnoty EVA, která byla vytvořena navíc oproti očekávané hodnotě. Cílový bonus je bonus vydělaný za dosažení očekávané změny EVA.

Jak již bylo naznačeno, důležitým prvkem motivačního programu založeného na EVA je tzv. bonus bank. To znamená, že není vždy vyplacen celý bonus, který je vytvořen v daném roce, ale pouze jedna třetina, resp. čtvrtina z hodnoty bonus bank. Tento důvod je zřejmý. V některých letech bude bonus záporný, a pokud bude stav v bonus banku dostatečný, bude vyplacen bonus snížený o zápornou hodnotu EVA v současném období. Z pohledu vlastníků má bonus bank pozitivní působení z hlediska *dlouhodobé motivace manažerů*. Jedná se hlavně o motivaci pro dlouhodobý pohled na EVA. Nezaměřování se pouze na jedno období, nýbrž jedná se o pohled z dlouhodobé perspektivy.

Je potřeba si uvědomit, že lidé dělají to, za co jsou odměňováni. Bude-li odměna záviset na výši tržeb, budou maximalizovat tržby, bude-li odměna záviset na tržním podílu, budou se snažit maximalizovat tržní podíl. Považujeme-li za hlavní finanční cíl podniku maximalizaci hodnoty pro vlastníky, musí být i odměna zaměstnanců závislá na vytvářené hodnotě. Jedině tak bude v souladu cíl společnosti i zaměstnanců. Akceptace EVA neznámá, že se automaticky zlepší výkonnost podniku. Avšak podniky, které jsou vybaveny kvalitnějšími informacemi a lépe motivují své zaměstnance, budou pravděpodobně mnohem úspěšnější.

7.3.3 EVA jako nástroj ocenění podniku

Ekonomický zisk je krátkodobým (ročním) výsledkem činnosti firmy, představuje pouze jeden z řady výsledků v dlouhodobém časovém horizontu.

Rozhodující však je **dlouhodobá výkonnost firmy**. Je důležité maximalizovat tok ekonomických zisků v dlouhodobém časovém horizontu. Přitom na rozdíl od krátkodobého období již nezáleží jen na velikosti toků a jejich riziku, důležitou roli hraje předpoklad růstu těchto toků.

Stanovení hodnoty firmy pomocí EVA je velice blízké metodě diskontovaného peněžního toku. Základní složky hodnoty firmy opět tvoří hodnota 1. fáze, hodnota 2. fáze a hodnotu firmy H stanovíme jako:

$$H_{\text{Podniku}} = \text{investovaný kapitál} + \text{SH budoucích EVA}$$

$$H_{\text{Podniku}} = C_t + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{EVA_n}{WACC_n - g} \times (1 + WACC_n)^{-n} \quad (7.8)$$

kde WACC (Weighted Average Costs of Capital) = průměrné vážené náklady na kapitál

g (growth) = průměrné roční tempo růstu ekonomické přidané hodnoty

n = délka plánovacího období

C_t = velikost investovaného kapitálu k datu ocenění

WACC určíme jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu (N_{VK}) a nákladů cizího úplatného kapitálu (N_{CK}) ve tvaru:

$$WACC = N_{VK} \times \frac{VK}{VK + CK} + N_{CK} \times \frac{CK}{VK + CK} \quad (7.9)$$

kde VK = vlastní kapitál

CK = cizí kapitál

N_{VK} = náklady na vlastní kapitál

N_{CK} = náklady na cizí kapitál

Ze vztahu (7.2), (7.8) a (7.9) vyplývají faktory, které ovlivňují hodnotu firmy, respektive hodnotu jejího vlastního kapitálu. Jsou to **ekonomická přidaná hodnota** v jednotlivých letech plánovacího období (EVA), **průměrné tempo růstu EVA** ve druhé fázi (g), **průměrné vážené náklady na kapitál** (WACC) a **investovaný kapitál** k datu ocenění (C_t).

Ekonomická přidaná hodnota je podle vztahu (7.2) závislá na zisku z operativní činnosti podniku, průměrných nákladech na kapitál a velikosti investovaného kapitálu. Je zřejmé, že firmy, jejichž základním cílem je růst hodnoty, by měly znát všechny důležité faktory, které hodnotu firmy ovlivňují. Cennou informací pro strategické rozhodování firmy jsou pak znalosti dopadů změn těchto faktorů na hodnotu firmy, a to především těch faktorů, které může management ovlivňovat. Zvláště důležité jsou pak informace o tom, jaké kvantitativní dopady na růst hodnoty firmy by měly změny jednotlivých faktorů.

Jedná se tedy o stanovení citlivosti hodnoty firmy na změny faktorů, které může management svým rozhodováním ovlivňovat. Znalost této citlivosti může být významným vodítkem pro řízení orientované na růst hodnoty.

Při určování hodnoty firmy a analýze její výkonnosti vše začíná a končí u schopnosti prognózovat a řídit ekonomický zisk (EVA). Stěžejní je odpověď na otázku, zda jsou dosahované výsledky udržitelné v dlouhodobém časovém horizontu. Podle teorie omezení (Theory of Constraints) je jediným způsobem, jak zvýšit výstup firmy, nalézt a posílit její nejslabší článek – omezení. Posilování čehokoliv jiného než omezení představuje zbytečně vynaložené prostředky.

Analýza citlivosti nutí manažery hledat klíčové proměnné, pomáhá naznačit, kde je nejužitečnější dodatečná informace, a tím zlepšuje úroveň prognózy vývoje výkonnosti firmy. V souvislosti s prognózou vývoje firmy se jako stěžejní ukazují následující skutečnosti:

- Je nutno respektovat kauzalitu, neboť vše má nějakou příčinu, akce vyvolává reakci a vzniká a existuje složitý řetězec příčin a důsledků
- Ve skutečnosti nejde o lineární vztahy – je nutno odhadnout charakter reakce
- Respektujeme zpožděnost reakce v čase – něco se ve výkonnosti firmy projeví okamžitě, něco až s určitou časovou prodlevou, kterou je potřeba odhadnout
- Co je dobré z hlediska krátkodobého, nemusí být dobré z hlediska dlouhodobého
- Co je dobré z hlediska části, nemusí být dobré z hlediska celku
- Je nezbytné znát úzké místo výkonnosti firmy a to řešit, neboť determinuje celkovou výkonnost firmy

Budoucí situaci firmy, kterou chceme docílit, znázorníme pomocí kauzální mapy. Je totiž důležité zmapovat, jaké má firma dispozice pro budoucí finanční výkonnost. Sestrojíme tedy kauzální mapu znázorňující současnou situaci firmy, díky které odhalíme stěžejní problém a můžeme se soustředit na to, co by se mělo změnit (*Neumaierová*, 2002)

7.3.4 EVA jako nástroj pro hodnocení investičních projektů

V předchozí části práce bylo konstatováno, že řízení hodnoty znamená důslednou aplikaci kritéria čisté současné hodnoty ve firmě. Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít ke stanovení čisté současné hodnoty investičního projektu, která je rovna současné hodnotě budoucích EVA, které bude podnik produkovat během své životnosti. V podnicích, které ekonomickou přidanou

hodnotu využívají jako nástroj měření výkonnosti, nástroj pro řízení a motivování pracovníků a odměňování je bezesporu výhodné tento ukazatel použít i pro nástroj investičního rozhodování.

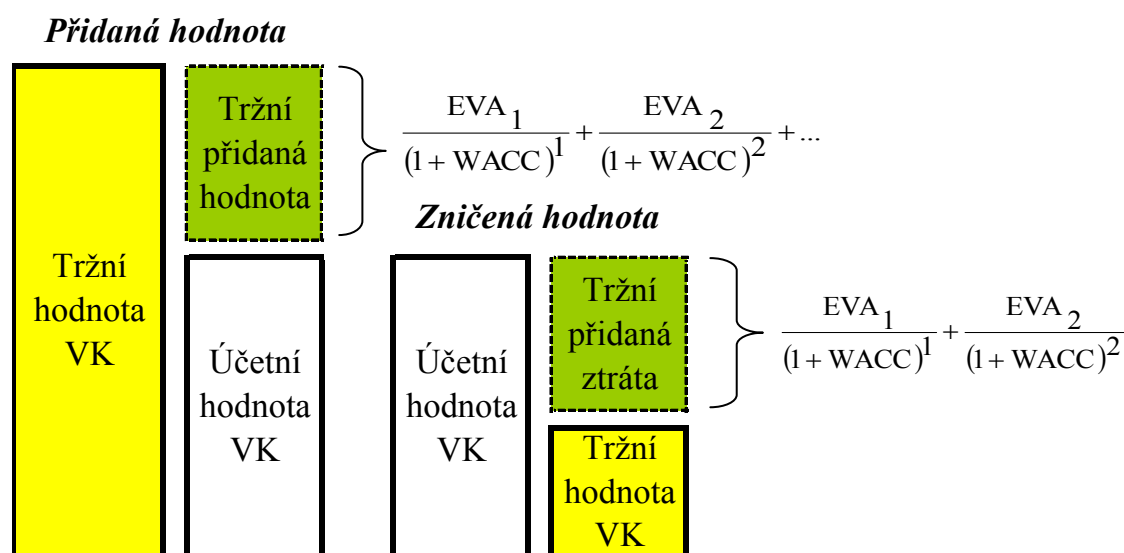
7.3.5 EVA (ekon. přidaná hodnota) a MVA (tržní přidaná hodnota)

S ekonomickou přidanou hodnotou úzce souvisí další veličina, a to tržní přidaná hodnota (MVA – Market Value Added). MVA představuje rozdíl tržní hodnoty podniku a velikosti celkového investovaného kapitálu a vyjadřuje bohatství vlastníků. MVA můžeme definovat následujícím vztahem:

$$\text{MVA} = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (7.10)$$

Kritérium vychází z konceptu, který vymezuje zvyšování hodnoty podniku pro vlastníka prostřednictvím zvyšování tržní hodnoty podniku. Jako hlavní přednost tohoto kritéria se jeví skutečnost, že hodnota je uznána trhem, tj. nehrozí na rozdíl od informací vykazovaných podnikem její nežádoucí ovlivnění managementem podniku ani chyba při odhadu budoucích toků v podniku.

Na výpočet tržní přidané hodnoty (MVA) se rovněž můžeme dívat z jiného úhlu pohledu a můžeme říct, že se jedná o současnou hodnotu budoucích EVA - viz obrázek 7.



Obrázek 7: Tržní přidaná hodnota (Mäkeläinen, 2002)

Z obrázku je zřejmé, že MVA je rovna současné hodnotě budoucích EVA. Pokud ze strategického finančního plánu podniku vyplývá, že současná hodnota

budoucích vytvořených EVA je kladná, pak to signalizuje růst MVA a tím samozřejmě i růst bohatství vlastníků.

7.3.6 EVA a vývoj tržní hodnoty akcií (výsledky empirických studií)

Ve světě jsou prezentovány výsledky empirických studií zabývajících se měřením závislosti mezi ukazatelem EVA a vývojem tržní hodnoty v porovnání s tradičními ukazateli výkonnosti.

Např. **O'Byrne** (1996) konstatuje, že EVA, na rozdíl od NOPATu nebo jiných měřítek ziskovosti jako čistého zisku, zisku na akcii, je systematicky spojena s tržní hodnotou a tvrdí, že by měla poskytovat lepší predikci tržní hodnoty než ostatní výkonnostní měřítka. Zjistil, že EVA vysvětluje 31 % změn v tržní hodnotě, zatímco čistý zisk z provozní činnosti pouze 17 %. Vezmou-li se v úvahu změny v EVA, ty pak vysvětlují dokonce 55 % změn v tržní hodnotě. Změny v NOPATu pak 33 % změn tržní hodnoty akcií.

Lehn a Makhija (1996) studovali EVA a MVA jako výkonnostní měřítka a signály pro strategickou změnu. Vycházeli z dat 241 amerických společností v letech 1987, 1988, 1992 a 1993. Bylo zjištěno, že obě měřítka vykazují pozitivní korelaci s tržní hodnotou akcií a že korelace je nepatrně vyšší než v případě klasických výkonnostních měřítek jako je rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) a rentabilita tržeb (ROS). Lehn a Makhija konstatují, že jejich výsledky doporučují EVA a MVA jako efektivní výkonnostní měřítka, která obsahují informace o kvalitě strategických rozhodnutí a poskytují signály o strategické změně.

Stewart (1991) studoval vztah EVA a tržní hodnotu 618 amerických firem a ve své v knize „The quest for value“ Stewart prezentuje své výsledky. Prohlašuje, že EVA a MVA odpovídají v realitě velice dobře vývoji tržních cen akcií (data byla z roku 1980). Stewart taktéž zjistil, že EVA a MVA korespondují lépe, když bereme v úvahu změny EVA a MVA a ne absolutní výše ukazatelů. Změny v EVA a MVA nejsou tak výrazně ovlivněny účetními informacemi a inflací jako absolutní hodnoty těchto ukazatelů.

Uyemura, Kantor a Pettit (1996) ze společnosti Stern Stewart & Co. prezentují výsledky závislosti u 100 bankovních společností. Kalkulují regresi 5 výkonnostních měřítek - zisk na akcii (EPS), čistý zisk (ČZ), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), rentabilitu aktiv (ROA) a EVA. Dle jejich výsledků korelace mezi uvedenými výkonnostními měřítky a tržní přidanou hodnotou je následující: EVA 40 %, ROA 13 %, ROE 10 %, ČZ 8 % a EPS 6 %. Ve studii byla použita data z let 1986 - 1995.

Milunovich a Tsuei (1996) přezkoumali korelaci mezi MVA a několika klasickými ukazateli v počítačovém průmyslu. Zjistili, že EVA vykazuje o něco vyšší korelaci s MVA nežli ostatní výkonnostní měřítka: EVA 42 %, růst EPS 34 %, ROE a EPS 29 %.

Naopak **Biddle, Bowen & Wallace** (1997) nacházejí malou podporu pro myšlenku, že EVA poskytuje lepší informace než zisky ve spojení s růstem tržní hodnoty akcií. Závěrem jejich studie je, že ačkoliv pro některé firmy může být EVA efektivním nástrojem pro rozhodování, vhodným výkonnostním měřítkem a nástrojem odměňování manažerů, nevykazuje tento ukazatel lepší výsledky než ukazatele ziskovosti ve spojení s vývojem tržních cen akcií. Naopak, v rozporu s výsledky Sterna a Stewarta, jejich studie dokazuje, že ukazatele ziskovosti poskytují lepší výsledky v souvislosti s vývojem tržních cen.

Dodd a Chen (1996) se zabývali výzkumem korelace mezi tržní cenou a různými výkonnostními měřítky včetně EVA, reziduálního zisku (residual income), ROA, EPS a ROE. ROA vykazala závislost 24,5 %, EVA 20,2 %, reziduální zisk 19,4 % a EPS a ROE přibližně 5-7 %. Autoři konstatují že společnosti mohou přijmout jednoduchý koncept reziduálního zisku, protože vykazuje téměř shodnou korelaci jako upravená verze konceptu EVA. Studie využila data 566 amerických společností v letech 1983-1992. **Chen & Dodd** (1997) vyvozují, že ukazatel EVA poskytuje relativně více informací než tradiční účetní měřítka v souvislosti s vývojem tržní hodnoty, ale EVA by neměla úplně nahradit klasická měřítka výkonnosti jako EPS, ROA nebo ROE.

Peterson (1996) také ukazuje, že korelace mezi výsledky podniků podle kritéria EVA a reakcí trhu (vývoj tržní ceny akcií) je obdobná jako při použití ROE.

Podobný výsledek jako Peterson (1996) potvrdila i studie **Knápková, Remeš** (2005) provedená v českých podmínkách. Studie byla provedena na 14 podnicích dle nejvyšší tržní kapitalizace na Burze cenných papírů Praha (BCPP). Nejdůležitější výsledky jsou uvedeny v tabulce 2. Ve studii byla kalkulována korelace mezi vybranými výkonnostními měřítky (tržní přidaná hodnota (MVA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita celkového kapitálu (ROA), rentabilita čistých aktiv (RONA), ekonomická přidaná hodnota na základě účetního modelu – vztah 7.5 (EVA1), ekonomická přidaná hodnota na základě ekonomického modelu – vztah 7.2 (EVA2), zisk na akcii (EPS) a ukazatele P/E (tržní cena akcie/zisk na akcii)) a tržní cenou akcií. Nejlepších výsledků dosáhl ukazatel tržní přidané hodnoty (MVA) – korelační koeficient dosáhl hodnoty 88 %. Využití tohoto výkonnostního měřítka je však v praxi velice omezené - je použitelné pouze u firem, s jejichž cennými papíry nebo

podíly se obchoduje na veřejných trzích. Výsledky ostatních ukazatelů jsou velice vyrovnané (korelační koeficient se pohybuje v rozmezí 44 % - 54 %).

Tabulka 2: Korelace vybraných ukazatelů s tržními cenami akcií

Ukazatel	MVA	ROE	ROA	RONA	EVA1	EVA2	EPS	P/E
Korelační koef.	0,881	0,461	0,492	0,494	0,484	0,473	0,543	0,444
Směr. odchylka	0,113	0,362	0,286	0,305	0,307	0,366	0,334	0,345
Variační koef.	0,128	0,786	0,581	0,618	0,634	0,772	0,616	0,776

Zdroj: Knápková, Remeš (2005)

Jak je to tedy s mírou schopnosti ukazatele EVA promítat jeho vývoj do tržní ceny vlastnických podílů?

Tržní hodnoty jsou odvozeny od očekávání budoucích hotovostních toků. Změny v tržních cenách akcií jsou založeny na budoucích hotovostních tocích a budoucích očekáváních vývoje EVA. To znamená, že běžný výsledek EVA nemůže vysvětlit běžnou cenu akcie příliš dobře. Změny v aktuální hodnotě EVA mohou implikovat pouze v určité míře změny v budoucích EVA. Změny v budoucím vývoji EVA je možné předvídat také ze změn jiných ukazatelů než EVA, proto také jiné ukazatele mohou mít podobnou vypovídací schopnost a vykazovat určitou míru závislosti mezi jejich vývojem a tržní cenou akcie. Silné stránky ukazatele EVA lze vidět jinde – a to na poli řízení výkonnosti podniku.

Ve studiích, které sledovaly závislost tržních cen na změnách EVA (ne absolutní výši EVA), byly dosahovány vyšší míry závislosti. Současně lze předpokládat, že korelace mezi ročními změnami EVA a tržní cenou bude slabší u podniků s vysokým předpokládaným růstem než u podniků s malým nebo nulovým růstem v budoucnu.

V případě, že naše investorské strategie budou založeny na vývoji EVA, je nutné si uvědomit, že:

- ✓ Pokud je podnik již vybaven aktivy potřebnými ke své činnosti, je zde minimální riziko, že zvýšení současné hodnoty EVA je na úkor budoucího vývoje. Současně nelze očekávat vyšší hodnotu podniku z titulu výnosů z budoucího růstu.
- ✓ Pokud má podnik stabilní vývoj finanční struktury, je u podniku malé riziko zvýšení nákladů na kapitál
- ✓ Hodnocení podniků pouze podle ročních změn EVA může být zavádějící u podniků s vysokým růstovým potenciálem v budoucnu. Můžeme se těmito problémům vyhnout, pokud budeme hodnotit podle současné hodnoty

budoucích EVA. Výhoda jednoduchosti a transparentnosti ukazatele EVA tak ovšem částečně zmizí.

- ✓ Pokud je podnik z odvětví, ve kterém nelze očekávat žádné nebo minimální výnosy díky konkurenčním výhodám, je nutné očekávat, že podnik nevytvoří ekonomický (mimořádný) zisk. Je nutno si uvědomit, že dosahování **kladné ekonomické přidané hodnoty** předpokládá, že podnik má **konkurenční výhodu**, která mu umožňuje dosahovat mimořádných zisků. To je však v případě, že trh je otevřený a není bráněno vstupu dalších konkurentů, pouze dočasná výhoda.

7.3.7 Srovnání ukazatele EVA s jinými ukazateli

Na příkladu konkrétního podniku z praxe si ukážeme možnosti využití EVA při měření výkonnosti podniku a porovnáme je s výsledky tradičních měřítek výkonnosti (podrobněji viz *Pavelková, Knápková, Drobny, 2004*).

Jedná se o středně velký plastikářský podnik ze zlínského regionu, který nabízí komplexní řešení pro technické výlisky, tzv. one stop shopping, to je návrh výrobku, konstrukce i výroba forem, vstřikování, potisk a následná montáž plastových výrobků. Zaměstnává zhruba 250 zaměstnanců.

Tabulka 3 nás informuje o výrazném nárůstu všech **absolutních hodnot zisku** a stále se zlepšující se situaci v podniku v letech 1999 až 2001. V roce 2002 se situace stabilizovala a zisk zůstal bez výraznějších změn v porovnání s rokem 2001.

Tabulka 3: Ukazatele absolutního zisku

Absolutní ukazatele zisku (tis. Kč)	1999	2000	2001	2002
Čistý zisk (EAT)	3 023	9 826	17 660	18 516
Zisk před zdaněním (EBT)	3 023	9 826	17 742	18 972
Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)	7 024	14 870	23 173	23 750
Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA)	29 201	35 885	43 365	43 123

Ukazatelé rentability v tabulce 4 nám podávají podobné informace jako absolutní ukazatele zisku, tzn. ukazují nám výrazné zlepšení ve všech ukazatelích rentability v letech 1999-2001 a stabilní situaci v roce 2002.

Tabulka 4: Ukazatele rentability

Ukazatelé rentability	1999	2000	2001	2002
Rentabilita tržeb (ROS)	1,31%	3,08%	3,79%	3,35%

Rentabilita aktiv (ROA)	3,23%	6,83%	9,96%	10,10%
Rentabilita invest. kapitálu (ROI)	-1,60%	8,76%	14,11%	11,80%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	2,52%	8,20%	13,06%	12,31%

Tabulka 5: Ekonomická přidaná hodnota

EVA	1999	2000	2001	2002
NOPAT (v tis. Kč)	-2 305	13 713	22 352	21 814
C (v tis. Kč)	144 346	156 470	158 372	184 823
WACC	13,76%	12,86%	13,50%	10,45%
EVA (v tis. Kč)	-22 161	-6 407	984	2 494

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty nám navíc odhaluje, že v roce 2001 bylo dosaženo kladné ekonomické přidané hodnoty pro vlastníky. Rozpor mezi ukazateli ROE a EVA je patrný v roce 2002. Zatímco rentabilita vlastního i úplatného kapitálu poklesla, ukazatel ekonomické přidané hodnoty vzrostl. Na následujícím ilustrativním příkladě si můžeme ukázat, jaké důsledky může uvedený rozpor mít na hospodaření podniku.

Firma Plastika, a.s. má vložený kapitál (C) ve výši 184 823 tis. Kč, NOPAT činil 21 814 tis. Kč a WACC 10,45 %. Potom platí:

$$\text{ROI} = (21\,814 / 184\,823) \times 100 = \mathbf{11,8\%}$$

$$\text{EVA} = 21\,814 - (0,1045 \times 184\,823) = \mathbf{2\,500 \text{ tis. Kč}}$$

Firma stojí před rozhodnutím, zda přijmout či nepřijmout investiční projekt. Projekt má předpokládanou výnosnost 10,8 % a vyžaduje vložit kapitál ve výši 34 756 tis. Kč. Jednotlivé ukazatele se změní následovně:

- zvýšení zisku: $34\,756 \times 0,108 = + 3\,754$, tzn. NOPAT = 25 567 tis. Kč
- investovaný kapitál se zvýší z 184 823 tis. Kč na 219 579 tis. Kč

V ukazatelích se změny projeví následovně:

$$\text{ROI} = 25\,567 / 219\,579 \times 100 = \mathbf{11,6\%}$$

$$\text{EVA} = 25\,567 - (0,1045 \times 219\,579) = \mathbf{2\,621 \text{ tis. Kč}}$$

Ukazatel ROI se snížil, tzn. podnik, jež se rozhoduje na základě maximalizace ROI, by projekt nepřijal. Toto rozhodnutí však není správné, protože tak podnik připraví o zvýšení absolutní hodnoty EVA, jejíž maximalizace je v dnešní době uznávaná většinou ekonomů jako vrcholový cíl podniku. Znovu je třeba si uvědomit, že je vhodné realizovat všechny projekty, kde rentabilita investovaného kapitálu je vyšší než náklad s projektem související, a to bez ohledu na skutečnost, že přijatý projekt sníží rentabilitu vloženého kapitálu.

Na dalším příkladě bude ilustrováno (podrobněji viz [91], [92], [26]), že klasické měření výkonnosti se může v praxi ukázat jako nedostatečné a to především díky skutečnosti, že nezohledňují související rizika.

Využití ukazatele EPS u firmy ENRON

▪ **Důsledky využití ukazatele EPS u ENRONu**

Většina z vás si jistě velice dobře pamatuje následující zprávy:

Americký energetický kolos Enron musel na konci loňského roku vyhlásit bankrot, protože nebyl schopen splácet své závazky dosahující výše až sto miliard dolarů.

Enron byl kdysi sedmou největší akciovou společností v USA. V úterý newyorská burza zastavila obchodování s akcemi a dalšími cennými papíry firmy. Kurs Enronu končil na 30 centech ve srovnání s rekordním kursem 90,56 USD ze srpna 2000.

▪ **Příčiny bankrotu**

Existuje jistě mnoho důvodů, ale jedním z rozhodujících je zaměření managementu podniku na dosažení co nejvyššího čistého zisku na akcii (EPS). Enron se netajil svou láskou k tomuto ukazateli a ve své výroční zprávě za rok 2000 srozumitelně odhaluje své zaměření.

Enron's performance in 2000 was a success by any measure ... The company's net income reached a record in 2000. Enron is laser-focused on earnings per share, and we expect to continue strong earnings performance.

▪ **Cesty ke zvýšení EPS**

Z konstrukce ukazatele (7.11) je jasné, že ukazatel EPS lze vylepšit zvýšením zisku nebo snížením počtu akcií (případně obojím). Enron se rozhodl pro taktiku zvýšení zisku při relativně stálém počtu akcií. Jak to zařídil? Velice jednoduše. Investoval vypůjčený kapitál do málo výnosných projektů. Stačilo mu, aby projekt zabezpečil výnosnost vyšší než náklady na cizí kapitál (které se v USA pohybovaly mezi 4-5%), zvýšil objem zisku (bez toho, aby vydával další akcie) a tím zvýšil i EPS. Manažery už dále nezajímalo, že výnosnost projektů není vyšší než náklady na vlastní kapitál (v USA na úrovni 10-12%) a takovéto investice tedy povedou ke snížení tržní hodnoty akcií a nakonec i k bankrotu.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Počet akcií}} \quad (7.11)$$

▪ **Dopady zvýšení EPS**

Zvýšení EPS sebou nese následující důsledky:

- potřebu dalšího kapitálu, která povede ke zvýšení zisku - *přeinvestování*
- potřebu dalšího cizího kapitálu, aby nemusely být vydávány nové akcie - *předlužení*
- potřebu zamaskovat enormní dluhy a hospodářské výsledky v účetnictví - *účetní podvody*

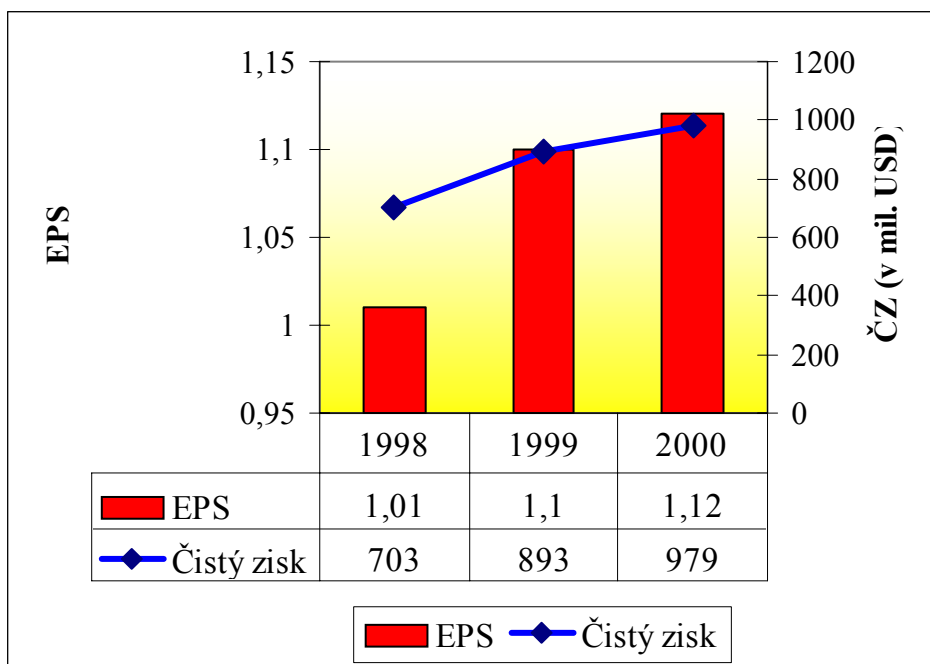
Z výše popsaného je zřejmé, že ukazatel EPS není vhodný pro posuzování výkonnosti podniku. Důvodem je především skutečnost, že nezohledňuje související rizika. Zaměříme se tedy na ukazatel, který tento nedostatek odstraňuje - **ekonomickou přidanou hodnotu**. Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme definovat vztahem 7.2.

Hlavní výhodu při hodnocení výkonnosti podniků lze spatřit ve skutečnosti, že v podobě EVA získáváme nástroj, který kombinuje dosahovanou produkční sílu firmy s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku a sbližuje tak účetní veličinu s pohledy kapitálového trhu a investorů, kteří na něm působí.

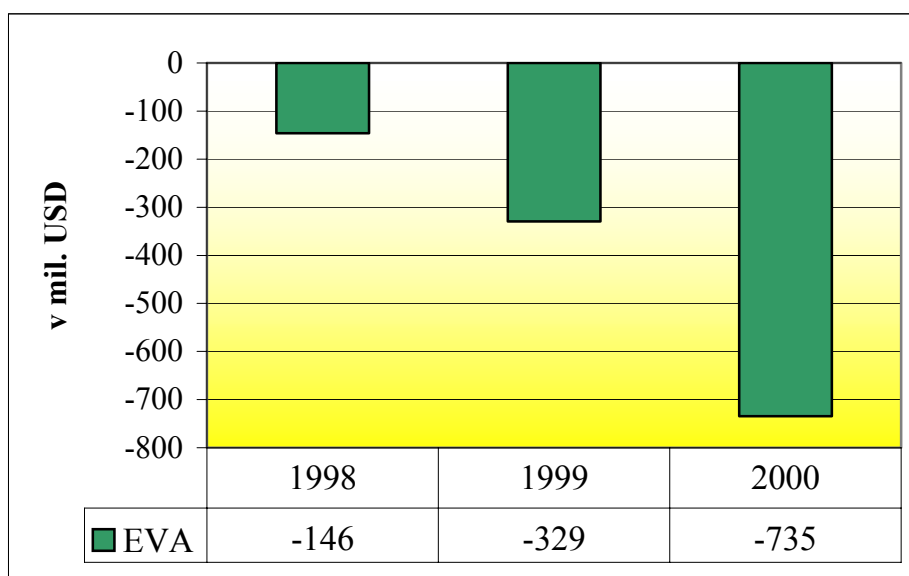
Použijme teď zpětně ukazatelů EPS a EVA k hodnocení výkonnosti ENRONU (obrázek 8 a 9). Na první pohled je zřejmé, že ukazatel EPS (stejně jako čistý zisk) dosahuje kladných hodnot a v čase roste. V roce 2000 dosahuje maximální hodnoty - 1,12 \$/akcii. Naopak ukazatel EVA dosahuje už v roce 1998 záporné hodnoty a v čase klesá, tzn., že již v roce 1998 nás tento ukazatel upozorňoval, že hospodaření Enronu není v pořádku a je třeba hledat cesty k jeho nápravě.

Závěr

Z případové studie vyplývá, že ukazatel EPS není vhodný pro měření finanční výkonnosti podniku. Podniky využívající tento ukazatel by jej měly nahradit ukazatelem, který bere v úvahu související riziko. Jako dobrá volba se jeví použití ukazatele ekonomické přidané hodnoty.



Obrázek 8: Vývoj EPS a ČZ v letech 1998-2000 (ENRON)



Obrázek 9: Vývoj EVA v letech 1998-2000 (ENRON)

7.3.8 Výhody a nevýhody EVA

K **výhodám** ukazatele EVA patří:

- ✓ Ukazatel může sloužit jako měřítko výkonnosti podniku
- ✓ EVA může být využita jako koncept řízení - propojení všech činností v podniku i lidí účastnících se těchto procesů a to jedním základním kritériem - zvýšit hodnotu vložených prostředků (např. u investičního rozhodování je jednoznačně formulován požadavek – přijmout pouze takové

rozhodnutí, které povede ke zvýšení EVA. Tady může selhat např. klasický ukazatel ROI). Pro tento účel jsou používány tzv. stromy hodnoty.

- ✓ EVA může být využita pro odměňování (zaměstnanci jsou zainteresováni na dosahování EVA pomocí bonusu – jsou tak stavěni do role „vlastníka podniku“)
- ✓ Propojuje strategické a operativní rozhodování
- ✓ Jednodušší koncept v porovnání s ostatními hodnotovými ukazateli

Nevýhodou ukazatele může být:

- ✓ Vyčíslení NOPAT a C vyžaduje úpravy účetních veličin
- ✓ U nákladů na kapitál nastává problém s vyčíslením zejména nákladů na vlastní kapitál – použití žádného z modelů pro jejich vyčíslení nedává jednoznačný výsledek
- ✓ Není upraven o inflaci
- ✓ Aplikace může vést k preferenci rozhodnutí vedoucích např. k omezení investičních aktivit a tím krátkodobého zvýšení hodnoty EVA

7.4 Faktory ovlivňující EVA

EVA není příliš prakticky využitelná pro nižší úrovně řízení, protože se jen těžko dá vyjádřit, jak se konkrétně tyto nižší složky podílejí na zlepšení EVA. K tomu, aby i nižší složky mohly být motivovány na růstu EVA, je třeba hledat tzv. EVA drivers (generátory hodnoty), které nám mohou pomoci zainteresovat manažery i na nižších úrovních řízení.

Možným přístupem je identifikace takových faktorů rozložením EVA a nalezením jednotlivých komponent, které budou výkonnost na nižších úrovních měřit jednodušeji. Například výrobní manažer může být odměňován na základě doby obratu zásob, nebo jiném měřítku, které odpovídá manažerově odpovědnosti a rovněž přímo ovlivňuje úroveň dosažené EVA. Jednoduše řečeno, jestliže ředitel výrobního úseku je odměňován na základě EVA, jeho podřízení pak budou odměňováni na základě veličin, které EVA ovlivňují, a které jsou rovněž oni schopni svým výkonem ovlivnit. Samozřejmě při výběru takových měřítek pro jednotlivé spolupracovníky je nutné najít taková měřítká, která jsou schopni ovlivnit, ale které rovněž jsou přímo napojeny na EVA.

7.4.1 Generátory hodnoty

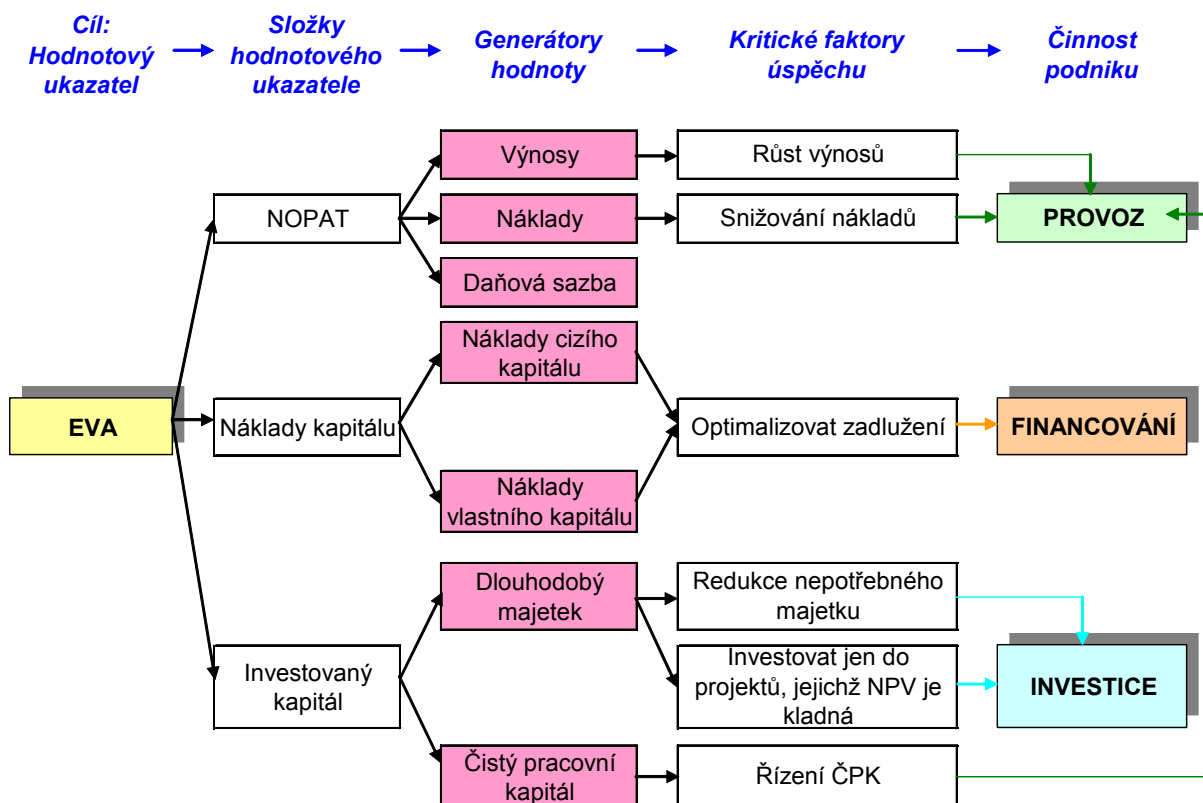
Nejprve je třeba objasnit, co rozumíme pod pojmem generátory hodnoty. Pojem generátor hodnoty se začal objevovat v odborné literatuře v USA v

souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty. Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.

Proč vlastně zavádíme pojem **generátor hodnoty** (value drivers)?

1. Hodnota podniku je závislá na jeho schopnosti vytvářet v současnosti i budoucnosti kladnou ekonomickou přidanou hodnotu. Protože jde o dlouhodobý cíl, je třeba se soustředit především na ty veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují. Soustředit se přitom neznámá, že si úkol pouze zjednodušíme, naopak výběr rozhodujících faktorů pro tvorbu hodnoty má umožnit jejich pokud možno důkladnou analýzu.
2. Pomocí této analýzy generátorů hodnoty získáme zasvěcenější pohled na minulost podniku, protože z této analýzy je patrné, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne, a jaké faktory mají na zjištěnou skutečnost vliv.
3. Prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit i základní kostru finančního plánu. Finanční plán by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty, které by umožnilo posoudit reálnost této projekce. (*Mařík*, 2003).

K určení faktorů ovlivňujících EVA jsou velice vhodné pyramidové soustavy. Vzhledem k tomu, že postihují souvislosti mezi ukazateli, je patrné postavení a stupeň analytičnosti ukazatelů a tím jejich důležitost. Přitom umožňují provedení libovolné detailní analýzy. Stěžejním momentem použití pyramidové soustavy ukazatelů je její správná konstrukce. Vhodně zkonstruovaná pyramidová soustava ukazatelů musí vycházet z nejnovějších teoretických poznatků, odrážet souvislosti jednotlivých aspektů firemní výkonnosti, postihovat všechny aspekty a poskytovat o nich stěžejní informace. Kromě kvality nástroje pro hodnocení výkonnosti je důležitá rovněž schopnost práce s tímto nástrojem, tzn. jde o způsob vyhodnocení souhrnu informací, jež nám pyramidová soustava ukazatelů poskytuje. Pomocí vhodně zkonstruované pyramidové soustavy ukazatelů je možné systematicky posoudit minulou, současnou i budoucí výkonnost firmy. Znalost vazeb, tj. příčinné souvislosti mezi ukazateli, zprostředkovává použití speciálních metod pro kvantifikaci míry vlivu ukazatelů v pozici příčinných faktorů na změnu vrcholového ukazatele v čase, resp. pro vysvětlení rozdílu hodnoty vrcholového ukazatele oproti benchmarku. Kauzální provázanost ukazatelů pomáhá i při prognózování vývoje do budoucnosti, protože umožňuje analýzu typu „co je nutné, aby ...“ a při posuzování reálnosti prognóz prostřednictvím analýzy citlivosti, typu „co se stane, když ...“. Příklad pyramidového rozkladu je znázorněn na obrázku 10.

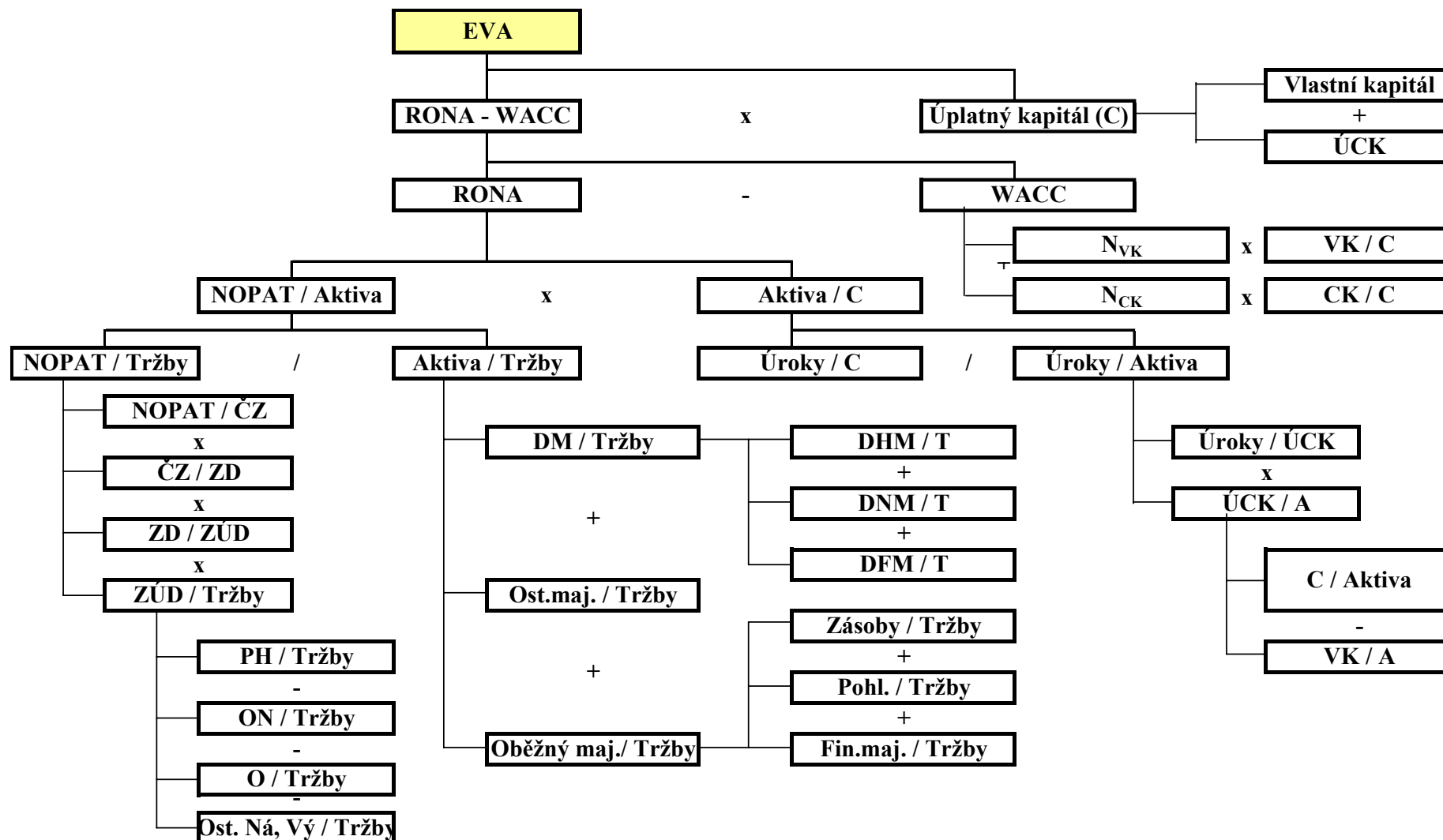


Obrázek 10: Pyramidový rozklad EVA (vzorec "Capital Charge")

Pro analýzu faktorů ovlivňujících výkonnost firmy je pro nás stěžejní tvar (7.2). Výkonnost firmy je závislá na:

1. **RONA** (výnosnost úplatného kapitálu firmy) - tzn. na tom, jak je firma schopna zhodnotit úplatný kapitál
2. **WACC** (výše vážených průměrných nákladů na kapitál) - tzn. jaká je velikost rizika
3. **C** (výše úplatného kapitálu) - tzn. kolik vlastníci do firmy investovali + úplatný cizí kapitál

Elementární faktory působící na EVA jsou dány funkčním vztahem $EVA = f(RONA, WACC, C)$. Zaměřme se tedy na jednotlivé proměnné tohoto funkčního vztahu, ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu, a pokusme se zjistit, jak ji ovlivňují. Pro snazší orientaci je vhodné využít obrázek 11.



Obrázek 11: Pyramidový rozklad EVA (použití vzorce hodnotové rozpětí ("Value Spread"))

7.4.2 RONA (výnosnost úplatného kapitálu)

Výnosnost úplatného kapitálu je ovlivněna rentabilitou tržeb (NOPAT / Tržby), obratovostí aktiv (Tržby / Aktiva), působením velikosti úplatných cizích zdrojů (Aktiva / Úplatný kapitál).

$$\text{RONA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Úplatný kapitál}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Tržby}} \times \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \times \frac{\text{Aktiva}}{\text{Úplatný kapitál}} \quad (7.12)$$

Ze vzorce (7.12) jsou patrné základní faktory ovlivňující RONA a jejich vliv:

Tabulka 6: Faktory ovlivňující RONA

Ukazatel	Charakteristika ukazatele	Působení na RONA	Aby RONA rostla, musí ukazatel
$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Tržby}}$	Rentabilita tržeb neboli tzv. zisková marže (podíl zisku z operativní činnosti na tržbách)	Zvýšení ziskové marže působí pozitivně na RONA	
$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$	Obratovost aktiv	Růst obratovosti aktiv pozitivně ovlivňuje RONA	
$\frac{\text{Aktiva}}{\text{Úplatný kapitál}}$	Podíl úplatných zdrojů na aktivech (obrácená hodnota)	Snížení úplatných zdrojů má pozitivní vliv na RONA	

Ukazatel **ziskové marže** vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, respektive kolik dokáže podnik vyprodukovat zisku na 1 Kč tržeb. Obecně lze konstatovat, že čím vyšší je ziskovost tržeb, tím lépe. Je-li zisková marže nízká nebo jestliže několik let klesá, měl by se analytik zaměřit na analýzu jednotlivých nákladů, neboť zisková marže je také měřítkem schopnosti podniku ovlivňovat úroveň nákladů.

Obratovost aktiv vyjadřuje schopnost manažerů využít celkový majetek podniku. Velikost tržeb vztahená k velikosti aktiv použitých k vyprodukování tržeb nám dává informaci o obratu aktiv, respektive počtu obrátek za dané období. Zisková marže a obrat aktiv jsou základními pákami výkonnosti firmy a vyhodnocování jejich hodnot vyžaduje další, podrobnější úroveň analýzy, která by blíže vysvětlila změny v jejich působení.

Z hlediska maximalizace RONA je pro podnik výhodné minimalizovat velikost **úplatného kapitálu**, tzn. vyšší poměr financování prostřednictvím

cizího neúročeného cizího kapitálu. Z hlediska řízení hodnoty nestačí toto konstatování, je důležité zvažovat i strukturu úplatného kapitálu. V případě, že výnosnost úplatného kapitálu převyšuje úrokovou míru, zvýšené zadlužení pozitivně ovlivňuje RONA. Platí-li naopak nerovnost opačná, tzn. úroková míra převyšuje výnosnost úplatného kapitálu, působí rostoucí podíl úplatných cizích zdrojů na RONA negativně. Důležité je však uvědomit si, že vysoká hodnota neúročeného cizího kapitálu vytváří tlak na likviditu podniku.

7.4.3 WACC (vážené průměrné náklady kapitálu)

WACC určíme jako vážený průměr nákladů cizího úplatného kapitálu (N_{CK}) a nákladů vlastního kapitálu (N_{VK}) a ze vztahu 7.9.

Náklady na cizí kapitál (N_{CK})

Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrozličnějších forem cizího kapitálu. Informace čerpáme převážně z pasivní části rozvahy, jedná se o položky (běžné bankovní úvěry, dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy (obligace), finanční výpomoci, jiné druhy úvěrů).

Je třeba připomenout, že do cizího kapitálu se nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích (jsou částí platných cen). Dále se do cizího kapitálu nezahrnují rezervy. Jelikož rezervy představují položky, které zatěžují náklady a věcně nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti, jeví se věcně správnější je zařadit do vlastního kapitálu.

