Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Disertační práce

VYUŽITÍ MODERNÍCH METOD HODNOCENÍ A ŘÍZENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU ZALOŽENÝCH NA EVA™

THE UTILIZATION OF MODERN METHODS FOR THE MEASUREMENT AND MANAGEMENT OF A COMPANY'S PERFORMANCE BASED ON EVA™

Autor: **Ing. Rostislav Kolařík**
Obor: **6208V038 Management a ekonomika**
Školitel: **doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková**

Zlín **2007**

Tímto bych chtěl poděkovat své školitelce doc. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové za odborné vedení, pomoc, cenné rady, připomínky a náměty vztahující se nejen k této disertační práci, ale k celému mému doktorskému studiu v letech 2003 - 2007 na Fakultě managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně.

ABSTRAKT

Moderní ekonomické přístupy k řízení podniků v minulých letech přinesly také nový pohled na měření a hodnocení výkonnosti podniku. Jedním z nich je hodnotový přístup. Jedním z konceptů hodnotového řízení je **ekonomická přidaná hodnota** (EVA), která vyjadřuje hodnotu ekonomického zisku po úhradě všech relevantních nákladů včetně nákladů na kapitál. Tento přístup k výkonnosti podniku z pohledu jeho přínosu pro vlastníky si v posledních letech získal značnou popularitu ve všech vyspělých ekonomikách a je považován za největší přínos ve finančním řízení za posledních 20 let.

Tato disertační práce se zabývá možnostmi využití hodnotového přístupu s ukazatelem EVA při měření a řízení výkonnosti v českých podnicích. Cílem disertační práce je vytvoření metodiky nebo souboru doporučení určených českým podnikům pro využití hodnotového přístupu a ukazatele EVA při měření a řízení výkonnosti.

Jako východisko pro naplnění cíle je provedena kritická literární rešerše domácích i zahraničních literárních pramenů. Dále byl zpracován dotazníkový průzkum zaměřený na finanční řízení výkonnosti v českých podnicích s cílem poznat stávající praxi. Studium literárních pramenů se zaměřilo také na možnosti modelů odměňování s vazbou na tvorbu EVA. Součástí disertační práce je odvození vztahů a pro výpočet parametrů moderního bonusového modelu založeného na EVA, jak dosud nebyly publikovány.

Bylo zpracováno pět případových studií vybraných podniků, které se zaměřily na tvorbu EVA a faktory hodnoty. Byl vytvořen pomocný program, který slouží k analýze tvorby podnikové EVA. Program obsahuje většinu ukazatelů a postupů tradiční finanční analýzy a dále postupy k určení podnikové hodnoty operativních aktiv, operativního hospodářského výsledku, průměrných nákladů kapitálu a hodnoty EVA. Součástí programu jsou také metodické nástroje k určení faktorů hodnoty s vlivem na EVA (pyramidální rozklad a citlivostní analýza).

Část disertační práce je věnována detailní případové studii podniku TOMA, a.s.. Studie prezentuje podrobný konkrétní návrh využití a implementace ukazatele EVA a návrh modelu odměňování s vazbou na EVA.

Na základě výsledků provedených šetření a analýz, získaných poznatků a zkušeností při zkoumání konkrétních podniků je závěrem disertační práce uveden soubor základních rad a doporučení pro využití ukazatele EVA v českých podnicích.

ABSTRACT

Modern approach to company management brought new look on measurement and management company's performance. One of them is shareholder value approach. One of shareholder value conception is **Economic Value Added** in abbreviation EVA, which represents economic profit after all cost deduction including cost of capital. This approach to efficiency from owner's point of view is considered as most important benefit to financial management in last 20 years.

This dissertation is orientated on possibilities of utilization value approach in Czech company's performance measurement and management. Result of this dissertation is to create methodic or set of recommendations to utilization of shareholder value approach and EVA indicator in Czech companies.

Literature retrieval of domestic and foreign publications was one of resources for goal reaching. Another resource was interrogatory research in Czech companies, which was orientated on present practice in performance measurement and management. Literature research was also aimed on management compensation model based on EVA. Part of dissertation concerns formulas derivation for EVA compensation model, which has not been published yet.