Naopak, aby byl výčet cizích zdrojů úplný, je nezbytné výše uvedené rozvahové položky cizího kapitálu dále rozšířit o mimorozvahové položky. Nemusí se jednat o rozsáhlé položky, nicméně je důležité o ně doplnit informace z rozvahy, protože by mohlo dojít ke zkreslené vypovídací schopnosti výpočtu. Jedná se především o komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky.

Náklady na úvěry lze většinou zjistit relativně snadno v případě, že známe uzavřené úvěrové smlouvy, za kterých byly sjednány pevné úrokové sazby. V případě, že se jedná o úrok vázaný na vyhlášovanou sazbu PRIBOR či LIBOR s pevnou % přírůžkou, je důležité znát ratingové hodnocení podniku a dále prognózu základních makroekonomických veličin.

Náklady na dluhopisy (obligace) se rovnají takové úrokové sazbě, při které současná hodnota úrokových výnosů dluhopisu a současná hodnota nominální ceny dluhopisu se rovná čistému výtěžku emise dluhopisu pro podnik:

$$C - E = \sum_{t=1}^n \frac{ú_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (7.13)$$

kde: C = tržní cena dluhopisu
 E = emisní náklady na dluhopis
 $ú_t$ = úrok z dluhopisu v jednotlivých letech
 N = nominální cena dluhopisu
 t = jednotlivá léta doby splatnosti dluhopisu
 n = doba splatnosti dluhopisu
 i = požadovaná výnosnost do doby splatnosti v %/100 = náklady dluhu před zdaněním

V případě, že aktuální úrokové míry na kapitálovém trhu jsou odlišné od nominální úrokové míry dohodnuté při poskytování příslušné formy cizího kapitálu, měl by být použit **alternativní postup založený na tržních datech**. Náklad na kapitál v takovém případě můžeme určit pomocí rizikové třídy (ratingu) úvěru či dluhopisu. Praktické využití závisí na možnosti stanovit alespoň orientačně rating obligací či úvěrů poskytnutých konkrétnímu podniku. **Damodaran** [93] doporučuje využít zjednodušený přístup, kdy se rating omezí na výpočet jediného ukazatele – úrokového krytí (EBIT / nákladové úroky). Dále rozděluje podniky na menší a riskantnější, velké výrobní podniky a finanční podniky. V následující tabulce 7 jsou uvedena rozpětí ukazatele úrokového krytí pro výrobní podniky a menší a riskantnější podniky.

Tabulka 7: Rating společností

Úrokové krytí		Rating	Doporučená přírážka k aktuální výkonnosti st.dluhopisů
pro velké výrobní firmy	pro menší a rizikovější firmy		
Méně než 0,19	méně než 0,50	D	20,00%
0,2-0,65	0,50-0,80	C	12,00%
0,65-0,80	0,80-1,25	CC	10,00%
0,80-1,25	1,25-1,50	CCC	8,00%
1,25-1,50	1,50-2,00	B-	6,00%
1,50-1,75	2,00-2,50	B	4,00%
1,75-2,00	2,50-3,00	B+	3,25%

2,00-2,25	3,00-3,50	BB	2,50%
2,25-2,50	3,50-4,00	BB+	2,00%
2,50-3,00	4,00-4,50	BBB	1,50%
3,00-4,25	4,50-6,00	A-	1,00%
4,25-5,50	6,00-7,50	A	0,85%
5,50-6,50	7,50-9,50	A+	0,70%
6,50-8,50	9,50-12,50	AA	0,50%
více než 8,50	Více než 12,50	AAA	0,35%

Zdroj: www.damodaran.com, údaje z r. 2004

Způsob použití tabulky je velice jednoduchý:

- Odhadneme rating úvěrů. K tomu použijeme úrokové krytí + můžeme dle našeho uvážení využít další kritéria, které mají na rating vliv.
- Zjistíme aktuální výnosnost státních dluhopisů k datu ocenění
- Aktuální výnos zvýšíme o přírážku odpovídající konečné úrovni ratingu, a odhadneme tak tržní výkonnost úvěrů přijatých podnikem

Alternativně můžeme použít aktuální výnosnost dluhopisů obchodovatelných na trhu se stejným ratingem.

Závěr

Úrokové míry placené z bankovních úvěrů nemusí být vždy dostatečně přesným vyjádřením nákladů kapitálu. Můžeme je použít za předpokladu:

- *Jedná o velmi solventní firmu*
- *Úvěr byl přijat nedávno a odráží současné podmínky*
- *Podmínky úvěru se výrazně neliší od obvyklých podmínek pro podobné úvěry na trhu*

I při splnění těchto podmínek je vhodné odhadnout náklady na cizí kapitál uvedeným alternativním způsobem.

Dále je třeba upozornit, že do nákladů na cizí kapitál se promítají daně. **Úrok z úvěru** je součástí nákladů, snižuje tedy zisk pro účely zdanění a je třeba tuto skutečnost zohlednit při výpočtu nákladů na kapitál.

$$N_{CK} = i \times (1 - d) \quad (7.14)$$

kde N_{CK} = náklady cizího kapitálu

i = úroková sazba z cizího kapitálu

d = daňová sazba

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Určit tyto náklady však v praxi patří ke složitějším úkolům finančního řízení. Přístupů k řešení uvedeného problému je celá řada:

- model CAPM (Capital Asset Pricing Model)
- model APT (Arbitrage Pricing Theory)
- stavebnicová metoda (Build-up Method)
- dividendový model (Gordonův růstový model)
- průměrná rentabilita
- odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

▪ ***Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)***

Tento model je využíván především na vyspělých kapitálových trzích. Výchozím bodem pro tento model je rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na riziko systematické a riziko nesystematické.

Riziko systematické zahrnuje sociální, politické, vnitřní a vnější ekonomické riziko. Mimo to systematické riziko je výrazem charakteristiky odvětví, ve kterém daný podnik působí. Systematické riziko proto nelze v rámci jedné ekonomiky eliminovat.

Riziko nesystematické (jedinečné, specifické) se váže ke konkrétnímu podniku a můžeme jej vhodným portfoliem diverzifikovat.

Ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je významné pouze systematické tržní riziko. Náklady na vlastní kapitál lze vypočítat dle následujícího vztahu:

$$N_{VK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f) \quad (7.15)$$

N_{VK} = náklady vlastního kapitálu v %

r_f = úroková míra u bezrizikových vkladů

β = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_M = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$r_M - r_f$ = riziková premie kapitálového trhu

Je zjevné, že pokud chceme tento model použít, musíme být schopni určit

a) bezrizikovou úrokovou míru, b) výši β a c) rizikovou premii.

a) Bezriziková úroková míra

I když obecně žádná bezriziková aktiva neexistují, za velmi málo rizikové se považují státní pokladniční poukázky nebo státní dluhopisy (za bezrizikovou úrokovou míru se doporučuje vzít úroková míra desetiletých státních dluhopisů). Z konstrukce výnosu státních dluhopisů je patrné, že i bezrizikový výnos v sobě obsahuje složku zahrnující inflaci a přírážku za sníženou likviditu. Další možností je použití úrokové sazby používané na mezibankovním trhu označovanou jako PRIBOR (Prague Interbank Bid Rate).

Tabulka 8: Vývoj bezrizik. úrok. míry, PRIBOR 3M, PRIBOR 1 rok v ČR

Rok	Bezriziková úroková míra	PRIBOR 3M	PRIBOR 1rok
1998	10,5	14,33	14,14
1999	7,6	6,84	6,96
2000	6,5	5,36	5,76
2001	6,3	5,18	5,30
2002	5,1	3,55	3,62
2003	4,1	2,28	2,32
2004	4,8	2,56	2,81

(Zdroj: www.mpo.cz, www.cnb.cz)

b) Koeficient beta

Koeficient beta udává citlivost investice vůči trhu. Koeficient beta měří tržní (systematické) riziko tím, že říká, k jaké % změně kurzu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1% (citlivost CP na tržní pohyby). Čím je větší, tím je riziko investování do příslušné akcie vyšší.

Zdrojem pro vlastní výpočet jsou jednak historické ceny akcií, jednak historická hodnota globálního indexu, v ČR např. PX 50. Na tyto hodnoty je pak aplikována metoda nejmenších čtverců.

V případě, že nejsme schopni určit hodnotu β koeficientu, můžeme použít metodu CAPM s náhradními odhady β . K odhadu β koeficientu lze využít:

- Metodu analogie – tj. použít β podobných podniků, které jsou obchodovány nebo využít β za určité odvětví (viz tabulka 9). Dále je potřebné zohlednit vliv kapitálové struktury na β . Vliv zadlužení na β podniku lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (7.16)$$

kde: β_Z = β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

d = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

β_N by mělo být závislé na odvětví a provozní páce.

Tabulka 9: β koeficienty

Odvětví	Počet firem	Průměrná beta
Bankovníctví	504	0,62
Biotechnologie	84	1,20
Chemie	16	0,88
E-Komerce	41	2,89
Internet	289	2,72
Investiční společnosti	22	0,66
Kosmetika	21	0,74
Nápoje (nealko)	17	0,59
Obuv	24	0,82
Polovodiče	113	2,59
Potravinářský průmysl	104	0,64
Reklama	34	1,19
Restaurace	85	0,74
Stavební materiály	48	0,80
Trh celkem	6958	0,91

Zdroj: www.damodaran.com, upraveno

- Nezávislou prognózu β - pomocí použití fundamentálních faktorů nebo na základě analýzy provozního a finančního rizika, podrobněji viz např. **Mařík** (2003).

c) Riziková prémie

Dle autorů modelu CAPM by měla být prémie stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem r_m a bezrizikovou mírou výnosu r_f . Výnosnost trhu jako celku se měří globálním akciovým indexem. V podmínkách ČR lze například uvést globální index PX 50. Globální indexy udávají, jaká byla průměrná výnosnost celého akciového trhu. Rozdíl mezi výnosností trhu CP a

bezrizikovým výnosem udává prémii, kterou investor získá v případě, že se rozhodne pro investici do nákupu dané akcie. Odhad rizikových premií pro jednotlivé země je uveden v tabulce 10.

Tabulka 10: Rizikové přírážky

Země	Dlouhodobý rating	Celková riziková premie	Riziková premie země
Argentina	B3	17,57%	12,75%
Belgie	Aa1	5,95%	1,13%
Brazílie	B2	16,07%	11,25%
Bulharsko	Ba2	10,82%	6,00%
Česká republika	A1	6,32%	1,50%
Dánsko	Aaa	4,82%	0,00%
Dominikánská rep.	B2	16,07%	11,25%
Francie	Aaa	4,82%	0,00%
Indie	Baa3	7,82%	3,00%
Japonsko	A2	6,70%	1,88%
Mexiko	Baa1	7,07%	2,25%
Německo	Aaa	4,82%	0,00%
Polsko	A2	6,70%	1,88%
Portugalsko	Aa2	6,10%	1,28%
Rakousko	Aaa	4,82%	0,00%
Řecko	A1	6,32%	1,50%
Slovensko	A3	6,85%	2,03%
USA	Aaa	4,82%	0,00%
Velká Británie	Aaa	4,82%	0,00%

Zdroj: www.damodaran.com, upraveno

▪ **Model artibrážního oceňování (APT - Arbitrage Pricing Theory)**

APT je rovněž založen na principu, že očekávaný výnos akcionářů závisí na riziku, které pramení z obecných ekonomických vlivů, nikoliv z jedinečného (specifického) rizika. Od metody CAPM se liší tím, že premie za riziko není závislá jen na jednom faktoru (β), ale je závislá na několika makroekonomických faktorech (např. úroveň ekonomické aktivity v odvětví, míra inflace, rozpětí mezi krátko- a dlouhodobým rizikem). Nevýhodou této metody je, že vyžaduje rozsáhlou informační základnu a v porovnání s CAPM je pracnější.

▪ ***Stavebnicový model***

Model výpočtu nákladů vlastního kapitálu je založen na přiřítání přírážek k bezrizikovému výnosu. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR využívá metodiku stavebnicového modelu INFA, zpracovanou Inkou a Ivanem Neumaierovými (www.mpo.cz) – viz příloha A. Princip této metody je založený na připočtení rizikové přírážky (složené z rizikové přírážky za podnikatelské, finanční riziko, za sníženou likviditu, příp. další rizika) k bezrizikové úrokové sazbě.

Kromě výše popsané stavebnicové metody, kterou využívá ve svých propočtech i MPO ČR, existuje samozřejmě celá řada jiných „stavebnicových přístupů“. Zmiňme alespoň komplexní stavebnicovou metodu, která je pokusem o co možná nejúplnější podchycení všech dílčích rizik, která by bylo žádoucí do diskontní míry promítnout. Podrobnější výklad podává např. **Mařík** (2003).

▪ ***Dividendový model***

Použití dividendového modelu pro určení nákladů vlastního kapitálu je u mnoha podniků vzhledem k tomu, že dividendu nevyplácí (nebo nemá stabilní dividendovou politiku) (**Pavelková**, 2002), problematické.

▪ ***Průměrná rentabilita odvětví***

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Jeho výhodou je, že data o rentabilitě bývají dostupnější než data jiná. Údaje o rentabilitě v průmyslových odvětvích ČR lze získat na www.mpo.cz. Nevýhodou je regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv, navíc by byla vhodnější rentabilita počítána z tržní hodnoty kapitálu.

▪ ***Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu***

Při tomto modelu využíváme poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na cizí kapitál. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje tedy vyšší výnos. Potom můžeme postupovat jednoduše:

- Zjistíme reálnou úroveň nákladů na cizí kapitál
- K nákladům na cizí kapitál přirazíme několik procentních bodů a tím získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál (**Mařík**, 2003 doporučuje přirazit několik procentních bodů (2-3))

7.4.4 C (úplatný kapitál)

Úplatný kapitál reprezentuje velikost investovaného kapitálu. Tvoří jej jednak vlastní kapitál (ten považujeme vždy za zpoplatněný), jednak úročený cizí kapitál. Rezervy mají podle své povahy buď charakter vlastního kapitálu nebo skutečných závazků, v tomto případě neúročených (*Mařík*, 2003).

Důležitá je i struktura použitého kapitálu a to z důvodu dopadu její struktury na změnu ziskovosti a WACC, a tedy i změnu EVA. Se strukturou použitého kapitálu souvisí i likvidita podniku. Záleží, jakou strategii financování firma zvolí. V případě agresivního způsobu financování podnik dává přednost výnosům před finanční stabilitou. To může zvyšovat úroveň zisku (NOPAT), snižovat výši kapitálu financujícího čistá operativní aktiva – v případě zvýšeného využití krátkodobých neúročených závazků, ale na druhé straně zvyšovat náklady na kapitál, protože podnik bude rizikovější a poskytovatelé kapitálu budou požadovat vyšší výnosnost. V případě konzervativního způsobu financování dává podnik přednost finanční stabilitě před výnosem. Využívá drahý dlouhodobý kapitál i k financování rychle se “točícího” krátkodobého majetku. Je sníženo riziko (nižší náklady na kapitál), ale díky vyšším placeným úrokům v případě použití cizího kapitálu je snižován zisk, což se projeví v nižší rentabilitě vloženého kapitálu. Zvyšuje se velikost kapitálu financujícího čistá operativní aktiva.

Vliv měnící se likvidity na ekonomickou přidanou hodnotu není proto jednoznačný. Problém je dále umocněn použitím různých způsobů pro výpočet nákladů na kapitál. Riziko plynoucí z použití různých způsobů financování a jejich dopadu na likviditu se v jednotlivých metodách výpočtu promítá jinak, jak bude ukázáno v následujícím příkladě (podrobněji viz *Pavelková, Knápková*, 2004).

Podívejme se na vývoj likvidity a vývoj ekonomické přidané hodnoty ve vybraném podniku. Společnost XY, a.s. můžeme zařadit podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností do OKEČ 25.1 (Výroba pryžových výrobků). Podnik XY, a.s. patří mezi významné výrobce pryžových výrobků ve střední Evropě a to i díky širokému sortimentu výrobků, trvale vysoké kvalitě a certifikátům ISO 9001, 2000 a ISO TS 16949.

Ukazatele likvidity (viz tabulka 11) dosahují u firmy XY, a.s. velmi nízkých hodnot, pozitivně však musíme hodnotit podstatné zlepšení u všech ukazatelů likvidity v roce 2003, kdy se dosažené hodnoty přibližují doporučeným hodnotám Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (MPO ČR).

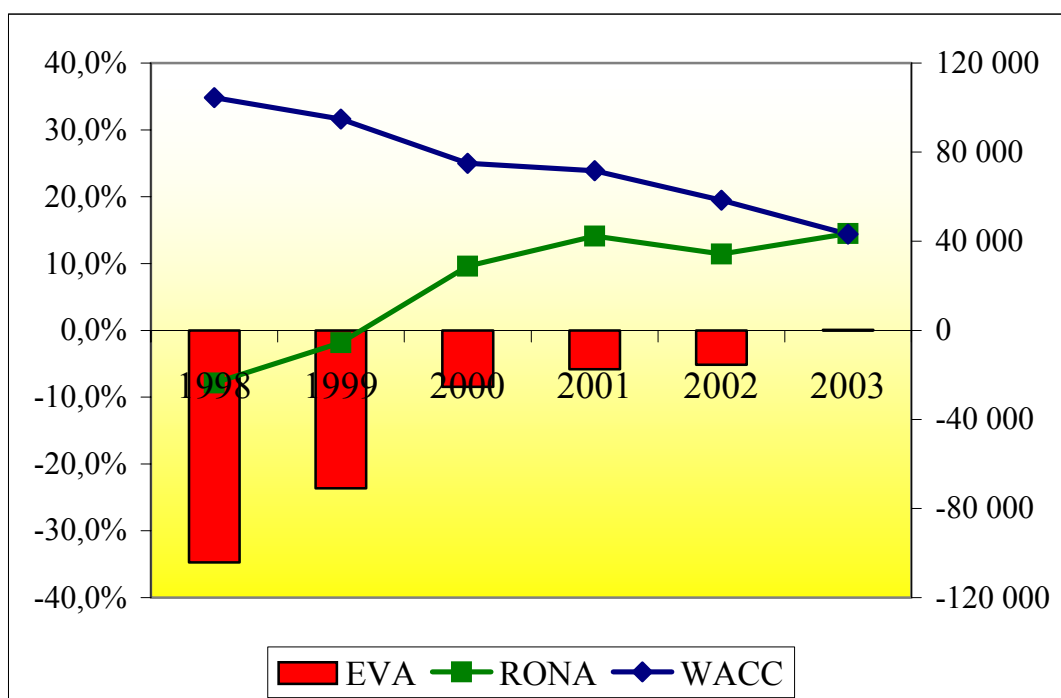
Tabulka 11: Vývoj ukazatelů likvidity – XY, a.s.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Běžná likvidita	0,85	0,71	0,73	0,85	0,95	1,17
Pohot. likvidita	0,57	0,44	0,43	0,48	0,61	0,78
Hotov. likvidita	0,12	0,05	0,06	0,06	0,12	0,21
ČPK/OA	-17,3%	-39,9%	-36,9%	-18,2%	-4,8%	14,4%
ČPK/A	-6,9%	-13,9%	-15,5%	-7,8%	-2,1%	7,1%

Tabulka 12: Výpočet ukazatele EVA - XY, a.s.(stavebnicový model MPO)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
NOPAT (tis. Kč)	-19 284	-3 942	15 816	25 206	21 792	32 408
NOA (tis. Kč)	244 057	211 915	164 755	178 350	190 677	223 489
r_f	10,5%	7,6%	6,5%	6,3%	5,1%	4,0%
$r_{\text{entrepreneurial}}$	10,0%	9,4%	4,0%	3,1%	0,0%	0,0%
r_{size}	4,3%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%
r_{FinStab}	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	6,0%
WACC	34,8%	31,6%	25,0%	23,9%	19,5%	14,4%
EVA (v tis. Kč)	-104 212	-70 992	-25 372	-17 478	-15 445	223

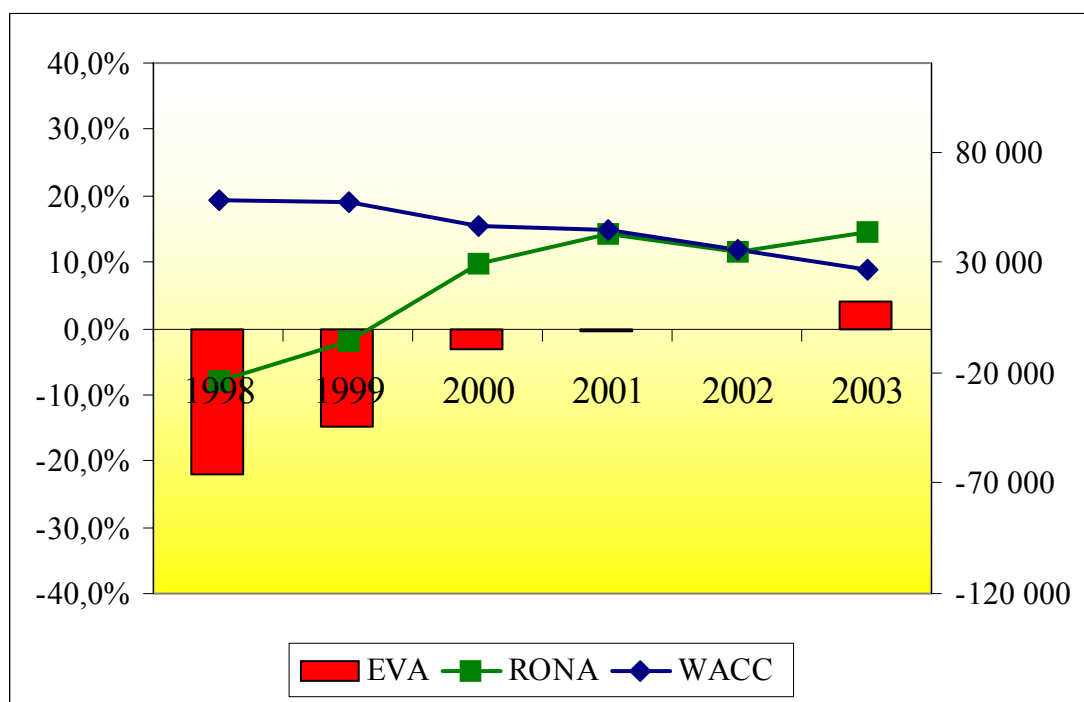
K výpočtu nákladů na kapitál byla využita stavebnicová metoda, která je využívána Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Podrobná metodika výpočtu je přístupná na www.mpo.cz. Na základě dosažené záporné hodnoty ukazatele EVA v letech 1998-2002 (viz tabulka 12 a obrázek 12) lze jednoznačně konstatovat, že firma svojí činností snižovala hodnotu vložených prostředků vlastníků. V roce 2003 pak došlo ke zvýšení RONA a zároveň k poklesu WACC, což mělo za následek kladnou ekonomickou přidanou hodnotu v tomto roce. Výrazný podíl na této pozitivní změně měla i zlepšená likvidita, která se projevila v nižších nákladech na kapitál.



Obrázek 12: Vývoj EVA, RONA a WACC (stavebnicová metoda)

Tabulka 13: Výpočet ukazatele EVA - XY, a.s. (CAPM)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
NOPAT	-19 284	-3 942	15 816	25 206	21 792	32 408
NOA	244 057	211 915	164 755	178 350	190 677	223 489
r_f	10,5%	7,6%	6,5%	6,3%	5,1%	4,0%
β – nezadlužená	0,98	0,83	0,61	0,61	0,68	0,66
β – zadlužená	1,47	1,07	0,84	0,80	0,90	0,84
Riziková prémie ($r_m - r_f$)	7%	7%	7%	7%	6,5%	6,3%
r_e	20,8%	15,1%	12,4%	11,9%	11%	9,3%
r_d	17,3%	28,4%	20,9%	21,6%	13,6%	8,1%
WACC	19,3%	19,0%	15,3%	15%	11,8%	9%
EVA (tis. Kč)	-66 384	-44 290	-9 391	-1 605	-763	12 292



Obrázek 13: Vývoj EVA, RONA a WACC (CAPM)

Stejně jako v předchozím případě je dosažená EVA záporná s výjimkou roku 2003, kdy dosáhla kladné hodnoty. Na první pohled je však zřejmé, že kalkulace nákladů na kapitál s využitím CAPM nám dává výrazně odlišné výsledky (tabulka 13 a obrázek 13). Vypočtené náklady na kapitál pomocí tohoto modelu jsou výrazně nižší než v případě využití stavebnicové metody. Důsledkem nižších WACC je dosažená ekonomická přidaná hodnota vyšší. Podstatnou roli zde sehrává skutečnost, že zde není patrný přímý vliv likvidity jako v případě stavebnicové metody.

7.4.5 Vliv kapitálové struktury na EVA

Kapitálová struktura podniku je definována mnoha způsoby. Někdy se však můžeme setkat i s méně přesným vymezením kapitálové struktury. **Brealey a Myers** (1991) ji označují jako směsici různých cenných papírů firmy, čímž opomíjejí důležitý fakt, že součástí kapitálové struktury mohou být vedle emitovaných cenných papírů i nerozdělený zisk, úvěry, apod. **Synek** (1996) zase nezdůrazňuje rozdíl mezi kapitálovou a finanční strukturou. Uvádí, že: „kapitálovou (finanční) strukturou podniku rozumíme strukturu zdrojů (původ, pramen), z nichž majetek podniku vznikl“. Naproti tomu **Valach** (1997) důsledně rozlišuje mezi finanční a kapitálovou strukturou. Definuje ji jako „strukturu dlouhodobého kapitálu podniku k určitému okamžiku“. Podobně chápou kapitálovou strukturu i **Levy a Sarnat** (1999): „Kapitálová struktura se vztahuje k poměru dluhu (dluhopisy a bankovní úvěry) a vlastního kapitálu

(základní kapitál a nerozdělený zisk), kterým firma financuje své investice“. **Jindřichovská a Blaha** (2001) pak kapitálovou strukturu vnímají jako „mix dlouhodobých fondů používaných ve firmě“. Členit kapitál a určovat jeho strukturu je však třeba s ohledem na okruh řešených problémů ještě minimálně z jednoho hlediska, a to zda se jedná o kapitál nabytý úplatně či bezúplatně bez ohledu na jeho původ či časový charakter. Např. **Neumaierová** (1998) používá ve svých úvahách o působení finanční páky pojem úplatný kapitál (tj. vlastní kapitál + bankovní úvěry + obligace). Je třeba zdůraznit, že terminologický nesoulad v chápání kapitálové struktury může být zdrojem nepochopení celé problematiky.

Existuje řada vědeckých teorií týkajících se optimalizace kapitálové struktury. Klasická teorie kapitálové struktury považuje za optimální stupeň zadlužení takový bod, ve kterém jsou náklady kapitálu minimální (**Brealey a Myers**, 1991, **Valach**, 1997). Do teoretických diskusí zasáhla teorie M-M (**Modigliani, Miller**, 1958), u které autoři učinili závěr, že celkové náklady podnikového kapitálu a tržní hodnota podniku jsou nezávislé na kapitálové struktuře. Finanční praxe však toto tvrzení neakceptovala. To proto, že v úvahu nejsou brány dva podstatné faktory: Vliv daní ze zisku a vliv nákladů finanční tísně. M-M sami později uznali, že daně mají vliv na kapitálovou strukturu (**Modigliani, Miller**, 1963), což je způsobeno tím, že úroky z dluhů nepůsobí na podnik ve své plné výši, ale snižené o vliv daní. Průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu klesají se stupněm zadlužení a tedy tržní hodnota firmy roste. Podle tohoto přístupu by pro podnik bylo nejvhodnější co nejvyšší zadlužení, protože při něm průměrné náklady kapitálu jsou nejmenší a tržní hodnota firmy maximální.

Model kapitálové struktury M-M (1963) ukázal, že hodnota podniku roste s růstem poměru dluhu/VK díky efektu daňového štítu. Rozšíření tohoto modelu přinesli další ekonomové (**Kraus - Litzenberger**, 1973, **Jensen - Meckling**, 1976, **DeAngelo - Masulis**, 1980, **Kim** 1982, **Ross**, 1985, **Leland**, 1994). Argumentovali, že zvýšení dluhu/VK vede ke zvýšení nákladů souvisejících se zadlužením, a tím k zastavení růstu hodnoty firmy. Finanční manažeři tak musí uvažovat o poměru dluhů k vlastnímu kapitálu jako o kompromisu mezi úrokovým daňovým štítem a tzv. náklady finanční tísně. Ekonomové diskutují o významnosti úrokového daňového štítu a hodnotí, jaké finanční potíže jsou nejvíce nebezpečné. Na základě této *kompromisní teorie kapitálové struktury* (**Brealey - Myers**, 1991) je možné říci, že podniky s bezpečnými hmotnými aktivy a velkým zdanitelným ziskem by měly mít vysoké poměry zadluženosti. Podniky s nízkým ziskem a s rizikovými, nehmotnými aktivy by se měly spoléhat hlavně na vlastní financování.

Studie však ukazují, že nejziskovější podniky si obvykle půjčují nejméně. Zde kompromisní teorie selhává. Problém se snaží vysvětlit *teorie hierarchického pořádku* (pecking order theory) (**Myers**, 1984), vycházející z teorie asymetrických informací. Tato teorie říká, že méně ziskové podniky se zadlužují, protože nemají dostatek interních zdrojů pro pokrytí svých investičních záměrů a protože dluhové financování je na prvním místě hierarchického pořádku ve vztahu k externímu financování. Nejen na základě zde uvedených teorií je jasné, že pro rozhodnutí o kapitálové struktuře neexistuje jednoduchá odpověď.

Velice zajímavé závěry ve vztahu k EVA vyvodili **Neumaierovi** (2002, 2005). Upozorňují na to, že: „Kapitálová struktura nemá význam (nehraje žádnou roli) pro velikost EVA. EVA se nemění se změnou podílu vlastního kapitálu v úplatných zdrojích. Např. zvyšuje-li se finanční páka a platí-li podmínka, že výnosnost úplatných zdrojů převyšuje úrokovou míru, pak roste ROE, roste alternativní náklad na vlastní kapitál r_e , klesá vlastní kapitál a výsledkem je konstantní EVA“. Dále na základě svých výzkumů přijímají tyto závěry: “Pro optimalizaci kapitálové struktury lze formulovat jednoznačné a pro praxi velmi jednoduché doporučení:

- Dosahuje-li podnik kladné hodnoty ekonomického zisku (EVA), pak je správné maximalizovat podíl vlastního kapitálu na aktivech.
- Je-li hodnota ekonomického zisku záporná, je správné minimalizovat podíl vlastního kapitálu na aktivech.“

Současně autoři ve své práci nedoporučují pro optimalizaci kapitálové struktury koncepci minimalizace váženého průměru nákladů na kapitál – tzn. popírají klasickou teorii kapitálové struktury.

Vliv kapitálové struktury na EVA názorně ilustrují výsledky následující případové studie (podrobněji viz **Knápková, Goswami, Remeš**, 2005). Je zde ukázáno, nakolik splnění či nesplnění pravidel financování ovlivňuje výkonnost podniku a tím samozřejmě tvorbu EVA. Bylo zvažováno pět pravidel financování dotýkajících se kapitálové struktury a dopady jejich splnění či nesplnění na tvorbu hodnoty pro vlastníky. Nejdůležitější pravidla týkající se kapitálové struktury a determinace jejich hranic byla vybrána z odborné literatury. Byla testovány následující pravidla:

1. Všeobecné pravidlo pro výběr cizího kapitálu

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} \times \left(\frac{\text{VK} + \text{Bank.úvěry} + \text{Obligace}}{\text{Aktiva}} \right) \times (1 - d) \geq i \times (1 - d) \quad (7.17)$$

2. Pravidlo vyrovnání rizika

$$\text{Vlastní kapitál} > \text{Cizí kapitál} \quad (7.18)$$

3. Zlaté bilanční pari pravidlo

$$(VK + \text{Dlouhodobé cizí zdroje}) > \text{Dlouhodobá aktiva} \quad (7.19)$$

4. Pravidlo přiměřeného úrokového krytí

$$\frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} \geq 3 \quad (7.20)$$

5. Pravidlo přiměřené likvidity

$$\frac{\text{Oběžný majetek}}{\text{Krátkodobé závazky} + \text{Krátkodobé bankovní úvěry}} \geq 1,8 \quad (7.21)$$

U některých pravidel se potvrdilo, že jejich dodržování může významným způsobem ovlivnit hodnotu dosažené EVA. Nejvyšší závislost mezi splněním analyzovaného pravidla a zařazením podniku do skupin podle tvorby EVA vykazalo pravidlo přiměřeného úrokového krytí a všeobecné pravidlo pro výběr cizího kapitálu. Podniky plnící uvedená doporučení dosahují lepších výsledků - průměrná hodnota jejich spreadu (RONA – WACC) je vyšší. Naopak podniky, které neplnily žádné z uvedených doporučení na tom byly výrazně hůře než ostatní podniky, dosažený spread byl většinou záporný, a to díky nízkým (někdy i záporným) hodnotám rentability a velmi vysokým nákladům na kapitál. U zbývajících pravidel (pravidlo vyrovnání rizika, zlaté bilanční pravidlo a pravidlo přiměřené likvidity) nelze přímo nalézt souvislost mezi jejich splněním a tvorbou EVA.

Důvody jsou:

- ✓ splnění podmínky $VK > \text{dluh}$ nemusí vést ke zvýšení EVA, protože vyšší podíl VK zaručuje podniku vyšší stabilitu a tím nižší snižuje rizikovou přírážku a náklady na kapitál, ale na druhé straně je třeba si uvědomit, že vlastní kapitál je dražší z důvodu nevyužitého daňového štítu
- ✓ vysoký podíl dlouhodobého kapitálu snižuje rentabilitu podniku, naopak nízký podíl zvyšuje rentabilitu podniku avšak s podstatně vyšším rizikem vzniku platební neschopnosti
- ✓ vysoká likvidita přispívá ke finanční stabilitě podniku a snižuje náklady na kapitál podniku, její nadměrná výše zároveň snižuje rentabilitu podniku → vliv na EVA není jednoznačný.

7.4.6 Finanční a nefinanční value drivers

Dle Younga a O'Byrneho můžeme value drivers rozdělit do dvou skupin:

- ✓ Finanční drivers (finanční měřítko ovlivňují EVA) – components of EVA
- ✓ Nefinanční drivers – leading indicators of EVA

Kaplan a Norton (1996) jdou ve svém pohledu ještě dále a doplňují finanční měřítka minulé výkonnosti (finanční generátory hodnoty) o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti a představují systém řízení Balanced Scorecard (BSC). Cíle a měřítka BSC vycházejí z vize a strategie podniku a sledují jeho výkonnost ze 4 perspektiv: finanční, zákaznické, interních procesů, učení se a růstu. I když BSC zachycuje prostřednictvím finanční perspektivy krátkodobou výkonnost, viditelně odhaluje hodnototvorné hybné síly (generátory hodnoty) vedoucí k vyšší dlouhodobé finanční výkonnosti a zvýšené konkurenceschopnosti.

Vše, co se s podnikem odehrává, se dříve či později projeví ve finanční výkonnosti. V případě, že by tomu tak nebylo a daná veličina se ve finanční výkonnosti neprojevila, nebylo by třeba ji v souvislosti s řízením podniku věnovat pozornost, protože by nepatřila k faktorům ovlivňujícím výkonnost podniku. Východiskem pro diagnózu situace podniku a objevení problémů je tedy pohled na finanční výkonnost podniku.

7.5 Benchmarking

Benchmarking je metoda, která porovnává údaje jednoho podniku s údaji podobných podniků. Heslem benchmarkingu je "UČTE SE OD OSTATNÍCH". Benchmarking nám poskytuje důležité spojení mezi identifikováním a pochopením klíčových kritérií pro dosažení změny a jejich přizpůsobením realitě konkrétních organizací v globální ekonomice. Jeho výhoda spočívá ve skutečnosti, že se jedná o metodu jednoduchou, nenákladnou a především pak uplatitelnou pro široký okruh firemních problémů. Historicky je benchmarking založen na metodě Kaizen a na konkurenční výhodě. Kaizen je originální japonský koncept založený na principu, že vše může být neustále zlepšováno. Kaizen znamená změna (kai) k lepšímu (zen).

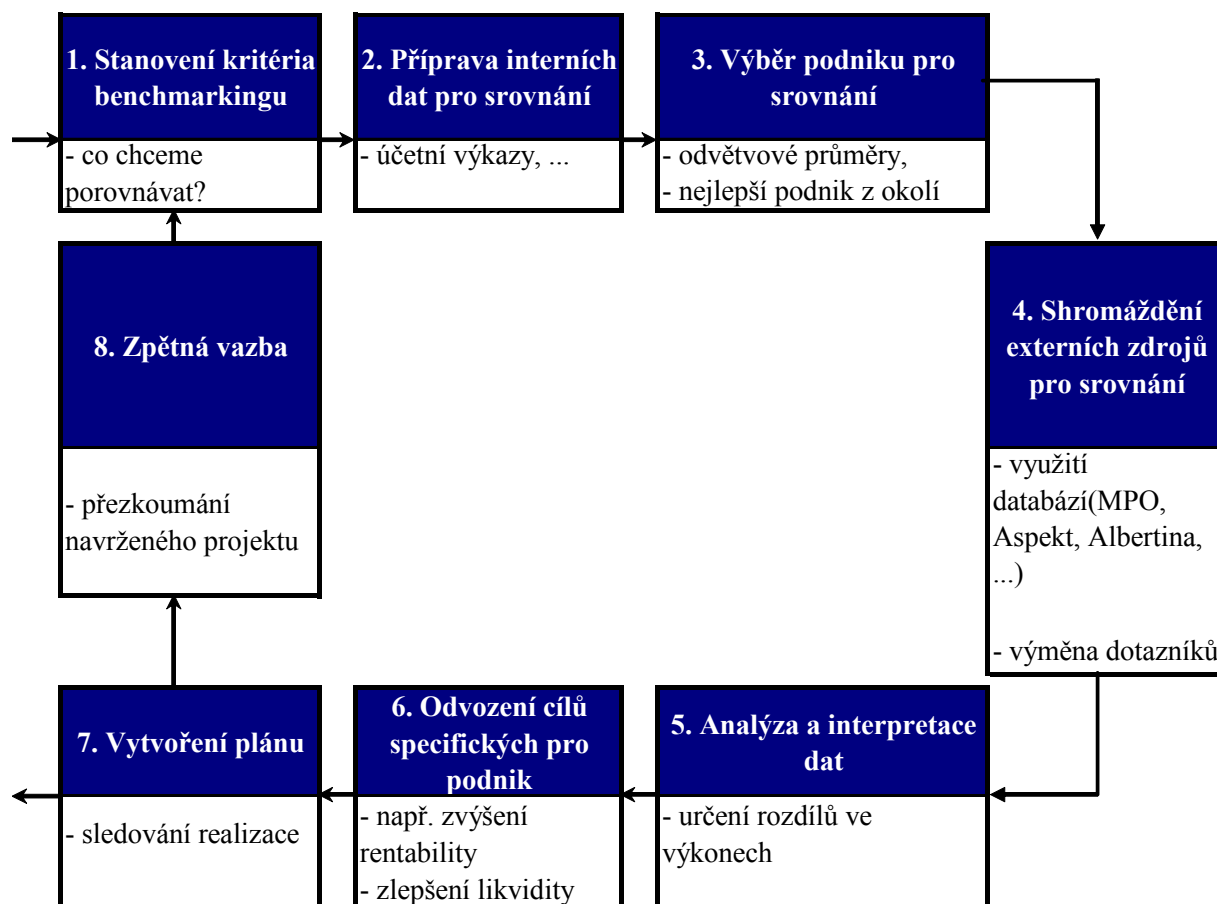
Další podstatnou skutečností u benchmarkingu je, že manažerům pomáhá ve stanovení si konkrétních dílčích cílů a úkolů. Jestliže podnik zjistí, že u některé oblasti řízení, např. využití majetku je doba obratu jeho aktiv dvojnásobná oproti průměru v odvětví, znamená to pro management podniku signál, aby se zaměřil právě na tuto oblast. Možný postup benchmarkingu je znázorněn na obrázku 14.

Úkolem benchmarkingu však není pouhé porovnání s benchmarkem (určitý standard) s cílem se mu vyrovnat. Konečný cíl je daleko důležitější - stát se v dané oblasti nejlepším, tzn. novým benchmarkem. K tomuto stavu se však stěží dopravujeme pouhou komparací číselných údajů nejrůznějších výkonnostních parametrů a hledáním odpovědí na otázku JAK? případně O KOLIK ZAOSTÁVÁME? Při benchmarkingu hledáme především odpověď na

otázku PROČ? PROČ JE NEJLEPŠÍ NEJLEPŠÍM? Jak toho stavu dosáhl? A právě odpovědi na tyto otázky se od benchmarkingu očekávají.

Postupy benchmarkingu lze využít ve finančním řízení podniku. Management podniku a zejména vlastníci podniku chtějí znát odpovědi na otázky typu:

- Tvoříme hodnotu pro své vlastníky?
- Je naše výnosnost dostatečná?
- Není naše zadlužení příliš vysoké?
- Nakládáme efektivně se svým majetkem? apod.



Obrázek 14: Postup při benchmarkingu (www.benchmarking.cz)

Benchmarking postupně nachází své uplatnění i v naší republice a tak se lze dnes setkat i s takovouto zprávou: (www.benchmarking.cz) "Díky finanční podpoře **CzechInvestu** a za odborné a metodické pomoci severoirského **Centre for Competitiveness** z Dublinu proběhl od září 2003 do ledna 2004 v Moravskoslezském kraji pilotní projekt výkonového benchmarkingu s využitím metodiky BenchmarkIndex. BenchmarkIndex je praktický a důvěryhodný nástroj měření, pomáhající organizacím zlepšit vlastní výkonnost. Cíl je jednoduchý - **pomoci organizacím zvýšit konkurenceschopnost a ziskovost v rámci sektoru, sítě nebo klastru**".

8 HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE

Tato část disertační práce obsahuje výsledky provedených detailních analýz. Nejdříve jsou uvedeny výsledky makroekonomické analýzy České republiky a rovněž tak zemí, které jsou nejvýznamnějšími obchodními partnery plastikářských podniků v ČR.

8.1 Makroekonomická analýza

Jedním z důležitých hledisek mající významný vliv na ekonomickou přidanou hodnotu je vnější prostředí, ve kterém podnik působí. Růst HDP, růst spotřeby domácností, pokles úrokových sazeb, ... - všechny tyto veličiny určitě budou mít podstatný vliv na hospodaření každého podniku. V další části práce bude analyzován vývoj nejdůležitějších makroekonomických veličin – samozřejmě z pohledu zaměření práce. Detailní analýzy je možné nalézt na www.mfcr.cz. Vzhledem ke skutečnosti, že k nejvýznamnějším dovozcům a vývozcům plastikářského průmyslu ČR je Německo a Slovensko, bude pozornost věnována i těmto zemím.

8.1.1 Východiska predikce

Predikce je založena na předpokladu dalšího růstu světové ekonomiky, byť mírnějšího než v předchozím roce. Centrum globální dynamiky by mělo zůstat ve východní Asii a v USA. Světová konjunktura bude výrazně zpomalována vysokými cenami surovin. Ekonomický růst v eurozóně zůstane pomalejší proti ostatním ekonomickým celkům. Na ekonomickém vývoji se mohou projevit úpravy Paktu stability i původní koncepce Lisabonské strategie schválené nedávným summitem Unie.

Významnou informací pro plastikářský průmysl je očekávaná cena ropy. Předpokládáme, že je třeba dlouhodobě počítat s udržení vysoké dolarové ceny ropy. Cena **ropy Brent** dosáhla za rok 2004 roční průměr 38,3 USD/barel. Zvýšená poptávka zvláště v Číně, vysoká úroveň spekulace a deprecie dolaru ji počátkem roku 2005 držely nad úrovní 40 USD a postupně rostla až k rekordním 56 USD v březnu. Průměr za první čtvrtletí 2005 tak přesáhl 47 USD. Vše nasvědčuje tomu, že tyto faktory zabrání výraznějšímu poklesu ceny a že je třeba dlouhodobě počítat s cenou ropy nad 40 USD. Pro rok 2005 je počítáno s odhadem 46,5 USD za barel.

Tabulka 14: Hlavní makroekonomické indikátory

	2003	2004	2005 <i>Predikce</i>	2006 <i>Predikce</i>
Směnný kurz <i>USD/EUR</i>	1,13	1,24	1,31	1,31
Ropa Brent <i>USD/barel</i>	28,8	38,3	46,5	45
EU-15: - %				
Růst HDP <i>meziročně, s.c.</i>	0,9	2,2	2	2,3
Růst PPI <i>meziročně</i>	0,9	2,3	3,2	2

Zdroje: OECD - Main Economic Indicators, Quarterly National Accounts; The Economist; IMF – Financial Statistics; odhady MF; Eurostat

8.1.2 Měnová politika

Měnová politika ČNB je založena na režimu cílování inflace. Cílové pásmo pro meziroční růst indexu spotřebitelských cen (CPI) rovnoměrně klesá z úrovně 3 až 5 % v lednu 2002 na úroveň 2 až 4 % v prosinci 2005. Na období od ledna 2006 vyhlásila ČNB inflační cíl jako meziroční přírůstek CPI ve výši 3 % s maximální odchylkou 1 procentního bodu na obě strany. Cíl bude platit až do přistoupení ČR k eurozóně.

8.1.3 Fiskální politika

V posledních letech přetrvávají deficitní tendence veřejných rozpočtů. Z vývoje salda veřejných financí je patrná existence strukturálních problémů - výše deficitů není v souladu se současnou fází ekonomického cyklu. K deficitům dochází i přes využívání jednorázových příjmů, udržuje se relativně vysoké tempo růstu vládního dluhu. Vláda stanovila fiskální cíl pro rok 2006 jako podíl deficitu vládního sektoru na HDP ve výši 4,0 % (v metodologii GFS 86 s očištěním o čisté půjčky a dotace TI) a trajektorii poklesu deficitu.

8.1.4 Strukturální politiky

Strukturální opatření na trzích produktů, práce a kapitálu směřují k vytváření příznivých podmínek pro růst potenciálního produktu, pro zvyšování konkurenceschopnosti ekonomiky a zaměstnanosti. I v dalším období bude pokračovat proces liberalizace sítí, dokončování privatizace, restrukturalizace a rozvoj konkurence v sektoru služeb.

8.1.5 Podnikatelské prostředí

Mezi nejvíce kritizované oblasti podnikatelského prostředí v ČR patří institucionální a právní rámec firemního úpadku. Vláda se zaměřuje na rekodifikaci úpadkového práva od roku 2006 tak, aby bylo posíleno postavení věřitelů, omezen zájem na prodlužování bankrotů a bylo umožněno pokračovat životaschopným částem firem.

Dne 1. ledna 2005 nabyla účinnosti novela zákona o daních z příjmů, která zavádí zrychlené odpisování movitých věcí a daňovou podporu výdajů firem na výzkum a vývoj. Tato opatření společně s postupným poklesem sazby DPPO na 24 % v roce 2006 sníží efektivní zdanění firem, což by České republice mělo zajistit vyšší konkurenceschopnost a tím podpořit zájem investorů.

8.1.6 Predikce vývoje makroekonomických indikátorů

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce jsou shrnuty v následující tabulce 15.

Tabulka 15: Hlavní makroekonomické indikátory

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
					<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>
Hrubý domácí produkt <i>růst v %, s.c.</i>	2,6	1,5	3,7	4	4	4,1
Spotřeba domácností <i>růst v %, s.c.</i>	2,6	2,8	4,9	2,5	3,5	3,5
Spotřeba vlády <i>růst v %, s.c.</i>	3,8	4,5	4,2	-3,2	1	-1,4
Hrubá tvorba fixního kapitálu <i>růst v %, s.c.</i>	5,4	3,4	4,8	9,1	7,1	7,1
Deflátor HDP <i>růst v %</i>	4,9	2,8	1,9	3,7	2,7	3,1
Průměrná míra inflace <i>%</i>	4,7	1,8	0,1	2,8	1,8	2,2
Zaměstnanost (VŠPS) <i>růst v %</i>	0,4	-0,8	-0,7	-0,6	0,2	0,2
Míra reg. nezaměstnan. (MPSV) <i>průměr v %</i>	8,5	9,2	9,9	10,2	10	9,7
Objem mezd a platů <i>růst v %, b.c.</i>	6,9	8,5	5,6	5	6,3	6,3
Podíl BÚ na HDP <i>%</i>	-5,4	-5,6	-6,3	-5,2	-5	-3,9

Zdroje: OECD - Main Economic Indicators, Quarterly National Accounts; The Economist; IMF – Financial Statistics; odhady MF; Eurostat

8.1.7 Úrokové sazby

V březnu 2005 nastavila ČNB základní sazby takto: dvoutýdenní repo sazbu na 2,0 %, diskontní sazbu na 1,0 % a lombardní sazbu na 3,0 %.

V roce 2005 se celá křivka mezibankovních sazeb **PRIBOR** posunula na nižší úroveň a do horizontálního tvaru. Větší pokles sazeb na dlouhém konci křivky signalizuje, že finanční trhy i v budoucnu očekávají setrvalou úroveň úrokových sazeb. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR v roce 2004 dosáhla 2,4 %. V roce 2005 je odhadována na úrovni 2,1 %.

Výnos do doby splatnosti 10letých **státních dluhopisů** pro konvergenční účely¹, který je podstatně ovlivňován rozsahem emisí státních dluhopisů, včetně emise eurobondů, ale především obchodováním dluhopisů na zahraničních trzích, byl v minulém roce 4,8 %. V roce 2005 je odhadován na 3,6 %.

8.1.8 Makroekonomická predikce největších obchodních partnerů plastikářských firem

Největším obchodním partnerem ČR v oblasti plastů je **Německo**, které je v současné době charakteristické výrazným růstem exportu, ale stále slabou spotřebou domácností, což je dlouhodobý problém související se stavem trhu práce. Nástup razantních reforem především pracovního trhu a daní by sice měl výhledově vést ke zlepšení situace včetně poklesu nezaměstnanosti. Nejspíše však k tomu dojde nejdříve v r. 2006. Prozatím vysoká nezaměstnanost ohrožuje růst. Březnová nezaměstnanost v SRN dosáhla poválečného rekordu 12 %. Růst HDP v SRN bude jen velmi pozvolný, v roce 2005 předpokládáme tempo 1,2 %.

Co se týče analýzy **slovenské ekonomiky**, můžeme říci, že pokračuje v rychlém růstu, který v r. 2004 dosáhl 5,5 %. Je tažen zejména spotřebou domácností a investicemi. Inflace se v r. 2004 pohybovala na 7,4 %, ovšem v letošním roce se očekává pokles vzhledem k předpokladu odeznívání dopadů deregulace cen. Stále velmi vysoká (okolo 18 %) je nezaměstnanost, která má navíc výrazný strukturální charakter. V r. 2005 předpokládáme růst HDP o 5,2 % (viz tabulka 16).

¹ ČNB harmonizovala metodiku sledování dlouhodobých úrokových sazeb tak, aby odpovídala jejich vykazování při plnění příslušného Maastrichtského kritéria.

Tabulka 16: Hrubý domácí produkt (roční růst ve stálých cenách - v %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
						<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>
EU-25	3,6	1,7	1,1	0,9	2,3	2,2	2,5
EU-15	3,6	1,7	1	0,8	2,2	2	2,3
Eurozóna	3,5	1,6	0,9	0,5	2	1,7	2
Německo	2,9	0,8	0,1	-0,1	1,6	1,2	1,6
Francie	4	2,2	1	0,5	2,4	2,1	2,4
Británie	3,8	2,1	1,6	2,2	3	2,6	3
Rakousko	3,4	0,8	1,4	0,7	1,9	2	2,4
USA	3,7	0,8	1,9	3	4,4	3,5	3,3
Japonsko	2,8	0,4	-0,3	2,5	2,7	1,7	2
Maďarsko	5,2	3,8	3,5	3	4	3,9	3,8
Polsko	4	1	1,4	3,8	5,4	4,5	4,5
Slovensko	2	3,8	4,4	4,2	5,5	5,2	5
Česko	3,9	2,6	1,5	3,7	4	4	4,1

Zdroje: OECD - Main Economic Indicators, Quarterly National Accounts; The Economist; IMF – Financial Statistics; odhady MF; Eurostat

8.2 Analýza plastikářského průmyslu

Od makroekonomické analýzy se posuneme k analýze plastikářského průmyslu. Začneme analýzou spotřeby plastů v západní a východní Evropě, následně bude pozornost věnována plastikářskému průmyslu ČR a jeho základním charakteristikám. Nechybí porovnání s průmyslem jako celkem a ostatními odvětvími zpracovatelského průmyslu ČR ani nastínění perspektiv plastikářského průmyslu.

8.2.1 Základní tendence ve spotřebě plastů v západní Evropě

Spotřeba základních velkotonážních plastů (včetně recyklovaného granulátu) v západní Evropě (zde i dále bez Lucemburska, ale včetně Norska a Švýcarska) v roce 2003 vzrostla ve srovnání s předcházejícím rokem o 1,9 % - na 39,7 mil. tun. Přírůstek oproti roku 2001 činil 5,4 % (v roce 2002 oproti roku 2001 o 3,4 %). Spotřeba základních primárních plastů na obyvatele v regionu stoupla z 93,3 kg v roce 2001 na 96,6 kg v roce 2002 a 98,1 kg v roce 2003. Přehled o spotřebě plastů v základních oblastech využití v zemích západní Evropy v roce 2002 naznačuje tabulka 17.

Tabulka 17: Spotřeba plastů v zemích západní Evropy v roce 2002

Země	2002 (tis. tun)	Podíl na celkové spotřebě	2002/2001
Celkem západní Evropa	38 966	100,0%	1,90%
EU-15	37 943	97,4%	6,20%
SRN	10 870	27,9%	3,20%
Itálie	7 020	18,0%	2,50%
Francie	4 550	11,7%	4,20%
Velká Británie	3 954	10,1%	1,60%
Španělsko	3 550	9,1%	9,30%
Belgie	2 080	5,3%	5%
Nizozemsko	1 760	4,5%	10,50%
Rakousko	765	2,0%	-12,10%
Švédsko	720	1,8%	10%
Portugalsko	705	1,8%	18,80%
Dánsko	550	1,4%	-2,80%
Řecko	515	1,3%	10,90%
Finsko	475	1,2%	7,60%
Irsko	430	1,1%	8%
Švýcarsko	637	1,6%	12,80%
Norsko	385	1,0%	31,30%

Zdroj: časopis Plasty a kaučuk, 1,2/2005

V roce 2003 strukturu spotřeby plastů podle jednotlivých oblastí využití charakterizovaly následující údaje (v % z celkové spotřeby): výroba obalových materiálů – 37,2, bytový sektor – 20,1, stavebnictví 18,5, elektrotechnický a elektronický průmysl – 8,5, automobilový průmysl – 8, ostatní průmyslová odvětví – 5,8, a zemědělství 1,9. Nejvyšší tempo růstu spotřeby v porovnání s rokem 2002 bylo zaznamenáno v automobilovém průmyslu – 5,7 %. Ve výrobě obalů bylo v západní Evropě v roce 2003 spotřebováno celkem 14 764 tisíc tun plastů. Studie ukazuje, že v Evropě je více než 50 % všeho zboží baleno do plastových obalů, ovšem ve hmotě na ně připadá jen 17 % všech obalových materiálů.

Vyhlídky nejbližšího období, tedy léta 2004 a 2005, jsou všeobecně oceňovány jako příznivější pro dodavatele plastů nežli v roce 2003 v důsledku

všeobecného oživení ekonomiky a zvýšení poptávky po plastech vůbec, zvláště však v zemích Asie. Narušit by je však mohla vysoká cena ropy, která je základní surovinou pro výrobu plastů.

Výsledkem zavádění progresivních technologií v této oblasti byl výrazný pokrok v rozvoji výroby a uplatnění plastů v regionu západní Evropy a také zdokonalování metod využití plastových odpadů. Firmy v odvětví přitom přinášejí podstatný vklad při realizaci ekonomických opatření a efektivnějšího využití energií při minimalizaci dopadu na životní prostředí.

Rozhodující část plastů se vyrábí na bázi ropy respektive zemního plynu ve velkokapacitních provozech na základě mezinárodních standardů. Jako surovina se k výrobě plastů používá jen nepatrná část – zhruba asi 4 % ve světě vytěžené ropy, přičemž její využití je natolik efektivní, že podle některých odhadů objem plastů spotřebovaných v současné době ve světě umožní ušetřit více ropy, nežli se jí používá k jejich výrobě.

V současné době vyráběné plasty mají přitom daleko nižší hmotnost než v minulosti, což umožňuje šetření nejen suroviny, ale i energie. Projevuje se to zejména v rozhodující oblasti jejich uplatnění – ve výrobě plastových obalů. V období 1993 až 2002 se hmotnost standardních plastových obalů snížila v průměru o 28 %. Pro ilustraci lze v tomto směru uvést příklad jednoho z největších světových výrobců ovocných džusů Nizozemska, které přešlo z kartónových obalů na použití fólie „stretch“, což umožnilo snížit objem plastových odpadů v této oblasti o 80 tun za rok (*Plasty a kaučuk*, 2005/1,2, str. 22-25).

V posledních letech se v řadě západoevropských zemí aktivizuje úsilí ve sběru plastových odpadů, zvláště obalových materiálů, což následně vedlo k podstatnému zvýšení objemu jejich využití. Podle údajů „PlasticsEurope“ bylo v tomto regionu v roce 2003 39 % plastových odpadů získaných sběrem, tedy o 18 % více než v roce 1993.

8.2.2 Základní tendence ve spotřebě plastů ve východní Evropě

„PlasticsEurope“ ve svém přehledu zveřejnila odhady spotřeby plastů v roce 2002 v deseti zemích, které se v květnu 2004 staly novými členy Evropské unie a ve dvou kandidátských státech pro vstup do EU – Rumunsku a Bulharsku (viz tabulka 18). Populace těchto 12 států převyšuje 100 milionů obyvatel, což je více než jedna pětina tohoto ukazatele v EU-15. Spotřeba plastů na obyvatele se v tomto seskupení odhadovala zhruba na 40 kilogramů za rok, což představuje

méně než jednu polovinu objemu v EU a ukazuje na mimořádně vysoký růstový potenciál v příštích letech.

Struktura spotřeby plastů podle hlavních druhů v těchto dvanácti zemích v roce 2002 ukazuje tabulka 18. Přitom v rozhodující sféře spotřeby plastů – výrobě obalů jejich využití roste vlivem zvyšování poptávky po spotřebním zboží a zásluhou rozšíření infrastrukturní sítě.

Tabulka 18: Spotřeba plastů v nových členských zemích EU v roce 2002

Země	2002 (tis. tun)	Podíl na celk. spotřebě
Polsko	1 730	4,4%
Česká Republika	710	1,8%
Maďarsko	580	1,5%
Slovensko	250	0,6%
Slovinsko	180	0,5%
Litva	90	0,2%
Estonsko	70	0,2%
Lotyšsko	50	0,1%
Kypr	40	0,1%
Malta	20	0,1%
Rumunsko	280	0,7%
Bulharsko	260	0,7%

Zdroj: časopis Plasty a kaučuk, 1,2/2005

Je třeba upozornit, že již delší dobu se projevuje trend u západních podniků, v takzvaných zemích s vysokými mzdovými nároky, že si zabezpečují doplňující výrobní lokalitu v zemi s nižší mzdou, jako prodloužené dílenské pracoviště nebo jako subdodavatele. Přitom již nejde jen o překládání pracovišť z USA do Mexika nebo z Německa do Česka nebo do Maďarska. Stále častěji jde o celé přesuny výrobních kapacit do zemí s nižší mzdou, jež mohou mít pro jednotlivá národní hospodářství těžké následky. (*Plasty a kaučuk*, 2004/7-8)

8.2.3 Plastikářský průmysl v ČR

Plastikářský průmysl v ČR prožívá v posledních letech nebývalý boom a jeho postavení v rámci zpracovatelského průmyslu neustále posiluje. Jeho hlavním specifikem je, že na rozdíl od většiny ostatních odvětví a oborů se jej v

uplynulých letech téměř nedotkly ani domácí hospodářské reformy, ani výkyvy světové ekonomiky. Tempa růstu základních ukazatelů jsou trvale nad průměrem zpracovatelského průmyslu jako celku.

Plastikářský průmysl můžeme dle Odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ) zařadit do oboru 25.2. Do tohoto oboru se řadí desky, profily, hadice a fólie z plastů, plastové obaly všeho druhu, výrobky z plastů pro stavebnictví, strojírenství, elektrotechniku apod. Podrobnější členění plastikářského průmyslu je uvedeno v tabulce 19. Detailní začlenění do jednotlivých subsekcí je součástí přílohy B.

Tabulka 19: Členění plastikářského průmyslu

25200	Výroba plastových výrobků	Plastikářský průmysl
25210	Výroba plast. desek, fólií, hadic, trubek a profilů	
25220	Výroba plastových obalů	
25230	Výroba plastových výrobků pro stavebnictví	
25240	Výroba ostatních plastových výrobků	
25241	Výroba plast. výrobků pro konečnou spotřebu	
25242	Výroba plastových součástí pro výrobní spotřebu	

Zdroj: www.mpo.cz

8.2.4 SWOT analýza plastikářského průmyslu

V této části disertační práce bude představena SWOT analýza plastikářského průmyslu, která je základním podkladem pro další výzkum.

Silné stránky odvětví

- + trvale vysoká dynamika produkce
- + ukončená privatizace a řada silných strategických partnerů
- + modernizace a restrukturalizace v posledních 10 letech
- + nízká ekologická zátěž
- + solidní domácí surovinová báze (velkotonážní plasty)
- + aktivní investiční činnost stimulovaná státními pobídkami
- + těsná vazba na domácí i zahraniční automobilový a elektrotechnický průmysl
- + dynamický rozvoj malého a středního podnikání, zvláště v subdodavatelské oblasti

Slabé stránky odvětví

- nízký podíl sofistikovaných produktů
- nízký stupeň specializace
- vyrovnávání mzdových nákladů v porovnání s EU

- vysoká závislost na dovozu a světových cenách základních surovin (hlavně ropa)
- možnost odchodu strategických partnerů
- není vlastní vývoj, většinou je realizován v mateřských koncernech
- příliš vysoký podíl zušlechťovacího styku
- rezervy v pohotové reakci na poptávku atd.

Příležitosti odvětví

- ☺ vstup do EU nabízí nové odbytové možnosti
- ☺ možnosti v aplikaci sortimentu plastových výrobků v nejrůznějších oblastech
- ☺ rozvoj automobilového a elektronického průmyslu, biotechnologií, nanotechnologií
- ☺ růst životní úrovně a zvýšení využití spotřebiteli
- ☺ tlak na zvýšení efektivnosti přepravy snížením hmotnosti obalů
- ☺ vznik nových látek s novými vlastnostmi

Ohrožení odvětví

- ☹ cenový vývoj na světovém trhu ropy
- ☹ velmi nízký růst v západní části Evropy
- ☹ finanční dopady na podnikovou sféru spojené s harmonizací legislativy ČR a ES v oblasti nakládání s obaly a odpady,
- ☹ primární orientace na EU
- ☹ zaměření se na substituty

8.2.5 Základní produkční charakteristiky

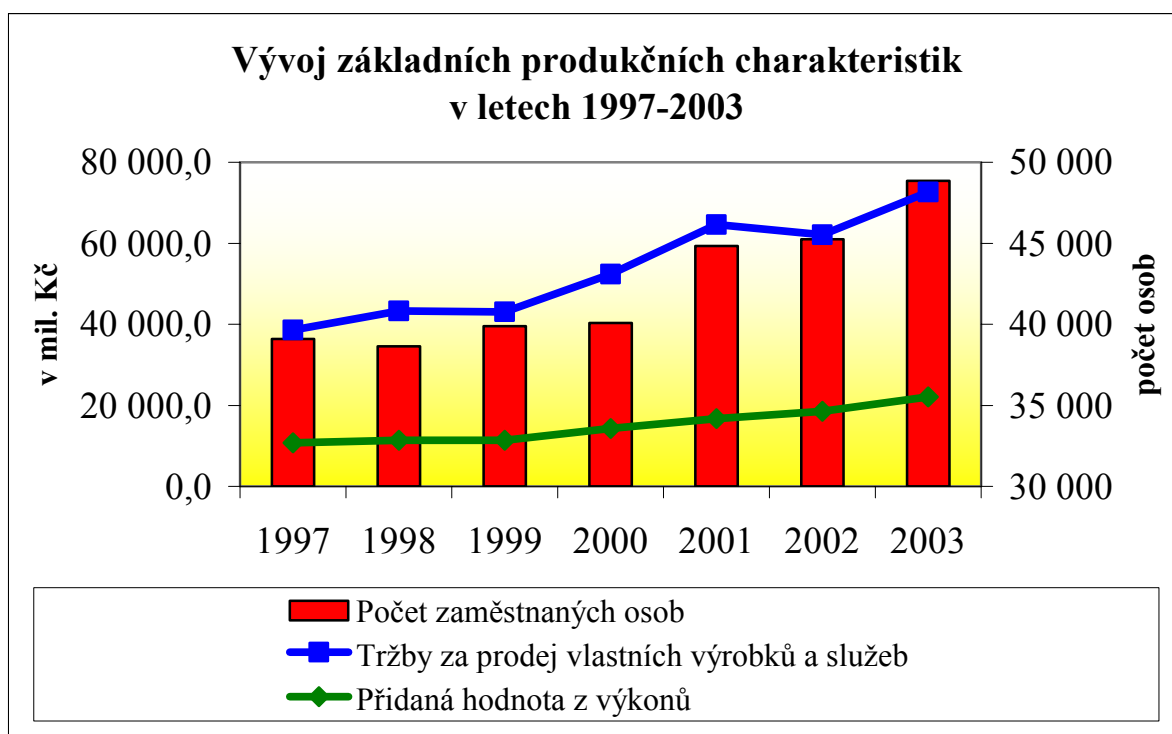
Vývoj hlavních produkčních charakteristik plastikářského průmyslu v letech 1998-2003 je zachycen v následující tabulce 20 a obrázku 15.

Tabulka 20: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, přidaná hodnota z výkonů a počet zaměstnaných osob v letech 1998-2003

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 1998-2003						
(mil. Kč) b.c.	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OKEČ 25.2	43 311,9	43 056,2	52 391,7	64 653,6	62 071,4	72 646,3
meziroční index		99,4	121,7	123,4	96	117
kumulovaný index		99,4	121,0	149,3	143,3	167,7
Přidaná hodnota z výkonů v b.c. v letech 1998-2003						
(mil. Kč) b.c.	1998	1999	2000	2001	2002	2003

OKEČ 25.2	11 370,3	11 355,6	14 288,4	16 711,3	18 558,1	22 099,8
meziroční index		99,9	125,8	117	111,1	119,1
kumulovaný index		99,9	125,7	147,0	163,2	194,4
Počet zaměstnaných osob v letech 1998-2003						
(počet osob)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OKEČ 25.2	38 635,0	39 888,0	40 085,0	44 831,0	45 248,0	48 862,0
meziroční index		103,2	100,5	111,8	100,9	108
kumulovaný index		103,2	103,8	116,0	117,1	126,5

Zdroj: www.mpo.cz



Obrázek 15: Vývoj základních produkčních charakteristik

Podrobnější analýza základních ukazatelů odvětví plastikářského průmyslu vede k těmto závěrům:

- Tržby v běžných cenách vykazují spíše rostoucí trend s mírným propadem v roce 2002
- Přidaná hodnota taktéž každoročně rostla (výjimkou byl rok 2000) – v roce 2003 téměř o 20 %
- Specifickým rysem je rostoucí počet zaměstnanců od roku 1998, což je v rámci zpracovatelského průmyslu výjimečný jev.

8.2.6 Produktivita práce a osobní náklady

Vývoj ukazatele produktivity práce z přidané hodnoty z výkonů a podílu osobních nákladů na účetní přidané hodnotě v období 1998-2003 dokumentuje následující tabulka 21.

Tabulka 21: Produktivita práce z PH a podíl os. nákladů v letech 1998-2003

Produktivita práce z přidané hodnoty z výkonů v b.c. v letech 1998-2003						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OKEČ 25.2	294,3	284,7	325,4	357,5	393,6	456
meziroční index		96,7	114,3	109,9	110,1	115,9
kumulovaný index		96,7	110,6	121,5	133,7	154,9
Podíl osobních nákladů na účetní přidané hodnotě v b.c. v letech 1998-2003						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OKEČ 25.2	0,511	0,405	0,46	0,485	0,488	0,537
meziroční index		79,3	113,6	105,4	100,6	110
kumulovaný index		79,3	90,0	94,9	95,5	105,1

Zdroj: www.mpo.cz

Z výše uvedených tabulek lze odvodit následující trendy:

- V roce 2003 vzrostla produktivita práce nejvýrazněji - o téměř 16 %. Příznivý vývoj je odrazem vysoké investiční aktivity a široké účasti zahr. firem, které do ČR přinášejí progresivní technologii, know-how aj.
- Osobní náklady zaznamenaly stagnaci až do roku 2002, v roce 2003 zaznamenaly nárůst o 10 %, což ovšem vzhledem k výraznému nárůstu produktivity práce nelze hodnotit negativně.

8.2.7 Tuzemská spotřeba plastů

Následující tabulka 22 potvrzuje trvale vysoký zájem o výrobky z plastů. Jejich tuzemská spotřeba vzrostla v roce 2003 o takřka 42 %. Za sledované pětileté období se tento ukazatel zvýšil o 77 %, což svědčí o širokých možnostech uplatnění plastických výrobků v naší ekonomice.

Tabulka 22: Tuzemská spotřeba výrobků v b.c. v letech 1999-2003

Tuzemská spotřeba výrobků v b.c. v letech 1999-2003					
	1999	2000	2001	2002	2003
OKEČ 25.2	19 102,9	23 205,0	27 385,6	23 971,8	33 819,9
Meziroční index (b.c.)		121,5	118,0	87,5	141,1
kumulovaný index (b.c.)		121,5	143,4	125,5	177,0

8.2.8 Porovnání OKEČ 25 – Výroba pryžových a plastových výrobků s ostatními odvětvími v ČR

Cílem této kapitoly je odpovědět na otázku, zda se průmyslová odvětví v ČR liší ve struktuře aktiv, pasiv, výnosů, nákladů. Odpověď je jednoznačná – liší a dost výrazně. Z tabulky 23 je naprosto zřejmé, že tvorba EVA je významným způsobem ovlivněna oborem podnikání. Například odvětví „výroba pryžových a plastových výrobků“ (OKEČ 25) dosahuje v porovnání s ostatními průmyslovými odvětvími velice dobrých výsledků rentability. Vysokých výsledků rentability dosahují i odvětví „Výroba potravinových výrobků a nápojů, tabákových výrobků“, „Výroba základních kovů a hutních výrobků“, „Výroba ostatních dopravních prostředků“ a řada dalších. Naopak „Výroba úsní a výroba z úsní“ dosáhla záporné rentability vlastního kapitálu. Současně můžeme konstatovat, že podniky nesou i různou míru rizika, s čímž jsou spojeny různé náklady obětované příležitosti, tj. různé náklady vlastního kapitálu. S velice nízkými náklady na kapitál pracuje odvětví „Výroba koksu a jaderných paliv“. Naopak s vysokým rizikem se potýká odvětví „výroba textilií a textilních výrobků“ či „zpracování dřeva“. Odlišná je i majetková struktura – podíl dlouhodobého majetku na celkovém majetku se pohybuje v rozmezí od 34 % do 60 %. Kapitálová struktura je poměrně riziková u odvětví „výroba úsní a výrobků z úsní“, které využívá vlastního kapitálu pouze z 30 %. Rozdílný je v různých odvětvích i podíl osobních nákladů vůči výnosům. Velice nízký poměr je patrný u výroby a koksu a jaderných paliv. Shrneme-li - nízká rentabilita a vysoké náklady kapitálu určitě nejsou vyvolány pouhým špatným managementem, nevhodně zvolenými pracovníky, zastaralou technikou, ... - významným faktorem je právě „příslušenství“ k odvětví. Detailní informace o vývoji průmyslových odvětví lze nalézt na www.mpo.cz.

Tabulka 23: Přehled základních charakteristik u odvětví zpracovat. průmyslu

	ROE	N _{VK}	DM/A	VK/A	ON/Vý
Výroba potravin.výr.a nápojů	13,9%	13,4%	45,2%	49,4%	8,6%
Výroba textilií a textiln.výrobků	4,6%	15,6%	46,6%	51,3%	18,0%
Výroba úsní a výrobků z úsní	-15,5%	11,3%	35,3%	30,2%	30,6%
Zpracování dřeva	14,4%	15,0%	54,2%	48,5%	11,4%
Výroba vlákniny a papíru	10,5%	13,4%	52,6%	52,4%	11,6%
Výroba koksu a jaderných paliv	6,7%	6,4%	60,8%	64,5%	1,8%
Výroba chemických látek	10,4%	11,4%	58,4%	55,3%	8,5%
Výroba pryžových a plast. výr.	14,9%	11,0%	42,6%	54,3%	9,6%
Výroba ost.nekov.miner. výr.	11,5%	12,1%	52,0%	57,4%	14,0%

Výroba základních kovů	16,1%	10,2%	38,3%	50,6%	10,9%
Výroba a opravy strojů	8,4%	14,3%	34,4%	44,0%	17,6%
Výroba elek. a opt.přístr.a zař.	11,6%	12,3%	39,0%	39,7%	8,6%
Výroba dopravních prostředků	15,0%	10,7%	48,0%	44,0%	8,5%
Zpracovatelský průmysl jinde neuvedený	17,3%	17,8%	37,1%	43,2%	12,8%
Zpracovatelský průmysl	12,5%	12,0%	45,3%	49,0%	10,2%

ROE – rentabilita vlastního kapitálu, N_{VK} - náklad na vlastní kapitál, DM/A – podíl dlouhodobého majetku na aktivech, VK/A – podíl vlastního kapitálu na aktivech, $ON/Vý$ – podíl osobních nákladů na výnosech
Zdroj: www.mpo.cz

V následujících tabulkách je uveden vývoj EVA v plastikářském a gumárenském průmyslu v porovnání s průmyslem jako celkem, společně s vývojem komponent ovlivňujících EVA (viz tabulky 24-26). V I. skupině jsou podniky, které tvoří kladnou EVA, ve II. skupině jsou podniky, které EVA netvoří, ale výnosnost jejich vlastního kapitálu je vyšší než bezriziková sazba, III. skupina je tvořena podniky s kladnou rentabilitou vlastního kapitálu, ale její hodnota nedosahuje výše bezrizikové úrokové sazby a v poslední IV. skupině jsou podniky se zápornou rentabilitou vlastního kapitálu.

Tabulka 24: EVA v OKEČ 25 a průmyslu jako celku – podíly podle kategorií na celkových výnosech v %

	I. skupina		II. skupina		III. skupina		IV. skupina	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
OKEČ 25	65,8	70,7	19,9	18,2	8,8	5,8	5,5	5,3
Průmysl	50	56,8	20,4	21,7	14,2	10,7	15,3	10,8

Zdroj: www.mpo.cz

Tabulka 25: EVA v OKEČ 25 a průmyslu jako celku – podíly jednotlivých kategorií na zaměstnanosti v odvětví v %

	I. skupina		II. skupina		III. skupina		IV. skupina	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
OKEČ 25	38,1	45,5	37,9	31,8	14,9	12,8	9,1	9,9
Průmysl	34,8	42,3	24,3	21,4	17,5	17,1	23,4	19,2

Zdroj: www.mpo.cz

Tabulka 26: Vývoj komponent ovlivňujících EVA

	ROE (v %)		r_e (v %)		spread v % (ROE - r_e)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
OKEČ 25	16,22	14,88	11,56	11,04	4,66	3,84
Průmysl	8,01	10,77	10,78	10,27	-2,77	0,5

Zdroj: www.mpo.cz

Z tabulek 24 a 25 je zřejmé, že gumárenský a plastikářský průmysl dosahuje lepších výsledků než průmysl jako celek. Více podniků z OKEČ 25 tvoří hodnotu a je zařazeno do I. skupiny podniků tvořících kladnou EVA. Potěšitelný je vývoj v čase, kdy I. skupina podniků je tvořena stále větším podílem podniků (měřeno jak podílem celkových výnosů tak dle zaměstnanosti). OKEČ 25 dosahuje vyšších hodnot rentability, které jsou spojeny s nepatrně vyššími náklady kapitálu v porovnání s průmyslem jako celkem v jednotlivých letech (viz tabulka 26). Podstatná je skutečnost, že výnosnost kapitálu převyšuje náklady na tento kapitál a OKEČ 25 se podařilo vytvořit hodnotu pro své vlastníky. Velice pozitivně lze hodnotit výsledek průmyslu jako celku, který v roce 2004 dosáhl kladného spreadu a tedy i kladnou ekonomickou přidanou hodnotu.

8.2.9 Mezinárodní srovnání a konkurenceschopnost, perspektivy odvětví

Rozvoj plastikářského průmyslu bude záviset na řadě faktorů. Za jeden z rozhodujících je nutno považovat budoucí vývoj světových cen velkotonážních a speciálních plastů. Dalším důležitým faktorem je konjunktura v bezprostředně navazujících zpracovatelských odvětvích, především v automobilovém a elektrotechnickém průmyslu, v oblasti obalů, výrobků pro volný čas aj. V menší míře, nežli v chemii (OKEČ 24), by se tohoto odvětví mělo dotknout zavedení nové chemické legislativy (REACH), IPPC a BAT. V oblasti recyklace plastů však existuje řada účinných způsobů, které našly praktické využití. Perspektivy odvětví však lze, i přes uvedené problémy, hodnotit jako příznivé.

Oboru 25.2 (výroba plastových výrobků) v minulých letech velmi pomohla značná investiční aktivita. Navíc je výhodou jistě i to, že plasty dokáží úspěšně nahradit klasické materiály s vyšší hmotností (sklo, papír, stavební materiály), což umožňuje šetřit palivo v automobilovém průmyslu, snižovat hmotnost výrobků včetně obalů apod. Široké možnosti se otevírají i se vstupem deseti nových států do Evropské unie. Spotřeba plastů ve východní Evropě je zatím hluboko pod průměrem vyspělého světa (cca 11 – 12 kg na obyvatele oproti více

než 90 kg v EU), takže lze předpokládat, že i v budoucnu spotřeba plastů v tomto regionu dynamicky poroste, což příznivě ovlivní i další rozvoj odvětví OKEČ 25. U nás je současná spotřeba plastů na obyvatele jen asi pětinová v porovnání s vyspělými průmyslovými státy západní Evropy. V příštích třech–čtyřech letech se tempa růstu odvětví odhadují na minimálně 10 % ročně a rozhodující bude, jak se v ČR bude rozvíjet právě automobilový a elektrotechnický průmysl. Do provozu již byla uvedena nová velká automobilka TOYOTA – PEUGEOT – CITROËN (www.mpo.cz).

8.3 Benchmarkingové studie

V této části disertační práce jsou provedeny 2 benchmarkingové studie. První se zabývá porovnáním plastikářského průmyslu v ČR a USA, druhá je zaměřena na konkrétní subsekcí plastikářského průmyslu – výrobu plastových obalů. Výsledkem benchmarkingové studie je určení nejlepšího podniku z testovaného vzorku podniků, stanovení odvětvových standardů a identifikace nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících výkonnost podniků v plastikářském průmyslu.

8.3.1 Benchmarkingová studie plastikářského průmyslu v ČR a USA

Předmětem této studie jsou americké a české podniky (tabulka 27) působící v plastikářském průmyslu (podrobněji případová studie *Pavelková, Knápková, Drobný*, 2005). Byly vypočteny poměrové ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a obratovosti v roce 2002. Jako benchmark je vybrán podnik s nejvyšším spreadem ($ROE - r_e$). Výhodným nástrojem pro manažery, který slouží k rychlé orientaci, je SPIDER analýza. Dává nám možnost dívat se na výsledky 4 základních skupin poměrových ukazatelů (zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity) jedním pohledem za pomoci paprskovitého grafu. Graf obsahuje kromě křivky vyjadřující výši ukazatelů společnosti také linii odvětví (=100%), která nám slouží jako základna pro výpočet polohy ukazatelů analyzovaného podniku. Hodnota ukazatele pro analyzovaný podnik je vyjádřena jako % podíl hodnoty odvětví, do kterého daný podnik náleží. Křivky v grafu lze snadno interpretovat. Zjednodušeně lze říci, že čím je křivka podniku položena dále od středu grafu, tím je na tom podnik lépe. Samozřejmě má tato interpretace jistá omezení. Např. příliš vysoké hodnoty u ukazatelů likvidity svědčí o neefektivním umrtvování peněz v různých formách oběžného majetku, příliš vysoký podíl vlastního kapitálu může snižovat možnosti využití finanční páky apod. Výsledky jsou uvedeny v tabulce 27 a na obrázcích 16-21.

Tabulka 27: Ukazatel EVA a vybrané ukazatele finanční analýzy u vzorku plast. podniků působících v ČR a USA

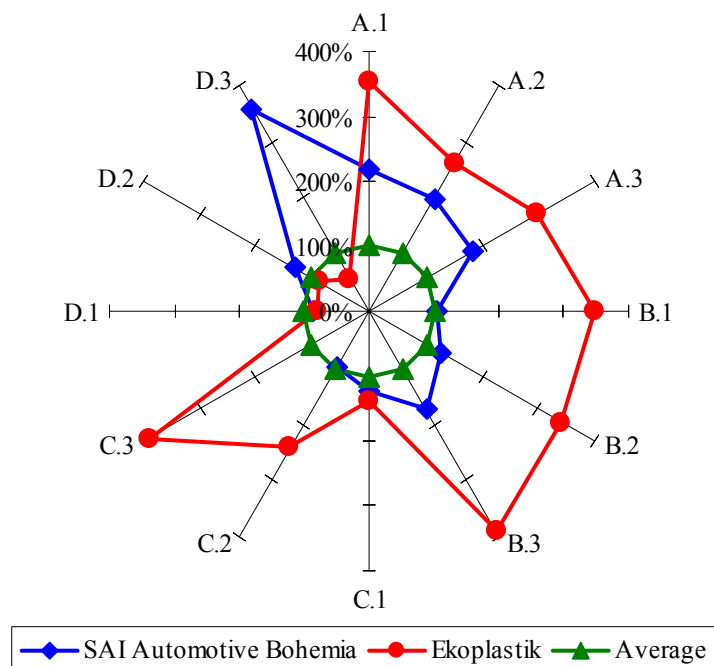
Název podniku	EVA (spread)	A1	A2	A3	B1	B2	B3	C1	C2	C3	D1	D2	D3
Alfa Plastik, a.s.	-0,7%	14,7%	22,8%	22,4%	1,19	0,68	0,03	0,35	1,08	6,64	2,1	6,8	8,6
Lisovny plast. hmot s. r. o.	-1,1%	7,1%	11,9%	17,1%	1,3	0,69	0,12	0,4	1,24	2,58	1,8	7,1	6,7
RIM-Tech, a.s.	-5,6%	5,2%	5,4%	7,3%	2,65	1,77	0,71	0,6	1,98	14,85	1,7	7,3	8,8
SAI Automotive Bohemia s.r.o.	19,5%	22,1%	26,5%	29,1%	2,98	2,56	1,25	0,63	1,15	-	1,3	7,9	37,8
CUTISIN, a.s.	2,9%	10,0%	8,0%	10,8%	7,96	6,13	2,44	0,93	1,15	-	0,5	5,3	10,7
GRANITOL, a.s.	-14,4%	2,2%	1,4%	2,6%	1,53	1	0,08	0,67	1,27	1,85	1,9	7,1	12,4
GUMOTEX, a.s.	-12,6%	6,7%	1,6%	9,6%	1,28	0,75	0,03	0,48	1,38	2,92	1,5	4,1	7,8
KOPOS KOLÍN, a. s.	-9,2%	6,1%	11,7%	12,4%	2,01	1,13	0,13	0,15	1,31	0,56	1,8	9,5	10,8
DAFE - PLAST JIHLAVA s.r.o.	-11,8%	5,2%	5,3%	10,0%	1,16	1,01	0,42	0,45	1,04	15,42	2,1	8,5	33,7
DURA-LINE CT s.r.o.	-14,3%	3,1%	-2,7%	4,1%	12,39	11,47	4,83	0,76	2,64	15,66	0,6	1,8	12,7
EuWe Eugen Wexler s.r.o.	3,3%	10,2%	14,8%	12,9%	3,34	2,64	1,18	0,54	1,09	150,9	1,1	10,1	21,1
INOTECH ČR, spol. s r.o.	-2,3%	8,7%	12,9%	21,5%	1,7	0,7	0,04	0,2	1,29	2,15	2,1	14,3	9,4
OKULA a.s. Nýrsko	-13,9%	2,7%	1,7%	3,3%	4,08	2,4	0,08	0,62	2,64	1,59	1,8	4,5	224,8
PLASTIK HT, a. s.	-27,9%	3,0%	4,2%	5,2%	0,78	0,36	0,02	0,33	0,71	2,03	1,5	7,7	6,6
Plastkov, s.r.o.	1,9%	19,0%	30,3%	35,9%	0,52	0,26	0,16	0,34	0,47	6,24	1,2	21,4	9,1
Teiko, s.r.o.	17,9%	24,3%	39,0%	50,3%	1,04	0,5	0,09	0,42	1,03	114,7	1,9	9,3	7,0
Ekoplastik, a.s.	26,1%	35,6%	35,2%	47,4%	9,77	6,99	3,8	0,71	2,82	154,7	1,3	5,4	6,1
Fosfa akciová společnost	-0,2%	7,3%	8,6%	8,6%	2,26	1,42	0,45	0,86	1,15	28,81	1,1	10,2	11,8

HPQ - Plast, s.r.o.	5,7%	15,7%	32,6%	27,2%	1,07	0,73	0	0,34	1,1	6,49	1,8	5,9	12,8
PEGUFORM BOHEMIA, k. s.	-18,6%	-8,3%	-0,2%	21,2%	1,51	0,99	0,01	0,36	0,88	-69,1	1,7	4,7	14,4
Ronas, s.r.o.	6,9%	13,7%	17,0%	24,1%	1,75	1,26	0,38	0,57	1,42	923,8	1,9	6,8	12,2
STV, s.r.o.	-9,8%	6,9%	8,9%	13,1%	1,14	0,75	0,05	0,41	1,23	9,97	1,8	4,5	8,1
Greiner	-5,2%	9,7%	10,5%	10,7%	1,22	0,78	0,1	0,61	1,09	6,7	1,1	5,0	8,1
Odvětví	-2,8%	10,0%	13,4%	15,8%	2,81	2,04	0,71	0,51	1,16	3	1,6	6,0	10,5

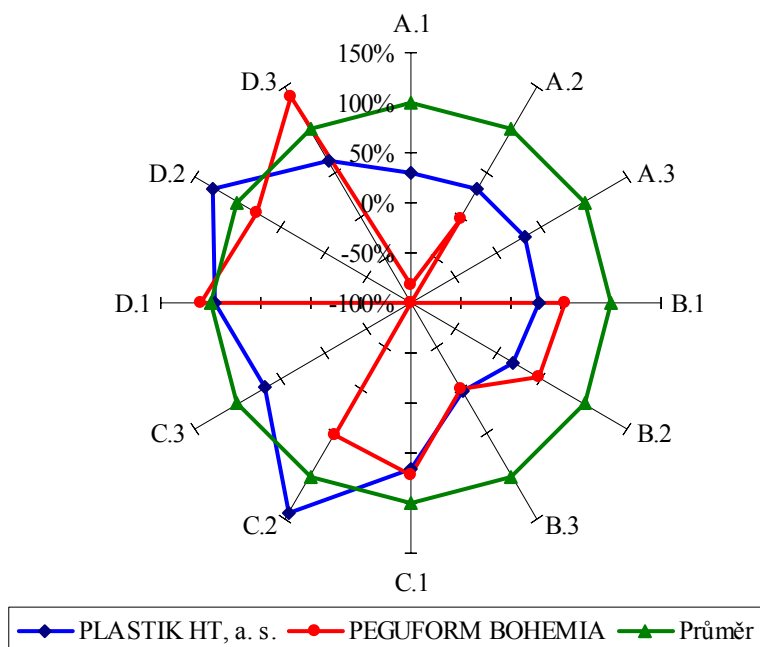
Název podniku	EVA (spread)	A1	A2	A3	B1	B2	B3	C1	C2	C3	D1	D2	D3
PW Eagle Inc	-9,8%	9,0%	2,2%	11,4%	1,29	0,45	0,01	0,19	1,19	1,09	1,88	12,2	6,46
Core Molding Techn.Inc	-9,8%	8,1%	10,4%	9,6%	2,31	1,76	0,74	0,3	1,44	2,58	1,46	7,57	21,2
Atlantis Plastics Inc	-8,0%	6,6%	4,8%	7,7%	1,96	1,04	0,04	0,28	1,25	1,5	1,41	8,24	11,3
AEP Industries Inc	-35,0%	5,1%	-2,9%	7,4%	1,3	0,71	0,02	0,13	1,17	0,95	1,41	6,17	8,19
Summa Industries	-0,5%	8,8%	7,8%	10,7%	1,93	1,16	0,04	0,51	1,17	3,43	1,19	5,93	9,44
Spartech Corp	4,4%	8,2%	11,8%	11,8%	1,67	0,95	0,05	0,34	0,91	4,26	1,04	7,19	9,44
A. Schulman Inc	4,0%	10,3%	9,0%	12,8%	3,54	2	0,54	0,58	2,56	11,41	1,58	5,62	5,71
Tredegear Corp	-7,2%	2,2%	-0,5%	2,4%	2,14	1,78	0,82	0,55	1,27	1,99	0,88	5,82	16,8
U.S. Plastic Lumber Co.	-91,7%	10,3%	45,4%	12,4%	0,58	0,24	0,02	0,41	0,87	-0,77	0,57	9,98	9,59
Průměr odvětví	-17,1%	5,3%	-0,3%	6,8%	1,86	1,12	0,25	0,37	1,31	2,94	1,27	7,17	9,34

Zdroj primárních dat: Albertina data s.r.o. – Firm Monitor, www.aspekt.cz, www.mpo.cz

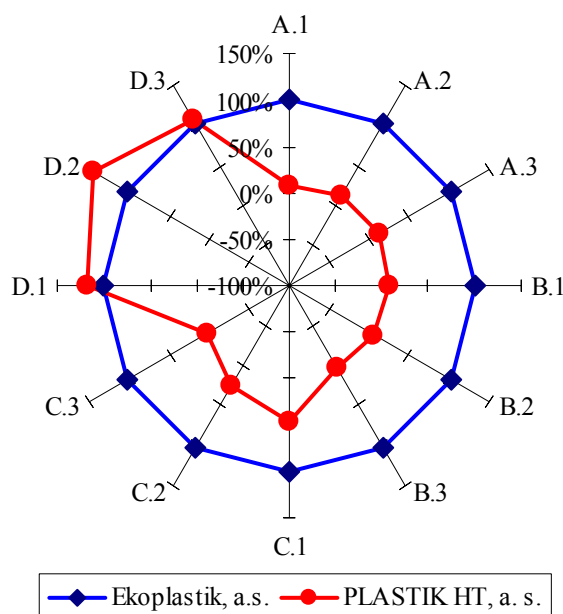
A.1 – ROA (EBIT/aktiva), **A.2** – ROE (Čistý zisk/VK), **A.3** - EBIT/C (úplatný kapitál),
B.1 – Běžná likvidita, **B.2** – Pohotová likvidita, **B.3** – Okamžitá likvidita, **C.1** – VK/Aktiva,
C.2 – Dlouhodobý kapitál/Dlouhodobý majetek, **C.3** – Úrokové krytí, **D.1** – Tržby/Aktiva,
D.2 – Tržby/Pohledávky, **D.3** – Tržby/Zásoby



Obrázek 16: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejvyšší hodnotou EVA (spreadem) s průměrem v odvětví jako benchmarkem



Obrázek 17: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejnižší hodnotou EVA (spreadem) s průměrem v odvětví jako benchmarkem



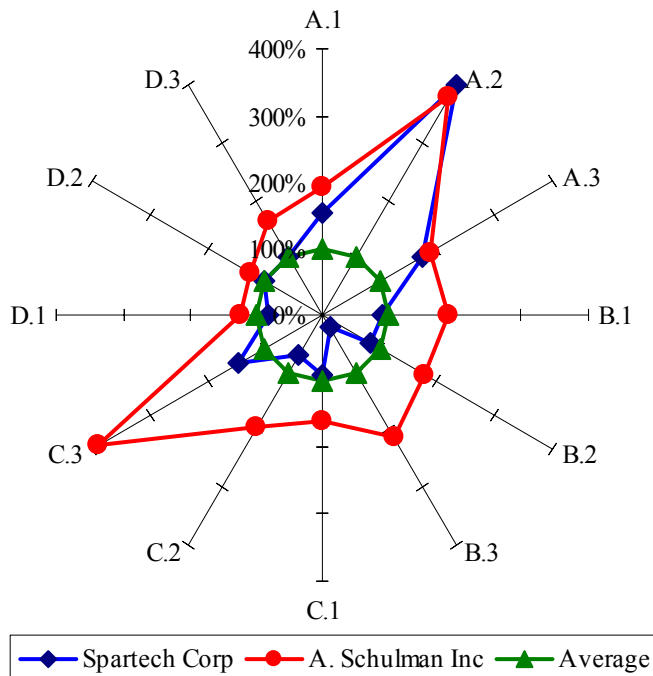
Obrázek 18: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA (spreadem) s podnikem s nejvyšší hodnotou EVA (spreadem) jako benchmarkem

Úspěšné podniky ve vzorku (vykazující pozitivní výsledek spreadu) dosahují většinou vysokých hodnot rentability. U mnoha z nich lze také konstatovat nízkou zadluženost a vysokou likviditu. Je ovšem důležité být opatrným při hodnocení podnikové zadluženosti. Vyšší podíl vlastního kapitálu je pozitivní pouze v případě, že podnik není schopen využít pozitivní efekt finanční páky (o pozitivním účinku finanční páky mluvíme v případě, že rentabilita úplatného kapitálu je vyšší než úroková míra z dluhů). Tento případ lze vidět u podniků Ekoplastik a SAI Automotive Bohemia (obrázek 16), které dosahují vysoké kladné hodnoty spreadu (a tvoří ekonomickou přidanou hodnotu), přesto ale nevyužily všechny možnosti pro zvýšení své výkonnosti, např. zvýšením podílu cizích zdrojů pro své financování. Ve prospěch tohoto financování mluví vysoká rentabilita úplatného kapitálu i vysoké úrokové krytí. Oba podniky mají výrazně vysokou likviditu a jsou schopny splácet své závazky. Nicméně likvidita je další aspekt hospodaření podniku, který musí být hodnocen opatrně. Na jedné straně vysoká likvidita přispívá k finanční stabilitě, na druhé straně snižuje efektivnost – peníze jsou umrtveny v podobě vysokých zásob, pohledávek nebo nízkoúročeného (příp. neúročeného) finančního majetku, tak jak to vidíme u obou těchto společností. Podniky s nízkou zadlužeností a vysokou likviditou ovšem vykazují obvykle nižší náklady na kapitál, což přispívá k tvorbě EVA.

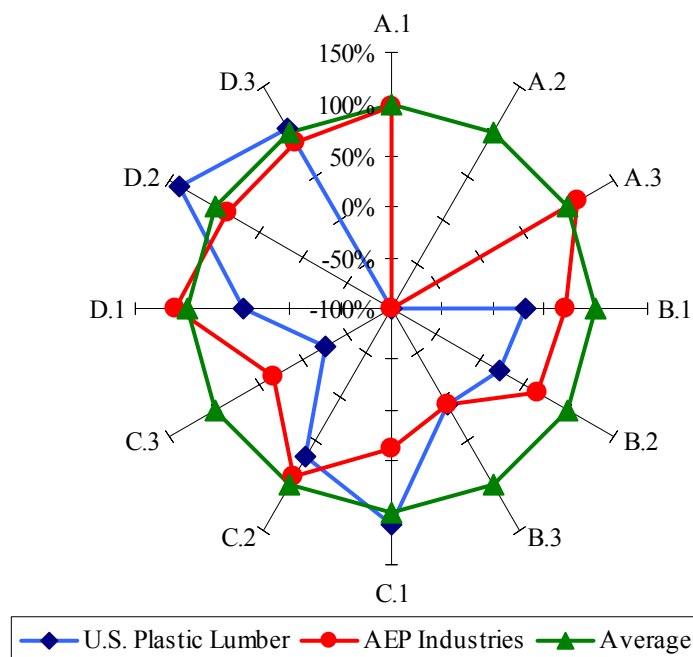
Pro podniky s nejhorší výkonností ve vzorku - PLASTIK HT a PEGUFORM (obrázek 17) je společná nízká ziskovost, příp. ztráta, nízká likvidita (zejména okamžitá) a vysoká zadluženost. PLASTIK HT má navíc dlouhou dobu obratu zásob. Nízký (záporný) spread je způsoben také vysokými náklady na kapitál jako důsledek vysokého rizika plynoucího ze zadlužení a nízké likvidity.

Pokud porovnáme podnik s nejvyšší a nejnižší výkonností (obrázek 18), je evidentní, že se hospodaření liší ve všech sledovaných oblastech; pouze z ukazatelů obratu aktiv jsou výkony srovnatelné. U podniku PLASTIK HT jsou největším problémem nízké ziskové marže (nízké ve srovnání s podnikem s nejvyšší výkonností i s průměrem v odvětví).