Five case studies of selected companies were elaborated. These case studies are aimed on value creation and value drivers. Special program in MS Excel for EVA analysis has been created during dissertation research. This program contains tradition financial analysis formulas, techniques for calculation value of net operating assets, net operating profit after taxes, weighted average costs of capital and EVA. Program includes also instruments as pyramidal and sensitivity analysis for value drivers identification.

Detailed case study of TOMA Company is next part of dissertation work. Study is demonstration of using and implementation EVA indicator and compensation system in concrete company.

By virtue of research and analysis results, knowledge and experiences acquired in performed case studies is as result of dissertation presented set of recommendations for value approach with EVA indicator implementation in Czech companies.

OBSAH

ABSTRAKT 3
ABSTRACT 4
OBSAH 5
SEZNAM OBRÁZKŮ 8
SEZNAM TABULEK 9
SEZNAM ZKRATEK 11
ÚVOD 13
1 POTŘEBNOST ŘEŠENÍ PROBLEMATIKY 14
2 CÍL A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE 17
2.1 Základní otázky, hypotézy a cíle 17
2.2 Postup řešení disertační práce 19
3 ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ 21
3.1 Charakteristika základních metod vědeckého výzkumu 21
3.2 Metoda dotazníkového šetření 23
3.3 Případové studie 24
3.4 Zdroje informací pro zpracování disertační práce 24
4 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY 26
4.1 Hodnotový přístup k podniku 26
4.2 Ukazatel EVA 28
4.3 Generátory hodnoty 30
4.3.1 Dosahování tržeb a řízení nákladů 32
4.3.2 Zisk jako měřítko výkonnosti a jeho rozdělování 33
4.3.3 Řízení dlouhodobého a oběžného majetku 34
4.3.4 Finanční řízení a náklady kapitálu 38
4.3.5 Kapitálová struktura a zdroje financování 41
4.3.6 Informační systémy 44
4.4 Odměňování založené na EVA 45
4.4.1 Tradiční model odměňování 46
4.4.2 Model odměňování založený na EVA 47
4.4.3 Původní model odměňování založený na EVA 48
4.4.4 Moderní bonusový model založený na EVA 49
4.5 Ocenění podniku prostřednictvím EVA 51
4.5.1 EVA a tržní přidaná hodnota 52
4.6 Využití EVA při investičním rozhodování 53
4.7 EVA a Balanced Scorecard 55

4.8 Stav řešené problematiky v ČR 58
5 HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE 61
5.1 Makroprostředí ČR a predikce vývoje 61
5.2 Způsoby měření a řízení výkonnosti v podnicích ČR 67
5.3 Analýza výkonnosti vybraných podniků 74
5.3.1 Charakteristika vybraných podniků 76
5.3.2 Hlavní účetní položky zkoumaných podniků a jejich vývoj 77
5.3.3 Poměrové a ostatní ukazatele 85
5.3.4 CFROI 101
5.3.5 Free Cash Flow 103
5.3.6 Ekonomická přidaná hodnota 106
5.3.7 Identifikace faktorů tvorby EVA ve vybraných podnicích 142
5.3.8 Srovnání dosahovaných hodnot CFROI, ROE a EVA 155
5.3.9 EVA a tržní hodnota podniků 156
5.3.10 Výsledky případových studií vybraných podniků 158
5.4 Odvození vztahů pro odměňování podle EVA 162
5.4.1 Cílový bonus 162
5.4.2 Očekávané zlepšení EVA (OZE) 163
5.4.3 EVA interval 167
5.4.4 Bonusová banka 169
5.5 Návrh metodiky aplikace ukazatele EVA v podniku 172
5.6 Využití ukazatele EVA v hodnocení a řízení výkonnosti podniku TOMA, a.s. 174
5.6.1 Základní údaje o podniku 174
5.6.2 Shrnutí výsledků finanční analýzy 175
5.6.3 Porterův model pěti sil 177
5.6.4 SWOT analýza 180
5.6.5 Stanovení hodnoty EVA 182
5.6.6 Pyramidální rozklady EVA 184
5.6.7 Citlivostní analýza 188
5.6.8 Charakteristika podnikových generátorů hodnoty 189
5.6.9 Doporučení pro implementaci EVA v podniku 200
5.6.10 Návrh Balanced Scorecard podniku 202
5.6.11 Návrh systému odměňování 218
6 SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ DISERTAČNÍ PRÁCE 231
6.1 Doporučení pro implementaci EVA 231
6.2 Zhodnocení řešených otázek 234
6.3 Ověření hypotéz 235
7 PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI 238
ZÁVĚR 240
LITERATURA 241