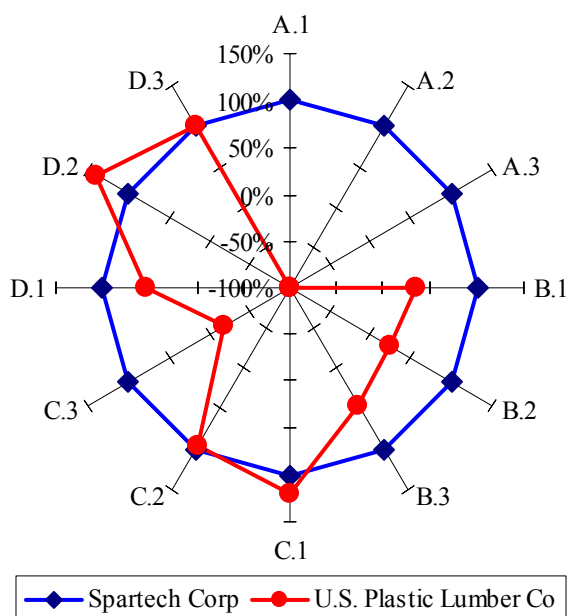
Oba nejúspěšnější podniky ze vzorku amerických podniků (s pozitivním spreadem - A. Schulman Inc. and Spartech Corp.) dosáhly vysokých hodnot rentability (viz obrázek 19). A. Schulman Inc. se navíc vyznačuje nízkou zadlužeností, vysokou finanční stabilitou, která je dána vysokou hodnotou krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, vysokým úrokovým krytím a rovněž tak vysokou likviditou. Podnik by mohl mít ještě vyšší rentabilitu s využitím většího množství cizího kapitálu. U.S. Plastic Lumber vykazuje nejvyšší negativní hodnotu EVA z testovaného vzorku (obrázek 20). To je způsobeno především vysokými ztrátami, které jsou dále posilovány zvyšujícím se zadlužením. Společnost má také problémy se svou likviditou. AEP Industries Inc. má negativní hodnotu EVA díky nízké rentabilitě a vysokým nákladům na kapitál, které jsou zapříčiněny především výraznou zadlužeností a nízkou likviditou. Porovnáme-li nejvíce a nejméně výkonný americký podnik, je zřejmé, že všechny skupiny poměrových ukazatelů mají vliv na úspěch podniku měřený ukazatelem EVA (obrázek 21).



Obrázek 19: Porovnání finančních ukazatelů 2 podniků s nejvyšší hodnotou EVA (spreadem) v USA s průměrem v odvětví jako benchmarkem



Obrázek 20: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA v USA (spreadem) s podnikem s nejvyšší EVA (spreadem) jako benchmarkem



Obrázek 21: Porovnání finančních ukazatelů podniku s nejnižší EVA v USA (spreadem) s podnikem s nejvyšší EVA v USA (spreadem) jako benchmarkem

Závěr benchmarkingové studie

Mnoho výzkumů došlo k závěru, že existuje značný podíl firem se slabou výkonností nebo nevyužitými silnými stránkami či příležitostmi. Jednou z možností, jak je odhalit, je benchmarking. Díky němu si mohou podniky

vytvořit lepší představu o tom, kde jsou jejich slabiny, ale i silné stránky a tímto směrem pak zaměřit své úsilí pro zvýšení výkonnosti podniku.

8.3.2 Benchmarkingová studie vybrané subsektory plastického průmyslu

Cílem benchmarkingové studie je posoudit finanční situaci podniků působících v plastickém průmyslu (konkrétně v odvětví OKEČ 25.220 - výroba plastových obalů) v roce 2003 a vybrat podniky, které v analyzovaném období dosáhly nejlepších ekonomických výsledků a identifikovat příčinné faktory tohoto výsledku. Výsledky studie lze dále využít pro hodnocení a řízení výkonnosti firem v uvedeném oboru podnikání - jak bude demonstrováno na případové studii v kapitole 8.4.

Postup řešení:

Pro naplnění cíle benchmarkingové studie bylo řešení rozděleno do následujících kroků:

1. Výběr podniků, které budou tvořit základní soubor pro vyhodnocení
2. Volba klíčového ukazatele finanční výkonnosti
3. Výpočet EVA pro všechny podniky v odvětví a rozčlenění do skupin
4. Na základě klíčového ukazatele výkonnosti identifikace benchmarku (tzn. nejlepšího podniku v odvětví), vytvoření pyramidové soustavy ukazatelů a identifikace faktorů ovlivňujících EVA u benchmarku
5. Výběr ukazatelů ovlivňujících EVA, které budou podrobeny analýze
6. Vyhodnocení ukazatele EVA s využitím aplikace metod vícekritériálního hodnocení a to:
 - a. k hodnocení homogenity souboru podniků náležících do OKEČ 25.200 - výroba plastových obalů
 - b. stanovení odvětvových charakteristik (standardů)
 - c. formulace závěrů
7. shrnutí poznatků, závěr

KROK 1: Výběr podniků

Vstupní data pro zpracování případové studie byla čerpána z databází Aspekt a Albertina (poslední aktualizace březen 2005), Obchodního věstníku a výročních zpráv jednotlivých společností. Podmínkou do zařazení byla

převažující ekonomická činnost OKEČ 25.220 (Výroba plastových obalů), získaná účetní závěrka a počet zaměstnanců větší než 10. Těmto požadavkům vyhovělo pro rok 2003 celkem 19 společností. Základní charakteristiky podniků jsou uvedeny v příloze C. Seznam společností zařazených do základního souboru:

Podnik

ACCUMALUX M.B. s.r.o.
Alfa Plastik a.s.
ALPLA s.r.o.
BRISK, výrobní družstvo
Czech plastic production, s.r.o.
Eko Pet, a.s.
Eva Filsáková – VINAMET
GIO'STYLE PAP a.s.
Greiner
Invos s.r.o.
Jan Kašník – DIXI
KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.
KYJOVAN trade, s.r.o.
LUCCO, s.r.o.
PK Plast, s.r.o.
Polfin Ploština, s. r. o.
PSP izoterm s. r. o.
Rexam Petainer Aš, s. r. o.
SP METAL CZ s. r. o.

KROK 2: Volba a výpočet klíčového ukazatele výkonnosti

Jako nejvýznamnější ukazatel finanční výkonnosti byl dle zaměření práce zvolen účetní model Ekonomické přidané hodnoty (EVA). Jeho výpočet bude proveden dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR – viz vztah 7.5. Daleko přesnější by samozřejmě byla aplikace ekonomického modelu, ta však není možná z důvodu nedostatku doplňujících interních informací.

KROK 3: Výpočet EVA pro všechny podniky v odvětví a rozčlenění do skupin dle tvorby EVA

Podniky jsou rozděleny dle tvorby či ničení EVA do následujících skupin:

Tabulka 28: Členění dle tvorby EVA

Skupina	Podmínka	Tvoří podnik EVA
EVA I.	$ROE > r_e$	ANO
EVA II.	$r_e > ROE > r_f$	NE
EVA III.	$r_f > ROE > 0$	NE
EVA IV.	$ROE < 0$	NE
EVA V.	$VK < 0$	NE

Pro všechny podniky je spočítána ekonomická přidaná hodnota a jsou rozděleny do skupiny dle tvorby či ničení EVA (viz tabulka 29).

Tabulka 29: Rozdělení podniků do skupin dle tvorby EVA

Sk.	Podnik	ROE	r_e	VK (tis. Kč)	EVA (tis.Kč)	Spread
I.	Alfa Plastik a.s.	21,2%	12,1%	123 743	11 294	9,1%
	PSP izoterm s. r. o.	31,6%	18,3%	12 347	1 644	13,3%
	ALPLA s.r.o.	58,2%	12,1%	210 079	97 025	46,2%
	Eko Pet, a.s.	24,0%	9,9%	212 313	29 818	14,0%
	Eva Filsáková - VINAMET	28,1%	9,5%	65 825	12 272	18,6%
	Greiner	9,0%	7,7%	775 719	10 483	1,4%
	BRISK, výrobní družstvo	14,1%	9,4%	14 303	672	4,7%
	Czech plastic production, s.r.o.	19,0%	10,7%	27 788	2 304	8,3%
	Rexam Petainer Aš, s. r. o.	23,2%	12,8%	620 860	64 496	10,4%
II.	Polfin Ploština, s. r. o.	5,1%	23,1%	37 950	-6 802	-17,9%
	KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.	5,1%	11,8%	128 069	-8 598	-6,7%
	ACCUMALUX M.B. s.r.o.	8,6%	14,0%	58 959	-3 193	-5,4%
	GIO'STyle PAP a.s.	14,1%	28,7%	252 086	-36 818	-14,6%
	Jan Kašník – DIXI	17,7%	27,5%	39 343	-3 822	-9,7%
	LUCCO, s.r.o.	19,1%	37,2%	8 170	-1 479	-18,1%
III.	Invos s.r.o.	1,4%	14,2%	192 187	-24 649	-12,8%
IV.	SP METAL CZ s. r. o.	-12,5%	49,8%	49 805	-30 998	-62,2%
V.	KYJOVAN trade, s.r.o.	-16,3%	*	-8 803	*	*
	PK Plast, s.r.o.	11,9%	*	-992	*	*

* výpočet není možný

Z tabulky 29 je zřejmé, že z 19 analyzovaných podniků jich 9 tvoří kladnou EVA a náleží do I. skupiny. Dalších 6 podniků dokáže prostředky lépe než kolik činila bezriziková úroková sazba (v roce 2003 4,1%), ale méně než kolik dosahovaly náklady na použitý vlastní kapitál. Ve III. skupině je 1 podnik, který dosahuje kladné rentability vlastního kapitálu, ale jeho výnosnost nedosáhla výše bezrizikové úrokové sazby. Ve IV. skupině pak můžeme vidět podnik, který nejenže netvořil EVA, ale dokonce dosáhl i záporné hodnoty výsledku hospodaření. V V. skupině jsou 2 podniky, u kterých nebylo možné ukazatel EVA spočítat, protože dosáhly záporné hodnoty vlastního kapitálu. Tyto 2 společnosti (KYJOVAN trade, s.r.o. a PK Plast, s.r.o.) budou z výše uvedeného důvodu vyloučeny z další analýzy.

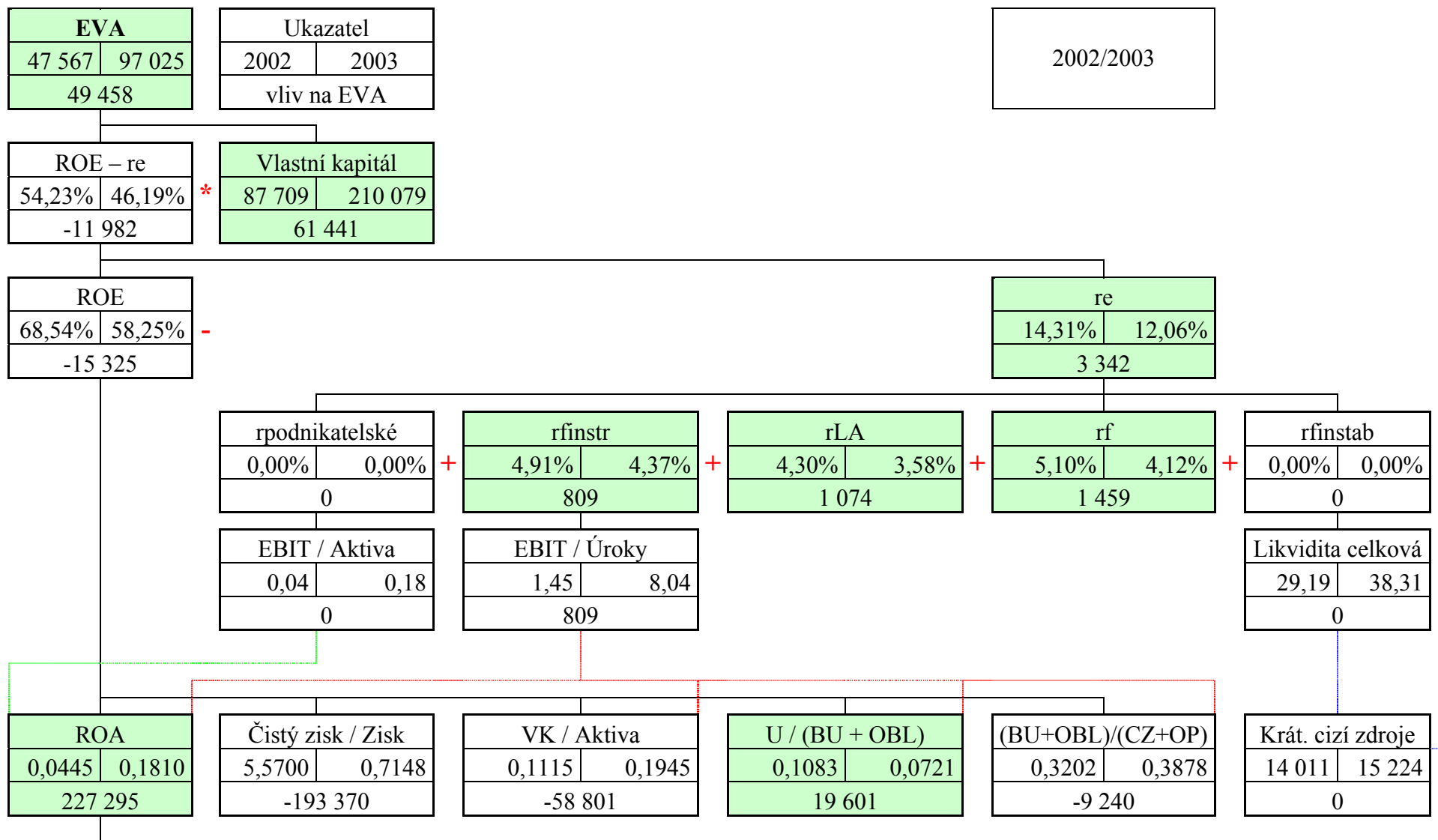
KROK 4: Identifikace benchmarku, vytvoření pyramidové soustavy ukazatelů a identifikace faktorů ovlivňujících EVA u benchmarku

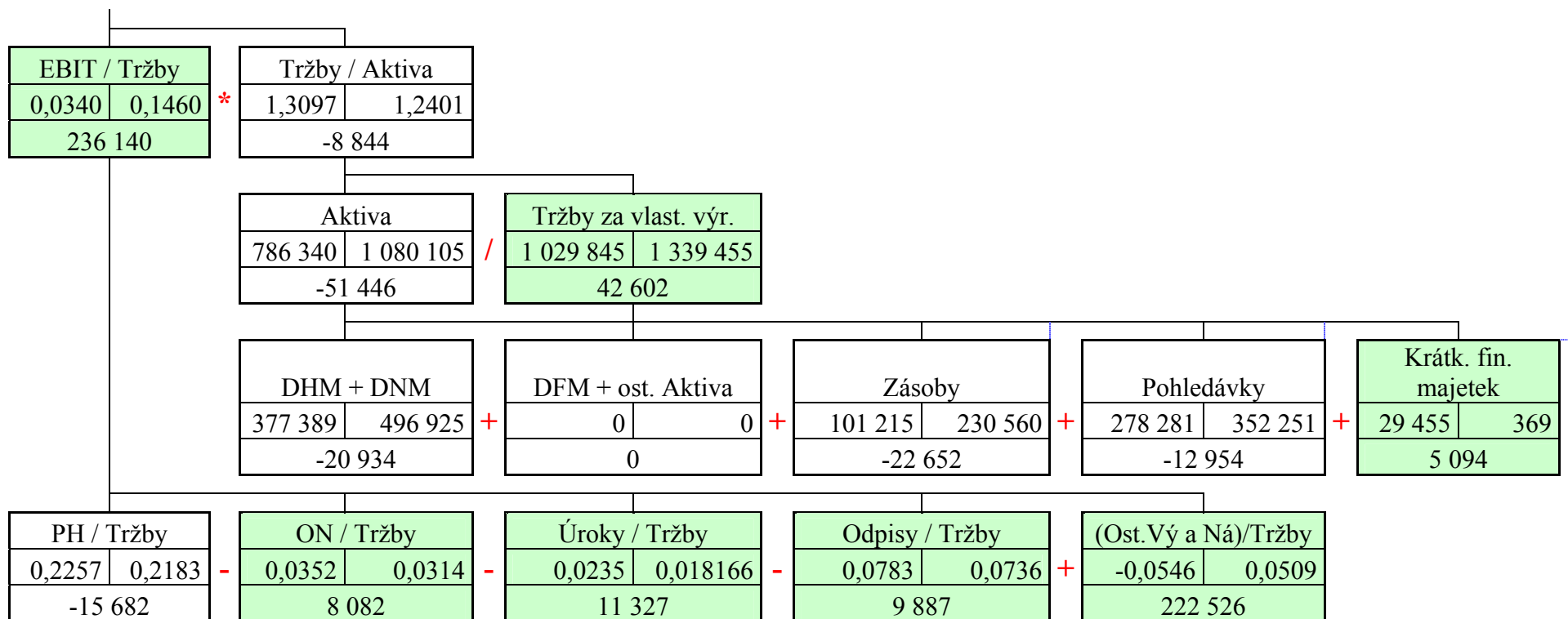
Jako benchmark (tzn. nejlepší podnik) z testovaného vzorku podniků byl vybrán podnik, jenž dosáhl nejvyšší hodnoty tzv. spreadu ($ROE - r_e$). Nejvyššího spreadu, jakožto i nejvyšší hodnoty EVA, dosáhl podnik ALPLA s.r.o.

Podnik	ROE	r_e	VK (v tis. Kč)	EVA (v tis. Kč)	Spread
ALPLA s.r.o.	58,25%	12,06%	210 079	97 025	46,19%

V další části benchmarkingové studie budou na základě pyramidového rozkladu identifikovány faktory, které ovlivnily výkonnost podniku. K lepšímu znázornění bude použita pyramidová soustava podniku ALPLA pro roky 2002-2003 – viz obrázek 22. Pozitivní a negativní vlivy budou přehledně znázorněny v tabulkách 30 a 31.

Rozklad vlivů analytických ukazatelů na přírůstek syntetického ukazatele EVA - ALPLA





Obrázek 22: Pyramidový rozklad - ALPLA

Tabulka 30: Přehled faktorů ovlivňujících EVA pozitivně

Ukazatel	2002	2003	vliv na EVA
EBIT / Tržby	3,40%	14,60%	236 140
ROA	4,45%	18,10%	227 295
(Ost. Vý a Ná)/Tržby	-5,46%	5,09%	222 526
Vlastní kapitál	87 709	210 079	61 441
Tržby za vlast. výr.	1 029 845	1 339 455	42 602
U / (BU + OBL)	0,11	0,07	19 601
Úroky / Tržby	2,35%	1,82%	11 327
Odpisy / Tržby	7,83%	7,36%	9 887
ON / Tržby	3,52%	3,14%	8 082
Krátk. fin. majetek	29 455	369	5 094
Re	14,31%	12,06%	3 342
Rf	5,10%	4,12%	1 459
rLA	4,30%	3,58%	1 074
Rfinstr	4,91%	4,37%	809
Rfinstab	0,00%	0,00%	0
Podnikatelské	0,00%	0,00%	0

Tabulka 31: Přehled faktorů ovlivňujících EVA negativně

Ukazatel	2002	2003	vliv na EVA
Čistý zisk / Zisk	5,57	0,71	-193 370
VK / Aktiva	0,11	0,19	-58 801
Aktiva	786 340	1 080 105	-51 446
Zásoby	101 215	230 560	-22 652
DHM + DNM	377 389	496 925	-20 934
PH / Tržby	22,57%	21,83%	-15 682
ROE	68,54%	58,25%	-15 325
Pohledávky	278 281	352 251	-12 954
(BU+OBL)/(CZ+OP)	0,32	0,39	-9 240
Tržby / Aktiva	1,31	1,24	-8 844

Z obrázku 22 je patrné, že se hospodaření společnosti ALPLA v roce 2003 zlepšilo a hodnota EVA se zvýšila takřka o 50 mil. Kč. Nejdříve bude pozornost zaměřena na vlivy, které tvorbu EVA ovlivnily pozitivně.

Nejvýznamnější pozitivní vliv na tvorbu EVA v roce 2003 měla **zvýšená zisková marže** (EBIT/Tržby), která se promítla do vyšší **produkční síly aktiv** (ROA). Vysoká zisková marže byla nejvýrazněji ovlivněna zvýšením **ostatních provozních výnosů**. Dále byla kladně ovlivněna i poklesem podílu dalších nákladových položek vůči tržbám - **nákladových úroků, osobních nákladů i odpisů**. Dalším pozitivním faktorem ovlivňujícím EVA byl nárůst **vlastního kapitálu** (především díky zvýšenému výsledku hospodaření). Vliv vlastního kapitálu nemusí být vždy pozitivní, v případě Alply však vzhledem ke kladnému spreadu ($ROE - r_e$) pozitivně působil. Nelze opomenout ani výrazný nárůst **tržeb**. Pozitivně lze hodnotit pokles nákladů na vlastní kapitál, který byl vyvolán poklesem všech rizikových sazeb.

Následuje analýzu vlivů, které negativně působí na EVA. Pominout nelze negativní vliv vývoje **rentability vlastního kapitálu** (ROE), který byl vyvolán především růstem **daňové povinnosti** (ČZ/Zisk). V předešlých letech podnik žádnou daň z příjmů neplatil, protože uplatňoval ztrátu z let minulých. Jako problematické se jeví hodnocení vlivu **kapitálové struktury** (VK/A). Snižování zadlužení v roce 2003 sice přispělo ke snížení EVA (v případě podniku působí kladně finanční páka a zvyšování cizích zdrojů přispívá k růstu ROE), ale tento krok je rovněž možno vnímat pozitivně, protože finanční riziko je z důvodu vysokého zadlužení konkrétně u podniku ALPLA významné. Dalším negativním vlivem byl nárůst používaného majetku – především **DHM** a **DNM**, ale také nárůst **zásob** a **pohledávek**.

Na závěr provedené analýzy malé doporučení podnikům: Nelze doporučit provádět analýzy jen na základě velikostí vlivů na EVA, jak je uvedeno v tabulkách 30 a 31. Vždy je třeba uvažovat v širších souvislostech – pozornost musí být zaměřena nejlépe na celý rozklad, protože jen tak je možno vidět jednotlivé vlivy provázány a na základě nich pak správně analyzovat vývoj daného podniku.

KROK 5: Výběr ukazatelů ovlivňujících EVA, které budou podrobeny analýze

V poslední fázi budou zkoumány další faktory, které nejvýznamněji ovlivňují tvorbu EVA. Byly vybrány a testovány následující ukazatele (konstrukce jednotlivých ukazatelů je vždy uvedena v závorce u příslušného ukazatele):

1. Z ukazatelů rentability

- ROE – rentabilita vlastního kapitálu (čistý zisk / vlastní kapitál)
- ROA – produkční síla aktiv (EBIT / aktiva)
- ROS – zisková marže (čistý zisk / tržby)

2. Z ukazatelů **likvidity**

- BL – běžná likvidita (oběžný majetek / krátkodobé cizí zdroje)
- PL – pohotová likvidita ((pohledávky + krátkodobý finanční majetek) / krátkodobé cizí zdroje)
- HL – hotovostní likvidita (finanční majetek / krátkodobé cizí zdroje)

3. Z ukazatelů **zadluženosti**

- CZ – celková zadluženost (cizí zdroje / aktiva)
- DK/DA – krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji (dlouhodobé zdroje / dlouhodobý majetek)
- VK/DA – krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem (vlastní kapitál / dlouhodobý majetek)

4. Z ukazatelů **aktivity**

- OA – obratovost aktiv (tržby / aktiva)
- DOPOHL – doba obratu pohledávek ((pohledávky / tržby) *360)
- DOZAV – doba obratu závazků ((krátkodobé závazky / tržby) *360)
- DOZAS – doba obratu zásob ((zásoby / tržby) *360)

5. Z **ostatních ukazatelů**

- PH/T – podíl přidané hodnoty na tržbách
- VS/T – podíl výkonové spotřeby na tržbách
- ON/T – podíl osobních nákladů na tržbách
- O/T – podíl odpisů na tržbách

6. Analýza **nákladů vlastního kapitálu**

KROK 6: Vyhodnocení ukazatelů

V tomto postupovém kroku půjde prioritně o vyhodnocení daného souboru 17 podniků zabývajících se výrobou plastových obalů pomocí metod vícekritériálního hodnocení. I když se jedná o metody jednoduché, jejich využití v praxi je zatím omezené – připomeňme si, co tedy obnáší.

Nejprve půjde o to analyzovat daný soubor podniků. Výběr byl podřízen hledisku shody předmětu činnosti. Toto hledisko je sice důležité pro začlenění do oboru, ale zdaleka nám nezajišťuje, že si podniky budou ve všech charakteristikách podobné. Proto se na soubor pokusíme podívat ze statistického hlediska, což bude základním předpokladem pro to, abychom mohli vyvozovat určité závěry, které se nabízejí analýzou v souboru zařazených podniků a

především tyto závěry zevšeobecňovat v kontextu odvětví a použít je například jako benchmark.

Jednou ze základních statistických charakteristik souboru je hodnocení tzv. „homogenity“, resp. stejnorodosti souboru podniků. Ze statistického hlediska lze pro měření homogenity využít variačního koeficientu.

U variačního koeficientu hodnotíme především:

a) Celkovou úroveň – pokud je variační koeficient větší než 50 %, pak soubor podniků můžeme označit jako nesourodý a použití aritmetického průměru je stěží oprávněné,

b) Vývoj variačního koeficientu a tím i homogenity zkoumaných ukazatelů v čase.

Podrobný přehled vypočtených poměrových ukazatelů za celý soubor 17 podniků a jejich statistické vyhodnocení je uvedeno v tabulkách 32-34. Z tabulky 34 je zřejmé, že soubor podniků je homogenní převážně v ukazatelích zadluženosti, obratovosti a ostatních ukazatelů. Jako nehomogenní soubor je nezbytné označit skupinu ukazatelů rentability a likvidity. I když v případě rentability dosahuje střední hodnota vyšších hodnot, než jsou obecná doporučení, jedná se o soubor značně rozkolísaný. Obdobné závěry platí i pro ukazatele likvidity.

V další části se budeme zabývat hodnocením podniků v rámci souboru podle jednotlivých ukazatelů.

1. Ukazatelé rentability

Střední hodnota u ukazatele ROE vykazuje u vybraného vzorku podniků střední hodnotu 17 % (průmysl jako celek dosáhl střední hodnoty u ROE 8 %). Korelace s EVA je dle očekávání vysoká a dosáhla 80 %. Za velice dobré lze označit i výsledky ukazatelů rentability celkového kapitálu (10,7 %) a rentability tržeb (6,5 %). Ukazatele ROA a ROS však již nevykazují tak vysokou korelaci s EVA (63 % a 51 %), přesto je můžeme považovat za významné faktory mající vliv na EVA. Podnik ALPLA (který je v naší studii označen jako benchmark) dosáhl nejvyšší hodnoty ROE z testovaného vzorku. I v ostatních ukazatelích rentability dosáhl velice dobrých výsledků, i když již ne nejlepších. Podniky, které netvořily EVA se ocitly na posledních místech.

2. Ukazatelé likvidity

Z ukazatelů likvidity byly testovány následující: běžná likvidita (BL), pohotová likvidita (PL) a hotovostní likvidita (HL). Podniky dosáhly v průměru BL-1,65, PL-1,10, HL-0,28, což znamená, že v průměru splnily kritéria doporučená MPO (BL-1,5, PL-1, HL-0,2) a odpovídají průměru dosaženého průmyslem jako celkem (BL-1,28, PL-0,92, HL-0,21). Co se týče závislosti likvidit a dosažené hodnoty EVA, byla u BL vykázána nejvyšší, i když ne příliš silná kladná korelace 26 %. Benchmark odvětví dosáhl doporučených hodnot likvidit, s výjimkou velice nízké hotovostní likvidity, která byla zapříčiněna nedostatkem krátkodobého finančního majetku. Obecně lze konstatovat, že podniky dosahující kladné EVA, dosahují i vyšších hodnot likvidity. Podniky náležící do III. a IV. skupiny dosáhly přijatelných hodnot likvidity. Z uvedeného lze vyvodit, že i podniky, které dosahují dobrých hodnot likvidity, ještě nemusí tvořit hodnotu a analogicky – podniky, které netvoří hodnotu, nemusí mít špatnou likviditu. Jak již bylo naznačeno v části 7.4.4 a ověřeno v případové studii (*Pavelková, Knápková, 2004*), likvidita ovlivňuje EVA dvěmi protichůdnými vlivy. Nízká likvidita má na jednu stranu pozitivní vliv v nižších požadavcích na kapitál (snižuje C), na druhou stranu však vyšší zadluženost přispívá k vyššímu riziku podniku, které by mělo vyústit do zvýšených nákladů kapitálu (WACC).

3. Ukazatelé zadluženosti

Výrobci plastových obalů dosahují zadlužení od 20 % do 82 %. Průměrná zadluženost dosahuje 50 %, což odpovídá průměrnému zadlužení běžnému v průmyslu. Zajímavé je, že nejlepší podnik v oboru ALPLA (dle EVA i spreadu) dosahuje takřka nejvyššího zadlužení – využívá ke svému financování více než 80% cizích zdrojů. Naopak podnik ze 3. skupiny dle tvorby EVA vykazuje zadlužení velice nízké. Opět lze zobecnit, že nízké zadlužení ještě neznamená, že podnik bude tvořit EVA a naopak, že vysoké zadlužení bude avizovat zápornou EVA. Je však zjevné, že nízké zadlužení přispěje k vyšší finanční stabilitě. Podniky v analyzovaném oboru většinou dodržují zlaté pravidlo financování a dlouhodobými zdroji pokrývají dlouhodobý majetek. Výjimku tvoří podniky Jan Kašník – DIXI, GIO'STYLE PAP a.s., Polfin Ploština a PSP izoterm. Zadluženost vykazuje velice slabou korelaci vůči EVA 13 %, což jen potvrzuje skutečnost podniku ALPLA, že vysoká zadluženost nemusí znamenat špatné výsledky hospodaření. Finanční teorie mluví o tzv. působení finanční páky, která může působit kladně (zvýšená zadluženost působí na zvýšení rentability vlastního kapitálu – případ ALPLY) nebo záporně (zvýšená zadluženost působí na snížení rentability vlastního kapitálu).

Vzhledem k výše uvedenému nemůže být korelace silná. Silnější korelace vůči EVA dosahuje krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem (25 %).

4. Ukazatelé aktivity

Nejpoužívanějším ukazatelem v této oblasti je obrat aktiv. Podniky dosáhly v průměru hodnoty obratovosti aktiv 1,18 (průmysl dosáhl hodnoty 1,13), což je vyšší hodnota než 1, která je analytiky považována za dostačující. 5 podniků nedosáhlo ani požadované hodnoty 1 (Czech Plastic Production, KOH-I-NOOR, Jan Kašník – Dixi, Greiner, GIO'STYLE PAP a.s. a Invos). Opět byla potvrzena nepřilíš silná pozitivní korelace mezi obratem aktiv a EVA (26 %). Nejlepší podnik v odvětví ALPLA využívá efektivně svá aktiva, problémem se jeví být vysoká doba obratu pohledávek.

5. Ostatní ukazatelé

PH se na tržbách podílí v průměru 32 %. Nejlepší podniky v oboru však dosahují podílu téměř až 50 %. Výrobní spotřeba se podílí na tržbách v průměru 71 %, nejlepší podniky dosahují hodnoty 50 %. ALPLA se výrazně odlišuje v podílu osobních nákladů vůči tržbám, který je v porovnání s ostatními podniky velice nízký. Dosažené korelace vůči EVA jsou v případě PH/T, O/T a VS/T velice slabé. Naopak v případě ON/T můžeme mluvit o silnější závislosti (- 53 %).

6. Analýza nákladů kapitálu

K výpočtů nákladů vlastního kapitálu byla použita metodika MPO ČR z roku 2003 – podrobněji viz příloha A (www.mpo.cz). Pro všechny podniky platí stejná bezriziková úroková míra, která byla v roce 2003 stanovena na 4,12 %. S nejnižšími náklady na kapitál pracuje podnik Greiner, což je mimo jiné způsobeno i tím, že se jedná o největší podnik v oboru, tudíž jeho přírážka za „likvidnost akcií“ je nejnižší. K větším podnikům, tzn. s nižší přírážkou za velikost, pracují ještě ALPLA a Rexam Petainer. Riziko podnikatelské je na základě použité metodiky pro téměř všechny podniky nulové, jelikož dosahují dostatečné produkční síly. Výjimkou je podnik SP METAL CZ, který pracuje s nejvyšší možnou 10% přírážkou. Vysoké riziko za finanční stabilitu se týká podniků s nízkou likviditou, jmenovitě Polfin Ploština, Jan Kašník – DIXI, GIO GIO'STYLE PAP a.s., Lucco. Přírážka za finanční strukturu je dána vysokým rizikem při používání cizího kapitálu a týká se podniků Jan Kašník – Dixi, GIO'STYLE PAP a.s., Lucco a SP METAL CZ.

Podniky pracují dle metodiky MPO průměrně s nákladem na vlastní kapitál 18,6 %. Korelace se EVA je silná a dosahuje hodnoty – 46 %.

Tabulka 32: Ukazatelé rentability, likvidity a zadluženosti

	Podnik	ROA	ROE	ČZ/T	BL	PL	HL	CZ/A	VK/DM	DZ/DM
1.	ACCUMALUX M.B. s.r.o.	2,7%	8,6%	2,5%	1,25	0,84	0,06	0,67	0,47	1,08
2.	Alfa Plastik a.s.	15,7%	21,2%	4,9%	1,39	0,73	0,06	0,53	1,08	1,28
3.	ALPLA s.r.o.	18,1%	58,2%	9,1%	1,81	1,09	0,00	0,81	0,42	1,52
4.	BRISK, výrobní družstvo	11,0%	14,1%	9,1%	2,78	2,62	1,16	0,22	1,38	1,38
5.	Czech plastic production, s.r.o.	7,5%	19,0%	5,7%	1,24	0,84	0,07	0,70	2,15	2,23
6.	Eko Pet, a.s.	23,0%	24,0%	11,1%	5,98	3,52	1,87	0,35	2,28	2,73
7.	Eva Filsáková – VINAMET	20,3%	28,1%	16,4%	2,23	1,76	0,95	0,28	1,45	1,56
8.	GIO'STYLE PAP a.s.	7,9%	14,1%	8,9%	0,87	0,56	0,05	0,54	0,77	0,90
9.	Greiner	9,5%	9,0%	6,6%	1,36	0,94	0,15	0,34	1,18	1,18
10.	Invos s.r.o.	2,0%	1,4%	2,4%	1,49	0,91	0,13	0,24	0,90	1,06
11.	Jan Kašník – DIXI	15,6%	17,7%	10,0%	0,73	0,64	0,01	0,49	0,62	0,92
12.	KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.	3,6%	5,1%	3,9%	1,97	1,35	0,07	0,30	1,59	1,64
13.	LUCCO, s.r.o.	9,5%	19,1%	1,8%	0,99	0,79	0,06	0,82	0,63	2,07
14.	Polfin Ploština, s. r. o.	3,7%	5,1%	2,0%	0,76	0,57	0,00	0,58	0,62	0,74
15.	PSP izoterm s. r. o.	18,5%	31,6%	6,8%	1,05	0,63	0,11	0,60	0,95	0,95
16.	Rexam Petainer Aš, s. r. o.	16,3%	23,2%	13,1%	1,07	0,36	0,00	0,36	0,96	1,04
17.	SP METAL CZ s. r. o.	-2,4%	-	-3,5%	1,08	0,54	0,00	0,66	0,84	1,11

Tabulka 33: Ukazatele obratovosti, ostatní ukazatele a náklady na vlastní kapitál

	Podnik	OA	DOZAS	DOPO	DOZAV	VS/T	ON/T	O/T	PH/T	r_e
1.	ACCUMALUX M.B. s.r.o.	1,07	35,1	67,0	73,0	79,8%	8,2%	9,8%	22,4%	14,04%
2.	Alfa Plastik a.s.	1,96	41,6	51,2	36,7	67,4%	21,0%	3,3%	33,3%	12,11%
3.	ALPLA s.r.o.	1,24	62,0	94,7	64,1	78,5%	3,1%	7,4%	21,9%	12,06%
4.	BRISK, výrobní družstvo	1,20	7,4	68,5	30,9	69,8%	24,6%	5,5%	33,0%	9,44%
5.	Czech plastic production, s.r.o.	0,99	100,2	192,4	230,7	81,7%	17,1%	3,7%	36,7%	10,73%
6.	Eko Pet, a.s.	1,39	75,5	51,3	31,0	81,3%	3,1%	3,7%	23,8%	9,93%
7.	Eva Filsáková – VINAMET	1,24	30,4	52,5	64,8	51,1%	16,4%	8,0%	48,5%	9,45%
8.	GIO'STYLE PAP a.s.	0,72	71,2	118,7	85,4	74,8%	11,8%	5,1%	27,4%	28,67%
9.	Greiner	0,89	52,8	103,1	35,2	66,7%	15,2%	8,6%	32,7%	7,70%
10.	Invos s.r.o.	0,45	32,5	62,0	52,7	77,4%	18,9%	3,7%	24,4%	14,21%
11.	Jan Kašník – DIXI	0,90	8,6	60,9	69,8	52,5%	20,7%	9,8%	47,6%	27,46%
12.	KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.	0,91	68,5	142,6	43,1	64,1%	29,7%	6,7%	42,4%	11,82%
13.	LUCCO, s.r.o.	1,75	31,3	109,1	79,4	82,7%	16,1%	1,8%	18,8%	37,18%
14.	Polfin Ploština, s. r. o.	1,11	25,4	75,1	111,2	61,3%	27,3%	8,4%	39,3%	23,07%
15.	PSP izoterm s. r. o.	1,85	43,6	54,6	84,6	70,0%	21,3%	1,7%	30,1%	18,28%
16.	Rexam Petainer Aš, s. r. o.	1,12	31,0	35,5	98,7	63,3%	6,2%	8,7%	35,6%	12,78%
17.	SP METAL CZ s. r. o.	1,23	86,6	84,8	67,4	79,6%	12,5%	12,2%	23,9%	49,77%

Tabulka 34: Statistické vyhodnocení ukazatelů

	ROA	ROE	ČZ/T	BL	PL	HL	CZ/A	VK/DM	DZ/DM
Stř. hodnota	0,11	0,17	0,07	1,65	1,10	0,28	0,50	1,07	1,38
Chyba stř. hodnoty	0,02	0,04	0,01	0,30	0,20	0,13	0,05	0,13	0,13
Medián	0,10	0,18	0,07	1,25	0,84	0,06	0,53	0,95	1,18
Směr. odchylka	0,07	0,15	0,05	1,24	0,83	0,53	0,20	0,54	0,54
Rozptyl výběru	0,01	0,02	0,00	1,54	0,69	0,28	0,04	0,30	0,29
Špičatost	-1,06	2,90	0,15	9,96	4,23	4,69	-1,23	0,50	1,26
Šikmost	-0,05	0,86	0,05	2,95	2,10	2,30	0,11	1,05	1,29
Rozdíl max-min	0,25	0,71	0,20	5,25	3,16	1,87	0,60	1,85	2,00
Variační koeficient	0,69	0,90	0,75	0,75	0,75	1,89	0,39	0,51	0,39
Korelace s EVA	0,63	0,80	0,51	0,26	0,17	0,12	0,13	0,00	0,25
	OA	DOZAS	DOPO	DOZAV	VS/T	ON/T	O/T	PH/T	re
Stř. hodnota	1,18	47,28	83,76	74,04	0,71	0,16	0,06	0,32	0,18
Chyba stř. hodnoty	0,10	6,42	9,68	11,36	0,02	0,02	0,01	0,02	0,03
Medián	1,12	41,63	68,48	67,42	0,70	0,16	0,07	0,33	0,13
Směr. odchylka	0,39	26,46	39,91	46,83	0,10	0,08	0,03	0,09	0,12
Rozptyl výběru	0,15	700,31	1592,7	2192,7	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01
Špičatost	0,27	-0,54	2,21	8,03	-0,55	-0,64	-0,94	-0,71	2,37
Šikmost	0,49	0,41	1,43	2,48	-0,62	-0,14	0,08	0,45	1,65
Rozdíl max-min	1,51	92,84	156,90	199,86	0,32	0,27	0,11	0,30	0,42
Variační koeficient	0,33	0,56	0,48	0,63	0,14	0,49	0,48	0,28	0,64
Korelace s EVA	0,26	-0,03	-0,22	-0,04	-0,03	-0,53	0,04	-0,06	-0,46

KROK 7: Omezení studie

Hlavním problémem studie je, že analyzuje „jen“ 19 společností, přestože v tomto odvětví existuje několik stovek podniků. Nutné je ovšem podotknout, že všechny významné podniky jsou ve studii obsaženy a vzhledem k tomu, že většina podniků v tomto odvětví je buď mikro nebo malých, není příliš vysoká šance na získání jejich údajů. Omezení studie spočívá v neúplných informacích, u některých firem byla analyzována „pouze“ zkrácená účetní závěrka (Accumalux MB). Proto bylo v některých případech nutné provést úpravy:

- EBIT byl nahrazen provozním výsledkem hospodaření
- V případě neznalosti úrokové sazby z cizích zdrojů ($U/BU+O$) byl použit vztah bezriziková úroková míra +2,5 %
- V případě zkrácené účetní závěrky není rozlišeno mezi běžnými a dlouhodobými bankovními úvěry, byla použita stejná metodika jako v Aspektu (www.aspekt.cz) – pro ukazatele likvidity byly všechny bankovní úvěry považovány za krátkodobé

Dalším problémem se ukázala býti aplikace stavebnicové metody, kterou využívá ke svým analýzám Ministerstvo průmyslu a obchodu. Jednotlivé výtky jsou namířeny především do těchto oblastí:

- Zásadně nelze souhlasit s předpokladem modelu, kterým je, že vážené průměrné náklady na kapitál se s výší zadlužení nemění. Zatím žádná vědecká práce nezpochybnila závěry tzv. „U-křivky“.
- Jak prokázala benchmarkingová studie - podnikatelské riziko odvozené pouze z ukazatele produkční síly a podílu úplatných zdrojů na celkovém kapitálu se jeví být rovněž problematické. Výsledkem aplikace tohoto postupu u OKEČ 25.220 bylo, že téměř všechny podniky pracovaly s nulovým podnikatelským rizikem a jen 1 podnik s rizikem 10 %. Zamyslíme-li se nad uvedeným - je reálné, aby v rámci jedné tak úzce definované subsektory byl takto významný rozdíl?
- Jako problematická se jeví rovněž přírážka za snížené riziko daná dosahovanou běžnou likviditou. Autoři modelu sice velice správně doporučují provést korekce pro podniky s vyšší finanční silou, což je však problém u podniků s nedostatkem interních informací.

KROK 8: Závěry

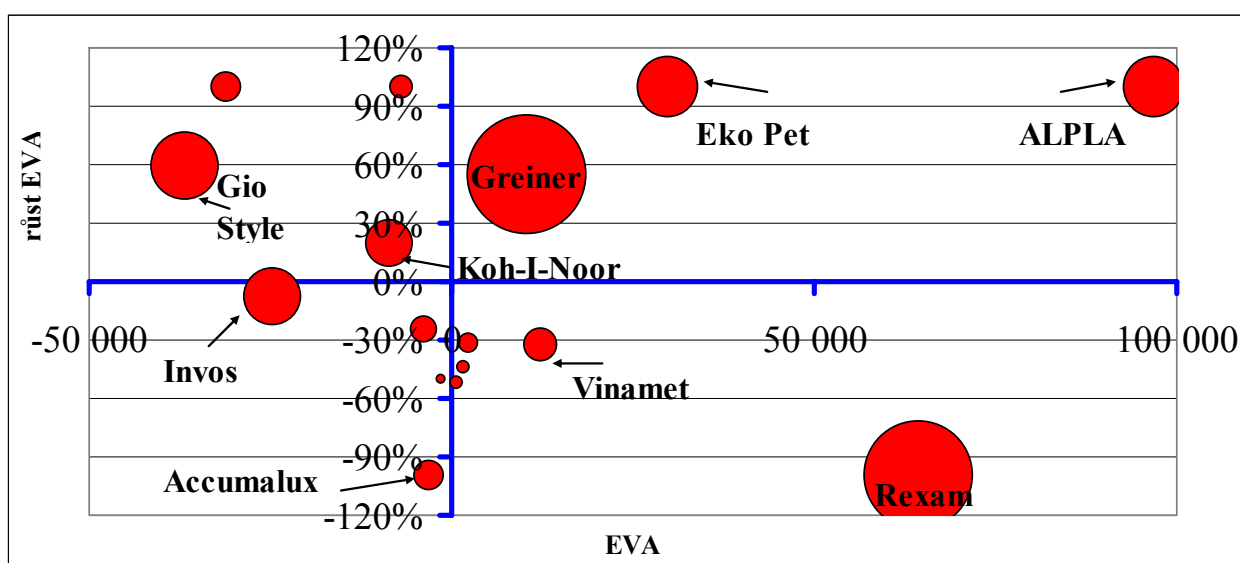
Obecně můžeme hospodaření podniků v OKEČ 25.220 hodnotit jako úspěšnou subsektory plastikářského průmyslu. 9 podniků z 19 testovaných tvoří hodnotu pro své vlastníky, dalších 6 pak dosáhlo ROE vyššího, než kolik činila v roce 2003 bezriziková sazba. Nejvýkonnějším podnikem v odvětví z analyzovaného vzorku byl identifikován podnik ALPLA, který dosáhl v roce

2003 nejvyššího spreadu. I když byl podnik označen jako nejlepší ve vzorku, podnik by si měl hlídat svou zadluženost, která dosahuje více než 80% a představuje pro podnik vysoké finanční riziko. Jako nejvýznamnější faktor ovlivňující EVA můžeme považovat **ROE**, který dosáhl nejvyšší korelace s EVA (80 %). Z ukazatelů likvidity vykázala nejvyšší korelaci **běžná likvidita** (26 %). Z pohledu zadluženosti můžeme doporučit sledování ukazatele **krytí dlouh. aktiv dlouhodobými zdroji** (25 %), z ukazatelů aktivity bychom měli upřednostňovat ukazatel **obratovosti aktiv** (26 %). Z ostatních ukazatelů pak největší negativní korelaci vykázal podíl **osobních nákladů k tržbám** (- 53 %). Podniky pracovaly (dle metodiky MPO) průměrně s **nákladem na vlastní kapitál** 18,6 %. Korelace s EVA je silná a dosahuje hodnoty – 46 %.

Nejvyšší korelaci s EVA vykázal ukazatel **ROE**, který je však dále potřeba analyzovat na další faktory, které se mohou stát základem pro řízení zvyšování hodnoty podniku.

ROE	Čistý zisk	Faktory provozních výnosů	-	Faktory provozních nákladů
	Vlastní kapitál	Investovaný kapitál	-	Cizí zdroje

V závěru si ještě představme graf, který ilustruje pozici jednotlivých podniků v subsekcí výroby plastových obalů – viz obrázek 23. Na ose x je znázorněna velikost EVA dosažená v roce 2003, na ose y je pak ukázán nárůst EVA v roce 2003 v porovnání s rokem 2002. Velikost podniku je znázorněna velikostí kruhu. Nejlépe lze hodnotit podniky nacházející se v I. kvadrantu, kdy dosahují kladné hodnoty EVA a současně také růst EVA (ALPLA, Greiner, Eko Pet).



Obrázek 23: Pozice jednotlivých podniků v OKEČ 25.220

8.4 Případová studie společnosti greiner packaging slušovice

Další část disertační práce se bude věnovat vybranému podniku z OKEČ 25.220. Cílem případové studie je zhodnotit vývoj hospodaření společnosti greiner packaging slušovice a identifikovat nejvýznamnější faktory, které ovlivňují celkové hospodaření firmy. Na základě zjištěných skutečností pak navrhnout doporučení, která povedou ke zlepšení výsledků společnosti greiner packaging slušovice.

8.4.1 Základní informace o společnosti

Podnik greiner packaging slušovice s.r.o. (dále jen Greiner) je 100% dceřinou firmou rakouské společnosti Greiner Packaging GmbH se sídlem v Kremsmünsteru a zároveň je součástí skupiny Greiner Packaging International, která má vlastní výrobní závody v 9 evropských zemích.

Svou roční produkcí zaujímá firma Greiner ve Slušovicích největší podíl na českém trhu v oblasti svého podnikání. Výsledkem roční práce více než 400 zaměstnanců je kolekce vstříkovaných a tvarovaných obalů, která představuje neustále se rozrůstající řadu typů pohárků, kelímků, vaniček, víček, láhví, tub dóz a kanystrů. V souladu s heslem „do the innovation“ podnik neustále rozšiřuje své aktivity a portfolio nabízených obalových řešení.

Společnost Greiner nabízí svým zákazníkům jako jediná firma v ČR téměř všechny standardní technologie pro výrobu plastových obalů. Jsou to technologie:

- tvarování
- vstříkování
- K3 (kombinace odlehčeného plastového kelímku s požadovanými bariérovými vlastnostmi a kvalitně potištěného kartónového pláště. Možnost oddělení jednotlivých částí obalu přispívá ke snadném třídění a recyklaci obou použitých materiálů.)
- IML (Etiketa vkládaná do formy)
- extruze
- vyfukování
- vstřikovyfukování

Co se týče podílů na trhu, Greiner obsluhuje svými výrobky 70 % tukového průmyslu a 60 % mlékárenského průmyslu. Na Slovensku činí podíl v tukovém průmyslu 100 % a v mlékárenském průmyslu 65 %.

Jediným vážným konkurentem působícím na území ČR je společnost GIO'STYLE PAP a.s., Sušice, která ovládá přibližně 20 % trhu obalů v tukovém a 35 % trhu v mlékárenském průmyslu.

8.4.2 Výrobní program společnosti

Výrobním programem společnosti je produkce plastových obalů určených pro různé oblasti použití. Výrobní program lze stručně popsat následovně:

- obaly pro potraviny – mléčné výrobky, tuky, lahůdky, speciality, koření a sypké směsi, omáčky, kečupy, dressingy
- obaly nepotravinářské (non food) – péče o tělo, domácnost, automobilový průmysl, nápoje, speciální řešení – technické díly
- víčka – převlečná, zacvakávací, přivařitelná
- inovativní produkty.

Zcela specifickou součástí výrobního portfolia tvoří technické díly, které podnik dodává do řady významných zahraničních podniků.

Předmětem společnosti je:

- koupě zboží za účelem jejího dalšího prodeje a prodej v režimu živnosti volné
- zpracování polymerů a výroba výrobků z plastů
- výroba nástrojů
- podnikání v oblasti nakládání s odpady
- výroba, montáž a opravy strojů s mechanickým pohonem.

8.4.3 Výsledky klasické finanční analýzy

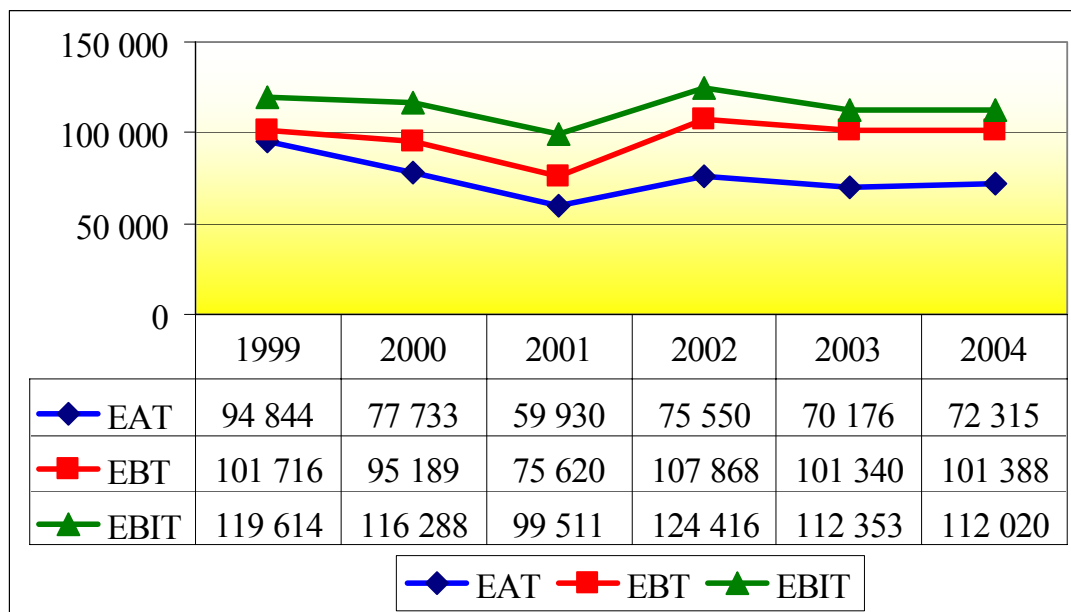
Finanční analýza obsahuje výsledky a závěry pro období 1999-2004. Firmu Greiner lze zařadit podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností do OKEČ 25.220 (Výroba plastových obalů). Každoročně bude tedy provedeno srovnání s odvětvovými standardy, které byly stanoveny v předcházející benchmarkingové studii, rovněž tak porovnání s benchmarkem (nejlepší podnik v odvětví – ALPLA – podrobněji viz benchmarkingová studie) a s nejvýznamnějším konkurentem analyzované firmy – firmou GIO'STYLE PAP a.s. Pro lepší ilustraci je provedeno srovnání s OKEČ 25, které je k dispozici na web stránkách MPO ČR. Kompletní případová studie je z důvodu rozsáhlosti umístěna v příloze D, v disertační práci jsou uvedeny jen nejdůležitější závěry.

Z hlediska majetkové struktury společnosti Greiner je zřejmý relativně stálý podíl dlouhodobého a oběžného majetku 60 % : 40 %. Vzhledem ke skutečnosti,

že se jedná o průmyslový podnik, podíl dlouhodobého majetku na celkové bilanční sumě se jeví být odpovídající. Podíváme-li se však blíže na strukturu dlouhodobého majetku, nemůže nám uniknout stále se snižující podíl dlouhodobého hmotného majetku ve prospěch dlouh. finančního majetku. DHM v absolutní hodnotě každoročně klesá – v průběhu analyzovaných let poklesl o více než 20 %. DFM je tvořen nakoupenými podíly mateřské společnosti. Nutno však podotknout, že z těchto podílů neplynou společnosti žádné výnosy. Nákup podílů v ostatních dceřiných společnostech si „vynutila“ mateřská společnost jako náhradu za výplatu podílů na zisku (společnost Greiner je firma orientovaná na rozvoj, preferuje tedy rozvoj společností na úkor vyplácení podílů na zisku). Abstrahujeme-li tedy od DFM, podíl dlouhodobého majetku na aktivech dosahuje zhruba 50 %, což odpovídá podílu běžnému i v odvětví.

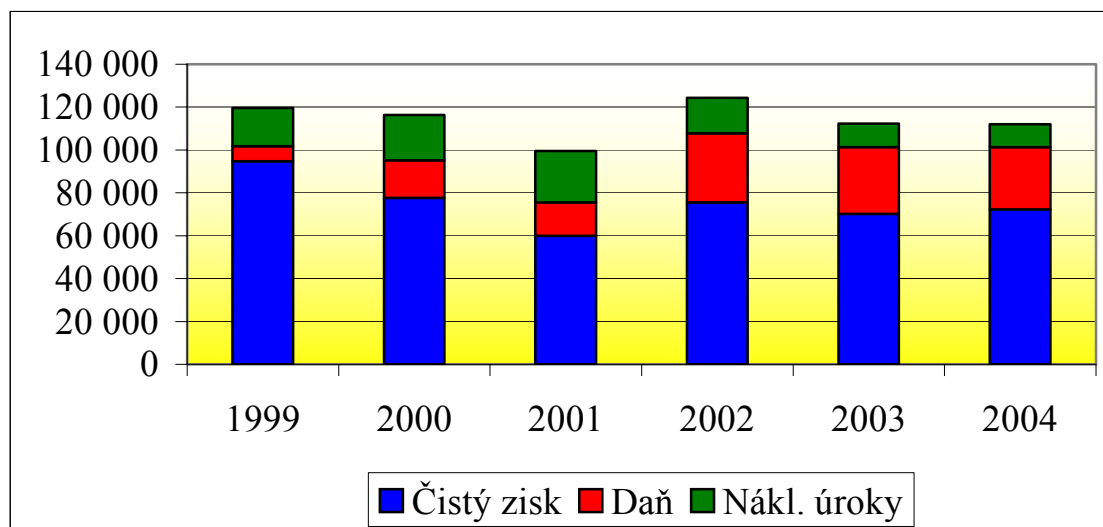
U vývoje finanční struktury je nejdůležitější skutečnost, že položka vlastního kapitálu absolutně roste, což při stále výši základního kapitálu znamená, že společnost je trvale zisková. Dále je zřejmé, že společnost využívá stále více svých vlastních zdrojů na úkor cizích zdrojů. Absolutní hodnota cizích zdrojů sice v průběhu analyzovaných 6 let vzrostla, v % vyjádření se však cizí zdroje podílejí na bilanční sumě stále méně (v roce 2004 necelých 37 %). Co se týče odvětví, můžeme říci, že vývoj v oblasti finanční struktury je podobný a firmy rovněž dávají přednost financování z vlastních zdrojů. Z cizích zdrojů upřednostňuje firma Greiner bankovní úvěry, odvětví pak dává přednost krátkodobým závazkům.

Z hlediska dosahovaných výnosů je evidentní, že firma má výrobní charakter a více než 80 % výnosů představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Ostatní výnosy mají na výnosech zanedbatelný podíl. Pozitivně lze hodnotit nárůst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které se v průběhu analyzovaných let zvýšily o více než 26 %. Z hlediska nákladů hraje nejvýraznější roli spotřeba materiálu a služeb, která se na celkových nákladech podílí zhruba 50 %. V posledním analyzovaném roce (2004) došlo k výraznému nárůstu výkonové spotřeby, což naznačuje výrazné zdražení vstupního materiálu a energie. Druhou nejvýznamnější položku nákladů tvoří ostatní provozní náklady, jejichž podíl je zhruba 20 %. Zmínit je třeba ještě podíl služeb a osobních nákladů, které se v nákladech podílejí takřka rovnocenně – 10 %. Zajímavý je nárůst osobních nákladů, které rostly každoročně zhruba o 10%. Tento vývoj, který ne vždy plně korespondoval s vývojem tržeb, se v roce 2004 podařilo zastavit a osobní náklady poklesly takřka o 12%. Tento fakt však souvisí zejména s převedením takřka 80 zaměstnanců do nově vzniklé společnosti Mould & Matic Solutions s. r. o.



Obrázek 24: Vývoj výsledku hospodaření v letech 1999-2004 (Greiner)

Co se týče výsledku hospodaření (viz obrázek 24), lze vypožorovat relativně stabilní vývoj výsledku hospodaření od roku 1999. K jedinému výraznějšímu propadu VH za účetní období došlo v roce 2001. Důvodem byla vyšší tvorba rezerv a vyšší nákladové úroky.



Obrázek 25: Rozdělení EBITu v letech 1999-2004 (Greiner)

Každého manažera zajímá, kolik vytvořeného EBITu zůstává v podniku ve formě čistého zisku, kolik EBITu připadne věřitelům ve formě nákladových úroků a jakou část EBITu si ponechá stát ve formě daní. U firmy Greiner je patrný potěšitelný vývoj - v podniku zůstává relativně vysoký podíl EBITu. Naopak vidíme stále klesající podíl pro věřitele ve formě úroků. Daňová povinnost odpovídá v posledních analyzovaných letech sazbě daně z příjmů pro právnické osoby.

Tabulka 35: Vývoj toků peněžní hotovosti

	2000	2001	2002	2003	2004
PS peněžních prostředků	16 666	20 655	19 363	38 901	57 048
CF z provozní činnosti	-13 306	255 960	169 649	145 747	147 633
CF z investiční činnosti	-70 050	-234 777	-128 140	-50 245	-168 965
CF z finanční činnosti	87 345	-22 475	-21 971	-77 355	54 237
Čisté zvýšení/snížení PS	3 989	-1 292	19 538	18 147	32 905
KS peněžních prostředků	20 655	19 363	38 901	57 048	89 953

Významný pro podnik je rovněž tok peněžních prostředků – viz tabulka 35. Hlavním zdrojem peněžních prostředků je ve firmě Greiner provozní činnost, která je v podniku významným zdrojem financování investic. CF z investiční činnosti je každoročně záporné, což svědčí o investicích společnosti. CF z finanční činnosti je proměnlivé – záleží, zda společnost úvěr přijala (rok 2000, 2004) či naopak splácela (1999, 2003). Kromě roku 2001 firma tvoří pozitivní cash flow, které převyšuje hospodářský výsledek. Pokles peněžních prostředků v roce 2001 byl způsoben vysokými investicemi do dlouhodobého majetku a poklesem dlouhodobých cizích zdrojů.

Z hlediska strategie financování je třeba říci, že společnost dává přednost konzervativní strategii financování, kdy dlouhodobými zdroji kryje i část krátkodobého majetku. Tato strategie financování představuje pro podnik vysokou finanční stabilitu, která je však spojena s vyššími náklady, protože dlouhodobé zdroje jsou pro podnik obecně dražší. Můžeme shrnout, že podnik měl po celé analyzované období dostatečně vysoký „finanční polštář“ pro krytí neočekávaných závazků.

Zadlužení podniku Greiner (přibližně 35 %) můžeme hodnotit jako přiměřené (viz tabulka 36). Jeho zadluženost je nižší než v odvětví (50 %), naopak největší konkurent firma GIO´STYLE PAP a.s. vykazuje zadluženost vyšší, i když v posledních letech se ji snaží snižovat. Výrazně nejvyšší zadluženost vykazuje ALPLA, která k financování svých aktiv využívá z 80 % cizích zdrojů. Zlaté pravidlo financování, které požaduje, aby dlouhodobá aktiva byla kryta dlouhodobým kapitálem, firma Greiner splňuje. Tento požadavek je každoročně splňován i v odvětví. Dokonce můžeme konstatovat, že firma svá dlouhodobá aktiva dokáže pokrýt ze svého vlastního kapitálu, což firmě zabezpečuje skutečně vysokou finanční stabilitu a odpovídá konzervativní strategii

financování. Naopak podnik GIO'STyle PAP a.s. dává přednost agresivní strategii financování a část svého dlouhodobého majetku pokrývá z krátkodobých zdrojů. Z hlediska úrokového krytí můžeme firmu hodnotit pozitivně - vytvořený zisk každoročně několikanásobně převyšoval hodnotu nákladových úroků - můžeme tedy konstatovat, že firma nemá problémy s vytvářením potřebných zisků pro krytí potenciálních úroků z půjček, což poukazuje na dostatečně vysokou kapacitu k přijmutí dalších bankovních úvěrů. Ještě lépe lze z pohledu úrokového krytí hodnotit odvětví.

Tabulka 36: Vybrané ukazatele zadluženosti

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Greiner	Celková zadluženost	47,2%	45,3%	42,0%	39,4%	34,3%	35,7%
	Dl. zdroje / Dl.maj.	1,11	1,46	1,12	1,1	1,18	1,18
	Úrokové krytí	6,68	5,51	4,17	7,52	10,2	10,54
ALPLA	Celková zadluženost	101%	97,2%	*	88,9%	80,6%	*
	Dl. zdroje / Dl.maj.	1,14	1,27	*	1,32	1,52	*
	Úrokové krytí	2,03	1,59	*	1,44	8,04	*
GIO'STyle	Celková zadluženost	71,2%	66,0%	54,6%	51,1%	54,3%	54,0%
	Dl. zdroje / Dl.maj.	1,04	1,09	1,05	0,94	0,90	0,92
	Úrokové krytí	*	*	*	*	*	*
OKEČ 25.220	Celková zadluženost	56,5%	63,6%	57,1%	51,7%	50,0%	*
	Dl. zdroje / Dl.maj.	1,14	1,14	1,47	1,17	1,38	*
	Úrokové krytí	*	*	*	*	*	*
OKEČ 25	Celková zadluženost	44,7%	46,2%	45,3%	40,7%	40,1%	41,6%
	Dl. zdroje / Dl.maj.	1,02	1,07	1,22	1,29	1,34	1,55
	Úrokové krytí	7,63	6,71	5,49	8,65	16,29	12,08

Multiplikátor vlastního kapitálu (tabulka 37) nám odhalil, že by zvyšování podílu cizích zdrojů v kapitálové struktuře mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu vlastníků ve všech analyzovaných letech. Vzhledem k nízkému zadlužení společnosti lze vyšší zadluženost firmě doporučit.

Tabulka 37: Multiplikátor vlastního kapitálu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EBT/EBIT	0,85	0,82	0,76	0,87	0,90	0,91
A/VK	1,90	1,84	1,77	1,65	1,52	1,55
Multiplikátor VK	1,61	1,51	1,34	1,43	1,37	1,41

Z pohledu finanční stability lze firmu hodnotit jako stabilní (viz tabulka 38). Ukazatele likvidity dosahují u firmy Greiner hodnot na spodní hranici doporučených hodnot Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (běžná likvidita – 1,5, pohotová likvidita 1, hotovostní likvidita 0,2). Pozitivně lze hodnotit podstatné zlepšení u všech ukazatelů likvidity v roce 2003 a 2004. Situace v odvětví je ještě lepší, naopak největší konkurent firmy – podnik GIO'STYLE PAP a.s. dosahuje v ukazatelích likvidity velice špatných hodnot – ani při přeměně všech svých oběžných prostředků na finanční prostředky by nebyl schopen uhradit své krátkodobé závazky. Je třeba si uvědomit, že je nutné pohlížet na likviditu jinak u malých podniků, jinak u podniků s velkou finanční silou. Podniky s velkou finanční silou mají ve většině případů velice jednoduchý přístup např. ke kontokorentním úvěrům s výhodnými platebními podmínkami. Hodnocení nízké hotovostní likvidity u takových podniků tedy nemusí být negativním jevem. To je případ i podniku Greiner, který je finančně stabilní a s bankou má dohodnutou možnost krátkodobého úvěru za výhodných podmínek.

Tabulka 38: Vybrané ukazatele likvidity

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Greiner	Běžná likvidita	1,29	2,08	1,28	1,22	1,36	1,32
	Pohotová likvidita	0,82	1,50	0,83	0,78	0,94	0,86
	Hotovostní likvidita	0,06	0,08	0,05	0,10	0,15	0,20
ALPLA	Běžná likvidita	1,31	1,63	*	1,42	1,81	*
	Pohotová likvidita	1,09	1,25	*	1,07	1,09	*
	Hotovostní likvidita	0,02	0,10	*	0,10	0,00	*
GIO'STYLE	Běžná likvidita	1,04	1,11	1,11	0,97	0,87	0,90
	Pohotová likvidita	0,69	0,71	0,63	0,53	0,56	0,63
	Hotovostní likvidita	0,04	0,05	0,12	0,09	0,05	0,02
OKEČ 25.2	Běžná likvidita	1,91	1,95	1,87	1,80	1,65	*
	Pohotová likvidita	1,34	1,36	1,22	1,27	1,10	*
	Hotovostní likvidita	0,36	0,38	0,40	0,33	0,28	*
OKEČ 25	Běžná likvidita	1,16	1,27	1,31	1,61	1,72	2,36
	Pohotová likvidita	0,75	0,84	0,86	1,14	1,29	1,79
	Hotovostní likvidita	0,11	0,16	0,13	0,18	0,17	0,23

Ukazatele rentability signalizují, že společnost je v celém analyzovaném období trvale zisková (viz tabulka 39). Na první pohled si můžeme povšimnout kolísající velikosti ziskové marže, která je však každoročně vyšší než u odvětví, což je zřejmě dáno vyšším podílem prodaných sofistikovanějších výrobků. Zajímavé je, že společnost GIO'STYLE PAP a.s. pracovala až do roku 2003 s

vyšší ziskovou marží než společnost Greiner, v roce 2004 však došlo k výraznému poklesu všech výsledků rentability díky nízkému dosaženému zisku. Vliv na špatný výsledek hospodaření určitě měla i výměna managementu podniku. Ziskovost vložených prostředků (ať už vlastního nebo celkového kapitálu) je u firmy Greiner každoročně výrazně vyšší než výnosové úroky poskytované bankou. Firma efektivně využívá i cizí úročený kapitál, jelikož je schopna jej zhodnotit více, než kolik činí placené úroky (rentabilita úplatného kapitálu je vyšší než úroková míra úvěrů). Vezmeme-li v úvahu, že společnosti Greiner je bankou v dnešní době nabízena úroková sazba bankovního úvěru zhruba na úrovni 2,8 % (PRIBOR 1,75 % + přibližně 1 % přírážka), je zhodnocení cizích zdrojů opravdu velmi vysoké. Společnosti v odvětví pak dosahovaly v ukazatelích rentability každoročně ještě lepších výsledků než analyzovaná firma Greiner, což nám potvrzuje výborné postavení plastikářského průmyslu v ČR. Naprosto ojedinělých výsledků v ukazateli rentability vlastního kapitálu dosahuje benchmark odvětví – ALPLA, která s úspěchem využívá účinků kladného působení finanční páky.

Tabulka 39: Vybrané ukazatele rentability

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Greiner	Rentabilita tržeb	11,0%	8,7%	5,6%	7,4%	6,6%	6,6%
	Rentabilita aktiv	12,2%	10,6%	8,6%	10,4%	9,5%	8,4%
	Rentabilita VK	18,3%	13,1%	9,1%	10,5%	9,0%	8,4%
ALPLA	Rentabilita tržeb	4,8%	1,7%	*	5,8%	9,1%	*
	Rentabilita aktiv	12,3%	5,9%	*	4,5%	18,1%	*
	Rentabilita VK	-211%	1330%	*	68,4%	58,2%	*
GIO' STYLE	Rentabilita tržeb	-6,7%	1,9%	5,8%	10,5%	8,9%	2,6%
	Rentabilita aktiv	9,4%	5,8%	13,5%	9,3%	7,9%	4,7%
	Rentabilita VK	-	21,9%	5,9%	14,8%	16,6%	14,1%
OKEČ 25.2	Rentabilita tržeb	2,35%	1,16%	5,75%	7,5%	7,0%	*
	Rentabilita aktiv	7,5%	7,0%	12,4%	13,0%	10,7%	*
	Rentabilita VK	2,8%	85,7%	22,6%	24,5%	16,9%	*
OKEČ 25	Rentabilita tržeb	6,1%	5,5%	4,1%	4,8%	6,4%	5,5%
	Rentabilita aktiv	12,7%	10,9%	9,7%	10,7%	14,8%	12,4%
	Rentabilita VK	12,7%	12,0%	10,2%	11,0%	16,2%	14,9%

Hodnotíme-li analyzovanou společnost Greiner z hlediska efektivního využívání svých aktiv, je třeba konstatovat, že obrat celkových aktiv je nižší než požadovaná minimální hodnota 1 (z 1 Kč majetku by měla být dosažena alespoň

1 Kč tržeb, resp. výnosů) a je rovněž nižší než obrat celkových aktiv dosažený odvětvím. Významné u ukazatelů obratovosti je i složení aktiv. Vezmeme-li v úvahu, že aktiva společnosti jsou zhruba z 20 % tvořena dlouhodobým finančním majetkem, jehož nákup si „vynutila“ mateřská společnost, obratovost nelze hodnotit až tak negativně, i když i po této úpravě stále zůstává obratovost aktiv výrazně pod průměrem společností v odvětví. To poukazuje na neschopnost efektivně využívat majetek firmy. Stejný problém je patrný i u společnosti GIO'STYLE PAP a.s., jejíž doba obratu aktiv dosahuje ještě nižších hodnot v porovnání se společností Greiner. Je třeba si uvědomit, že nízká hodnota obratovosti aktiv může znamenat, že podnik investuje do budoucna a tyto investice zatím nepřinášejí efekt (vysoká hodnota aktiv v důsledku vysoké hodnoty DM).

Doba obratu zásob je taktéž každoročně vyšší než v případě odvětví, tzn. že firma potřebuje k dosažení svých tržeb podstatně více zásob. Co se týče doby obratu pohledávek, dosahuje analyzovaná firma opět horších výsledků v porovnání s odvětvím, tzn. své pohledávky dostává zaplacený později – v roce 2003 dokonce za více než 100 dnů. V tomto případě je potřeba upozornit na skutečnost, že společnost Greiner se snaží vycházet vstříc svým odběratelům a nabízí jim vysoké doby splatnosti pohledávek. Kromě delší doby splatnosti „nabízí“ i rychlou reakci ve výrobě při změně požadavků ze strany odběratelů, nabízí vlastní dopravu, ... Tato vstřícnost by se měla promítnout do spokojenosti zákazníka, ta se dále projeví ve vyšších tržbách → ovlivní zisk → rentabilitu → EVA. Ukazatel doby obratu závazků je vhodné dát si do souvislosti s ukazatelem doby obratu pohledávek. Když oba ukazatele porovnáme, zjistíme, že společnost Greiner platí za své závazky podstatně dříve než dostává zaplacený pohledávky. Dostává se tak do postavení věřitele a úvěruje své odběratele – stejně jako je tomu v případě odvětví. Společnost GIO'STYLE PAP a.s. dosahuje ve všech ukazatelích obratovosti velice špatných hodnot a to jednak v porovnání se společností Greiner, tak s odvětvím.

Tabulka 40: Vybrané ukazatele aktivity

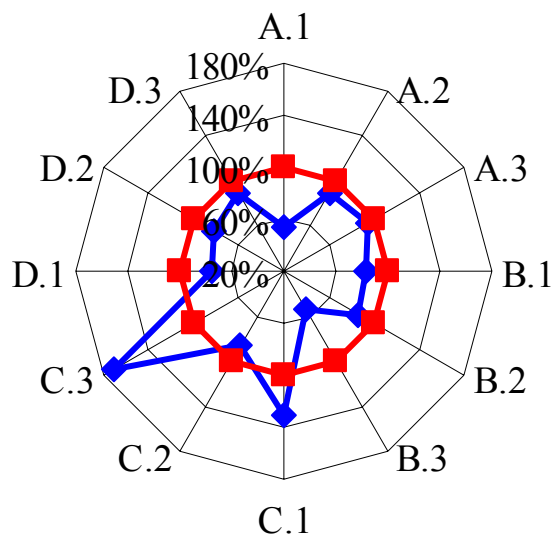
		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Greiner	Obrat aktiv	0,88	0,81	0,92	0,86	0,89	0,82
	DO zásob	52,5	58,6	55,0	58,3	52,7	62,8
	DO pohledávek	90,3	145,1	94,3	94,4	103,1	91,8
	DO závazků	53,8	32,9	30,5	31,8	35,2	44,0
ALPLA	Obrat aktiv	1,12	1,24	*	1,31	1,24	*
	DO zásob	22,6	30,4	*	35,4	62,0	*
	DO pohledávek	107,7	92,6	*	97,3	94,7	*

	DO závazků	87,9	55,8	*	73,1	64,1	*
GIO' STYLE	Obrat aktiv	0,94	1,04	1,11	0,77	0,72	0,75
	DO zásob	54,7	58,0	56,4	87,1	71,2	64,6
	DO pohledávek	100,2	99,2	61,2	87,2	118,7	142,1
	DO závazků	94,2	67,7	59,8	111,8	85,4	72,5
OKEČ 25.2	Obrat aktiv	1,09	1,27	1,45	1,18	1,18	*
	DO zásob	47,1	52,9	43,6	44,4	47,3	*
	DO pohledávek	85,4	79,1	73,6	72,4	83,8	*
	DO závazků	90,6	116,2	102,7	83	74	*
OKEČ 25	Obrat aktiv	1,09	1,13	1,25	1,31	1,47	1,48
	DO zásob	50,1	47,2	41,4	37,9	38,7	31,0
	DO pohledávek	75,1	75,2	66,8	71,4	93,3	85,3
	DO závazků	85,3	70,6	61,6	53,9	56,8	43,2

Výhodným nástrojem pro manažery, který slouží k rychlé orientaci, je SPIDER analýza. Pokusme se teď podívat na výsledky 4 základních skupin poměrových ukazatelů (zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity) jedním pohledem za pomoci paprskovitého grafu, jehož představení a použití již bylo ukázáno v benchmarkingové studii v části 8.3.1. Výsledky hospodaření podniku Greiner a odvětví jsou uvedeny v tabulce 41. Na obrázku 26 lze najít grafické porovnání výsledků hospodaření za podnik Greiner a za odvětví v roce 2004.

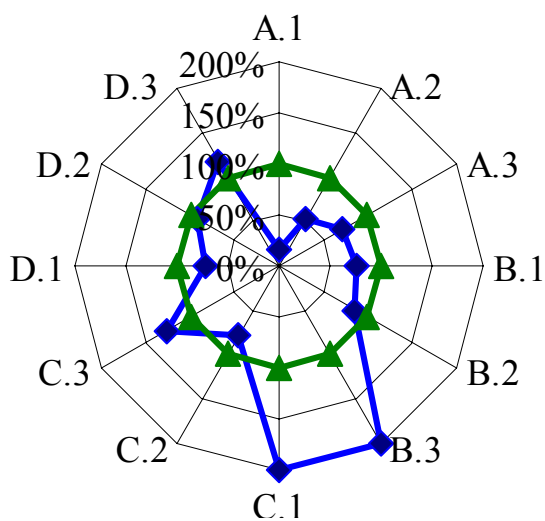
Tabulka 41: Porovnání podniku Greiner s benchmarkem a odvětvím

Porovnání roku 2003		Greiner	Odvětví	Alpla
Rentabilita	A.1 Rentabilita vl. Kapitálu	9,0%	16,9%	58,2%
	A.2 Rentabilita aktiv	9,5%	10,7%	18,1%
	A.3 Rentabilita tržeb	6,6%	7,0%	9,1%
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	1,36	1,65	1,81
	B.2 Pohotová likvidita	0,94	1,10	1,09
	B.3. Hotovostní likvidita	0,15	0,28	0,00
Zadluženost	C.1 Vlastní kapitál / Aktiva	65,7%	50,0%	19,4%
	C.2 Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	1,18	1,38	1,52
	C.3 Úrokové krytí	10,2	8	8,04
Obratovost	D.1 Obrat aktiv	0,89	1,18	1,24
	D.2 Obrat pohledávek	3,5	4,3	3,8
	D.3 Obrat zásob	6,8	7,6	5,8



Obrázek 26: Porovnání fin. ukazatelů podniku Greiner s odvětvím jako benchmarkem

Z tabulky 41 a obrázků 26 a 27 je zřejmé, že nejlepších výsledků v oblasti rentability dosahuje ALPLA, následována odvětvím a Greinerem. (A.1, A.2, A.3). V oblasti likvidity jsou výsledky velice vyrovnané (B.1, B.2), za zmínění stojí příliš nízká hotovostní likvidita v případě Alply (B.3). Z hlediska zadluženosti (finanční stability) dosahuje nejnižší zadluženosti společnost Greiner, naopak nejvyšší zadluženost je v podniku ALPLA (C.1). Co se týče ukazatelů obratovosti, je patrné, že nejefektivněji využívá majetek odvětví jako celek, horších výsledků dosahuje podnik Greiner (D.1). Oba obrázky velice jednoznačně ukazují vysokou finanční stabilitu společnosti Greiner (C.3) doprovázenou nižší rentabilitou společnosti (A.1, A.2., A.3.).



Obrázek 27: Porovnání fin. ukazatelů podniku Greiner s Alplou jako benchmarkem

Významnou ekonomickou veličinou vhodnou pro srovnání je struktura přidané hodnoty ve firmě. Ve srovnání s odvětvím je struktura přidané hodnoty podobná, firma má obdobný podíl osobních nákladů (cca 45 %), naopak každoročně vyšší podíl odpisů (cca 25 %, odvětví cca 15 %), podíl nákladových úroků je relativně nízký a vyrovnaný. Podíl hospodářského výsledku na přidané hodnotě je opět podobný jako v případě odvětví (v roce 2004 zhruba 32 %).

Souhrnné ukazatele (tabulka 42 a 43) potvrzují výsledky provedené finanční analýzy a podnik zařazují do „šedé zóny“. Konstrukce souhrnných ukazatelů je uvedeno v příloze E.

Tabulka 42: Altmanův index důvěryhodnosti - Greiner

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ČPK/Aktiva	0,08	0,25	0,09	0,07	0,12	0,10
Nerozd. Zisky/A	0,12	0,18	0,22	0,28	0,34	0,35
EBIT/Aktiva	0,12	0,11	0,09	0,10	0,10	0,08
VK/Cizí zdroje	1,12	1,20	1,35	1,54	1,91	1,80
Tržby/Aktiva	0,88	0,81	0,92	0,86	0,89	0,82
AI	1,89	1,98	2,00	2,11	2,36	2,21

Tabulka 43: Index IN01 - Greiner

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aktiva / Cizí zdroje	2,12	2,21	2,38	2,54	2,91	2,80
EBIT / Nákladové úroky	6,68	5,51	4,17	7,52	10,20	10,54
EBIT/Aktiva	0,12	0,11	0,09	0,10	0,10	0,08
Výnosy / Aktiva	1,10	1,07	1,17	1,11	1,04	1,01
Oběžná A / krátk. cizí zdroje	1,29	2,08	1,28	1,22	1,36	1,32
IN01	1,37	1,33	1,17	1,38	1,50	1,45

Na závěr finanční analýzy můžeme shrnout, že podnik Greiner je finančně stabilní podnik, který dosahuje v porovnání s ostatními konkurenčními firmami nižší rentability vlastního kapitálu. Zvýšeného růstu rentability je možné dosáhnout vyššími zisky, které lze získat buď zvýšením tržeb, snížením nákladů či kombinací obou variant. Růst ROE je rovněž možný vyšším zapojením cizího kapitálu, jak bylo názorně předvedeno v případě benchmarku subsektoru – ALPLY.

8.4.4 Nedostatky finanční analýzy (klasických ukazatelů výkonnosti) pro měření finanční výkonnosti podniku

V této části se pokusím zaměřit na shrnutí nedostatků finanční analýzy, se kterými jsem se setkala u provedených finančních analýz za posledních 5 let, jakožto i zkušeností z případové studie firmy Greiner, která je součástí této disertační práce.

První výtkou klasické finanční analýzy bude směřovat k údajům, ze kterých finanční analýza vychází. Většina tradičních ukazatelů je založena na **účetních údajích** - na **účetním výsledku hospodaření**, na **účetní hodnotě aktiv**, ... Je zjevné, že účetní údaje neberou v úvahu pojem rizika, vliv inflace, ani náklady obětované příležitosti (alternativní náklady), nezabývají se časovou hodnotou peněz. K dalším omezením patří možnost ovlivnění ukazatelů k datu sestavení účetních výkazů.

Kritické námitky vůči **výsledku hospodaření** používaného v ukazatelích se týkají dále zejména následujících skutečností - výsledek hospodaření může být ovlivněn různorodostí přijaté účetní politiky podniku (používanými technikami oceňování majetku, tvorbou rezerv a opravných položek, odpisovou politikou, časovým rozlišením nákladů a výnosů); výsledek hospodaření může obsahovat výnosy a náklady, které nejsou produkovány hlavní činností podniku (představují alokaci volného kapitálu) nebo jsou výsledkem mimořádných událostí a další. Je třeba vzít v úvahu, že v provozním VH je například zahrnut výsledek z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Tato transakce je zpravidla v zahraničí považována za mimořádnou událost, nikoliv za součást provozní činnosti. Naopak v provozním VH nejsou zahrnuty úrokové a finanční náklady související s provozní činností.

Problémy s vymezením **kapitálu podniku** a jeho struktury, příp. vymezení aktiv pro účely zjištění rentabilitních ukazatelů, se odvíjejí zejména z těchto skutečností - hmotná aktiva nejsou ve vlastnictví podniku, ale slouží k podnikání (jedná se zejména o majetek financovaný pomocí leasingu, majetek v osobním vlastnictví podnikatele nebo zaměstnanců); nehmotná aktiva, která nejsou zahrnuta, protože jejich přínos buď není vysoce pravděpodobný nebo spolehlivě ocenitelný apod. (např. goodwill); v ukazatelích jsou zahrnuta aktiva bez ohledu na to, jsou-li využívány v hlavní činnosti; zůstatkové ceny aktiv jsou závislé na zvolené účetní metodice odpisování, vzniká tedy problém historických cen apod.

Vzhledem k tomu, že **rentabilitu** získáváme právě podílem zisku ku kapitálu podniku, je zjevná problematičnost uvedeného ukazatele. Dalším problémem je např. u ukazatele ROE skutečnost, že pokud počítáme podíl čistého zisku k vlastnímu kapitálu podniku z údajů ke stejnému datu (v praxi nejpoužívanější postup), můžeme se dopustit chyby a podhodnotit skutečnou ziskovost podniku.

Proč? Protože zisk, který podnik produkoval v průběhu celého roku, nebyl součástí vlastního kapitálu, který sloužil jako zdroj financování aktivit podniku.

Přejdeme k ukazatelům **likvidity**. Dle mého názoru ukazatelé likvidity hrály významnou roli především ve druhé polovině 90. let, kdy naše podniky bojovaly s druhotnou platební neschopností a rovněž tak přístup ke kapitálu byl omezený. Ukazatelé likvidity mají samozřejmě význam i dnes, ale například u finančně silných společností musíme být opatrní při vyhodnocování ukazatelů. V případě těchto společností nemusí být nízké hodnoty ukazatelů příznakem nedostatečné schopnosti splácet své krátkodobé závazky, protože tyto podniky mají snadný přístup ke zdrojům financování za velmi výhodných podmínek. Dále je nutné zdůraznit, že čítec ukazatelů likvidity je vhodné opravit o neprodejné zásoby, nedobytné pohledávky, případně o pohledávky, jejichž dobytnost je pochybná a zahrnout pohledávky jen v tzv. čisté výši.

Co se týče ukazatelů **zadluženosti**, problémem je nezachycení některých významných zdrojů financování v rozvaze (především u malých a středních podniků). Například v případě leasingové formy financování by měl být objem leasingových závazků přičten k objemu závazků, jelikož budoucí leasingové splátky představují v podstatě stejný dluh jako splátky úvěru, avšak z hlediska účetně-metodického nejsou zachyceny v rozvaze nájemce. Při provádění finanční analýzy externím subjektem prakticky není možné hodnotu leasingu zjistit.

Ukazatelé aktivity trpí opět problémy s vymezením majetku (kapitálu) podniku, které již byli dříve popsány. Další deformací bývají ukazatelé obratovosti, které jsou počítány na bázi výnosů – v tomto případě může být obratovost značně ovlivněna neprovozní činností podniku – např. prodejem dlouhodobého majetku, ... Doporučením tedy je počítat ukazatele obratovosti na bázi tržeb, které jsou výrazně méně deformovány. I u ukazatelů aktivity mohou vzniknout problémy s interpretací výsledků. Obecně platí, čím vyšší je obrat aktiv tím lépe, musíme jej však posuzovat obezřetně. Nízká hodnota ukazatele může znamenat, že podnik investuje do budoucna a tyto investice zatím nepřinášejí efekt (vysoká hodnota aktiv v důsledku vysoké hodnoty dlouhodobého majetku). Podniky, které jsou ve fázi investování, pak budou vždy vykazovat nižší obratovost aktiv (stejný dopad pak můžeme vidět i u ukazatele rentability celkového kapitálu).

Dalším problematickým ukazatelem je velikost **přidané hodnoty**. Přidaná hodnota může být ovlivněna samotným zařazením konkrétní nákladové položky, aniž se změní činnost podniku či náklady. Jeho vypovídací schopnost pro hodnotové řízení je tedy značně problematická. Jako příklad lze uvést konkrétní činnost (např. vedení účetnictví), která byla doposud vykonávána

vlastním zaměstnancem (náklad je tak zahrnut do osobních nákladů) a dojde k jejímu outsourcingu – tzn. nakupujeme ji externě jako službu (náklad se promítne do výkonové spotřeby a v porovnání s předchozí variantou bude přidaná hodnota nižší). Ukazatel přidané hodnoty není v některých případech porovnatelný ani v případě odlišného způsobu financování, např. pokud podnik používá majetek pořízený na leasing, na rozdíl od jiného podniku, který využívá k nákupu bankovní úvěr. Jiná výše přidané hodnoty je způsobena rozdílným účetním zobrazením leasingu a úvěru. V případě využití leasingu je přidaná hodnota nižší, než v případě pořízení na úvěr (odpisy ani nákladové úroky velikost přidané hodnoty neovlivní).

Je logické, že **souhrnné ukazatele** budou trpět stejnými problémy jako jednotlivé ukazatele finanční analýzy – dovolím si však připomenout ještě jeden další. Manželé Neumaierovi vyvinuli na základě matematicko statistických modelů ratingu a praktických zkušeností souhrnné ukazatele IN. Jejich konstrukce je uvedena v příloze E. Problém spočívá někdy v nepřesném komentáři výsledné hodnoty některými finančními analytiky. Například vzorce pro výpočet IN95, IN01 obsahují ukazatel úrokové krytí (EBIT/NÚ). Při použití tohoto ukazatele v souhrnném ukazateli může dojít k několika problémům:

- 1) Podnik nevyužívá žádné cizí zdroje a nemá tedy nákladové úroky – v tomto případě bude ukazatel vykazovat hodnotu úrokového krytí ∞ a tedy i v případě vysokého EBITu, kdy můžeme podnik označit za nerizikový z hlediska možnosti splácení svých nákladových úroků, se to v souhrnném indexu IN neprojeví.
- 2) Podnik dosahuje nepřiliš vysoké hodnoty EBIT, ale protože má extrémně nízké náklad. úroky, hodnota úrokového krytí je vysoká a souhrnný ukazatel (i přes velice nízké hodnoty ostatních ukazatelů) vykazuje vysokou hodnotu.

Řešení uvedených problémů je v rukou finančního analytika, v případě 1. problému je možné vzít jako výchozí hodnotu úrokového krytí hodnotu běžnou pro dobré podniky (odborná literatura uvádí 6).

Závěrem lze k finanční analýze konstatovat, že i přes uvedená omezení poskytuje důležitou a užitečnou informaci o tom, jaké je hospodaření podniku. Je však třeba, aby si každý analytik uvědomil výše uvedená omezení a ke své práci využil svého zdravého úsudku.

8.4.5 Ekonomický model EVA

Výpočtem EVA jsme se zabývali v benchmarkingové studii 8.3.2. Jednalo se však pouze o výpočet účetního modelu, který je velice zjednodušen. V této části se pokusíme využít koncept EVA spočívající na tzv. ekonomickém modelu,

který vychází z účetního modelu. Je tedy třeba provést **konverzi účetního modelu** (tj. zobrazení hospodářské situace v účetnictví) na **model ekonomický** (tj. takové zobrazení ekonomické reality, které se blíží pohledu kapitálového trhu). Autoři modelu Stern, Stewart & Co. doporučují provést změnu u 164 položek. Ty jsou však předmětem jejich obchodního tajemství, pokusíme se provést pouze ty nejvýznamnější.

Ekonomický model pro výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA) má tvar 7.2. Podrobný popis k tomuto výpočtu uvádí kapitola 7.3. Ekonomická přidaná hodnota. V následující části případové studie se tedy pokusíme úpravami získat položky NOA, NOPAT a WACC.

A/ Vymezení NOA

Velikost investovaného kapitálu lze stanovit buď z pasiv rozvahy (Capital - C), či z jejich aktiv (Net Operating Assets – NOA). Pro naše účely bude lepší vycházet z aktiv rozvahy. Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha. Je třeba:

1. Z aktiv vydělit neoperativní aktiva
2. Aktivovat položky, které nejsou v aktivech vykazovány
3. Aktiva snížit o neúročený cizí kapitál

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
AKTIVA	982 295	1 095 693	1 158 822	1 194 312	1 181 890	1 332 625

ad 1. Problémem je určit, která aktiva mají operativní charakter a jsou nezbytná pro základní činnost podniku. Měli bychom zvažovat následující položky:

- **Krátkodobý finanční majetek** (týká se účtů 211 - pokladna, 213 – ceniny, 221 – běžný účet, 251 a 253 – dlužné CP)

Finanční majetek vyloučíme v případě, že má charakter strategické rezervy nebo v případě, že dosahuje vyšší částky, než je z hlediska provozu nutné. Provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků můžeme odhadnout např. absolutní částkou či pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele peněžní likvidity. V našem případě využijeme ukazatel hotovostní likvidity, u něhož nechceme, aby přesáhl hodnotu 0,5. Je zřejmé, že dosahovaná hotovostní likvidita podniku je nízká, ale jak již bylo konstatováno, podnik si ji může dovolit díky své silné vyjednávací schopnosti s bankou.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Hotovostní likvidita	0,06	0,08	0,05	0,10	0,15	0,20

▪ **Finanční investice** (týká se účtů 061, 062, 067, 069, 013)

Kritériem pro rozhodnutí by měl být účel těchto finančních investic a charakter spojení mezi podniky, které se pomocí finančních investic vytvořilo. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter, měly by být z NOA vyčleněny. Naopak pokud došlo k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společnostmi, do kterých bylo investováno, pak je třeba takovou investici v NOA ponechat. Analyzovaná společnost se rozhodla v roce 2002, vzhledem ke strategickému záměru dalšího rozvoje a rozšíření obchodního vlivu jednotlivých společností skupiny Greiner, o investování společnosti Greiner do společností holdingu Greiner v Polsku a Maďarsku. Tato investice nepřinese společnosti Greiner žádné výnosy, jedná se v podstatě o náhradu výplaty podílů na zisku vlastníkům. Vzhledem k faktu, že skupina Greiner preferuje rozvoj před vyplácením podílů na zisku, bylo rozhodnuto o nákupu uvedených podílů. Hodnotu dlouhodobého finančního majetku tedy od hodnoty aktiv odečteme.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
DFM	0	42 108	190 409	205 639	174 252	275 519

▪ **Nedokončené investice**

Tento majetek je obvykle provozně potřebný. Protože však není k dispozici pro tvorbu současných VH, měl by být tedy z NOA vyčleněn. V našem případě máme nedokončený dlouhodobý majetek ve výši uvedené v tabulce a i tuto část budeme od aktiv odečítat.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nedokončený DNM	-	-	-	-	-	15 170
Nedokončený DHM	6 658	6 388	20 204	39 074	21 474	16 364
Celkem nedokončené investice	6 658	6 388	20 204	39 074	21 474	31 534

▪ **Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Jedná se o nevyužité či pronajaté pozemky, budovy nebo nadbytečné zásoby, které je třeba vyloučit. Jednatel společnosti neuvedl žádná aktiva jako nepotřebná k operativní činnosti, proto nebudeme žádnou položku odečítat.

ad 2. Aktivace položek

▪ Finanční leasing

Aktivum pořízené formou finančního leasingu je žádoucí do NOA započítat, a to pokud možno v tržní hodnotě. Jen pro připomenutí je třeba uvést, že v ČR nemá nájemce používaný pronajatý majetek zachycen v rozvaze, ve výsledovce nemá odpisy z jeho pořizovací ceny. Dle Mezinárodních účetních standardů by měl být rozhodující pohled ekonomický a předmět leasingu by měl být začleněn do aktiv nájemce a pasiva by měla být rozšířena o tomu odpovídající závazky. Analyzovaná společnost Greiner využívá leasing především k nákupu dopravních prostředků – osobních aut a vysokozdvizných vozíků. Přehled majetku pořízeného na leasing a přehled splátek je uveden v příloze F. Je třeba podotknout, že leasing není pro společnost příliš výhodný, a to hned ze tří důvodů. Prvním je vyšší nákladovost v porovnání s úvěrem (banka je ochotna poskytnout úvěr s úrokovou sazbou 2,7%), druhým důvodem je šetření investičních prostředků (mateřská společnost určuje výši investic pro greiner packaging slušovice) a v neposlední řadě účetní problémy, které souvisí s účtováním v Německu za celou skupinu Greiner, která leasing účtuje dle IAS 17.

Zanesení aktiva pořízeného formou leasingu do rozvahy je možné následujícími způsoby (Mařík, 2005):

- Do aktiv započítáme tržní hodnotu sníženou o odpisy. V pasivech se vykazuje zůstatek závazku podle splátkového kalendáře (umořovacího plánu) – postup dle IAS17.
- Do aktiv připočteme hodnotu leasingovaného předmětu sníženou o odpisy. Zůstatková cena se uvede i v pasivech jako závazek. Hodnota pronajatého aktiva tedy bude stejná jako leasingový závazek ve všech obdobích a nikoli jen na začátku leasingové smlouvy, jak tomu bylo v předchozím případě.
- Do aktiv i pasiv doplníme současnou hodnotu leasingových splátek. Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů na cizí kapitál s obdobnou dobou splatnosti, jako je délka leasingové smlouvy, při obdobném riziku. Aktivní i pasivní položka opět bude mít vždy stejnou výši.

Podrobnější popis problematiky aktivace leasingu je popsán v příloze G. V našem případě byl pro aktivaci leasingu využit poslední model – aktivace v současné hodnotě leasingových splátek. Tento model je rovněž z důvodu jednoduchosti využitelný v praxi.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aktivace leasingu	17 263	2 787	3 735	70 442	52 929	40 881

- **Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv** (pohledávky, zásoby)

V případě zjištění oceňovacích rozdílů u oběžných aktiv je třeba o ně upravit rozvahu a to jak na straně aktiv změnou hodnoty pohledávek či zásob, tak na straně pasiv v položce ekvivalenty VK. U analyzovaného podniku nebyly oceňovací rozdíly zjištěny.

▪ **Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku**

Mařík doporučuje, aby při oceňování dlouhodobých aktiv byla provedena následující přecenění:

- Přecenění dlouhodobých aktiv na úrovni časových cen, tedy reprodukčních cen snížených o reálné opotřebení
- V případě DFM v podobě podílových CP a vkladů je žádoucí použít tržní ceny

Rovněž u dlouhodobého majetku nebyly žádné oceňovací rozdíly zjištěny.

▪ **Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Jednou z nejdůležitějších položek v této oblasti jsou náklady na výzkum a vývoj. Postup aktivace je následující:

- Aktivované náklady se připočtou ke konci každého roku do aktiv k DNM a ve stejné výši v pasivech zvýší ekvivalenty VK
- Z původně vykazaného VH se vyjme náklad v původní výši a místo něj se započítají odpisy pro daný rok

Samozřejmě i v plastikářském průmyslu je výzkum a vývoj velice důležitý, ale analyzovaná firma se vzhledem ke své velikosti sama výzkumem ani vývojem nezabývá, proto nebude žádnou aktivaci provádět. Do budoucna však plánuje vytvořit vlastní vývojový tým, takže tato položka bude pro společnost vysoce aktuální.