PUBLIKAČNÍ ČINNOST 245
CURICULUM VITAE 246
PŘÍLOHA A 248
PŘÍLOHA B 252

SEZNAM OBRÁZKŮ

Strana

Obrázek 1: Cíl disertační práce a prostředky k jeho dosažení _____ *20*
Obrázek 2: Vyjádření ekonomické přidané hodnoty _____ *28*
Obrázek 3: Generátory hodnoty EVA _____ *31*
Obrázek 4: Typický model odměňování _____ *47*
Obrázek 5: Původní model odměňování podle EVA _____ *48*
Obrázek 6: Moderní model odměňování podle EVA _____ *50*
Obrázek 7: EVA a Balanced Scorecard _____ *56*
Obrázek 8: Dlouhodobé cíle podniků v ČR _____ *68*
Obrázek 9: Využití ukazatele EVA v řízení podniků v ČR _____ *70*
Obrázek 10: Využití metod hodnocení efektivnosti investičních projektů _____ *73*
Obrázek 11: Spider graf TOMA /průmyslové odvětví (2005) _____ *98*
Obrázek 12: Srovnání vývoje hodnoty NOPAT a EVA (TOMA) _____ *136*
Obrázek 13: Srovnání tvorby EVA _____ *137*
Obrázek 14: Srovnání value spread _____ *138*
Obrázek 15: Srovnání ukazatele EVA / NOA _____ *139*
Obrázek 16: Srovnání ukazatele EVA / Tržby _____ *140*
Obrázek 17: Ukázka části PR (TOMA) _____ *147*
Obrázek 18: Strategická mapa TOMA _____ *212*
Obrázek 19: Vazby mezi cíli a měřítky TOMA _____ *214*
*Obrázek 20: Postup při tvorbě BSC podniku*_____ *216*
Obrázek 21: Časový harmonogram implementace BSC _____ *216*