▪ **Goodwill**

Pro propočet NOA je žádoucí, aby goodwill byl v aktivech vykázán (pokud samozřejmě máme k dispozici příslušná data, například analyzovaný podnik byl již dříve prodán a v aktivech tedy goodwill má). Otázkou však zůstává, jak zacházet s odpisy a oprávkami. Stewart doporučuje vykazovat goodwill brutto (bez opravek). Zdůvodnění je jednoduché – u dobře fungujícího podniku by se hodnota goodwillu neměla snižovat.

▪ **Tiché rezervy** (vytvořené úmyslně)

Pokud vedení podniku úmyslně snižuje hodnotu aktiv nebo vytváří nadbytečné rezervy, je třeba je zařadit formou ekvivalentů VK k vlastnímu kapitálu. Jednatel neoznačil žádné rezervy jako nadbytečné.

ad 3. Krátkodobé, explicitně neúročené závazky

Principiálně se jedná o vyloučení všech nákladů na cizí kapitál z operativního výsledku hospodaření, protože ty budou odečteny až později a společně s náklady na vlastní kapitál ovlivní velikost WACC. Hodnotu aktiv financovanou neúročenými krátkodobými závazky tedy vylučujeme z operativních aktiv. Do krátkodobých závazků, o které by se měla aktiva snížit, patří: krátkodobé závazky, časové rozlišení pasiv, neúročené dlouhodobé závazky a rezervy mající charakter skutečných závazků.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Rezervy	19 491	12 537	15 359	19 845	20 364	660
Dlouh. závazky neúročené	0	0	0	2 118	407	4 593
Krátk. závazky	129 127	81 532	90 208	90 269	103 217	133 451
Časové rozlišení pasiv	941	4 109	16 912	516	418	0
Celkem	149 559	98 178	122 479	112 748	124 406	138 704

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
NOA	843 341	951 806	829 465	907 293	914 687	927 749

Kompletní dopady do majetkové struktury (vymezení NOA) jsou zobrazeny v následující tabulce 44.

Tabulka 44: Vymezení NOA v jednotlivých letech

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dlouh. majetek	620 230	519 140	478 228	537 020	516 540	505 463
DHM	620 066	519 067	477 235	534 363	513 561	503 867
DNM	164	73	993	2 657	2 979	1 596
DFM	0	0	0	0	0	0
ČPK	223 111	432 666	351 237	370 273	398 147	422 286
Zásoby	126 005	145 303	162 758	165 637	154 729	190 491
Pohledávky	223 547	362 191	281 348	275 883	308 169	282 030

Krátk. FM	16 666	20 655	19 363	38 901	57 048	86 130
Ostatní aktiva	6 452	2 695	10 247	2 600	2 607	2 339
Neúroč. závazky	149 559	98 178	122 479	112 748	124 406	138 704
NOA	843 341	951 806	829 465	907 293	914 687	927 749

B/ Vymezení NOPAT

Nejdůležitější zásadou pro určení NOPAT je **dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT**. Jsou-li určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, musíme jejich náklady a výnosy zařadit do výpočtu NOPAT.

Vyjdeme z **hospodářského výsledku z běžné činnosti** a provedeme následující úpravy:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
HV z běžné činnosti	94 844	77 733	59 930	75 550	70 176	72 315

- Vyloučíme z finančních nákladů **placené úroky** (přičteme je zpět k HV), a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nákladové úroky	17 898	21 099	23 891	16 548	11 013	10 632
Nákladové úroky - leasing	168	131	154	1 995	1 512	1 526

- Vyloučíme **mimořádné položky**, např. položky, které se svou výší nebudou opakovat (odstupné pro větší počet zaměstnanců, prodej dlouhodobého majetku a jejich vliv na náklady a výnosy, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, mimořádné odpisy majetku, ...) – u podniku Greiner nebyly jednatelem identifikovány.
- Do NOPAT je třeba započítat i **vliv změn vlastního kapitálu**, které se projevily při výpočtu NOA (vliv aktivace, opravných položek, tichých rezerv, ... - pokud ovlivnily VH). V případě podniku Greiner se projevila aktivace leasingu – nákladové úroky, které byly pro podnik vykalkulovány a byly již zahrnuty v předcházející části – viz výše.
- Ve vazbě na provozně finanční majetek je potřeba rozhodnout, v jaké míře je žádoucí **odpovídající finanční výnosy a náklady v NOPAT ponechat**.

Krátkodobý finanční majetek byl ponechán v rozvaze beze změn, proto není potřeba dělat žádnou úpravu.

- **Úprava daní** – je potřeba zjistit tzv. upravenou daň (teoretická daň, která by byla zaplacená z operativního VH). Nejpresnější výsledek získáme, vyjdeme-li ze splatné daně pro daný rok a tu snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší v porovnání s hospodářským výsledkem za účetní období z výsledovky.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
VH před zdaněním	101 716	95 189	75 620	107 868	101 340	101 388
Upravený VH z běžné činnosti před zdaněním (NOPBT – Net operating profit before Taxes)	112 910	98 963	83 975	94 093	82 701	84 473
Rozdíl NOPBT – VH před zdaněním	11 194	3 774	8 355	-13 775	-18 639	-16 915
Původně placená daň	6 872	17 456	15 690	32 318	31 164	29 073
Dodatečně vypočtená daň	3 470	1 170	2 590	-4 270	-5 778	-4 736
NOPAT	109 440	97 793	81 385	98 363	88 479	89 209

Po provedených úpravách je třeba upravit i výkazy, nás především zajímá změna kapitálové struktury, která se i ve výši WACC. Změna se týká náhrady VH běžného období NOPATem, do cizích zdrojů je přidána aktivace leasingu, ostatní změny provedené v NOA vyústily do změny potřeby VK a promítly se do položky ekvivalenty VK.

Tabulka 45: Vymezení C (Capital) v jednotlivých letech

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Vlastní kapitál	511 200	546 796	444 412	478 252	579 993	550 354
Základní kapitál	399 770	399 770	399 770	399 870	399 870	399 870
Rezervní fondy, ...	23 200	27 922	31 787	34 774	38 498	42 887
Kapitálové fondy	0	0	0	-7 334	-24 254	-14 369
VH min.let	45	89 869	163 538	220 105	291 429	356 703
NOPAT	109 440	97 793	81 385	98 363	88 479	89 209
Ekvivalenty VK	-21 255	-68 558	-232 068	-267 526	-214 029	-323 946
Cizí zdroje	332 141	405 010	385 053	429 041	334 694	377 395
BÚ	314 878	402 223	381 318	358 599	281 765	336 514
Leasing	17 263	2 787	3 735	70 442	52 929	40 881
Úpltné zdroje celkem	843 341	951 806	829 465	907 293	914 687	927 749

C/ Výpočet WACC

V předchozí části byla vymezena kapitálová struktura, v následujícím kroku je třeba jednotlivým druhům kapitálu přiřadit související náklady.

1/ Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady kapitálu, který podnik získá formou dluhu se vyjadřují v podobě úroku, který podnik musí zaplatit. Firma Greiner využívá ke svému dlouhodobému financování bankovní úvěry a leasing. Nejdříve si popíšeme varianty, jak je možné determinovat náklady na bankovní úvěr.

▪ Bankovní úvěr

Existuje několik metod, jak determinovat náklady na bankovní úvěr:

a. Nejjednodušší a nejpřesnější je varianta, známe-li úrokovou sazbu bankovního úvěru – viz tabulka 45. Úroková sazba bankovních úvěrů využívaných společností Greiner je odvozena od úrokové sazby používané na mezibankovním trhu označovanou jako PRIBOR, ke které je připočtena riziková přírážka. Díky vysoké finanční stabilitě je riziková přírážka v případě společnosti Greiner 1 %. Významnou roli k tak výhodným úvěrovým podmínkám dává nízká zadluženost společnosti a bezesporu také záruka od mateřské společnosti.

Tabulka 46: Náklady na cizí kapitál – 1. alternativa

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PRIBOR	6,96%	5,76%	5,30%	3,62%	2,32%	1,75%
Riziková přírážka	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Nominální úrokové sazby z úvěrů	7,96%	6,76%	6,30%	4,62%	3,32%	2,75%

b. Neznáme-li úrokovou sazbu bankovního úvěru, je možné využít vztahu nákladové úroky / bankovní úvěry. V tomto případě může nastat řada problémů, např. dojde ke splacení bankovního úvěru v průběhu roku. Na konci roku není vykázána žádná hodnota bankovního úvěru, zatímco nákladové úroky existují. Proto je vhodnější použít vztah úroky / ((BÚ na začátku roku + BÚ na konci roku) / 2).

Tabulka 47: Náklady na cizí kapitál – 2. alternativa

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Stav BÚ na konci roku	314 878	402 223	381 318	358 599	281 765	336 514
Průměrný stav BÚ	288 204	358 551	391 771	369 959	320 182	309 140

Nákladové úroky	17 898	21 099	23 891	16 548	11 013	10 632
Úroková sazba úvěru – konec roku	5,68%	5,25%	6,27%	4,61%	3,91%	3,16%
Úroková sazba úvěru – průměrný stav	6,21%	5,88%	6,10%	4,47%	3,44%	3,44%

c. Je možno použít alternativní způsob založený na tržních datech (viz 7. kapitola).

Tabulka 48: Náklady na cizí kapitál – 3. alternativa

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Výnosnost státních dluhopisů	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,10%	4,80%
EBIT / NÚ	6,7	5,5	4,2	7,5	10,2	10,5
Rating	AA	A	A-	A+	AA	AA
Riziková přírážka	0,50%	0,85%	1%	0,70%	0,50%	0,50%
Odhadnutá úroková sazba bank. úvěru	8,10%	7,35%	7,30%	5,80%	4,60%	5,30%

Využili jsme 3 různé přístupy a získaly 3 odlišné výsledky. Pro účely disertační práce bude dále počítáno s prvním přístupem uvedeném v tabulce 46. Abychom získali náklady na cizí kapitál, je třeba vzít v úvahu působení daňového štítu – viz vztah 7.14. Bude počítáno s 31 % daní z příjmu pro roky 1998-2003 a 28 % daní pro rok 2004.

Tabulka 49: Náklady na cizí kapitál

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nominální úroková sazba z úvěru	7,96%	6,76%	6,30%	4,62%	3,32%	2,75%
Náklad na cizí kapitál	5,49%	4,66%	4,35%	3,19%	2,29%	1,98%

▪ Leasing

Náklady na dluhopisy (obligace) můžeme určit dle vztahu 7.13. Vzhledem k vysokému počtu uzavřených leasingových smluv je uvedený postup příliš náročný, použijeme alternativní způsob stanovení nákladů kapitálu, který byl již představen a jehož výsledky jsou uvedeny v tabulce 46.

Tabulka 50: Odhadnutá úroková sazba leasingu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Odhadnutá úroková sazba leasingu	8,10%	7,35%	7,30%	5,80%	4,60%	5,30%

Ted' máme všechny vstupní parametry nutné k výpočtu průměrných nákladů dluhu – viz tabulka 51. Je zjevné, že podnik je finančně silný a pracuje s velice nízkými náklady dluhu.

Tabulka 51: Průměrné náklady dluhu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bankovní úvěry	314878	402223	381318	358599	281765	336514
Leasing	14 277	2 710	3 636	67 432	48 120	35 527
Náklady na bankovní úvěry	5,49%	4,66%	4,35%	3,19%	2,29%	1,98%
Náklady na leasing	5,59%	5,07%	5,04%	4,00%	3,17%	3,82%
Průměrné náklady dluhu (N_{CK})	5,50%	4,67%	4,35%	3,32%	2,42%	2,16%

2/ Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

V anglosaských zemích je CAPM nejběžnějším modelem pro výpočet nákladů vlastního kapitálu. Náklady na VK vypočítáme ze vztahu 7.15. Základní princip modelu je vysvětlen v 7. kapitole.

▪ Riziková premie

Dle autorů modelu CAPM by měla být premie stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem r_m a bezrizikovou mírou výnosu r_f . Výnosnost trhu jako celku se měří globálním akciovým indexem. V podmínkách ČR lze například uvést globální index PX50. Globální indexy udávají, jaká byla průměrná výnosnost celého akciového trhu. Rozdíl mezi výnosností trhu CP a bezrizikovým výnosem udává premii, kterou investor získá v případě, že se rozhodne pro investici do nákupu dané akcie. I v tomto případě nedává kapitálový trh vhodné informace (viz tabulka 52). Využili-li bychom těchto dat, riziková premie by byla příliš vysoká. Dáme tedy přednost odhadu rizikové premie dle Damodarana (www.damodaran.com).

Tabulka 52: Vývoj indexu PX 50

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PX 50	495,3	394,2	489,7	478,5	394,6	460,7	659,1	1032
Průměrná výnosnost		- 20,41%	24,23%	-2,29%	17,53%	16,75%	43,06%	56,58%

- Koeficient beta

Koeficient beta udává citlivost investice vůči trhu. Koeficient beta měří tržní (systematické) riziko tím, že říká, k jaké % změně kurzu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1% (citlivost CP na tržní pohyby). Čím je větší, tím je riziko investování do příslušné akcie vyšší. Rovněž zjištění beta je složité, koeficienty beta nejsou oficiálně sledovány.

Vzhledem ke skutečnosti, že analyzovaná společnost Greiner není obchodována na kapitálovém trhu, není využití CAPM reálné, zvolíme tedy použití modelu CAPM s náhradními odhady β . Náhradním způsobem, jak určit koeficient β , je např. metoda analogie, údaje z historie či na základě analýzy působících faktorů. Myšlenka metody analogie je velice jednoduchá – použijeme β podobných podniků. Při této metodě rovněž bereme v úvahu vliv kapitálové struktury a β upravujeme podle vztahu 7.16.

V našem případě použijeme beta odvětví, které činí 0,8 pro nezadlužený podnik (viz www.damodaran.com). Ke stanovení rizikové premie využijeme odhad – viz tabulka 10.

- Bezriziková úroková míra

„Bezriziková“ úroková míra pro jednotlivé roky je převzata z tabulky 8.

Tabulka 53: Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
r_f	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,10%	4,80%
beta nezadlužená	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
beta zadlužená	1,15	1,18	1,12	1,13	1,04	1,05
riziková přírážka	7,50%	7,50%	7,50%	7%	6%	5%
N_{VK}	16,3%	15,3%	14,7%	13,0%	10,3%	10,1%

Průměrná rentabilita v odvětví

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Jeho výhodou je, že data o rentabilitě bývají dostupnější než data jiná. Údaje o rentabilitě v odvětví lze získat na www.mpo.cz. Problémy této metody byly popsány v kapitole 7.4.3.

Tabulka 54: Výpočet nákladů na kapitál pomocí průměrné rentability

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Rentabilita v odvětví	12,65%	12,03%	10,23%	11,04%	16,22%	14,89%

Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Při tomto modelu využíváme poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na cizí kapitál – viz 7. kapitola.

Tabulka 55: Výpočet nákladů na kapitál pomocí odvození od NáČK

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Úroková sazba BÚ	7,96%	6,76%	6,30%	4,62%	3,32%	2,75%
Přirážka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
N_{VK}	10,46%	9,26%	8,80%	7,12%	5,82%	5,25%

Dividendový model

Společnost Greiner je společností s ručením omezeným. Vzhledem k její strategii žádné podíly na zisku nevyplácí, proto tato metoda není využitelná.

Stavebnicový model

K určení nákladů na kapitál lze rovněž využít stavebnicový model využívaný i Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Nedostatky této metody byly popsány v kapitole 8.3.2. Podrobnější informace k tomuto modelu i jeho genezi lze zjistit na [www stránkách MPO \(www.mpo.cz\)](http://www.mpo.cz).

Tabulka 56: Výpočet nákladů na kapitál pomocí stavebnicové metody

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bezriziková sazba	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,10%	4,80%
rPodnikatelské	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
rLA	2,79%	2,38%	2,29%	2,19%	2,24%	1,94%
rFinStab	0,00%	0,00%	0,00%	0,15%	0,00%	0,99%
WACC	10,39%	8,88%	8,59%	7,44%	6,34%	7,73%
N _{VK}	14,33%	12,44%	11,08%	9,55%	7,67%	9,90%

V této disertační práci byla dále použita komplexní stavebnicová metoda Garnetta a Hilla a rovněž tak komplexní stavebnicová metoda Maříka a Maříkové, která je upravena pro podmínky ČR (viz tabulka 57 a příloha H). Obě tyto metody byly zpracovány s použitím softwarového produktu EVALENT.

Průměrné náklady na vlastní kapitál

Protože pomocí každé metody pro zjištění hodnoty nákladu vlastního kapitálu byl získán jiný výsledek, je možné buď vybrat nejvíce objektivní metodu, nebo vypočítat vážený aritmetický průměr, kdy přiřadíme výsledkům jednotlivých metod určité váhy. Přehled výsledků jednotlivých metod je uveden v tabulce 57. Každá z uvedených metod přinesla jiné výsledky, záleží na analytikovi, které metodě dá přednost. Např. Mařík se přiklání k názoru, že přes všechny problémy spojenými s platností a aplikací CAPM, představuje tento model zatím jediný teoreticky podložený a ve světové praxi uznávaný způsob, jak určit náklady kapitálu. Stavebnicová metoda bere v úvahu i specifické riziko, náklady na kapitál by tedy měly být vyšší v případě použití této metody. Z tohoto důvodu není vhodné volit diskontní míru na úrovni průměru CAPM a stavebnicové metody (*Maříková, Mařík, 2005*).

Tabulka 57: Přehled nákladů na kapitál dle různých přístupů

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
CAPM	16,3%	15,3%	14,7%	13,0%	10,3%	10,1%
Rentabilita v odvětví	12,7%	12,0%	10,2%	11,0%	16,2%	14,9%
Odvození z Ná _{CK}	10,5%	9,3%	8,8%	7,1%	5,8%	5,3%
Stavebnicový model	14,3%	12,4%	11,1%	9,6%	7,7%	9,9%
Komplexní stavebnicová metoda I. (M&M)	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Komplexní stavebnicová metoda II. (Garnett&Hill)	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

3/ Stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC)

Průměrné náklady celkového podnikového kapitálu můžeme definovat jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, kde vahou je podíl příslušného kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu (viz vztah 7.9). V disertační práci bude pro determinaci nákladů na vlastní kapitál využívána metoda CAPM, která je považována za nejobektivnější.

Tabulka 58: Výpočet WACC

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
N_{CK}	5,50%	4,67%	4,35%	3,32%	2,43%	2,18%
N_{VK}	16,29%	15,57%	15,89%	14,17%	10,81%	10,77%
CK / C	0,39	0,43	0,46	0,47	0,37	0,41
VK / C	0,61	0,57	0,54	0,53	0,63	0,59
WACC	12,04%	10,93%	10,53%	9,04%	7,74%	7,28%

4/ Závěr k nákladům na kapitál

Nejdříve byly kalkulovány náklady na cizí kapitál. Postup byl velice jednoduchý, neboť byly známy nominální úrokové sazby z úvěrů. Pro případ jejich neznalosti byly nastíněny alternativní možnosti výpočtu. Alternativní možnost výpočtu byla využita pro stanovení nákladů na kapitál pro leasingovou formu financování. Podnik využívá leasingu k nákupu dopravních prostředků. Celkový objem nakupovaný formou leasingu není vysoký, ale výpočet vnitřní míry leasingu pro jednotlivé leasingované předměty by byl neúměrně pracný vzhledem k získaným informacím. Následovala determinace nákladů na vlastní kapitál, jejichž určení patří ke složitějším úkolům podnikových financí. Protože neexistuje žádná objektivní metoda k jejich určení, byla použita stavebnicová metoda, metoda CAPM s náhradními odhady beta, metoda využívající průměrné rentability a metoda odvozená z nákladů na cizí kapitál. Stavebnicová metoda byla kalkulována dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, dále byla rovněž využita komplexní stavebnicová metoda Garnetta a Hilla, která byla následně upravena do podoby využitelné pro české podniky manžely Maříkovými. Po vymezení kapitálové struktury, výpočtu nákladů na vlastní a cizí kapitál, byl následně kalkulován vážený aritmetický průměr (WACC). V případě analyzovaného podniku Greiner můžeme konstatovat každoroční snižování vážených průměrných nákladů na kapitál, což je pro podnik pozitivní a bylo dáno poklesem jak nákladů na cizí, tak i vlastní kapitál. Od roku 2003 pak dochází ke stabilizaci WACC na úrovni cca 7 %. Je zjevné, že podnik je schopný pracovat s poměrně nízkými náklady na kapitál, což je velice pozitivní z hlediska tvorby hodnoty pro vlastníky.

Můžeme konstatovat, že determinace nákladů kapitálu je náročným úkolem. Řada podniků tedy vyvíjí snahu si tuto problematiku ulehčit. Uvedme několik příkladů. Podnik Model Group (švýcarská firma působící v dalších 8 zemích Evropy) kalkuluje náklady na vlastní kapitál připočtením rizikové přírážky 3 % k výši bezrizikové úrokové sazby pro tu kterou zemi. WACC potom počítá pro strukturu kapitálu 64:36 (VK:CK) pro všechny výrobní závody stejně - vzhledem k tomu, že manažeři jednotlivých závodů nemohou ovlivnit strukturu kapitálu. Škoda Auto používá pro výpočet nákladů na kapitál jednotnou sazbu platnou pro celý koncern Volkswagen ve výši 9 %. Tuto sazbu upravuje až v případě výrazných změn v ekonomice. Coca-Cola používá pro WACC hodnotu 12 % po celém světě – tj. 1% měsíčně (*Ehrbar*, 1998). I toto je cesta, kterou se podniky mohou dát. Není významné mít zkalkulovaný výpočet WACC x-různými způsoby s přesností na 5 desetinných míst, protože stejně se bude jednat o odhad toho, kdo WACC stanovil – podstatné je, aby si podniky tuto problematiku uvědomovaly a zahrnuly ji do svých úvah.

Na závěr k nákladům na kapitál ještě jedno malé upozornění. Podniky někdy mají tendenci posuzovat konkrétní projekt s ohledem na kapitál užitý k jeho financování. Tento postup však není možné považovat za správný. Např. financovala-li by firma Greiner nový investiční projekt pouze bankovním úvěrem, provedla by vyhodnocení projektu, jehož čistou současnou hodnotu by získala diskontováním nákladů na bankovní úvěr, které činí zhruba 2%. Musíme si však uvědomit, že získání úvěru pro tento konkrétní projekt není zásluhou výhradně tohoto projektu, úvěr získává firma vzhledem ke svému zdravému financování, proto bychom vždy měli přihlížet k nákladům kapitálu z pohledu celé firmy. Při realizaci výše uvedeného projektu by došlo u firmy Greiner k většímu zadlužení a tím ke snížení finanční stability. Návrat k původní kapitálové struktuře pak vyžaduje financování nových projektů vlastním kapitálem, kdy použití nákladů vlastního kapitálu jako diskontní sazby může vést k zamítnutí zajímavých investičních projektů.

Výpočet EVA

Tabulka 59: Výpočet EVA - Greiner

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
NOA	843 341	951 806	829 465	907 293	914 687	927 749
NOPAT	109 440	97 793	81 385	98 363	88 479	89 209
WACC	12,04%	10,93%	10,53%	9,04%	7,74%	7,28%
EVA	7 907	-6 227	-5 983	16 362	17 640	21 686

Z tabulky 59 je vidět – stejně jako při použití účetního modelu EVA - proměnlivý vývoj EVA v analyzovaných letech - tzn., že firma svojí činností proměnlivě buď zvyšovala nebo snižovala hodnotu vložených prostředků pro vlastníky. Kladná EVA byla vytvořena v roce 1999 a v letech 2002-2004, což bylo způsobeno vysokou rentabilitou. Významné je si povšimnout různých výsledků účetního a ekonomického modelu EVA. Zatímco např. v roce 2004 je dle účetního modelu podnik neúspěšný (viz příloha D), v případě ekonomického modelu dosáhl kladné tvorby EVA a jeho činnost můžeme označit za úspěšnou. Z uvedeného je zřejmé, že nemůžeme spoléhat na hodnocení jen dle účetních dat.

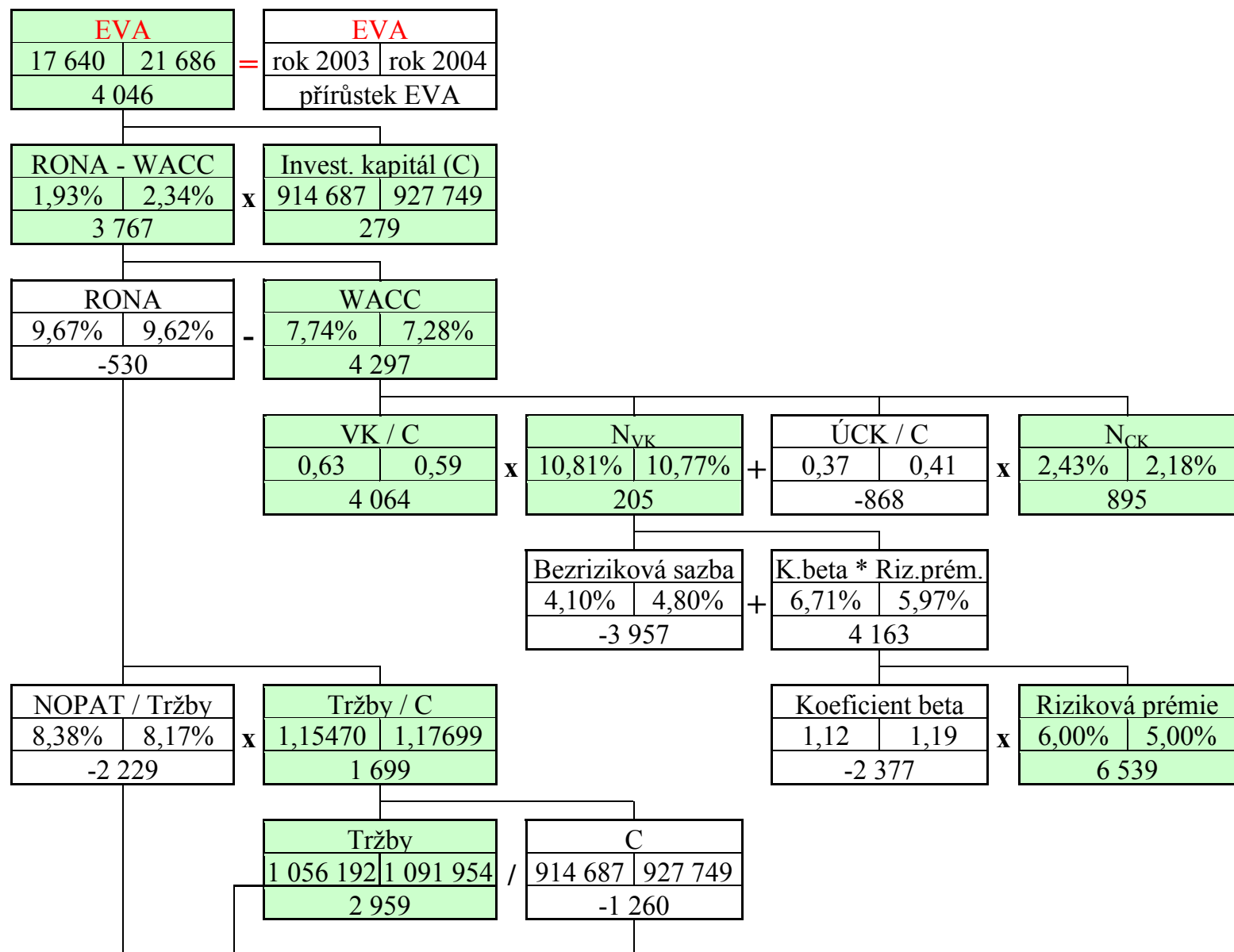
Podařilo se spočítat ekonomickou přidanou hodnotu, další část práce obsahuje nejnáročnější kapitola disertační práce – identifikace faktorů, které významně přispěly k tvorbě hodnoty pro vlastníky.

8.4.6 Identifikace významných faktorů, které přispěly k tvorbě EVA

Využití pyramidového rozkladu

Pro identifikaci významných vlivů na ekonomickou přidanou hodnotu je vhodné provést rozklad ukazatele EVA v letech 2003-2004. Budu vycházet z rozkladu ekonomického modelu EVA. Po provedení rozkladu vrcholového ukazatele EVA vyčísím vlivy jednotlivých dílčích ukazatelů na EVA. Ke kvantifikaci vlivů je využita funkcionální metoda rozkladu. Detailnější popis této metody je popsán v příloze I.

Obecně jsou u vlivů podstatné tyto údaje: O jaký ukazatel se jedná, vyčíslení jeho hodnoty v běžném a v minulém období a jeho vliv na vrcholový ukazatel EVA. Jinak řečeno, jak změna tohoto ukazatele přispěla k tvorbě hodnoty pro vlastníka. Pyramidový rozklad je zobrazen na obrázku 28. Pro lepší znázornění situace bude pyramidový rozklad popisován postupně.



Rozklad začínáme u vrcholového ukazatele – EVA, kde sledujeme jeho roční změnu, která je dána rozdílem mezi hodnotami v letech 2003 a 2004. Podle vztahu pro výpočet EVA jsou základními prvky působícími na tvorbu hodnoty **(RONA – WACC)** - (tzv. „spread“) a **investovaný kapitál**. Spread působí na EVA kladně, tzn. že s růstem jeho hodnoty se zvyšuje hodnota EVA. V našem případě došlo ke zvýšení kladné hodnoty spreadu z 1,93 % na 2,34 %, což přispělo k tvorbě EVA. Působení investovaného kapitálu není tak jednoznačné. Pokud je spread kladný, růst investovaného kapitálu působí kladně na tvorbu hodnoty. Naopak v případě záporného spreadu, růst investovaného kapitálu má negativní vliv na tvorbu hodnoty. V případě analyzovaného podniku je spread kladný, proto růst investovaného kapitálu představoval kladný vliv na EVA.

Spread (RONA – WACC) je tvořen rentabilitou investovaného kapitálu - RONA, jejíž pokles působí negativně na tvorbu hodnoty a WACC, jehož pokles působí na EVA pozitivně. Protože vliv poklesu nákladů na kapitál převýšil vliv nepatrného poklesu RONA, působení spreadu je celkově pozitivní. RONA představuje výnosnost investovaného kapitálu. WACC vyčísluje náklady na investovaný kapitál. Čím větší bude rentabilita investovaného kapitálu a nižší náklady na kapitál, tím větší bude vytvořená hodnota pro vlastníka. Toto jsou stěžejní kameny tvorby hodnoty, proto uvedené ukazatele podrobíme důkladnější analýze.

EVA	
17 640	21 686
4 046	

RONA - WACC		x	Investovaný kapitál (C)	
1,93%	2,34%		914 687	927 749
3 767			279	

RONA		-	WACC	
9,6732%	9,6156%		7,7446%	7,2782%
-530			4 297	

Ukazatel RONA je velmi důležitý, a proto mu budeme věnovat zvýšenou pozornost. Základními prvky, které ovlivňují RONA jsou zisková marže (NOPAT/Tržby) a obratovost investovaného kapitálu (Tržby/Investovaný kapitál). Na první pohled je patrné, že došlo k mírnému snížení ziskové marže, kdy tato změna působila na EVA negativně. Naopak vyšší obratovost aktiv (tzn. efektivnější využití aktiv) je pozitivním faktorem ovlivňujícím tvorbu hodnoty.

Souhrnně je však vliv ziskové marže a obratovosti investovaného kapitálu záporný, protože převážil negativní vliv klesající ziskové marže.

RONA		-	WACC	
9,6732%	9,6156%		7,7446%	7,2782%
-530			4 297	
NOPAT / Tržby		x	Tržby / C	
8,377%	8,170%		1,15470	1,17699
-2 229			1 699	

Jak již bylo uvedeno, rentabilita investovaného kapitálu (RONA) je tvořena ziskovou marží a obratem aktiv. Zaměříme teď svou pozornost na ziskovou marži. Důvodem poklesu ziskové marže byl především výrazný pokles přidané hodnoty na tržbách. Velmi sledovaným ukazatelem bývá podíl mezd na výnosech. Zde je hodnocení pozitivní, protože došlo k poklesu mezd v poměru k tržbám. Stejný vývoj zaznamenaly i odpisy. V této souvislosti je však třeba si uvědomit, že dlouhotrvající snižování odpisů může v dlouhodobém horizontu společnost ohrozit, jelikož bez dostatečných investic si nemusí v budoucnu udržet svou konkurenceschopnost.

NOPAT / Tržby									
8,377%	8,170%								
-2 229									
		</							

Další faktor ovlivňující rentabilitu investovaného kapitálu je obratovost aktiv. Požadavkem je, aby se aktiva obrátila za co nejkratší dobu. Obrat je závislý na velikosti aktiv a na výši výnosů. Nyní se zaměříme na strukturu aktiv. Obecně lze aktiva členit na dlouhodobý majetek a oběžná aktiva. Analyzovaný podnik má vyšší podíl dlouhodobých aktiv než oběžných aktiv. V roce 2004 nedošlo k takřka žádné změně v investovaném kapitálu. Pokles dlouhodobého majetku působil na EVA pozitivně, naopak nárůst pracovního kapitálu ovlivnil EVA negativně.

Invest. kapitál (C = NOA)	
914 687	927 749
-1 260	

DM		+	Pracovní kapitál		+	Ostatní aktiva	
516 540	505 463		395 540	419 947		2 607	2 339
1 069			-2 354			26	

Žádné výraznější změny nejsou patrné ani v podrobnějším členění jednotlivých druhů dlouhodobého majetku.

DM	
516 540	505 463
1 069	

DHM		+	DNM		+	DFM	
513 561	503 867		2 979	1 596		0	0
935			133			0	

Z hlediska čistého pracovního kapitálu došlo k nejvýznamnější změně u výše zásob a krátkodobého finančního majetku. Obě veličiny se zvýšily a tudíž negativně ovlivnily výši EVA. Naopak pohledávky vykázaly pokles a kladné ovlivnění EVA. Nárůst krátkodobých zdrojů rovněž vyvolal kladný přírůstek EVA.

ČPK	
395 540	419 947
-2 354	

Zásoby		+	Pohledávky		+	Finanční majetek		-	Krátk. CK	
154 729	190 491		308 169	282 030		57 048	86 130		124 406	138 704
-3 450			2 522			-2 805			1 379	

Další části obratovosti jsou tržby, které ovlivnily EVA pozitivně. Vyšší růst tržeb (kladně ovlivňující EVA) a růst investovaného kapitálu (negativně ovlivňující EVA) vyústily v celkové zvýšení obratovosti aktiv, tzn. růst tržeb se více projevil v obratovosti než růst investovaného kapitálu.

Tržby / C	
1,15470	1,17699
1 699	

Tržby		C	
1 056 192	1 091 954	914 687	927 749
2 959		-1 260	

Doposud jsem se zabývali rozkladem RONA, ale zatím jsme nezmínili druhou část spreadu – vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). Náklady na vlastní kapitál lze spočítat pomocí několika metod, v našem případě byla zvolena metoda CAPM s náhradními odhady beta. Základem CAPM je bezriziková úroková míra r_f , k níž je přičten koeficient beta vynásobený průměrnou přírůžkou kapitálového trhu. Nárůst bezrizikové úrokové míry ze 4,1 % na 4,8 % znamenal výrazný, avšak negativní vliv na EVA. Naopak pokles rizikové premie z 6 % na 5 % ovlivnil EVA kladně. U koeficientu beta došlo k mírnému zvýšení, takže jeho dopad na EVA byl velice nepatrný. Celkově se však náklady na vlastní kapitál nepatrně snížily. Klesající náklady na vlastní kapitál byly doprovázeny kladným vlivem sníženého podílu vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Náklady na cizí kapitál se snížily, ale naopak vzrůstající podíl cizího kapitálu znamenal negativní vliv na EVA. Celkově byl vliv na WACC nevýrazný.

WACC	
7,74%	7,28%
4 297	

VK / ÚK	*	N_{VK}	+	ÚCK / ÚK	*	N_{CK}
0,63		10,81%		0,37		2,43%
0,59		10,77%		0,41		2,18%
4 064		205		-868		895

Bezriziková sazba	+	Koeficient beta	x	Riziková premie
4,10%		1,12		6%
4,80%		1,19		5%
-3 957		-2 377		6539

Rozklady jsou velice užitečným manažerským nástrojem, protože nám umožňují nalézt silné a slabé stránky podniku z pohledu tvorby hodnoty. Pro zvyšování hodnoty EVA je nutné rozvíjet silné stránky (tj. ty vlivy, které nejvíce přispívají k tvorbě hodnoty) a naopak eliminovat vliv slabých stránek.

Obecně rozklady používáme pro lepší pochopení vlivů dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel. Rozklad vrcholového ukazatele je silný nástroj pro operativní řízení. Změnu vrcholového ukazatele lze těžko měřit a řídit ve velmi krátkém časovém úseku, ale jednotlivé dílčí ukazatele je možné operativně měřit a řídit a tím přispívat ke zvyšování hodnoty pro vlastníka.

Citlivostní analýza

Účelem této analýzy je zjištění citlivosti určitého finančního ukazatele, v našem případě ekonomické přidané hodnoty v závislosti na faktorech, které toto kritérium ovlivňují. Je tedy třeba určit, jak určité změny vybraných faktorů, např. velikost aktiv, výše zadlužení nebo vážené průměrné náklady kapitálu, ovlivňují ekonomickou přidanou hodnotu. Faktory, jejichž určité změny, např. odchylka velikosti 10 % od předpokládané, resp. nejpravděpodobnější hodnoty, vyvolávají pouze malou změnu tohoto kritéria, můžeme pak považovat za málo důležité – tj. citlivost zvoleného kritéria na změny těchto faktorů je malá. Naopak faktory, jejichž stejné změny vyvolávají značné změny zvoleného kritéria, budou zcela jistě významné.

Bez ohledu na formu analýzy citlivosti je zřejmé, že k významným rizikovým faktorům patří obvykle faktory absolutně velké a faktory velice nejisté, tzn. s rozsáhlým intervalem jejich možných hodnot. Analyzovány jsou všechny faktory, které byly identifikovány v předcházející pyramidové soustavě. Předmětem analýzy je, jak se změní EVA, změní-li se příčinný faktor o 10 %. Následující tabulka 60 přináší výsledky, ze kterých je zjevné, že EVA je nejvíce citlivá na změnu poměru **přidané hodnoty k tržbám**. Přidaná hodnota k tržbám je faktor, který v největší míře ovlivnil EVA (31 855 tis. Kč). Dalšími významnými faktory jsou podíl **osobních nákladů na tržbách**, jehož 10% navýšení způsobilo změnu EVA o -14 178 tis. Kč. Dále výrazně působilo samotné **snížení tržeb a rentability investovaného kapitálu**. Za významnou lze považovat i změnu **podílu odpisů na tržbách**, či velikost **investovaného kapitálu a vážené průměrné náklady na kapitálu**.

Tabulka 60: Citlivostní analýza – Greiner

	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10%	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
DHM	503 867	554 254	21 686	18 019	-3 667
DNM	1 596	1 756	21 686	21 674	-12
Zásoby	190 491	209 540	21 686	20 299	-1 386

Pohledávky	282 030	310 233	21 686	19 633	-2 053
krátk. FM	86 130	94 743	21 686	21 059	-627
krát. CZ	138 704	152 574	21 686	22 695	1 010
PH/Tržby	29,20%	32,12%	21 686	53 571	31 885
Os. náklady/Tržby	12,98%	14,28%	21 686	7 508	-14 178
Odpisy/Tržby	6,74%	7,41%	21 686	14 331	-7 355
Ost. Vý a Ná/Tržby	1,31%	1,44%	21 686	20 255	-1 431
Tržby	1 091 954	1 201 149	21 686	30 607	8 921
Bezriziková sazba	4,80%	5,28%	21 686	19 044	-2 642
Náklady na VK	10,77%	11,85%	21 686	15 756	-5 930
Náklady na CK	2,18%	2,40%	21 686	20 864	-822
Beta koeficient	1,19	1,31	21 686	18 398	-3 288
riziková přírážka	5,00%	5,50%	21 686	18 398	-3 288
WACC	7,28%	8,01%	21 686	14 934	-6 752
VK/Úplatné zdroje	0,59	0,65	21 686	16 955	-4 731
Investovaný kapitál	927 749	1 020 524	21 686	14 934	-6 752
RONA	9,62%	10,58%	21 686	30 607	8 921

I když je analýza citlivosti užitečným nástrojem pro stanovení významnosti příčinných faktorů, má také určitá omezení. Mezi nejvýznamnější patří to, že v hospodářské praxi se obvykle rizikové faktory nemění izolovaně, ale změna jednoho faktoru vyvolá často změnu jiného faktoru. Tuto možnou závislost rizikových faktorů však analýza citlivosti nerespektuje (*Fotr*, 2005). Citlivostní analýza nám tedy může pomoci identifikovat nejvýznamnější faktory, ale je třeba brát v úvahu i její omezení.

Nefinanční value drivers

Pomocí pyramidové soustavy jsme identifikovali nejdůležitější finanční ukazatele. Ale jak dokazují příklady z praxe, existují velice významné i nefinanční ukazatele, proto byly po domluvě s jednatelem identifikovány nejdůležitější nefinanční faktory, které se promítly do připraveného Balanced Scorecard.

8.4.7 Aplikace Balanced Scorecard (BSC) do řízení podniku

Další část případové studie umožňuje demonstrovat možnosti využití BSC v součinnosti s ukazatelem EVA pro řízení výkonnosti podniku. Lze definovat faktory, jež pozitivně ovlivní výkonnost podniku v jednotlivých oblastech řízení podniku provázáním jejich vlivu na EVA. BSC a EVA může plnit úlohu

konceptu řízení, který splňuje úkol uspokojení vlastníků i ostatních stakeholderů.

Balanced Scorecard lze uvést slovy: „I nejlepších cílů a měřítek je možné dosáhnout špatnými způsoby. BSC zabraňuje krátkozraké suboptimalizaci, která nastává v okamžiku, kdy je pro motivaci a ověřování výkonnosti podnikatelské jednotky použito jediné, zejména finanční měřítko“ (*Kaplan, Norton, 2002*). V disertační práci již bylo poukázáno na fakt, že např. vynikajících krátkodobých finančních výsledků lze dosáhnout stanovením vysokých cen nebo nižší kvalitou vyráběné produkce – a to se samozřejmě odráží na spokojenosti a loajalitě zákazníků. Adekvátní hodnocení celkové tvorby hodnoty podniku je možné jen v případě, kdy je jednostranná finanční orientace relativizována a rozšířena o „vyvážený“ soubor finančních a nefinančních měřítek (*Horváth 2003, Kaplan 2002*).

V další části disertační práce je nastíněna implementace BSC. Nejdříve je však nutné přesně definovat strategii podniku Greiner. Podnik má své poslání a strategii jasně řečenou – **DO THE INNOVATION**.

Fáze tvorby BSC se skládá z pěti na sebe navazujících kroků, které budou dále popsány.

A/ Odvození strategických cílů

Kaplan a Norton (2002) doporučují, že celkový počet strategických cílů by neměl přesáhnout hodnotu dvaceti cílů. Protože podnik Greiner plánuje implementovat BSC do systému řízení, o některých cílech má již jasno. Dle svého uvážení jsem některé cíle přidala či upravila. Lze definovat například následující cíle:

Finanční perspektiva

- tvorba EVA
- udržení CF
- konkurenceschopná struktura nákladů
- růst tržeb

Zákaznická perspektiva

- konkurenční cena výrobků
- růst podílu stálých zákazníků
- udržování požadované kvality
- růst spokojenosti zákazníků

Perspektiva procesů

- zlepšování procesů řízení jakosti
- růst produktivity
- růst inovací
- zlepšování řízení výrobního procesu

Perspektiva potenciálů

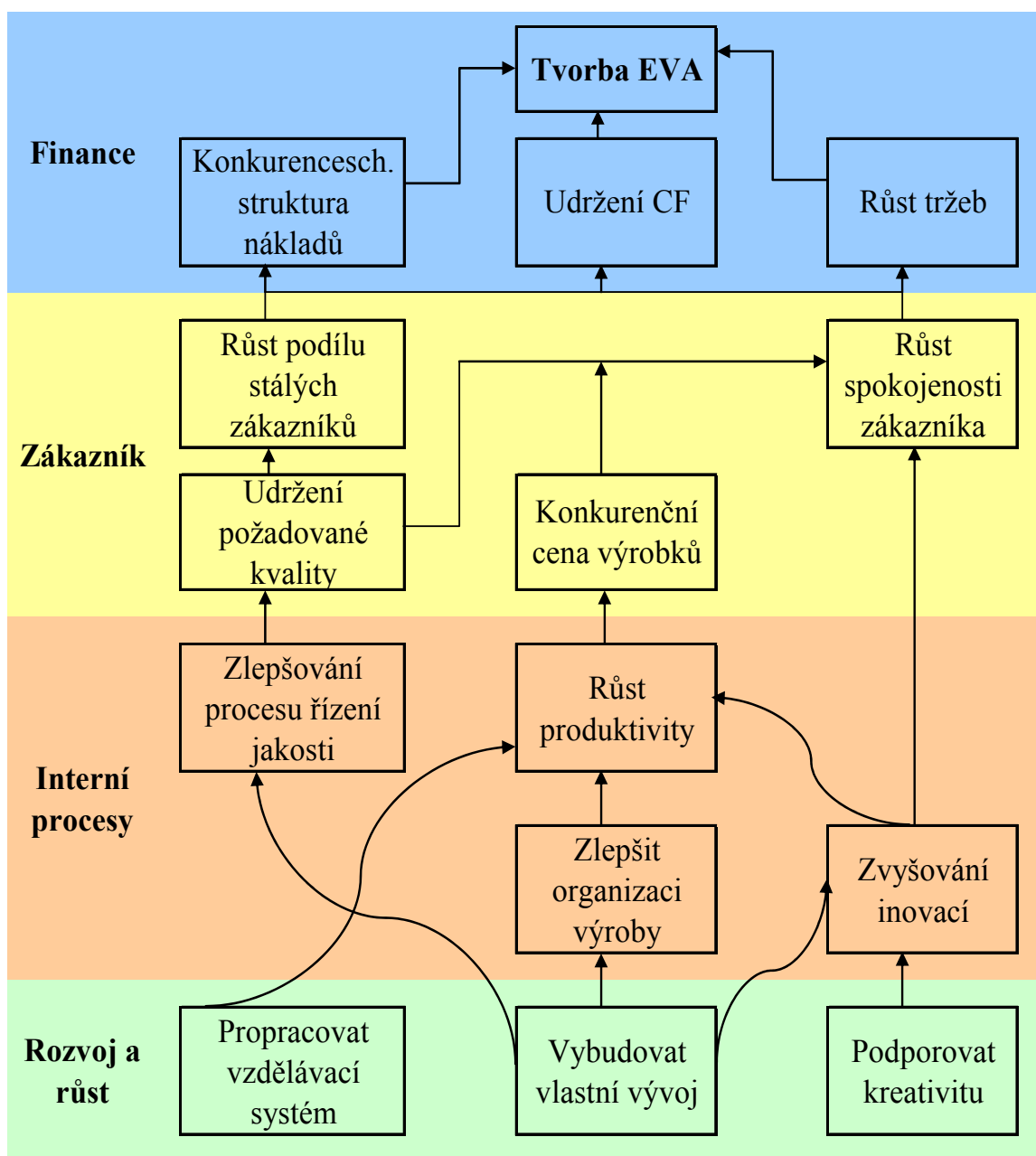
- podporovat kreativitu – podporovat vynálezy a zlepšovací návrhy
- účinně a srozumitelně prosazovat filozofii firmy
- propracovat vzdělávací systém
- vybudovat vlastní vývoj

B/ Vypracování strategické mapy

Strategické cíle jsou ve strategické mapě znázorněny obdélníky, mezi kterými jsou šipkami vyjádřeny vazby příčin a následků (viz obrázek 29). Tyto vazby zajišťují provázanost jednotlivých perspektiv a směřování strategických cílů k naplňování strategie podniku. Strategická mapa ukazuje strategické priority a vazby mezi nimi.

C/ Výběr měřítek, stanovení cílových hodnot, určení strategických akcí

Po vypracování strategické mapy by měl následovat výběr měřítek, stanovení cílových hodnot a určení strategických akcí. Kompletní aplikace BSC však není cílem této disertační práce, proto tyto části již nejsou uvedeny. Tato část měla posloužit jako demonstrace možnosti úspěšného využití BCS v řízení výkonnosti podniku.



Obrázek 29: Strategická mapa - Greiner

Z uvedené strategické mapy lze mimo jiné vyčíst, že podnik chce dosáhnout tvorby EVA konkurenční cenou výrobků při udržení požadované kvality a růstu spokojenosti zákazníka. Růst spokojenosti zákazníka bude podpořen zvýšením inovací, kterých firma dosáhne podpořením kreativity svých zaměstnanců. Analýzou strategické mapy by se dalo pokračovat dále, ale jak již bylo popsáno, není to cílem této disertační práce. Pro nás má hodnotu skutečnost, že zvýšené ekonomické přidané hodnoty nebude dosaženo na úkor potlačení některého ze strategických cílů podniku.

Cílem disertační práce je identifikace faktorů, které z pohledu finanční výkonnosti podniku nejvýznamněji ovlivňují hodnotu podniku. Doposud se

práce zabývala problematikou spíše z krátkodobého hlediska. Pro podnik je však významná dlouhodobá výkonnost. Za tímto účelem budou simulovány změny významných faktorů a jejich vliv na hodnotu podniku z dlouhodobého hlediska, která bere mimo jiné do úvahy i růstové příležitosti firmy. Aby mohla být uvedená simulace provedena, je potřeba nejdříve navrhnout finanční plán, na jehož základě bude s využitím konceptu EVA stanovena hodnota podniku.

8.4.8 Návrh dlouhodobého finančního plánu

K tvorbě finančního plánu byl využit softwarový produkt STRATEX, do kterého byly navedeny účetní výkazy z let 1999-2004. Na základě rámcových informací od vedení společnosti byl simulován finanční plán pro roky 2005-2009 za těchto předpokladů:

- Tržby budou růst v roce 2005 růst zhruba o 10 %, v dalších letech se očekává konstantní růst 2,5 %
- Výkonová spotřeba vzroste v roce 2005 vlivem zdražení základních surovin o 14 %, v dalších letech předpokládáme konstantní růst 3 %
- Ostatní nákladové položky se budou vyvíjet podobně jako v minulosti (očekávaný čistý zisk se bude v jednotlivých letech pohybovat na úrovni 70 mil. Kč)
- K plánovaným investicím bude přednostně využit vytvořený zisk a odpisy, dále je možno využít dlouhodobý bankovní úvěr s úrokovou sazbou PRIBOR (1,75 %) + riziková přírážka 1%
- Podíly na zisku nebudou vypláceny, společnost však musí nakoupit další podíly dceřiných společností Greineru.

Kompletní finanční plán je uveden v příloze J.

8.4.9 Ocenění podniku

Finanční plán vytvořený ve programu STRATEX byl převeden do softwarového produktu EVALENT, kde bylo následně provedeno ocenění podniku výnosovými metodami. Výsledné ocenění podniku dle EVA činí **1 263 336 tis. Kč**.

Výsledná hodnota firmy tis.Kč	1 263 336
Hodnota vlastního kapitálu tis.Kč	921 568

Ze vztahu 7.2, 7.8 a 7.9 vyplývají faktory, které ovlivňují hodnotu firmy, resp. hodnotu jejího vlastního kapitálu. Jsou to:

- EVA v jednotlivých letech plánovacího období (2005 – 2009) a v 1. roce 2. fáze (po roce 2009)
- Průměrné tempo růstu EVA ve 2. fázi (po roce 2009)
- Průměrné náklady kapitálu
- Investovaný kapitál k datu ocenění (je dán, nelze ho měnit)

Zaměřme se nejdříve na velikost EVA v jednotlivých letech plánovacího období a v 1. roce 2. fáze. Do úvahy je třeba vzít, že EVA je dána vztahem 7.2., tzn. je závislá na provozním výsledku hospodaření, průměrných nákladech kapitálu a velikosti investovaného kapitálu.

Vzhledem ke zjištěným skutečnostem je možné zjišťovat závislost hodnoty firmy na 4 faktorech:

1. Provozní výsledek hospodaření
2. Průměrné náklady kapitálu
3. Investovaný kapitál
4. Roční tempo růstu EVA ve 2. fázi

1. Provozní výsledek hospodaření

Dle vztahu 7.2 je zřejmé, že každé zvýšení výsledku hospodaření (jež však neovlivní ani průměrné náklady kapitálu, ani velikost investovaného kapitálu) povede ke zvýšení hodnoty firmy. Zvýšení VH je pak možné dosáhnout zvýšením provozních výnosů, poklesem provozních nákladů či kombinací obou alternativ. Zajímavé však bude, jak se určitá změna provozního výsledku hospodaření promítne do hodnoty firmy.

Pokud bychom dokázali např. realizací určitých opatření zvýšit výsledek hospodaření v každém roce 1. a 2. fáze o 1 mil. Kč, potom propočet nového ocenění firmy pomocí Evalentu vede k hodnotě firmy o 16,319 mil. vyšší. Vzhledem k tomu, že velikost cizího úplatného kapitálu k datu ocenění je konstantní, představuje přírůstek hodnoty firmy současně i přírůstek hodnoty jejího vlastního kapitálu.

Dospěli jsme tedy k zajímavému závěru, že každé opatření firmy vedoucí ke dlouhodobému zvýšení VH o 1 mil. Kč vede ke zvýšení její hodnoty o 16,319 mil. Kč. Stejný dlouhodobý pokles provozního VH by naopak vedl k poklesu hodnoty o 16,319 mil. Kč. Je však třeba zdůraznit, že bylo vycházeno

z předpokladu, že opatření neovlivní ani průměrné náklady kapitálu, ani velikost investovaného kapitálu. Nemůže tedy jít o opatření investičního charakteru.

2. Průměrné náklady kapitálu

Závislost hodnoty firmy na průměrných nákladech jejího kapitálu je značně komplikovanější než závislost této hodnoty na provozním VH. Musíme vzít v úvahu, že průměrné náklady kapitálu ovlivňují jednak podle vztahu 7.1 EVA v každém roce, jednak se uplatňují ve vztahu 7.8 při diskontování EVA na současnou hodnotu. Ze vztahu 7.9 dále vyplývá, že WACC jsou ovlivněny 4 faktory, a to náklady vlastního kapitálu, cizího kapitálu, kapitálovou strukturou firmy a sazbou daně z příjmů.

Pro lepší názornost uvedeme dopady určitých změn těchto faktorů na hodnotu firmy, a to:

- a) Snížení nákladů vlastního kapitálu z původní hodnoty vždy o 1 %. Tato změna může být dosažitelná např. poklesem rizikovosti podnikání firmy nebo např. výrazným zvýšením její flexibility (schopnosti rychle a efektivně reagovat na změny podnikatelského okolí) a míry diverzifikace (rozšíření výrobního portfolia, zvětšení počtu významných dodavatelů, odběratelů a trhů),
- b) Snížení nákladů cizího kapitálu z původní hodnoty vždy o 1 %. Uvedeného snížení lze dosáhnout buď získáním levnějšího zdroje cizího kapitálu (může se zde promítnout i výše uvedený pokles rizikovosti podnikání vedoucí ke snížení věřitelského rizika), nebo může být výsledkem opatření ČNB vedoucí ke snížení úrokových sazeb
- c) Změny kapitálové struktury firmy spočívající ve zvýšení podílu cizího úplatného kapitálu na celkovém kapitálu o 20 % v každém roce oproti předpokladu
- d) Snížení sazby daně z příjmů o 5 % v každém roce oproti předpokladu

Dopady výše uvedených změn jednotlivých faktorů na hodnotu firmy uvádí následující tabulka 61. Pro přehlednost jsou zde uvedeny přírůstky hodnoty vzhledem k původnímu ocenění

Tabulka 61: Dopady změn faktorů ovlivňujících WACC na hodnotu firmy

Změna	Změna hodnoty podniku (tis. Kč)
Snížení nákladů VK o 1 %	146 233
Snížení nákladů CK o 1 %	26 846
Zvýšení podílu CK o 20 %	114 574
Pokles sazby daně z příjmů o 5 %	65 630

Vzhledem k příznivým změnám každého z uvedených faktorů lze očekávat, že dojde k růstu hodnoty firmy. Z tabulky 61 plyne, že k nejmenšímu nárůstu hodnoty podniku vede snížení nákladů na cizí kapitál (o necelých 27 mil. Kč). Naopak největší dopad na zvýšení hodnoty firmy (o více než 146 mil. Kč) mělo snížení nákladů na VK o 1 %. Změna je tak výrazná především díky vysokému využívání vlastního kapitálu firmy. Významný vliv na změnu hodnoty firmy mělo zvýšení podílu cizího úplatného kapitálu, tj. zvýšení finanční páky firmy. Je to způsobeno tím, že dojde k výraznému poklesu WACC použitím levnějších cizích zdrojů. Vzhledem k tomu, že zadlužení firmy nebude ani po tomto nárůstu příliš vysoké, neuvažujeme o zvýšení nákladů na vlastní kapitál. Nezanedbatelný vliv na hodnotu podniku mělo rovněž snížení sazby daně z příjmů. Toto zvýšení hodnoty je výsledkem kombinace dvou vlivů, a to jednak pozitivního vlivu poklesu daňového zatížení na zvýšení provozního VH po zdanění, a tím i zvýšení EVA v každém roce plánovacího období i 2. fáze, jednak negativního vlivu poklesu sazby daně z příjmů na určité zvýšení nákladů cizího kapitálu vlivem snížení daňové úspory (viz vztah 7.14).

3. Investovaný kapitál

Ze vztahu 7.2 je zřejmé, že každé snížení investovaného kapitálu má pozitivní vliv na hodnotu firmy (pokud ovšem toto snížení neovlivní nepříznivě provozní VH, respektive průměrné náklady kapitálu). Velikost investovaného kapitálu lze stanovit buď z pasiv rozvahy (Capital - C), či z jejich aktiv (Net Operating Assets – NOA). Pro naše účely bude lepší vycházet z aktiv rozvahy. Investovaný kapitál pak určíme jako součet dvou položek, dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu.

▪ Změny dlouhodobého majetku

Změny DM mohou mít buď charakter růstu tohoto majetku vlivem investiční činnosti, nebo poklesu tohoto majetku v důsledku odprodeje určitých složek DM. Ze vztahu 7.2 pro výpočet EVA je zřejmé, že pokles DM v důsledku

odprodeje určitých složek tohoto majetku vede ke snížení nákladů na investovaný kapitál, a pokud nedojde současně k poklesu provozního VH, zvýší se EVA a tím taktéž hodnota firmy. Předmětem může být buď málo využívaný DM nebo majetek související s vyčleňovanými aktivitami firmy (outsourcing).

Pro ilustraci dopadu uveďme příklad zefektivnění práce s DM. Firma může díky zefektivnění své činnosti odprodat jeden svůj stroj v hodnotě 10 mil. Kč. V důsledku prodeje dojde pouze k poklesu DM, nedojde ke změně provozních výnosů ani nákladů. Hodnota firmy se tak změní o 12 453 tis. Kč.

▪ Změny ČPK

Je zjevné, že každé snížení ČPK, které neovlivní provozní VH firmy ani průměrné náklady kapitálu, bude mít příznivý dopad na hodnotu firmy. Poklesu ČPK (při nezměněné výši krátkodobých neúročených závazků) lze dosáhnout snížením jednotlivých složek oběžných aktiv, tzn. zásob, pohledávek a finančního majetku.

Při analýze přiměřenosti těchto složek oběžných aktiv je vhodné uplatnit mezipodnikového srovnávání (benchmarking). Mezipodnikové srovnání může např. odhalit, že obrátka zásob či pohledávek nedosahuje úrovně lepších firem v odvětví, či dokonce ani průměrné úrovně odvětví. V tomto případě je potřeba převzít určité poznatky lepších firem a přijmout taková manažerská rozhodnutí, která povedou k zrychlení obratu zásob či pohledávek.

Dopady změn dvou složek oběžných aktiv, a to pohledávek a krátkodobého finančního majetku, uvádí tabulka 62. Firma předpokládala dobu obratu pohledávek 80 dnů. Pokud by se podařilo snížit dobu obratu na 60 dní, pak by to vedlo k růstu hodnoty firmy o 19 110 tis. Kč. Obdobně lze postupovat v případě, že by se firmě podařilo snížit dobu obratu materiálu ze stávajících 30 dnů na 20 dnů. Hodnota firmy by se změnila o 9 535 tis. Kč.

Tabulka 62: Dopady změn v DM a ČPK na hodnotu firmy

Změna	Změna hodnoty podniku (tis. Kč)
Změna DOPO	19 110
Změna DOMAT	9 535
Změna DM	12 453

4. Růst

Růst patří mezi faktory, které ovlivňují hodnotu firmy významným způsobem. Nemůže jít však o libovolný růst, např. růst tržeb firmy, jejich aktiv, ale o růst EVA. Zkušenosti z praxe přitom ukazují, že pokud jde firmě např. o expanzi sledující růst tržeb, může to vést i k poklesu hodnoty firmy. Podstatné je i to, že hodnota firmy je značně citlivá na tempo růstu EVA.

U firmy Greiner byl ve 2. fázi předpokládáno, že EVA poroste o 2% (přírůstek hodnoty v tabulce 63 je tedy 0, protože se oproti předpokladům nic nezměnilo). Pokud bychom na základě určitých opatření, např. modifikací investičního programu, dosáhli jiného růstu EVA, hodnota podniku by se změnila – viz následující tabulka 63.

Tabulka 63: Vliv růstu EVA ve 2. fázi na hodnotu firmy

Tempo růstu (v %)	0	1	2	3	4	5
Přírůstek hodnoty (v tis. Kč)	-16 026	-9 218	0	13 180	33 576	69 351

Je tedy zřejmé, jak cenné je využívání růstových příležitostí (např. dosažení růstu EVA ve 2. fázi ročně o 5 % oproti předpokládaného růstu 2 % by vedlo ke zvýšení hodnoty firmy o více než 69 mil. Kč). Z tabulky 63 je zřejmá nelinearita závislosti přírůstku hodnoty firmy na tempu růstu EVA, kdy každé další zvýšení tempa růstu EVA vede ke zvýšení přírůstku hodnoty firmy. Např. zvýšení tempa růstu EVA ze 3 na 4 % vede ke zvýšení hodnoty o 20 mil. Kč, stejné zvýšení ze 4 na 5 % však již vyvolá přírůstek hodnoty firmy o více než 36 mil. Kč (69 351 tis. – 33 576 tis. Kč).

9 IDENTIFIKACE FAKTORŮ OVLIVŇUJÍCÍCH EVA A DOPORUČENÍ MANAGEMENTU

Na základě provedené kritické literární rešerše a provedených detailních analýz budou identifikovány nejvýznamnější faktory ovlivňující EVA z pohledu finanční výkonnosti podniku a navržena doporučení ke zlepšení výkonnosti podniků.

- **Makroekonomické prostředí** výrazně ovlivňuje výkonnost podniku. Je však třeba si uvědomit, že rizika s ním spojená mají podobu systematickou a podniky proti nim nemůžou bojovat. Významné je o nich vědět, být na ně připraven a zahrnout je do svých úvah. Co se týče výhledu do budoucna, předpokládá se další růst světové i domácí ekonomiky, i když bude výrazně zpomalován vysokými cenami surovin. Pro plastikářský průmysl má největší význam především očekávaná zvýšená cena ropy. Dále se dá očekávat, že v domácím prostředí bude v nejbližších letech pokračovat proces liberalizace sítí, dokončování privatizace, restrukturalizace a rozvoj konkurence v sektoru služeb. Každý podnik je čtě nechtě ovlivňován národohospodářskými veličinami jako je růst HDP, míra inflace, míra nezaměstnanosti, úrokové sazby, které mají vliv na všechny podniky nejen v plastikářském průmyslu.

- **Konkurenční prostředí (odvětví)** má také významný vliv na výkony podniků. Plastikářský průmysl je charakteristický velkým množstvím spíše malých a středních podniků. Vstup do odvětví ztěžuje vyšší kapitálová náročnost, jiné bariéry nejsou příliš významné. Vzhledem k tomu, že se plastikářskému průmyslu v posledních letech extrémně daří, dá se očekávat příliv nových firem do odvětví, které budou chtít „taky“ vydělat. Významným faktorem, který by mohl mít výrazný vliv na konkurenceschopnost odvětví, je příprava plastikářského klastru ve zlínském regionu. Z hlavních přínosů lze jmenovat úspory z rozsahu a snížení nákladů, snížení omezení menších firem a zvyšující specializaci, zvýšení místní konkurence a rivalitu a tím i globální konkurenční výhodu, zvyšující se rychlost přenosu informací a technologií, zvyšující se moc a hlas menších firem, podněcování vlády k investicím do specializované infrastruktury, efektivní propojování a partnerství. S rozvojem klastru pak samozřejmě souvisí i přínosy pro VŠ a pro regionální samosprávy (kraje).

- V benchmarkingové a případové studii byla dokázána omezení finanční analýzy jako nástroje pro měření finanční výkonnosti podniku. Návrhem pro management podniků tedy je **přijmout koncept EVA** a využívat ho jako nástroj měření finanční výkonnosti, investičního rozhodování, odměňování manažerů a oceňování podniku, jak bylo naznačeno v kapitolách 7 a 8. Pro smysluplné

použití EVA je však třeba vyřešit řadu ekonomických a rovněž tak účetních problémů. Problémy jsou spojeny s naplněním vstupních parametrů – NOPAT, NOA, WACC. Nejvýznamnější úpravy jsou doporučeny a předvedeny v případové studii – kapitola 8.4.5. Je doporučeno implementovat EVA společně s konceptem Balanced Scorecard, aby nemohlo dojít ke krátkozraké suboptimalizaci, která nastává v okamžiku, kdy je pro motivaci a ověřování výkonnosti podnikatelské jednotky použito jediné, zejména finanční měřítko.

- Bylo ukázáno, že významným nástrojem zvýšení výkonnosti je i **motivace zaměstnanců a odměňování**. Je potřeba si uvědomit, že lidé dělají to, za co jsou odměňováni. Bude-li odměna záviset na výši tržeb, budou maximalizovat tržby; bude-li odměna záviset na tržním podílu, budou se snažit maximalizovat tržní podíl. Považujeme-li za hlavní finanční cíl podniku maximalizaci hodnoty pro vlastníky, musí být i odměna zaměstnanců závislá na vytvářené hodnotě. Jedině tak bude v souladu cíl společnosti i zaměstnanců. Akceptace EVA neznamená, že se automaticky zlepší výkonnost podniku. Avšak podniky, které jsou vybaveny kvalitnějšími informacemi a lépe motivují své zaměstnance, budou pravděpodobně mnohem úspěšnější.

- Z pohledu **finanční výkonnosti** bylo na základě benchmarkingové studie zjištěno, že nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím EVA je rentabilita investovaného kapitálu, náklady na investovaný kapitál a výše investovaného kapitálu, které EVA bezprostředně ovlivňují a které vykazují nejvyšší korelaci vzhledem k její hodnotě. Z hlediska rentability byl na základě statistické analýzy zvolen jako nejvýznamnější ukazatel rentability vlastního kapitálu. Z ukazatelů likvidity pak můžeme doporučit ukazatel běžné likvidity, který vykazoval nejvyšší korelaci s ekonomickou přidanou hodnotou. Bylo vyvozeno, že i podniky, které dosahují dobrých hodnot likvidity, ještě nemusí tvořit hodnotu a analogicky – podniky, které netvoří hodnotu, nemusí mít špatnou likviditu. Z pohledu zadluženosti můžeme doporučit sledování ukazatele krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji, z ukazatelů aktivity bychom měli upřednostňovat ukazatel obratovosti aktiv. Z ostatních ukazatelů pak největší korelaci vykázal podíl osobních nákladů k tržbám. Bylo zjištěno, že lepší podniky v oboru dosahují výrazně vyšší podíl přidané hodnoty na tržbách, nejlepší podnik se pak významně lišil v nižším podílu osobních nákladů k tržbám.

- Jako nejvýznamnější faktor ovlivňující výkonnost podniku byla identifikována velikost **výsledku hospodaření**, přesněji rentability vloženého kapitálu. Je zjevné, že každé zvýšení výsledku hospodaření (jež však neovlivní ani průměrné náklady kapitálu, ani velikost investovaného kapitálu) povede ke zvýšení hodnoty firmy. Vliv změny VH byl ukázán na případové studii – viz část 8.5.11. Nejvyšší korelaci vzhledem k EVA vykázaly ukazatele rentability

ROE a ROA, které je však třeba dále podrobit důkladnější analýze a analyzovat faktory, které tyto ukazatele ovlivňují, a které se mohou stát základem pro řízení zvyšování hodnoty podniku (provozní výnosy, provozní náklady, investovaný kapitál) – viz závěry benchmarkingové studie 8.3.2. Pro efektivní ovlivňování uvedených faktorů je doporučeno soustředit pozornost na plánování a kontrolu uvedených faktorů.

Rozhodujícími faktory provozních výnosů jsou a pozornost by měla být směřována do oblastí:

- Cenová politika podniku
- Kvalita výrobků a služeb
- Marketing
- Inovace jednotlivých výrobků

V oblasti provozních nákladů je třeba se zaměřit na:

- Velikost přímých nákladů (materiál, mzdy, služby)
- Velikost režijních nákladů
- Produktivita práce
- Odpisová politika

Rozhodující faktory investovaného kapitálu

- Investiční plán dlouhodobých aktiv
- Řízení ČPK
- Řízení kapitálové struktury
- Možnosti outsourcingu

Uvedené faktory je pak vhodné rozepsat do dílčích souborů úkolů pro jednotlivé střediska (útvary) podniku. Kladné a záporné vlivy jednotlivých položek, které ovlivňují konkrétní pracovníci, by měly být v podniku řízeny pro jednotlivé projekty a centrálně pro celý podnik.

▪ Zajímavé se jeví hodnocení podniku na základě stanovení hodnoty podniku s využitím konceptu EVA. V porovnání s klasickým výpočtem EVA je významný fakt, že bere v úvahu **růstové příležitosti firem**. Na případové studii bylo dokázáno, jak cenné je využívání růstových příležitostí. Byla konstatována zřejmá nelinearita závislosti přírůstku hodnoty firmy na tempu růstu EVA, kdy každé další zvýšení tempa růstu EVA vede ke zvýšení přírůstku hodnoty firmy. Je třeba zdůraznit, že firma sledující růst hodnoty by měla zvažovat dopad všech projektů firemního růstu (rozšiřování kapacit vlastní výstavbou, akvizicemi, tvorba společných podniků) na její EVA. Základním kritériem pro hodnocení těchto projektů by pak měl být přírůstek hodnoty firmy dosažený na 1 Kč

vynaložených investičních prostředků, resp. jiného omezeného zdroje. Uplatňování tohoto kritéria vede k maximalizaci růstu hodnoty firmy a eliminaci těch projektů, které přispívají málo k růstu hodnoty firmy, resp. mají dokonce na tento růst negativní vliv.

Z hlediska růstových příležitostí firem podnikajících v plastikářském průmyslu lze konstatovat, že plasty dokáží úspěšně nahradit klasické materiály s vyšší hmotností (sklo, papír, stavební materiály), což umožňuje šetřit palivo v automobilovém průmyslu, snižovat hmotnost výrobků včetně obalů apod. Široké možnosti se otevírají i se vstupem deseti nových států do Evropské unie. Spotřeba plastů ve východní Evropě je zatím hluboko pod průměrem vyspělého světa (cca 11 – 12 kg na obyvatele oproti více než 90 kg v EU), takže lze předpokládat, že i v budoucnu spotřeba plastů v tomto regionu dynamicky poroste. V ČR je současná spotřeba plastů na obyvatele jen asi pětina v porovnání s vyspělými průmyslovými státy západní Evropy. V příštích třech–čtyřech letech se tempa růstu odvětví odhadují na minimálně 10 % ročně a rozhodující bude, jak se v ČR bude rozvíjet právě automobilový a elektrotechnický průmysl.

- Dalším významným faktorem ovlivňujícím EVA jsou **průměrné náklady kapitálu**. Průměrné vážené náklady kapitálu jsou ovlivněny **náklady na cizí kapitál, náklady na vlastní kapitál, kapitálovou strukturou a daňovou sazbou**. Vliv těchto významných faktorů byl ukázán na případové studii v kapitole 8.4.9. Každé snížení nákladů na kapitál – ať už vlastního nebo cizího – povede ke zvýšení hodnoty pro vlastníky. U kapitálové struktury nelze vydat jednoznačná doporučení, vždy záleží na konkrétních podmínkách v konkrétním podniku. Vliv daňové sazby je výsledkem kombinace dvou vlivů, a to jednak pozitivního vlivu poklesu daňového zatížení na zvýšení provozního VH po zdanění, a tím i zvýšení EVA v každém roce plánovacího období i 2. fáze, jednak negativního vlivu poklesu sazby daně z příjmů na určité zvýšení nákladů cizího kapitálu vlivem snížení daňové úspory.

- Pro výpočet EVA nedoporučuji podnikům k identifikaci nákladů na vlastní kapitál využívat **stavebnicovou metodu**, kterou doporučuje Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. Zásadně nelze souhlasit s předpokladem modelu, kterým je, že vážené průměrné náklady na kapitál se s výší zadlužení nemění. Zatím žádná vědecká práce nezpochybnila závěry tzv. „U-křivky“. Je možné využít alternativní způsoby výpočtu, jak bylo ověřeno v kapitolách 7 a 8.

- Často opomíjená **velikost investovaného kapitálu** má taktéž výrazný vliv na hodnotu podniku. Každé snížení investovaného kapitálu má pozitivní vliv na hodnotu firmy (pokud ovšem toto snížení neovlivní nepříznivě provozní VH). Investovaný kapitál je určen jako součet dvou položek, dlouhodobého majetku a

čistého pracovního kapitálu. Změny DM mohou mít buď charakter růstu tohoto majetku vlivem investiční činnosti, nebo poklesu tohoto majetku v důsledku odprodeje některých jeho složek. Každý pokles DM v důsledku odprodeje určitých složek tohoto majetku vede ke snížení výše investovaného kapitálu, a pokud nedojde současně k poklesu provozního VH, zvýší se EVA a tím taktéž hodnota firmy. Je rovněž zjevné, že každé snížení ČPK, které neovlivní provozní VH firmy ani průměrné náklady kapitálu, bude mít příznivý dopad na hodnotu firmy. Poklesu ČPK (při nezměněné výši krátkodobých neúročených závazků) lze dosáhnout snížením jednotlivých složek oběžných aktiv, tzn. zásob, pohledávek a finančního majetku nebo zvýšením krátkodobých závazků. Vliv změny DM a ČPK na hodnotu firmy je ukázán v části 8.4.9.

- Z hlediska řízení úrovně **čistého pracovního kapitálu** je potřebné:
 - Optimalizovat zásoby materiálů i hotových výrobků tak, aby nebyly drženy zbytečně na skladě, ale také, aby nedocházelo k výpadkům výroby nebo neuspokojení zákazníka
 - Řídit pohledávky, snažit se o maximálně výhodnou dobu splatnosti pohledávek vzhledem k postavení podniku na trhu a situaci v daném odvětví (zhodnocovat možnosti a přínosy z využití skont, factoringu nebo forfaitingu, eskontu směnek, apod.)
 - Řídit závazky vůči dodavatelům, snažit se o maximálně výhodnou dobu splatnosti závazků vzhledem k postavení podniku na trhu a situaci v daném odvětví (zhodnocovat možnosti a přínosy z využití skont)
 - Sestavovat krátkodobé plány řízení cash flow (platební kalendáře) se stanovením optimální krátkodobé potřeby hotovosti (včetně zhodnocení možností a nákladů spojených s využitím kontokorentních úvěrů)
 - Sledovat vývoj likvidity, využít statické i dynamické způsoby hodnocení likvidity, vyhodnocovat dopad přijatých opatření v minulosti a využít získané znalosti pro plánování řízení likvidity v budoucnu
- Podnikům lze doporučit pravidelné provádění **benchmarkingových studií**. Je to metoda nenákladná a každý podnik tak získá přehled, zda patří jeho firma k těm lepším, k průměru nebo je dokonce podprůměrná. Může se pak inspirovat, co je potřeba zlepšit a jak postupovat. Pomocníkem k odhalení problémů nám může být **SPIDER analýza**, což je sofistikovaný analytický nástroj, který nám slabosti jakéhokoliv podniku (či odvětví) pomůže nalézt.
- Velkým přínosem pro manažery je využívání **pyramidových rozkladů**, které jsou vhodné k určení faktorů ovlivňujících EVA. Pomocí vhodně zkonstruované pyramidové soustavy ukazatelů je možné systematicky posoudit minulou, současnou i budoucí výkonnost firmy. Kauzální provázanost ukazatelů pomáhá i při prognózování vývoje do budoucnosti, protože umožňuje analýzu typu „co je nutné, aby ...“ a při posuzování reálnosti prognóz prostřednictvím

analýzy citlivosti, typu „co se stane, když ...“. Protože každý podnik pracuje s jinou ziskovou marží, s odlišnou kapitálovou strukturou, náklady kapitálu, ... - je nezbytné, aby si detailní analýzy s využitím pyramidových rozkladů zpracoval podnik sám, protože pro jednotlivé podniky se budou návrhy na zlepšení výkonnosti podniku odlišovat.

- Využití softwarových nástrojů **STRATEX** a **EVALENT** ulehčí finanční plánování a oceňování podniku. Velkou výhodou pro manažery je využití citlivostní analýzy, které odhalí vliv konkrétních faktorů na hodnotu podniku. Obecná doporučení jsou pro podnik velmi přínosná, vždy se však budou v různých podnicích lišit. Proto jsou uvedené analytické nástroje cenným pomocníkem pro snadné zvládnutí vlastních analýz citlivosti „co se stane, když ...“

Identifikace faktorů ovlivňujících EVA je úkol velice těžký a nikdy se nepodaří identifikovat úplně všechny faktory. Cílem práce bylo identifikovat ty nejdůležitější z pohledu finančního manažera. Věnováním pozornosti uvedeným oblastem a zvažováním všech (i protichůdných) vlivů na tvorbu EVA lze její hodnotu zvýšit.

10 OVĚŘENÍ HYPOTÉZ

V závěru se vyjádřím k hypotézám, které byly nastíněny v úvodu práce.

Základní hypotézy:

1. *Podniky splňují své poslání, pokud jejich činnost naplňuje základní cíl podnikání: zvyšovat tržní hodnotu podniku.*

První hypotézu můžeme potvrdit, kritická literární rešerše dokázala, že v dnešní době je zvyšování tržní hodnoty podniku považováno za základní cíl podnikání v každé tržní ekonomice (Brealey – Myers, 1992, Copeland - Koller - Murrin, 1996, Pertl – Zederbauer, 1997, Levy – Sarnat, 1999, Neumaierová, 1998, Young – O'Byrne, 2000, Maříková – Mařík, 2001 a další).

2. *Pro měření vytvářené hodnoty pro vlastníky je efektivní využít koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA).*

Tuto hypotézu nelze jednoznačně potvrdit, ani vyvrátit. Požadavek na každé moderní měřítko výkonnosti je, aby korelovalo s tržní cenou akcií. Výzkumy však vykazují nejednoznačné závěry. Např. O'Byrne, (1996), Uyemura, Kantor & Pettit (1996), Stark & Thomas (1998), Milunovich a Tsuei (1996), Lehn a Makhija (1996) se přiklání k variantě, že EVA vykazuje lepší výsledky než klasické ukazatele výkonnosti, naopak Biddle, Bowen & Wallace (1997), Dodd a Chen (1996) nacházejí malou podporu pro myšlenku, že EVA poskytuje lepší informace než zisky ve spojení s růstem tržní hodnoty akcií. Peterson (1996), stejně jako naše studie (Knápková, Remeš) ukazuje, že korelace mezi výsledky podniků podle kritéria EVA a reakcí trhu (vývoj tržní ceny akcií) je obdobná jako při použití ROE.

Na druhou stranu bylo na případových studiích dokázáno (část 7.3.7), že EVA je vhodnějším nástrojem měření výkonnosti podniku v porovnání s klasickými měřítky výkonnosti, která se v praxi ukázala být jako nedostatečná a to především díky skutečnosti, že nezohledňují související rizika. Koncept EVA lze současně využít pro propojení strategického a operativního řízení, měřit a řídit výkonnost i na nižších úrovních řízení. Dále jej lze účinně využít pro hodnocení investičních příležitostí, ocenění podniku i odměňování pracovníků podniku.

3. *Pro řízení výkonnosti podniku prostřednictvím konceptu EVA je nezbytné znát faktory (tzv. generátory hodnoty), které významným způsobem ovlivňují výkonnost a konkurenceschopnost podniku.*

Uvedenou hypotézu lze jednoznačně potvrdit - je nezbytné znát tyto faktory. K čemu může vést neznalost faktorů ovlivňujících výkonnost bylo ukázáno na případové studii firmy ENRON (viz kapitola 7.3.7). Bylo dokázáno, že opomenutí nákladů na kapitál jako významného faktoru může dokonce dovést firmu k bankrotu. Měřítko EPS, které si manažeři vybrali jako vrcholový ukazatel měření výkonnosti, není vhodný ukazatel, protože nedokáže rozlišovat mezi kapitálem produkujícím růst a mezi kapitálem produkujícím efektivní růst. To se může stát osudné každé firmě, která zvyšuje zisk, ale bez pokrytí nákladů na kapitál.

Dalším důvodem, proč je koncept EVA výhodný, je možnost identifikovat a především pak účinně řídit oblasti provozních, finančních a investičních činností významně ovlivňujících výkonnost a konkurenceschopnost podniku. Využití tohoto měřítka nutí podnik hledat zdroje tvorby hodnoty – tzv. generátory hodnoty a zjistit, které generátory jsou nejúčinnější a jaký způsobem se jejich řízení promítne do hodnoty firmy. Názorně to bylo prokázáno na případě podniku Greiner v části 8.4.6.

Dílčí hypotézy:

1. Tvorbu EVA významným způsobem ovlivňuje obor podnikání a podmínky ekonomiky, ve kterém podnik působí. Podniky působící v různých odvětvích mají odlišnou majetkovou a kapitálovou strukturu. Liší se i struktura jejich výnosů, nákladů a míra ziskovosti, které lze dosáhnout. Současně podniky nesou různou míru podnikatelského i finančního rizika, s čímž jsou spojeny různé náklady obětované příležitosti, tj. různé náklady vlastního kapitálu (r_e). To všechno ovlivňuje možnosti tvorby EVA.

Tuto hypotézu můžeme potvrdit. Podniky se významně liší ve struktuře aktiv, pasiv, výnosů, nákladů, stejně jako v míře rentability či nákladů kapitálu. V části 8.2.8 bylo ověřeno, že „příslušenství“ k odvětví je významným faktorem, který ovlivňuje výkonnost podniku.

2. Problematika nákladů kapitálu patří k velmi důležitým aspektům řešení úloh finančního řízení podniku. V praxi ji však není věnována větší pozornost a dostatek času. Současně má tato problematika teoretické zázemí obvykle pouze jako součást publikací nebo studií zabývajících se jednotlivými oblastmi finančního řízení, kde je problematika nákladů kapitálu využita.

Hypotézu lze potvrdit. Případová studie poukázala na nutnost zabývat se problematikou nákladů na kapitál. Bez determinace nákladů kapitálu nelze kalkulovat například EVA ani čistou současnou hodnotu projektů. V praxi je jí však věnována malá pozornost, i když dochází ke zlepšení. Protože je určení

nákladů na kapitál velice složitou problematikou, možnosti kalkulace nákladů na kapitál pro podnikovou praxi jsou uvedeny v kapitole 8.4.5. Jsou zde rovněž uvedeny návody, jak si lze propočet nákladů na kapitál v praxi ulehčit.

3. Klasické ukazatele finanční výkonnosti (ROE, ROA, EPS) jsou nedostačující a mohou poskytovat zavádějící informace.

Hypotézu lze potvrdit, jak bylo potvrzeno v části 7.3.7.

11 PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI

Význam disertační práce lze vidět ve třech rovinách.

Přínos pro teorii

Významným **přínosem pro teorii** je především propojení metod a teoretických postupů pro identifikaci významných faktorů ovlivňujících výkonnost podniků. Byly identifikovány kritická místa finanční analýzy, ve kterých mohou klasické ukazatele selhat, a která mohou být hodnocena jen s největší opatrností. Provedená kritická literární rešerše zahraničních pramenů dává možnost komplexního pohledu na výkonnost podniku z pohledu finančního manažera, což je významné z důvodu nedostatku české odborné literatury zabývající se hodnotovým řízením podniku. Přínosným je rovněž rozpracování koncepce ekonomické přidané hodnoty, která je novým, moderním přístupem k řízení podniku.

Přínos pro praxi

Praktickým přínosem je analýza nedostatků klasické finanční analýzy na případové studii plastikářského podniku a návrhy odstranění těchto nedostatků. Je konstatováno, že klasické prostředky finanční analýzy nejsou dostatečným nástrojem pro hodnocení výkonnosti podniku. Další přínos spočívá v seznámení praxe s koncepcí EVA, širokými možnostmi jejího uplatnění a její aplikace v praxi pro podniky plastikářského průmyslu, které jsou významné z hlediska produkce a zaměstnanosti ve Zlínském regionu. Přínosem disertační práce je rovněž soubor doporučení pro zvýšení výkonnosti podniku využitím konceptu EVA prostřednictvím identifikace významných faktorů, které EVA ovlivňují. Součástí práce jsou návrhy postupů, jak je možné určit náklady kapitálu podniku, jak transformovat účetní model EVA na ekonomický model, navržení pyramidového rozkladu EVA, který s využitím funkcionální a logaritmické metody umožňuje kvantifikaci vlivů na EVA. Ke zhodnocení, zda jsou identifikovány nejvýznamnější faktory, byla využita citlivostní analýza. Dalším přínosem je zpracování benchmarkingové studie pro konkrétní subsekcí plastikářského průmyslu, ve které byla ověřena významnost klíčových faktorů ovlivňujících EVA. V subsekcí byl stanoven nejlepší podnik (tzv. benchmark) a všechny podniky byly vzájemně srovnány a zhodnoceny. Benchmarkingovou i případovou studii je možné využít jako vzorové ke konkrétním aplikacím ve firmách plastikářského průmyslu. Nejvýznamnější výsledky disertační práce budou předneseny na semináři pořádaného Fakultou managementu a ekonomiky, UTB Zlín, Inovačním centrem a Technologickým inovačním centrem pro zástupce plastikářských firem, Czechinvestu a krajského zastoupení

v září 2005, kde budou prezentovány kompletní výsledky grantu GAČR 402/03/0555 **"Faktory ovlivňující tvorbu EVA v plastikářském a gumárenském průmyslu"**. Významným přínosem bylo i průběžné publikování odborných článků zaměřených na finanční řízení a plastikářský průmysl na domácích a zahraničních konferencích, včetně největší plastikářské konference ANTEC (Annual Technical Conference) pořádané každoročně v USA (2004 – Chicago, 2005 – Boston).

Přínos pro akademickou činnost

Nezanedbatelným přínosem je rovněž využití analýz a závěrů v akademické činnosti fakulty, zejména pro zkvalitnění výuky v magisterském studijním programu a ediční tvorbu (předmět Finance podniku a Oceňování podniku). Ukazuje se, že je nezbytné podstatně rozšířit a zkvalitnit výuku v oblasti měření výkonnosti podniku s vazbou na tvorbu tržní hodnoty. Ke zpřesnění a zjednodušení práce bylo třeba se detailně seznámit se softwarovými produkty STRATEX (finanční plánování) a EVALENT (oceňování podniku), které byly jednak využity v disertační práci, jednak úspěšně implementovány do výuky. Osobní jednání s manažery vyústila k výraznějšímu propojení teorie s praxí a projeví se ve zpestření a zkvalitnění výuky v magisterském studijním programu (možnost přednášek top managementu plastikářských firem, exkurze, ...).

ZÁVĚR

Cílem disertační práce bylo identifikovat nejdůležitější faktory z pohledu finanční výkonnosti, které u plastikářských podniků nejvýznamnějším způsobem ovlivňují jeho výkonnost.

Disertační práce přinesla výsledky analýz současného vývoje plastikářského průmyslu a predikci pro jeho vývoj. Na základě benchmarkingových studií plastikářského průmyslu jako celku, vybrané subsektory „Výroba plastových obalů“ a podrobné případové studie vybraného plastikářského podniku byly identifikovány významné faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu (EVA). EVA byla na základě kritické literární rešerše vybrána jako moderní koncept pro řízení a měření výkonnosti podniků. V rámci provedených analýz byla pozornost zaměřena především na ukazatele finanční výkonnosti, náklady na kapitál a kapitálovou strukturu. Pomocí pyramidových rozkladů byly tyto „stěžejní kameny“ dále analyzovány a následně identifikovány nejvýznamnější faktory ovlivňující EVA. V závěru byly provedeny simulace, při kterých byl zkoumán vliv jednotlivých faktorů na tržní hodnotu podniku, která je považována za základní cíl každého podnikání. Následně byly dány návrhy managementu podniků na zlepšení jejich konkurenceschopnosti na domácích a zahraničních trzích. Dále byly ověřeny hypotézy stanovené v úvodu disertační práce a popsány přínosy disertační práce pro teorii, praxi a akademickou činnost.

Cíle disertační práce byly splněny. Dokončením disertační práce však zdaleka nekončí výzkum zabývající se výkonností podniků. Pokračování práce je možné ve formě dalšího výzkumu a praktických aplikací v oblasti měření a řízení výkonnosti. Potenciální možnosti ke zvyšování výkonnosti podniků je zakládání klastrů. Pokud se chce ČR stát konkurenceschopnou a výkonnou ekonomikou založenou na znalostech, nezbyvá jí nic jiného, než přijmout výzvu ostatních vyspělejších zemí, které dávají rozvoji klastrů prioritu. K tomu, aby klastry byly úspěšné, je třeba je umět řídit, k čemuž je třeba identifikovat optimální systém měřítek a navrhnout jejich efektivní využití pro řízení klastru. V uvedeném lze spatřit možnosti dalšího vývoje. Výsledky budou moci být využity v připravovaném plastikářském klastru ve zlínském regionu, dále pak v rámci výzkumných projektů, spolupráce s Ministerstvem průmyslu a obchodu a dalšími institucemi včetně VŠ v ČR i zahraničí.

LITERATURA

- [1] ALEXANDRE, P., SASSE A., WEBER, K. Praxe řízení investic a pracovního kapitálu. *Controlling*. 2005, číslo 1, str. 7 - 12.
- [2] AMEELS, A., BRUGGEMAN, W., SCHEIPERS G. *Value-based management control processes to create value through integration a literature review*. [on-line]. [cit.15.3.2003]. <http://www.corporatedecisionmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf>
- [3] ARNOLD G. *Corporate Financial Management*, Pitman Publishing, London, 1998, str. 1050.
- [4] BACIDORE, J.M. BOQUIST, J.A. MILBOURN, T.T. THAKOR, A.V. "The Search for the Best Financial Performance Measure". *Financial Analysts Journal*. May/June 1997. p.11-20.
- [5] BAŤA TOMÁŠ. *Úvahy a projevy*. Zlín: UTB a Zlínský kraj. 2002. ISBN 80-7318-103-7.
- [6] BIDDLE, C.G., BOWEN, R.M., WALLACE, J.S. Abstract of "Evidence on the relative and incremental information content of EVA, residual income, earnings and operating CF". University of Washington, Seattle, WA., 1996.
- [7] BIDDLE, G.C., R.M. BOWEN & J.S. WALLACE. Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24:3, 301-336. 1997.
- [8] BREALEY R.A. & MEYERS S.C. *Principles of Corporate Finance*. 4th Edition. McGraw-Hill Series in Finance. McGraw-Hill, Inc. New York, 1991.
- [9] CAPON, N., FARLEY, J.U., HOENIG, S. Toward an integrative explanation of corporate financial performance. Norwel, Massachusetts, *Kluwer Academic Publishers*. 1996.
- [10] CONDON, J., GOLDSTEIN, J. Value based management - the only way to manage for value, *Accountancy Ireland*, October 1998, pp. 10-12.
- [11] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, T. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1991.
- [12] De VILLIERS J. "The distortions in Economic Value Added". *Journal of Economics and Business*. Volume 49, No 3, May/June 1997, p.285-300.
- [13] FIBÍROVÁ, J. *Reporting – moderní metoda hodnocení výkonnosti uvnitř firmy*. Praha, Grada Publishing, 2. vydání, 2003. ISBN 80-247-0482-X.
- [14] FOTR J. Hodnota firmy a řízení jejího růstu. *Účetnictví*, 3/2003, str.86-93.
- [15] FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. Praha, Grada 1999. ISBN 80-7159-694-3.
- [16] FOTR, J. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-0939-2.
- [17] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-257-4.

- [18] HELFERT, A.E. *Wrong number* [online], Helfert Associates, 2001 [citováno 1. února 2004]. Dostupné na World Wide Web: http://www.heleassoc.net/_downloads/EAHValue1.pdf
- [19] CHEN, S. & J.L. DODD. Economic Value Added: An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues* 9:3, 318-333. 1997.
- [20] JENSEN, M., MECKLING W. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October 1976, 305 - 360.
- [21] JINDŘICHOVSKÁ, I., BLAHA, Z.S. *Podnikové finance*. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-025-2.
- [22] KANDEROVÁ, M. Zhodnotenie vplyvu determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke podnikov v Slovenskej republike. In.: *Ekonomie a management*. str. 36-44. ISSN 1212-3609.
- [23] KAPLAN, R.S. NORTON, D.P. 1996. *"Balanced Scorecard"*. Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts. 1996.
- [24] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 2. přepracované a doplněné vydání, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [25] KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. Praha, VŠE Praha 1998. ISBN 80-7079-641-3.
- [26] KNÁPKOVÁ, A. Nástroje pro měření finanční výkonnosti podniku. In.: *Sborník příspěvků z mezinárodní konference*. Ostrava: VŠB, Ekonomická fakulta, září 2003. ISBN 80-248-0404-2.
- [27] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Value Based Management Approaches to the Corporate's Financial Performance Analysis. In: *Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business*. ATINER, Greece, 2005. (odprezentováno, v tisku).
- [28] KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K., REMEŠ, D. Capital Structure: Appraisal of the Chosen Financing Rules relating to Creation of Economic Value Added (EVA) in Plastic Industry in the Czech Republic and in India, In: *Third International Conference on 'Globalization & Competitiveness'*. Kharagpur, Indie, leden 2005.
- [29] KNÁPKOVÁ, A., REMEŠ, D. Modern Performance Measurements and Market Value of the Firm. In: *Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business*. ATINER, Greece, 2005.
- [30] KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví v kontextu současného vývoje*. Praha: Polygon, 1997. ISBN 80-85967-51-0.
- [31] KRAJOVIČ, J. Vplyv dani z príjmu na rozhodovanie o kapitálovej štruktúre a projektoch rozvoja podniku. In. *Sborník mezinárodní konference Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. Zlín: UTB FaME, 2005. ISBN 80-73-18-288-2.

- [32] LANGGUTH, H, CHAHED, Y. Případová studie: Hodnotové koncepty řízení na příkladu mezinárodního koncernu. *Controlling*. 2004, číslo 4, str. 21 – 29.
- [33] LEHN, K & MAKHIJA, A. K. 1996. "EVA and MVA: As performance measures and signals for strategic change". *Strategy and leadership*. Vol 24 May/June 1996. P.34-38
- [34] LESÁKOVÁ, Ľ. Výskum vo využívaní metód hodnotenia výkonnosti malých a stredných podnikov v SR. In.: *Sborník Výuka a výzkum v odvetvových ekonomikách a podnikovém managementu na vysokých školách*. Lázně Bohdaneč, 2003. ISBN 80-7194-623-0.
- [35] LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Grada, 1999. ISBN 80-7169-504-1.
- [36] MÄKELÄINEN, E.. *Economic Value Added as a Management Tool*. (Downloadable [cited 18-Feb-2002] from <http://www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>).
- [37] MAREK, P. *Dividendová politika*. Praha, NAD ZLATO 1993. ISBN 80-85626-11-X.
- [38] MARSH, D.G. Making or breaking value, *New Zealand Management*, March 1999, pp. 58-59.
- [39] MARSHALL, A. *Principles of Economics*. The MacMillan Press Ltd., London, New York. 1890.
- [40] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.
- [41] MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [42] MILUNOVICH, S. & A. TSUEI. EVA in the computer industry. *Journal of Applied Corporate Finance* 9:1, 104-115. 1996.
- [43] MODIGLIANI, F., MILLER, M.H: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* (48) 1958: pp.261-297.
- [44] MODIGLIANI, F., MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: *American Economic Review*, June 1963, pp. 433 – 443.
- [45] MYERS, S.C., 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5) 1977: pp. 147-76.
- [46] MYERS, S.C., MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* (13) 1984: pp.187-221.
- [47] MYERS, S.C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* (39) July 1984: pp. 581-582.
- [48] NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty*. Praha: VŠE, 1998. ISBN 80-7079-921-8.
- [49] NEUMAIEROVÁ, I. *Aplikace řízení hodnoty*. Praha: VŠE, 2003. ISBN 80-245-0536-3.