SEZNAM TABULEK

Strana

Tabulka 1: Faktory hodnoty, vliv na EVA a směr působení ____ *44*
Tabulka 2: Přehled makroekonomických veličin a jejich prognóza ____ *66*
Tabulka 3: Vybrané položky rozvah podniku TOMA ____ *77*
Tabulka 4: Vybrané položky výsledovek podniku TOMA ____ *78*
Tabulka 5: Vybrané položky rozvah podniku ALFA ____ *79*
Tabulka 6: Vybrané položky výsledovek podniku ALFA ____ *80*
Tabulka 7: Vybrané položky rozvah podniku BETA ____ *81*
Tabulka 8: Vybrané položky výsledovek podniku BETA ____ *81*
Tabulka 9 : Vybrané položky rozvah podniku GAMA ____ *82*
Tabulka 10: Vybrané položky výsledovek podniku GAMA ____ *83*
Tabulka 11: Vybrané položky rozvah podniku DELTA ____ *83*
Tabulka 12: Vybrané položky výsledovek podniku DELTA ____ *85*
Tabulka 13: Přehled hodnoty ČPK ____ *85*
Tabulka 14: Přehled počtu zaměstnanců ____ *86*
Tabulka 15: Přehled hodnoty ROE ____ *87*
Tabulka 16: Přehled hodnoty ROA ____ *87*
Tabulka 17: Rentabilita tržeb podle ukazatele EBITDA ____ *88*
Tabulka 18: Přehled celkové zadluženosti ____ *88*
Tabulka 19: Přehled ukazatele multiplikátoru jmění vlastníků ____ *88*
Tabulka 20: Přehled úrokového krytí ____ *89*
Tabulka 21: Přehled ukazatele běžné likvidity ____ *89*
Tabulka 22: Přehled ukazatele okamžité likvidity ____ *90*
Tabulka 23: Přehled doby obratu aktiv ____ *90*
Tabulka 24: Přehled průměrné splatnosti pohledávek a závazků ____ *91*
Tabulka 25: Přehled doby obratu zásob ____ *92*
Tabulka 26: Přehled tržeb na zaměstnance ____ *92*
Tabulka 27: Přehled přidané hodnoty na zaměstnance ____ *93*
Tabulka 28: Přehled měsíčních osobních nákladů na zaměstnance ____ *93*
Tabulka 29: Přehled ukazatele P/E ____ *94*
Tabulka 30: Přehled ukazatele rentability akcie ____ *94*
Tabulka 31: Přehled ukazatele Z-skóre ____ *95*
Tabulka 32: Přehled ukazatele IN 99 ____ *95*
Tabulka 33: Přehled ukazatele IN 01 ____ *96*
Tabulka 34: Ukázka DuPontova rozkladu ROE podniku TOMA ____ *96*
Tabulka 35: Srovnání ukazatelů FA podniku TOMA s odvětvím (2005) ____ *98*
Tabulka 36: Srovnání ukazatele CFROI ____ *102*
Tabulka 37: Srovnání FCF ____ *104*
Tabulka 38: Výpočet vnitřní úrokové míry leasingové smlouvy ____ *110*
Tabulka 39: Parametry leasingu podniku DELTA ____ *111*
Tabulka 40: Použitá diskontní míra podniku DELTA ____ *111*
Tabulka 41: Přehled aktivovaného leasingu ____ *112*
Tabulka 42: Konverze aktiv na NOA (TOMA, 2005) ____ *115*
Tabulka 43: Konverze pasiv na C (TOMA, 2005) ____ *117*

Tabulka 44: Přehled konverze aktiv na NOA _____ *118*
Tabulka 45: Srovnání poměrů NOA / Aktiva _____ *119*
Tabulka 46: Přehled hodnoty a struktury úplatného kapitálu (C) _____ *121*
Tabulka 47: Konverze VH na NOPAT (TOMA, 2005) _____ *122*
Tabulka 48: Přehled hodnoty NOPAT _____ *125*
Tabulka 49: Náklady na bankovní úvěry a půjčky - 1. a 2. způsob (TOMA) ____ *127*
Tabulka 50: Náklady na bankovní úvěry a půjčky - 3. způsob (TOMA) _____ *127*
Tabulka 51: Náklady na leasing (TOMA) _____ *128*
Tabulka 52: Náklady na leasing (DELTA) _____ *128*
Tabulka 53: Průměrné náklady CK (TOMA) _____ *128*
Tabulka 54: Stanovení nákladů VK pomocí metody CAPM (TOMA) _____ *129*
Tabulka 55: Stanovení nákladů VK pomocí ROE (TOMA) _____ *130*
Tabulka 56: Stanovení nákladů VK pomocí nákladů CK (TOMA) _____ *131*
Tabulka 57: Stanovení nákladů VK pomocí stavebnicového modelu (TOMA) __ *131*
Tabulka 58: Výpočet průměrných nákladů VK (TOMA) _____ *132*
Tabulka 59: Výpočet WACC (TOMA) _____ *133*
Tabulka 60: Přehled vypočtených hodnot WACC _____ *133*
Tabulka 61: Výpočet EVA v podniku TOMA _____ *135*
Tabulka 62: Přehled hodnot EVA _____ *136*
Tabulka 63: Přehled hodnot value spread _____ *137*
Tabulka 64: Přehled hodnot ukazatele EVA / NOA _____ *138*
Tabulka 65: Přehled hodnot ukazatele EVA / Tržby _____ *139*
Tabulka 66: Přehled hodnot ukazatele EVA (equity) _____ *141*
Tabulka 67: Přehled vstupních položek PR (TOMA, 2005) _____ *146*
Tabulka 68: Srovnání vlivu položek PR na změnu EVA (TOMA, 2005) _____ *148*
Tabulka 69: CA položek PR (TOMA, 2005) _____ *149*
Tabulka 70: Srovnání CFROI, ROE a EVA _____ *155*
Tabulka 71: Přehled cen akcií _____ *156*
Tabulka 72: Přehled korelace mezi ukazateli EVA, ROE a tržní cena _____ *157*
Tabulka 73: Příklad kalkulace v bonusové bance _____ *169*
Tabulka 74: Finanční perspektiva TOMA _____ *203*
Tabulka 75: Zákaznická perspektiva TOMA _____ *206*
Tabulka 76: Perspektiva procesů TOMA _____ *208*
Tabulka 77: Perspektiva potenciálů TOMA _____ *210*
Tabulka 78: Návrh systému odměňování ve vazbě na BSC (TOMA) _____ *226*

SEZNAM ZKRATEK

BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
BSC	Balanced Scorecard
BÚ	bankovní úvěr
C	(Capital) úplatný kapitál (v pyramidálních rozkladech označen ÚK)
CA	citlivostní analýza
CAPM	(Capital Assets Pricing Model) model oceňování kapitálových nákladů
CF	Cash Flow
CFROI	(Cash Flow Return On Investment) rentabilita investice podle peněžních toků
CK	cizí kapitál
CZ	cizí zdroje
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČZ	čistý zisk
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DP	disertační práce
EAT	(Earnings After Taxes) čistý zisk
EBIT	(Earnings Before Interest and Taxes) zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EBT	(Earnings Before Taxes) zisk před zdaněním
EPS	(Earnings Per Share) zisk na akcii
ERP	(Enterprise Resource Planning) plánování podnikových zdrojů
EVA	(Economic Value Added) ekonomická přidaná hodnota
FA	finanční analýza
FCF	(Free Cash Flow) volný peněžní tok
FCFE	(Free cash Flow to the Equity) volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	(Free cash Flow to the Firm) volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
FGV	(Future Growth Value) hodnota růstových příležitostí
i	úroková míra
IAS	(International Accountings Standards) mezinárodní účetní standardy
IC	(Invested Capital) investovaný kapitál
IFRS	(International Financial Reports Standards) standardy mezinárodního finančního výkaznictví

IRR	(Internal Rate of Return) vnitřní výnosové procento
IT	informační technologie
KFM	krátkodobý finanční majetek
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
MVA	(Market Value Added) tržní přidaná hodnota
N	náklady
NnCK	označení nákladů CK v pyramidálních rozkladech (také NnÚCZ)
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
OA	oběžná aktiva
OM	oběžný majetek
ON	osobní náklady
OP	opravné položky
PH	přidaná hodnota
PR	pyramidální rozklad
PS_{48}	počet vyřešených stížností do 48 hodin od jejich první registrace
PSC	počet celkem zaregistrovaných stížností ve stejném čase
PVV	prodané vlastní výrobky a služby
PZ	prodané zboží
r_e	alternativní náklad vlastního kapitálu
r_d	náklady cizího kapitálu
ROA	(Return on Assets) rentabilita aktiv
ROE	(Return on Equity) rentabilita vlastního kapitálu
RONA	(Return on Net Assets) rentabilita operativních aktiv
SATE	soubor pro analýzu tvorby EVA
SBU	(Strategic Business Unit) samostatné podnikové středisko (divize)
T	tržby
TC	tržní cena
ÚCK	úplatný cizí kapitál
Us	ukazatel rychlosti řešení stížnosti
USAG	účetní software ABRA GOLD
V	výnosy
VBM	(Value Based Management) hodnotový management
VD	(Value Drivers) generátory hodnoty
VEI	velikost EVA intervalu
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	(Weighted Average Costs of Capital) vážené průměrné náklady kapitálu
XL	průměrná likvidita v odvětví
ZK	základní kapitál