- [50] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Využití teorie hodnoty v praxi podnikání. *Moderní řízení*, 6/2000, s.75-78, ISSN 0026-8720.
- [51] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada, 2002. ISBN 80-247-0125-1.
- [52] NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty podniku*. Praha: Profess Consulting. 2005. ISBN 80-7259-022-7.
- [53] O'BYRNE, S. F. EVA and market value. *Journal of Applied Corporate Finance* 9:1,116-125. 1996.
- [54] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., DROBNÝ, J.G. Measuring A Company's Performance: Economic Value Added in Comparison with Traditional Performance Measures. In: *Conference Proceedings ANTEC 2004*, May 16-20, 2004 Chicago, Illinois, USA. ISBN 0-9753707-1-5.
- [55] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., DROBNÝ, J.G. The Utilization of Benchmarking in the Financial Management of Plastics Processing Companies. In: *Conference Proceedings ANTEC 2005*, May, 2005 Boston, Massachusetts, USA.
- [56] PAVELKOVÁ, D. Factors Influencing the Dividend Policy of Czech Companies. *Czech Business and Trade*, 2000, No. 2, pp.11-12. ISSN 1211-2208.
- [57] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., The influence of the Corporate Financial Liquidity on its Economic Value Added (EVA), In: *Modernity of industry and services new challenges*. Katowice, 2004. ISBN 83-85587-15-2.
- [58] PAVELKOVÁ, D., HURTA, J., KRÁL, HÝBLOVÁ, E., ZEMAN, V., PASEKOVÁ, M., NOVÁK, T., KNÁPKOVÁ, A.: Ekonomické (hodnotové) procesy a konkurenceschopnost podniku - závěrečná výzkumná zpráva CEZ: J22/98:265300021 Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců. Zlín: FaME UTB ve Zlíně, 2002.
- [59] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K., RAŠKA, Z. Influence of Cost of Capital on the Economic Value Added: A Comparative Study in the Czech Republic, India, and the United States of America. In: *Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business*, edited by I.D. Salavrakos, Lecturer, London Metropolitan University, U.K. & Member of the Business Research Unit, ATINER, Greece, 2004, pp. 81-95, ISBN: 960-88331-4-0
- [60] PAVELKOVÁ, D., SÁHA, T., DROBNÝ, J.G., SKOV H.R. Economic Value Added in the Plastic Processing Industry. In: *Conference Proceedings, ANTEC 2002*. San Francisco, May 5 – 6, 2001.
- [61] PECINOVÁ, Z. Finanční nebo kapitálová struktura? In.: *Sborník Výuka a výzkum v odvětvových ekonomikách a podnikovém managementu na vysokých školách*. Lázně Bohdaneč, 2003. ISBN 80-7194-623-0.
- [62] PERTL, M., ZEDERBAUER, A. Shareholder Value. *Finanznachrichten*, 74, Heft 25, 1997.

- [63] PETERSON - PETERSON. Company Performance & Measures of Value Added [http://www.dmc-edu.com/cfa_review/level2notes.pdf]
- [64] PORTER, M. E. *Konkurenční strategie*. 1. vyd. Praha, Management Press, 1997.
- [65] RONTÉ, H. Value based management, *Management Accounting*, January 1998, pp. 38.
- [66] SALMI, T., VIRTANEN I. Economic Value Added: A simulation analysis of the trendy, owner-oriented management tool. 2001. [on-line]. [cit.11.8.2005].
http://www.valuebasedmanagement.net/articles_salmi_economic_full.pdf
- [67] SAMMER, J. "The Missing Link", *Business Finance*, September 2001.
- [68] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- [69] SIMMS, J. Marketing for value, *Marketing*, June 28, 2001, pp. 34-35.
- [70] STANĚK, V. *Zvyšování výkonnosti procesním řízením nákladů*. Praha: Grada Publishing, 2003. ISBN 80-247-0456-0.
- [71] STARK, A.W. & THOMAS H.M. On the empirical relationship between market value and residual income in the U.K. *Management Accounting Research* 9:4, 445–460. 1998.
- [72] STERN, J.M., SHIELY, J.S. *The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organisation*. John Wiley&Sons, Inc., New York, 2001.
- [73] STEWART, G. B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, Harper Business, New York, 1991.
- [74] STEWART, G. BENNET (1993). "EVATM: Fact and fantasy". *Journal of Applied Corporate Finance*. p.6-19, 1993.
- [75] STRÍTESKÝ, M. *Tvůrčí odkaz Tomáše Bati současným podnikatelům*. Zlín: UTB, 2003. ISBN 80-7318-152-5.
- [76] SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 1996. ISBN 80-7169-211-5.
- [77] UYEMURA, D.G., C.C. KANTOR & , J.M PETTIT. EVA for banks: Value creation, risk management, and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance* 9:2, 94-113. 1996.
- [78] TULLY, S. The real key to creating wealth. *Fortune* 128, 38-50. 1993.
- [79] TULLY, S. America's best wealth creators. *Fortune* 130, 143-162. 1994.
- [80] VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. Praha, Ekopress 1997. ISBN 80-9001991-6-X.
- [81] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1.část. Praha, VŠE 1997. ISBN 80-7079-520-4.
- [82] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2.část. Praha, VŠE 1997. ISBN 80-7079-067-9.
- [83] VOSÁTKA, J. Hodnocení výkonnosti podniků. In.: *Sborník interních doktorandských projektů na FPH*. Praha: VŠE, květen 2001. ISBN 80-245-0173-2.

- [84] WALLACE, J. Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Evidence of Effects on Management Actions. *UMI Dissertation Services*, Ann Arbor. 1996
- [85] WALLACE, J. EVA financial systems: Management perspectives. *Advances in Management Accounting* 6, Forthcoming. 1997.
- [86] WALLACE, J. Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics* 24, Forthcoming. 1998.
- [87] WALBERT, L. The Stern Stewart performance 1000: Using EVA® to build market value. *Journal of Applied Corporate Finance* 6, 109-120, 1994.
- [88] WAWROSZ, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. Praha, Sagit 1999. ISBN 80-7208-106-3.
- [89] WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha, C. H, Beck 1995. ISBN 80-7179-014-1.
- [90] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. *EVA and Value-Based Management*. New York: McGraw-Hill, 2001. ISBN 0-07-136439-0.

Internetové zdroje

- [91] www.eva.com
- [92] www.enron.com
- [93] www.damodaran.com
- [94] www.mpo.cz
- [95] www.aspekt.cz
- [96] www.plasticseurope.com
- [97] www.shareholdervalue.com
- [98] www.bettermanagement.com

PUBLIKAČNÍ ČINNOST vztahující se k tématu disertační práce

- [1] KNÁPKOVÁ, A. Optimalizace kapitálové struktury. *E + M*, Liberec: Technická univerzita, 2001. ISSN 1212-3609.
- [2] PAVELKOVÁ, D. KNÁPKOVÁ, A., NOVÁK, T. *Řízení podnikových financí - Sbíрка příkladů a případových studií*. Zlín: UTB, 2001. ISBN 80-7318-023-5.
- [3] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Factors Influencing EVA in the Selected Sector of the Industry. In.: *Proceedings of the 7th International Conference on Global Business&Economic Development: „Strategies for Sustainable Globalization: Business Responses to Regional & Demands Global Opportunities“*. Bangkok: January 8.-11.2003. ISBN 0-9660656-4-6.
- [4] KNÁPKOVÁ, A. Ekonomická přidaná hodnota v průmyslu ČR. In.: *Sborník příspěvků z konference studentů doktorského studia*. Brno: Provozně ekonomická fakulta, Mendeleevova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, leden 2003. ISBN 80-7302-045-9.
- [5] KNÁPKOVÁ, A. Faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu ve stavebnictví. In.: *Sborník příspěvků z odborné konference doktorského studia*. Brno: Fakulta stavební, VUT Brno, únor 2003. ISBN 80-7204-265-3.
- [6] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Ekonomická přidaná hodnota v systému řízení podniku. *Daňová a hospodářská kartotéka*. Praha: Linde nakladatelství s.r.o. 6/2003. ISSN 1210-6739.
- [7] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí*. Studijní pomůcka pro distanční studium, Zlín: FaME UTB, 2003. ISBN 80-7318-128-2.
- [8] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Ekonomická přidaná hodnota jako koncept řízení podniku. In.: *Sborník příspěvků z mezinárodní odborné konference*. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky, UTB, květen 2003. ISBN 80-7318-130-4.
- [9] KNÁPKOVÁ, A. Vliv zadluženosti na ekonomickou přidanou hodnotu. In.: *Sborník příspěvků z mezinárodní odborné konference*. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky, UTB, květen 2003. ISBN 80-7318-130-4.
- [10] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Využití benchmarkingu ve finančním řízení podniků. květen 2003. Konference v Polsku. (v tisku)
- [11] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Hodnotové řízení a volba ukazatelů měřících výkonnost podniku. In.: *Sborník příspěvků z mezinárodní konference Ekonomika bez hranic*. Praha: VŠE, Fakulta podnikohospodářská, září 2003. ISBN 80-239-1538-X.

- [12] KNÁPKOVÁ, A. Nástroje pro měření finanční výkonnosti podniku. In.: *Sborník příspěvků z mezinárodní konference*. Ostrava: VŠB, Ekonomická fakulta, září 2003. ISBN 80-248-0404-2.
- [13] KNÁPKOVÁ, A. Využití poměrových ukazatelů a ekonomické přidané hodnoty pro benchmarking finančního řízení podniků. In.: *Ekonomie a management (E+M)* 3/2003. Liberec: Technická univerzita v Liberci, Hospodářská fakulta.. ISSN 1212-3609.
- [14] KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K. Economic Value Added in Rubber and Plastic Processing Industries: An Evaluation in the Czech Republic and the United States of America. In.: *Modernity of industry and services – 2003 theory and practice*. Katowice: 2003. ISBN 83-85587-12-8.
- [15] GOSWAMI, K., PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. An overview of Managerial Performance in Selected Rubber and Plastic Processing Industries in the Czech Republic. In.: *Sborník příspěvků Výuka a výzkum v odvětvových ekonomikách a podnikovém managementu na vysokých školách*. Pardubice: Univerzita Pardubice, Fakulta chemicko-technologická říjen 2003. ISBN 80-7194-623-0.
- [16] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., GOSWAMI, K. Analýza vývoje ekonomické přidané hodnoty v gumárenském a plastikářském průmyslu ČR.. In.: *Sborník příspěvků Výuka a výzkum v odvětvových ekonomikách a podnikovém managementu na vysokých školách..* Pardubice: Univerzita Pardubice, Fakulta chemicko-technologická, říjen 2003. ISBN 80-7194-623-0.
- [17] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Analýza vývoje gumárenského a plastikářského průmyslu v České republice a jeho perspektivy v souvislosti se vstupem ČR do Evropské unie. In.: *Sborník příspěvků Analýza realizace předpokladů a podmínek zapojení ČR do eurozóny*. Zlín: listopad 2003. ISBN
- [18] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K. Cost of Capital: The Factor Influencing Economic Value Added, In.: *Proceedings of the 8th International Conference on Global Business and Economic Development: „Managing Business in a Volatile Environment: Balancing Local and Global Challenges“*. Guadalajara, Mexiko: January 7-10, 2004. ISBN 0-9747415-0-7.
- [19] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., DROBNÝ, J.G. Measuring A Company's Performance: Economic Value Added in Comparison with Traditional Performance Measures. In: *Conference Proceedings ANTEC 2004*, May 16-20, 2004 Chicago, Illinois, USA. ISBN 0-9753707-1-5.
- [20] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K., RAŠKA, Z. Influence of Cost of Capital on the Economic Value Added: A Comparative Study in the Czech Republic, India, and the United States of America. In:

Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business, edited by I.D. Salavrakos, Lecturer, London Metropolitan University, U.K. & Member of the Business Research Unit, ATINER, Greece, 2004, pp. 81-95, ISBN: 960-88331-4-0

- [21] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., The influence of the Corporate Financial Liquidity on its Economic Value Added (EVA), In: *Modernity of industry and services new challenges*. Katowice, 2004. ISBN 83-85587-15-2.
- [22] KNÁPKOVÁ, A., GOSWAMI, K., REMEŠ, D. Capital Structure: Appraisal of the Chosen Financing Rules relating to Creation of Economic Value Added (EVA) in Plastic Industry in the Czech Republic and in India, In: *Third International Conference on 'Globalization & Competitiveness'*. Kharagpur, Indie, leden 2005.
- [23] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., Economic Value Added in the Rubber Industry: A Comparative Study in the Czech Republic and India, In: *Third International Conference on 'Globalization & Competitiveness'*. Kharagpur, Indie, leden 2005.
- [24] KNÁPKOVÁ, A., PASTUSZKOVÁ, E., REMEŠ, D. Možnosti vzniku klastru ve zlínském regionu. In: *Sborník mezinárodní konference Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. Zlín: UTB FaME, 2005. ISBN 80-73-18-288-2.
- [25] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Význam benchmarkingu v měření a řízení výkonnosti podniku. In: *Sborník mezinárodní konference Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. Zlín: UTB FaME, 2005. ISBN 80-73-18-288-2.
- [26] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Measurement of the Performance in the Rubber Industry: A Comparative Study in the Czech Republic, India and the United States of America In: *Proceedings of the 8th International Conference on Global Business and Economic Development: „Managing Business in a Volatile Environment: Balancing Local and Global Challenges“*. Soul, South Korea: 2005.
- [27] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Value Based Management Approaches to the Corporate's Financial Performance Analysis. In: *Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business*. ATINER, Greece, 2005. (odprezentováno, v tisku).
- [28] KNÁPKOVÁ, A., REMEŠ, D. Modern Performance Measurements and Market Value of the Firm. In: *Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business*. ATINER, Greece, 2005. (odprezentováno, v tisku)
- [29] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., DROBNÝ, J.G. The Utilization of Benchmarking in the Financial Management of Plastics Processing Companies. In: *Conference Proceedings ANTEC 2005*, May, 2005 Boston, Massachusetts, USA.

CURRICULUM VITAE

ADRIANA KNÁPKOVÁ

Kulturní 1780, 756 61 Rožnov pod Radhoštěm

mobil: 606 339 652; e-mail: knapkova@fame.utb.cz

OSOBNÍ ÚDAJE

- **Datum a místo narození:** 24. 3. 1977 Valašské Meziříčí
- **Národnost:** česká
- **Rodinný stav:** vdaná

VZDĚLÁNÍ

- | | | |
|--|-------------------|-------------------|
| 2001 – dosud | UTB, FaME | Zlín |
| <i>doktorské studium (externě)</i> | | |
| <i>obor: management a ekonomika</i> | | |
| <i>školicel: doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková</i> | | |
| <i>téma disertační práce:</i> | | |
| Identifikace faktorů ovlivňujících ekonomickou přidanou hodnotu v plastikářském průmyslu | | |
| 1999 – 2001 | UTB, FaME | Zlín |
| <i>magisterské studium</i> | | |
| <i>specializace: podniková ekonomika</i> | | |
| <i>téma diplomové práce:</i> | | |
| Projekt optimalizace kapitálové struktury podniku AB, s.r.o. | | |
| 1996 – 1999 | VUT, FaME | Zlín |
| <i>bakalářské studium</i> | | |
| <i>obor: management a ekonomika</i> | | |
| 1991 – 1996 | Obchodní akademie | Valašské Meziříčí |

PRŮBĚH ZAMĚSTNÁNÍ

- | | |
|---------------------------------------|-----------------|
| UTB, FaME, Ústav financí a účetnictví | Zlín |
| září 2003 – dosud | <i>asistent</i> |

JAZYKOVÉ ZNALOSTI

anglický jazyk – aktivně, německý jazyk – pasivně

VÝUKA

UTB, FaME

Zlín

Podnikové finance (přednášky + semináře) – bakalářské studium

Finance podniku (přednášky + semináře) – magisterské studium

Řízení hodnoty podniku (semináře) – magisterské studium

Oceňování podniku (semináře) – magisterské studium

VÝZKUMNÁ ČINNOST

- 2005 UTB, FaME

Zlín

Zodpovědný řešitel: Ing. Adriana Knápková

Projekt: Inovace předmětu Finance podniku, FRVŠ 3602/2005

- 2003 – dosud UTB, FaME

Zlín

Zodpovědný řešitel: doc. ing. Drahomíra Pavelková, Dr.

Výzkumný projekt: Faktory ovlivňující tvorbu ekonomické přidané hodnoty v plastikářském a gumárenském průmyslu GAČR 402/03/0555

- 2002 – 2004 UTB, FaME

Zlín

Zodpovědný řešitel: prof. ing. František Trnka, CSc.

Výzkumný projekt: Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců, MSM 265300021

- 2000 – 2001

Zlín

Zodpovědný řešitel: ing. Drahomíra Pavelková, Dr.

Výzkumný projekt: Týmová práce studentů při řešení problematiky finančních toků v podniku, FRVŠ 1476/00

PEDAGOGICKÉ MOBILITY

- Duben - 2004

Haute Ecole, Liege, Belgie

V rámci programu Socrates Erasmus, výuka předmětu Podnikové finance

AKTIVNÍ ÚČAST NA ZAHRANIČNÍCH KONFERENCÍCH

- Květen - 2004

Chicago, USA

Antec 2004

- Measuring A Company's Performance: Economic Value Added in Comparison with Traditional Performance Measures.

- Červen - 2004

Atény, Řecko

Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business

- Influence of Cost of Capital on the Economic Value Added: A

Comparative Study in the Czech Republic, India, and the United States of America.

- Leden - 2005 Kharagpur, India

Third International Conference on 'Globalization & Competitiveness'

- Capital Structure: Appraisal of the Chosen Financing Rules relating to Creation of Economic Value Added (EVA) in Plastic Industry in the Czech Republic and in India
- Economic Value Added in the Rubber Industry: A Comparative Study in the Czech Republic and India

- Červen - 2005 Atény, Řecko

Aspects of Globalisation, Regionalisation and Business

- Value Based Management Approaches to the Corporate's Financial Performance Analysis
- Modern Performance Measurements and Market Value of the Firm.

Příloha A

Stavebnicový model pro výpočet nákladů na vlastní kapitál (model MPO ČR) – podrobněji www.mpo.cz

Metodika stavebnicového modelu INFA[®]

(zpracovaná Inkou a Ivanem Neumaierovými)

MPO ČR používá pro hodnocení odvětví pyramidovou ukazatelovou soustavu INFA[®] Inky a Ivana Neumaierových a to její část: pyramidový rozklad ročního ukazatele EVA^{®2}. Tento pyramidový rozklad je spojením finančního controllingu a controllingu rizik³. Pro controlling rizik je použit upravený ratingový model, který byl pro účely MPO ČR nejvhodnější. Ratingové agentury hodnotí sice především věřitelské riziko, ale mnohé z jejich přístupů lze aplikovat i na hodnocení rizika majitele. Principy přístupu ratingových agentur jsou inspirativní. Konkrétní postup ratingových agentur je jejich know how, ale díky existenci matematicko statistických studií lze na základě veřejně dostupných dat o uděleném ratingu a finančních dat podniku sestavit funkci, která by vedla ke stejným výsledkům jako postup ratingové agentury. Existují další alternativní metody odhadu rizika⁴.

Výše rizika reprezentuje alternativní náklad vlastního kapitálu (re). Je to výnosnost (zhodnocení) vlastního kapitálu, kterou by bylo možné docílit v případě investice do alternativní (rozuměno stejně rizikové) investiční příležitosti.

Studiem několika desítek matematicko statistických modelů ratingu byly vytipovány důležité fundamentální charakteristiky ovlivňující riziko a sestavena

² Na zkratku EVA má poradenská firma Stern Stewart & Co. registrovanou ochranou známkou.

³ Smyslem controllingu je řídit hodnotu podniku směrem k jejímu zvyšování. Je zaměřen na plánování a rozpočtování, vyhodnocování plnění finančního plánu, řízení odchylek od plánu, kontrolu aktuálnosti plánu a jeho změny. Řídit odchylky znamená řešit je buď ex post a nebo lépe se snažit je předvídat ex ante. Controlling má zabezpečit, aby podnik postupoval podle plánu v souladu s aktuální strategií, která je odpovídající reakcí na vývoj okolí. Nekomoluje pouze plnění plánu, ale stále konfrontuje předpoklady, na kterých je plán postaven se skutečností, a pokud se situace změnila, stimuluje reakci. V podnicích ČR je rozšířen především finanční controlling, zatímco controlling rizik je v ČR zatím málo využíván, ale lze se s ním setkat u velkých zahraničních společností.

⁴ Pomocí modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Zde je koeficient beta (charakterizující riziko) odvozen z minulého vývoje cen veřejně obchodovaných podniků. Pro odhad beta veřejně neobchodovaných podniků se používají úpravy modelu CAPM pomocí expertních úprav konstant. To z tohoto modelu dělá expertní odhad – nejedná se již o aplikaci modelu CAPM. Je možno použít také odhad rizika pomocí vybraných poměrů tržní ceny a fundamentálního ukazatele (např. tržní cena akcie/tržby na akcii). Poměry tržní ceny k hodnotám různých fundamentálních ukazatelů však často vedou k různým výsledkům hodnocení rizika.

ratingová funkce. Byla tak získána představa o vzájemném poměru rizikových přírážek a o tom, na které finanční (i nefinanční) ukazatele jsou přírážky navázány. Problémem zůstávalo „usazení“ funkce, tak aby odpovídala realitě. Minimální riziko bylo dáno výnosem státních pokladničních poukázek, popřípadě výnosem 10letých státních dluhopisů. Maximální hodnota rizika byla určena na základě expertních odhadů pracovníků z fondů rizikového kapitálu (okolo 40% nad pokladniční poukázky). Takto nastavená funkce rizika byla podrobena testování. Pro testování byly použita data z agentury Bloomberg. Výsledkem je funkce hodnotící riziko pro středně rizikové podniky ve shodě se skutečností u testovaného vzorku podniků. Příznivěji jsou hodnoceny málo rizikové podniky a přísněji vysoce rizikové podniky.

Ratingový model má tento tvar:

$$r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{U}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}$$

kde r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál
 $WACC$ = vážený náklad na kapitál
 UZ = úplatné zdroje ($VK + BU + O$), tj. kapitál, za který je nutno platit
 A = aktiva celkem
 VK = vlastní kapitál
 BU = bankovní úvěry
 O = dluhopisy
 $\frac{U}{BU+O}$ = úroková míra

kde r_f
 r_i
 $r_{podnikatelské}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi podnikem a tržní silou)
 $r_{FinStab}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívami).

WACC je stanoven jako by podnik měl úplatné zdroje = vlastní kapitál. Dále je předpokládána nezávislost WACC na kapitálové struktuře.

Při sestavení „nejjednoduššího“ modelu stanovení r_e , byly použity ukazatele:

- bezriziková sazba pro rok 2002 $\Rightarrow r_f = 5,1 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2003 $\Rightarrow r_f = 4,1 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2004 $\Rightarrow r_f = 4,8 \%$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku – úplatné zdroje

- je-li $UZ > 3$ mld. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 0.00\%$ (hranice vychází ze zkušenosti firem poskytujících rizikový kapitál)
- je-li $UZ < 100$ mil. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 5.00\%$
- je-li $UZ > 100$ mil. Kč ale < 3 mld. Kč použije se propočet takto:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$$

ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly – EBIT/aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro kapitálem).

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{položíme } X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 0,00\%$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 10,00\%$$

$$\text{takže funkčně vyjádřeno } r_{\text{podnikatelské}} = (X1 - EBIT / \text{Aktiva})^2 / (10 \cdot X1^2)$$

Ovšem hodnota $r_{\text{podnikatelské}}$ nemůže klesnout pod minimální hodnotu danou variabilitou ukazatele EBIT/A. Minimální hodnota je spočtena pro každé odvětví zvlášť. Minimální hodnota $r_{\text{podnikatelské}}$ se zvýšila v průměru asi o 1 %, proto je rozdílné zařazení podniků podle IV. kategorie v roce 2002 ve finanční analýze za rok 2003 (proti finanční analýze za rok 2002).

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívy – likvidita L3:

- je-li celková likvidita $> XL \Rightarrow r_{\text{FinSub}} = 0,00\%$
- je-li celková likvidita $< 1 \Rightarrow r_{\text{FinSub}} = 10,00\%$
- je-li celková likvidita firmy > 1 , ale $< XL$, propočte se r_{FinSub} takto:

$$r_{\text{FinSub}} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2$$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak $XL = \text{průměr průmyslu}$. Z tohoto důvodu je možný zdánlivý „nelogický“ vliv změny likvidity na změnu EVA. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.

Podrobný postup odhadu re na základě výše uvedeného modelu není možno brát (stejně jako u ratingových agentur) jako pevný algoritmus, ale jako princip přístupu, v rámci kterého je třeba zohlednit odlišnosti hodnocených podniků.

Alternativní náklad na kapitál (re) za odvětví je propočten podnikově, tak, že alternativní náklad na kapitál (re) jednotlivých podniků je vážen jejich vlastním kapitálem (získal se tzv. „požadovaný zisk“) a tyto „zisky“ byly sečteny za odvětví a vyděleny agregovaným vlastním kapitálem za odvětví. Jde o přesnější propočet za odvětví (výnosnost odpovídající riziku).

Algoritmus propočtu ekonomické přidané hodnoty byl shodný pro všechny organizace s tím, že byla zohledněna odvětvová specifika v ukazatelích likvidit (velké vybrané společnosti – energetické podniky apod.), u nichž byl výpočet proveden úpravou algoritmu.

Použité zkratky

Ukazatel	Výpočet
EVA	$(ROE - re) \cdot VK$
ROE (rentabilita VK)	Výsledek hospodaření po zdanění/Vlastní kapitál
re (altern. náklad na kapitál)	Viz ratingový model
CZ/Zisk	Výsl. hospod. po zdanění/Výsledek hospod. před zdaněním
ROA (rentabilita aktiv)	$EBIT / \text{Aktiva}$
VK/A	Vlastní kapitál/Aktiva
UZ/A	Úplatné zdroje/Aktiva
Úroková míra	Nákladové úroky/(Dluhopisy + bankovní úvěry)
Likvidita L3	Oběžná aktiva/(Krátk. závazky + krátkodobé bankovní úvěry)
Likvidita L2	$(\text{Pohledávky} + \text{Fin. majetek}) / (\text{Krátk. cizí zdroje})$
Likvidita L1	$\text{Finanční majetek} / (\text{Krátk. cizí zdroje})$
$EBIT/V$ (marže)	$EBIT / \text{Výnosy celkem}$
V/A (obrat aktiv)	$\text{Výnosy celkem} / \text{Aktiva}$
PH/V	Přidaná hodnota/Výnosy celkem
ON/V	Osobní náklady/Výnosy celkem

Příloha B

Podrobné členění OKEČ 25.200

VÝROBA PLASTOVÝCH VÝROBKŮ

Průmyslová výroba plastů je charakterizována použitými surovinami. To však neznamená, že všechny výrobky vyrobené z těchto materiálů nezbytně spadají do této subsekcce.

25 Výroba pryžových a plastových výrobků

25.2 Výroba plastových výrobků

25.21 Výroba plastových desek, fólií, hadic, trubek a profilů

Tato třída zahrnuje:

- výrobu:

- * plastových desek, bloků, filmů, fólií, pásů, profilů
- * plastových rour, hadic, trub, trubek, spojek na trouby apod.
- * potravinářských umělých střev

Do této třídy nepatří:

- výroba plastů v základní formě (24.16)
- výroba optických prvků z plastů (33.40)
- výroba matrací z nepotahovaných porézních plastů (36.15)

25.22 Výroba plastových obalů

Tato třída zahrnuje:

- výrobu:

- * plastových obalů (např. pytle, sáčky, kontejnery, krabice, bedny, demižony, láhve)
- * plastových zátek, víček, cívek, špulek atd.

Do této třídy nepatří:

- výroba cestovních potřeb z plastů (19.20)
- výroba výrobků ze syntetické nebo přírodní pryže (25.1)
- balicí činnosti prováděné pro třetí stranu (74.82)

25.23 Výroba plastových výrobků pro stavebnictví

Tato třída zahrnuje:

- výrobu:

- * plastových dveří, oken, rámců, okenic, rolet, bočnic, obložení
- * plastových nádrží, rezervoárů, cisteren, bazénů, septiků apod.
- * plastových podlah, obkladů stěn a stropů v rolích nebo ve formě obkládaček
- * plastových sanitárních výrobků (např. vany, sprchové kouty, umyvadla, záchodové mísy, proplachovací nádrže)

- * plastových okapů, střešních krytin
- * plastových stavebních částí nebo celků (např. přístřešky, buňky, kabiny)

Do této třídy nepatří:

- výroba předmětů ze syntetického nebo přírodního kaučuku (25.1)
- výroba linolea a tvrdých neplastových podlahových krytin (36.63)

25.24 Výroba ostatních plastových výrobků

25.24 1 Výroba plastových výrobků pro konečnou spotřebu

Tato podtřída zahrnuje:

- výrobu:
 - * plastového nádobí, kuchyňského vybavení a toaletních potřeb
 - * plastových kancelářských a školních potřeb
 - * plastových součástí ošacení (např. rukavice, opasky, oděvy z plastových fólií, bryndáčky)
 - * plastových ozdobných předmětů (např. sošky)
 - * plastových transmisních a přepravníkových pásů
 - * plastových ochranných pokrývek hlavy (např. bezpečnostní přilby, koupací čepice)
 - * plastových nafukovacích záchranných vest
 - * různých plastových výrobků (např. firemní štítky, informační štítky)

Tato podtřída zahrnuje také:

- výrobu bezpečnostních přileb z kombinovaných materiálů

Do této podtřídy nepatří:

- výroba nafukovacích záchranných vest z textilu (17.40)
- výroba cestovních potřeb z plastu (19.20)
- výroba obuvi z plastu (19.30)
- výroba bezpečnostních přileb z azbestu (26.82)
- výroba bezpečnostních přileb z kovu (28.75)
- výroba nábytku z plastu (36.1)
- výroba léčebných a dentálních pomůcek z plastu (33.10)
- výroba matrací z nepotahovaných porézních plastů (36.15)
- výroba sportovních potřeb z plastu (36.40)
- výroba her a hraček z plastu (36.50)
- výroba linolea a tvrdých neplastových podlahových krytin (36.63)

25.24 2 Výroba plastových součástí pro výrobní spotřebu

Tato podtřída zahrnuje:

- výrobu:
 - * plastových strojních tvářených dílů
 - * plastových dílů osvětlovacích těles
 - * plastového nábytkového kování

Do této podtřídy nepatří:

- výroba plastových optických prvků (33.40)

Příloha C

Základní charakteristika podniků zařazených do benchmarkingové studie

Z důvodu velkého rozsahu příloha umístěna na CD.

Příloha D

Finanční analýza firmy Greiner

Z důvodu velkého rozsahu příloha umístěna na CD.

Příloha E

Konstrukce ukazatelů IN

Indexy IN

Na základě matematicko statistických modelů ratingu a praktických zkušeností při analýze finančního zdraví podniků byl pro podmínky ČR Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem sestaven index důvěryhodnosti IN95:

$$IN95 = V1 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + V2 \cdot \text{EBIT/nákl.úroky} + V3 \cdot \text{EBIT/Aktiva} + V4 \cdot \text{Výnosy/Aktiva} + V5 \cdot \text{Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)} - V6 \cdot \text{Závazky po době splatnosti/tržby}$$

V1 až V6 jsou váhy jednotlivých ukazatelů. Váhy jsou konstruovány jako podíl významnosti ukazatele ke kriteriální hodnotě ukazatele. Váha ukazatele V2 = 0,11 a V5 = 0,10, u ostatních vah jsou respektována odvětvová specifika, hodnoty vah ukazatelů podle odvětví lze najít v uvedené publikaci. Výsledek IN větší než 2 představuje podnik s dobrým finančním zdravím. Podnik s hodnotou pohybující se mezi 1 a 2 není „ani zdravý ani nemocný“, tzn. jedná se o podnik, který by mohl mít problémy. Pokud vyjde index IN menší než 1 znamená to, že jde o podnik se špatným finančním zdravím.

Pro hodnocení výkonnosti podniku z hlediska vlastníka byly manželi Neumaierovými sestaveny další indexy³, spíše bonitního charakteru:

$$IN99 = - 0,017 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + 4,573 \cdot \text{EBIT/Aktiva} + 0,481 \cdot \text{Výnosy/Aktiva} + 0,015 \cdot \text{Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)}$$

Pokud je hodnota indexu vyšší než 2,07, podnik dosahuje ekonomického zisku, hodnota indexu pod 0,684 znamená záporný ekonomický zisk. Interval šedé zóny představuje signál o určitých problémech. Tento index je výhodné použít v případě, že jsou u podniku problémy s odhadem alternativního nákladu na vlastní kapitál pro posouzení výkonnosti podniku.

Index IN01 spojuje východiska obou předchozích indexů:

$$IN01 = 0,13 \cdot \text{Aktiva/cizí zdroje} + 0,04 \cdot \text{EBIT/nákl.úroky} + 3,92 \cdot \text{EBIT/Aktiva} + 0,21 \cdot \text{Výnosy/Aktiva} + 0,09 \cdot \text{Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)}$$

V případě, že hodnota indexu je větší než 1,77 znamená, že podnik tvoří hodnotu a hodnota indexu IN01 menší než 0,75 znamená, že podnik má problémy. Mezi hodnotami 1,77 a 0,75 je šedá zóna.

Příloha F

Přehled vybraných leasingových splátek ve společnosti Greiner

Položka	Společnost	Leasing od ...	Cena leasingu	Záloha	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1998												
VW Pasat 1,9	CAC	1.8.1998	1140125	249 846	296760	296 760	296 760					
Škoda Felicie	CAC	6.10.1998	443 926	33 704	136741	136 741	136 741					
1999												
VW Golf	CAC	1.1.1999	707 538	155 701		183 946	183 946	183946				
Honda Acc 2,0	CAC	1.5.1999	973 090	232 326		218 199	218 199	218199	86 167			
Octavia LX	CAC	1.6.1999	459 040	113 114		98 966	98 966	98 966	49 029			
Opel Vectra 1,8	CAC	1.8.1999	778 907	259 008		140 046	140 046	140046	99 761			
Honda Civic	CAC	1.9.1999	524 213	178 820		86 570	86 570	86 570	85 682			
2000												
Honda Acc ES	CAC	1.1.2000	930 366	239 310			231 747	231747	227 562			
2001												
VZV I.	ČSOB	18.5.2001	1062180	378 180					228 000	228 000	57 000	
Nákl. MAN	ČSOB	6.4.2001	2138353	583 135					536 571	549 612	137 403	
2002												
VW Pasat Combi	CAC	1.2.2002	998 586	384 210					193 953	201 805	201 805	16 813
Ford Mondeo	CAC	1.2.2002	749 165	297 000					140 570	149 569	149 569	12 457
Škoda Octavia	CAC	1.2.2002	442 085	171 288					85 521	88 936	88 937	7 403
VZV II.	ČSOB	14.2.2002	882 420	257 766					178 455	214 176	214 176	17 847

Příloha G

Leasing z pohledu ekonomického modelu EVA

Finanční leasing – GREINER

Ve výroční zprávě je popsán postup účtování o leasingu: „Společnost účtuje o majetku tak, že zahrnuje leasingové splátky ve věcné a časové souvislosti do nákladů. V době, kdy je smlouva o nájmu ukončena a společnost uplatní možnost odkupu, zařadí předmět do majetku v kupní ceně“.

Jen si připomeňme, v čem je problém ze zobrazením leasingu ve vztahu k výpočtu ekonomické přidané hodnoty. Je třeba si uvědomit, že zobrazení leasingu ve finančním účetnictví respektuje právní stránku věci (vlastnictví majetku), nikoliv však jeho ekonomickou stránku (samotné využívání majetku). Nájemce nemá používaný majetek zobrazený v rozvaze, ve výkaze zisku a ztráty pak nemá zobrazeny jeho odpisy. Tím samozřejmě dochází k značné deformaci účetních výkazů. Dalším problémem z hlediska EVA je, že časově rozlišené leasingové splátky obsahují v jedné nákladové položce finanční náklady, odpis, marži leasingové společnosti. Nezanedbatelné rovněž je, že leasing trvá většinou kratší dobu než kolik činí skutečná doba použitelnosti pronajatého majetku. Abychom tyto „deformace“ odstranily, je třeba provést tzv. „**aktivaci leasingu**“.

Problematiku „**aktivace leasingu**“ si vysvětlíme na příkladu nákupu osobního automobilu. Firma Greiner si pronajala k 1.1.2000 formou finančního leasingu automobil Honda Acc ES v PC 840 000 Kč. Délka trvání smlouvy je 3 roky. Záloha byla uhrazena hned po podepsání smlouvy ve výši 239 310 Kč. Další splátky byly placeny ve výši 227 562 Kč, a to vždy k 31. prosinci. K 31.12.2002 odkoupila firma pronajatý automobil za 8 370 Kč.

A) KOUPĚ NA LEASING (standardní účtování pořízeného auta na leasing)

Firma Greiner účtovala o leasingu podle platných českých účetních předpisů⁵ a na následujícím schématu si můžeme prohlédnout rozvahu na konci roku 2000,

⁵ Nájemné u finančního pronájmu s následnou koupí najatého hmotného majetku, který lze podle tohoto zákona odpisovat, se uznává jako výdaj (náklad) za podmínky, že:

- a) doba nájmu pronajímané věci je delší než 20% stanovené doby odpisování uvedené v § 30, nejméně však 3 roky. U nemovitostí musí doba nájmu trvat nejméně 8 let. Doba nájmu se počítá ode dne, kdy byla věc nájemci přenechána ve stavu způsobilém obvyklému užívání, a
- b) po ukončení doby nájmu podle písmene a) následuje bezprostředně převod vlastnických práv k předmětu nájmu mezi vlastníkem (pronajímatelem) a nájemcem; přitom kupní cena najatého hmotného majetku není vyšší než zůstatková cena vypočtená ze vstupní ceny evidované u

tzn. po prvním roce používání auta pořízeného na leasing (obrázek 1). Chceme-li, aby hodnota pořízeného majetku byla obsažena v účetních výkazech (tzn. aby nedocházelo k deformaci vypovídací schopnosti účetních výkazů), musíme leasing tzv. aktivovat. Aktivace proběhne ve dvou krocích:

1. všechny operace související s leasingem z výkazů odstraníme (storno leasingu)
2. hodnotu leasingu aktivujeme, tzn. zaneseme do účetních výkazů

1. KROK

Standardní postup účtování leasingu:

1. 1. 2000 uhrazena záloha	239 310 Kč	
- 1/3 si můžeme rovnou uznat do nákladů, 2/3 musíme zaúčtovat na nákladů příštích období		
	79 770 Kč	nákladový účet (leas. platba) / bank. účet
	159 540 Kč	náklady příštích období / bank. účet
31. 12. 2000 uhrazena 1. splátka	227 562 Kč	nákladový účet (leas. platba) / bank. účet

Rozvaha k 31.12.2000 je znázorněna na obrázku 1.

Obrázek 1: Rozvaha nájemce k 31.12.2000 (Kč)

BÚ	20 143 000	VH	77 731 000
Ostatní položky	1 075 550 000	Ostatní položky	1 017 962 000
Aktiva celkem	1 095 693 000	Pasiva celkem	1 095 693 000

Chceme-li pořízení na leasing z účetnictví vyjmout, musíme účtovat ty samé operace s opačným znaménkem (viz dále). Dopady na jednotlivé účty budou následující:

1.	BÚ – konečný stav	20 143 000
	bude zvýšen o zálohu	239 310
	a o první splátku na konci roku	227 562
	nově přep. stav BÚ k 31.12.2000	20 609 872
2.	Vliv na VH	77 731 000
	VH musíme zpětně navýšit o LS	
	celá 1.splátka	227 562
	+ záloha připadající na 1.rok	79 770
	nově přepočtený VH	78 038 332
3.	Náklady příštích období	
	Budou sníženy o tuto částku	159 540

vlastníka, kterou by předmět nájmu měl při rovnoměrném odpisování podle § 31 tohoto zákona k datu prodeje, a

- c) po ukončení finančního pronájmu s následnou koupí najatého hmotného majetku zahrne poplatník uvedený v § 2 odkoupený majetek do svého obchodního majetku.

Na obrázku 2 je znázorněna rozvaha tak, jak by vypadala, kdyby k žádnému pořízení automobilu nedošlo.

Obrázek 2: Přepočtená rozvaha nájemce k 31. 12. 2000

BÚ	20 609 872	VH běžného roku	78 038 332
Náklady příštích období -	159 540	Ostatní položky	1 017 962 000
Ostatní položky	1 075 550 000		
Aktiva	1 096 000 332	Pasiva	1 096 000 332

Po odstranění leasingu z účetních výkazů, můžeme přistoupit k samotné aktivaci leasingu. Mařík (2003) popisuje následující možnosti aktivace leasingu:

1. Do aktiv započteme tržní hodnotu sniženou o odpisy. V pasivech se vykazuje zůstatek závazků podle splátkového kalendáře (umořovacího plánu). Jedná se o princip obsažený v Mezinárodní účetním standardu 17. Vlastní postup účtování je založen na tom, že simulujeme koupi předmětu na úvěr, který by odpovídal podmínkám leasingové smlouvy.
2. Do aktiv připočteme hodnotu leasingovaného předmětu sniženou o odpisy. Zůstatková cena se uvede i v pasivech jako závazek. Hodnota pronajátého aktiva tedy bude stejná jako leasingový závazek ve všech obdobích a nikoli jen na začátku leasingové smlouvy, jak tomu bylo v předchozím příkladě.
3. Do aktiv i pasiv doplníme současnou hodnotu leasingových splátek. Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů na cizí kapitál s obdobnou dobou splatnosti, jako je délka leasingové smlouvy, při obdobném riziku. Aktivní i pasivní položka opět bude mít vždy stejnou výši.

B) AKTIVACE LEASINGU

- **KOUPĚ NA ÚVĚR** (simulace – pořízení auta s využitím bankovního úvěru)

Nejdříve si spočítáme vnitřní úrokovou míru leasingu a to proto, abychom v nákladech dokázali rozlišit odpisy auta a finanční náklady spojené s jeho pořízením. Budeme vycházet z principů obsažených v Mezinárodním účetním standardu 17. Postup spočívá na principu simulace koupě auta na úvěr tak, aby odpovídal podmínkách leasingové smlouvy.

Vnitřní úroková míra leasingu

Na levé straně rovnice máme pořizovací cenu auta (kapitálový výdaj leasingové společnosti) a na pravé straně máme sumu částek, které za auto v průběhu finančního leasingu zaplatíme (peněžní příjmy leasingové společnosti) a my hledáme takovou vnitřní úrokovou míru leasingu, při které se obě části rovnice vyrovnají. K výpočtu nám pomůže splátkový kalendář:

1.1.2000	239 310 Kč
31.12.2000	227 562 Kč
31.12.2001	227 562 Kč
31.12.2002	227 562 Kč + 8 370 Kč

$$850000 = 239310 + \frac{227562}{1+i_L} + \frac{227562}{(1+i_L)^2} + \frac{227562+8370}{(1+i_L)^3}$$

vnitřní úroková míra leasingu = 7,3%

Postup účtování u nájemce:

1. Hodnota leasingu ve výši PC auta (840 000 Kč) zvýší v rozvaze hodnotu aktiv a závazků.
2. Úhrada první mimořádné splátky ve výši 239 310 Kč sníží závazek na 600 690 Kč (což odpovídá PS úvěru k 1.1.2000).
3. Umořovací plán pořízení aktiva vypadá následovně:

Rok	PS	Úrok (7,302%)	Leasingová platba	Úmor závazku	Zůstatek závazku na konci roku
2000	600 690	43 862	227 562	183 700	416 990
2001	416 990	30 449	227 562	197 113	219 877
2002	219 877	16 055	235 932	219 877	0

4. Firma Greiner předpokládá celkovou dobu využití automobilu 4 roky, bude proto provádět roční odpis ve výši $840\,000 / 4 = 210\,000$ Kč

Zaúčtování provedeme na konečné rozvaze, kterou jsme si „očistili“ o vliv leasingu (obrázek 2).

Postup účtování je následující:

1. 1. 2000 pořízení DHM	840 000 Kč	
- zaplacení zálohy	239 310 Kč	DHM / bankovní účet
- bankovní úvěr	600 690 Kč	DHM / bankovní úvěr
31. 12. 2000 odpis DHM	210 000 Kč	nákladový účet (odpisy) / oprávky k DHM
31. 12. 2000 uhrazena 1.splátky bance	227 562 Kč	
- úrok	43 862 Kč	nákladový účet (úroky) / bankovní účet
- úmor	183 700 Kč	bankovní úvěr / bankovní účet

Přepočtená rozvaha po zachycení majetku pořízeného „na úvěr“ je znázorněna na obrázku 3.

Obrázek 3: Přepočtená konečná rozvaha nájemce k 31. 12. 2000

BÚ	20 143 000	VH běžného roku	77 784 470
DHM	840 000	Bankovní úvěr	416 990
- oprávky	210 000		
Náklady příštích období	- 159 540	Ostatní položky	1 017 962 000
Ostatní položky	1 075 550 000		
Aktiva	1 096 163 460	Pasiva	1 096 163 460

Tato metoda odpovídá požadavkům Mezinárodního účetního standardu 17, ale její náročnost je poměrně vysoká.

▪ AKTIVACE LEASINGU V SOUČASNÉ HODNOTĚ LEASINGOVÝCH PLATEB

V následující části proto nastíníme jednoduší postup, při které budeme leasing aktivovat v současné hodnotě leasingových plateb. Vycházíme z předpokladu, že náklady související s leasingem odpovídají průměrným nákladům podniku – zhruba 10%.

$$SHL_{2000} = 239310 + \frac{227562}{(1+0,1)^1} + \frac{227562}{(1+0,1)^2} + \frac{227562+8370}{(1+0,1)^3} = 811512Kč$$

Analogicky vypočítáme hodnotu plateb ke konci každého roku:

$$SHL_{2001} = \frac{227562}{(1+0,1)^1} + \frac{227562+8370}{(1+0,1)^2} = 401860Kč$$

$$SHL_{2002} = \frac{227562+8370}{(1+0,1)^1} = 214484Kč$$

1. Dlouhodobý majetek a závazky jsou dány současnými hodnotami budoucích leasingových plateb.
2. Hodnoty běžného účtu odpovídají hodnotám jako v předchozím variantě.
3. Hodnoty nákladů (dopadů na výsledek hospodaření) odpovídají leasingovým platbám.

Přepočtená rozvaha je znázorněna na obrázku 4.

Obrázek 4: Přepočtená konečná rozvaha nájemce k 31. 12. 2000

BÚ	20 143 000	VH běžného roku	77 731 000
DHM	811 512	Bankovní úvěr	811 512
Ostatní položky	1 075 550 000	Ostatní položky	1 017 962 000
Aktiva	1 096 504 512	Pasiva	1 096 504 512

Příloha H

Komplexní stavebnicová metoda dle Maříkové a Mařík (KSMI) a dle Garnet a Hill (KSMII)

Z důvodu velkého rozsahu příloha umístěna na CD.

Příloha I

Funkcionální metoda rozkladu - EVA

Při analýze syntetického ukazatele (EVA) nás bude zajímat, jaká je intenzita vlivu analytických ukazatelů získaných pyramidovým rozkladem na tento ukazatel, resp. na jeho změnu. Přírůstek syntetického ukazatele ΔX nebo index syntetického ukazatele I_X je funkcí přírůstků (indexů) analytických ukazatelů:

$$\Delta X = f(\Delta a, \Delta b, \dots \Delta s)$$

$$I_X = f(I_a, I_b, \dots I_s)$$

Hledáme, jakou část přírůstku hodnoty syntetického ukazatele lze připsat přírůstkům hodnot jednotlivých analytických ukazatelů $a, b, \dots s$, tj. $\Delta X_a, \Delta X_b, \dots \Delta X_s$.

Existují-li **aditivní vazby** mezi analytickými ukazateli, potom je jejich vliv dán přímo absolutními přírůstky, tzn., že vliv ukazatele a na přírůstek ukazatele X je:

$$\Delta X_a = \Delta a$$

$$\Delta X_b = \Delta b$$

Při existenci **multiplikativních vazeb** mezi analytickými ukazateli se pro analýzu jejich vlivu používají tři metody (Hindls, Sedláček, 200...):

- a) metoda řetězového dosazování
- b) logaritmická metoda
- c) funkcionální metoda

Pro naši analýzu byla vybrána metoda funkcionální, neboť není citlivá na pořadí činitelů při výpočtu a lze ji využít i v případě záporných indexů. Jistou nevýhodou této metody mohou být rozsáhlé matematické výrazy při větším počtu činitelů.

Pro součin dvou dílčích činitelů lze odvodit vyčíslení vlivů v následujících krocích:

$$\Delta X = X_1 - X_0 = a_1 * b_1 - a_0 * b_0, \text{ kde } a_1 = a_0 + \Delta a \text{ a } b_1 = b_0 + \Delta b$$

$$\Delta X = a_0 b_0 * \{[(a_0 + \Delta a)(b_0 + \Delta b) / a_0 b_0] - 1\}$$

$$\Delta X = X_0 * \left(\frac{\Delta a}{a_0} + \frac{\Delta b}{b_0} + \frac{\Delta a \Delta b}{a_0 b_0} \right)$$

Zlomky s více činiteli rozdělíme na poloviny, aby mohla být provedena změna každého činitele v kombinaci s ostatními.

$$\Delta X = \Delta X_a + \Delta X_b$$

$$\Delta X_a = X_0 \times \frac{\Delta a}{a_0} \left(1 + \frac{\Delta b}{2b_0} \right)$$

$$\Delta X_b = X_0 \times \frac{\Delta b}{b_0} \left(1 + \frac{\Delta a}{2a_0} \right)$$

Zavedeme substituci:

$$\frac{\Delta a}{a_0} = A, \frac{\Delta b}{b_0} = B$$

Potom:

$$\Delta X_a = X_0 A \left(1 + \frac{B}{2} \right)$$

$$\Delta X_b = X_0 B \left(1 + \frac{A}{2} \right)$$

Příloha J

Finanční plán společnosti Greiner (2005-2009)

Z důvodu velkého rozsahu příloha umístěna na CD.