ÚVOD

Moderní ekonomický přístup v managementu a především v oceňování podniků přinesl v minulých letech nový pohled na měření a hodnocení výkonnosti těchto podniků. Jde o hodnotový nebo vlastnický přístup. Jedním z konceptů hodnotového přístupu je ukazatel ekonomické přidané hodnoty ve zkratce EVA (Economic Value Added), která představuje hodnotu ekonomického nadzisku po odečtení všech relevantních nákladů včetně nákladů na vlastní kapitál, které běžné účetnictví nezná (z*kratka EVA je registrovanou značkou společnosti Stern Stewart & Co.*). Tento přístup k hodnocení a řízení výkonnosti podniku na první místo staví zájem o bohatství jeho vlastníků a na podnik jako celek uplatňuje přísná tržní kriteria. Řízení podniku však nelze podřídit pouze jedinému cíli v podobě tvorby bohatství pro vlastníky. Podnik musí sledovat zájmy i dalších stran. Především jsou to zákazníci, zaměstnanci, dodavatelé, další instituce (jako banky, úřady) a ostatní zainteresovaná společnost (označují se jako tzv. *stakeholders*). Podstatou je maximalizace hodnoty pro vlastníky, ale v souvislosti s tím dochází také k růstu prospěchu stakeholders. Hodnotový přístup k řízení výkonnosti podniku se stává v posledních letech velmi populární a rozšiřuje se do všech ekonomik.

Přestože tato koncepce získala na popularitě relativně nedávno a pochází z odlišné ekonomiky USA, získává si popularitu také v Evropě a zájem o tuto koncepci ze strany podniků se objevuje i v České republice. Hodnotový přístup k podniku má množství předností a jeví se jako vhodný nástroj pro řízení a hodnocení výkonnosti podniku nahrazující dosavadní tradiční pojetí řízení podniku podle účetních ukazatelů, které je dosud pevně zakořeněno také v našich podnicích.

Jako téma svého doktorského studia jsem si zvolil **využití hodnotového přístupu a ukazatele EVA**. Stalo se tak jednak po konzultacích s mojí školitelkou a také v souladu s tématem výzkumného grantu řešeného na Fakultě managementu a ekonomiky. Věřím, že má práce přispěje k zvýšení informovanosti manažerů o této koncepci a k jejímu rozšíření do praxe. Toto téma jsem si zvolil také z osobních důvodů, protože finanční oblast řízení podniku mě zajímá již od doby mého vysokoškolského studia na Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně a patří v současnosti do mé pracovní náplně v podniku TOMA, a.s.

1 POTŘEBNOST ŘEŠENÍ PROBLEMATIKY

Hodnotová koncepce pochází z vyspělé ekonomiky USA. Metodiky, postupy a doporučení tedy nelze v podmínkách ČR aplikovat bezvýhradně a bez modifikace. Úkolem ekonomického výzkumu je přiblížit tuto koncepci prostředí v ČR a českým podnikům. Určité nejasnosti se mohou objevit okolo přesné definice pojmu *český podnik*. Nelze jednoduše konstatovat, že se jedná o podnik existující na území ČR, protože tento pojem umožňuje vícero výkladů. Pro potřeby této disertační práce (DP) bude za český považován takový podnik, který působí převážně v podmínkách ČR a při své činnosti se primárně řídí legislativou ČR. Vznik a působení tohoto podniku by mělo být úzce spjato s ČR.

Jednou z příčin nízké rozšířenosti hodnotového přístupu je kromě přirozeného odporu ke změnám, hlavně neznalost této koncepce mezi manažery. Tato neznalost je také zapříčiněna nedostatkem praktických metodik a doporučení pro aplikaci hodnotového přístupu v podnikové praxi. V současnosti jsou v ČR skupinky odborníků, kteří se zabývají teorií hodnoty a ukazatelem EVA. Prakticky zaměřených prací, které by se zabývaly konkrétním využitím hodnotové koncepce a ukazatele EVA v řízení českých podniků je málo. Je možné polemizovat nakolik se jedná o důsledek neprobádanosti problematiky ve vztahu k situaci v ČR a nakolik jde o marketingovou strategii konzultačních firem, které si tak chrání své know-how.

Jak bylo mimo jiné potvrzeno vlastním dotazníkovým šetřením (viz. kapitola 5.2) hodnotový přístup a ukazatel EVA je v současnosti u nás známý zatím spíše v rovině teoretické. Jen ojediněle je v našich podnicích ukazatel EVA využíván při finančních analýzách a téměř neexistují podniky, které by tento ukazatel používaly jako hlavní nástroj pro hodnocení a řízení výkonnosti. Podniky v ČR se teprve učí chápat podnikání jako dosahování hodnoty pro vlastníky. Každý podnikatel intuitivně ví, že smyslem jeho podnikání je adekvátní zhodnocení vložených prostředků. Téměř nikde však není řízení hodnoty a její maximalizace v delším časovém horizontu stanovena jako hlavní strategický cíl podniku, jemuž se musí podřizovat všechny aktivity.

V USA byl hodnotový přístup podnícen u podniků s obchodovatelnými akciemi tlakem funkčního kapitálového trhu a akcionářů. Zde je zjevný rozpor při konfrontaci s prostředím v ČR. Kapitálový trh ČR neplní dostatečně své funkce (efektivní alokace kapitálu, oceňování podniků, hodnocení rizikovosti prostřednictvím ß koeficientů apod.). Systém odměňování našich manažerů nemotivuje tak jako u podniků v USA ke sledování ceny akcií podniku a usilování o jejich růst. Ceny akcií nejsou kapitálovým trhem určovány podle očekávané výkonnosti podniků a také možnost získání kapitálu formou emisí

cenných papírů je velmi omezená. Alokaci kapitálu v ČR plně zastávají banky a leasingové společnosti. To jsou některé z příčin minimálního zájmu o ukazatel EVA a hodnotový přístup v řízení českých podniků. Menší podniky, které nejsou obchodovány na veřejných trzích, navíc trpí neduhem nízké specializace manažerů v důsledku malých kapacit pro strategické řízení, které by akceptovalo nové moderní přístupy. Řízení se soustředí především na operativní chod podniku a děje se často pouze na základě intuice a zkušeností.

Podniky v ČR nejsou motivovány k vykazování vysokých zisků a výplatě dividend. Upřednostňována je daňová optimalizace, která vede k minimalizaci účetních zisků s cílem ušetřit na dani z příjmu. To ještě více prohlubuje rozdíl mezi účetně vykazovaných ekonomickým obrazem podniku a jeho skutečnou výkonností (Pavelková-Knápková, 2005). Vzhledem k tomu, že výpočet EVA primárně vychází z hodnot evidovaných v účetnictví, zmíněná skutečnost ztěžuje implementaci této koncepce v praxi českých podniků.

Důležitým faktem pro zdůvodnění účelu disertační práce je zodpovězení otázky, pro koho jsou výsledky výzkumu určeny. Moderní přístupy k teorii podniku a jeho cílům vycházejí především z potřeb velkých podniků. U malých podniků, kde organizační struktura není složitá, stejně jako produkční proces a vlastníci jsou přímo řídícími pracovníky se značná část rozhodování děje spíše na základě intuice než na sofistikovaném přístupu podloženém ekonomickou teorií.

U větších podniků se složitou organizační strukturou, s víceúrovňovou hierarchií, s rozvinutou decentralizací, široce delegovanými pravomocemi však tento přístup selhává a je nutné uplatnit sofistikovanější metody. Hodnotový přístup jako alternativní moderní teorie pojetí podniku a jeho cíle může být v menších podnicích uplatňována intuitivně. U větších podniků bez zavedení komplexního systému se stanovenými cíly, pravidly, měřítky a definovaným systémem kontroly není možné tento přístup úspěšně implementovat v řízení. Pak také není možné podnik efektivně a účelně řídit a směřovat k naplňování hlavního cíle – tvorby hodnoty.

Hodnotová koncepce je primárně zaměřena na bohatství a prospěch vlastníků. Specifikem větších podniků je oddělené vlastnictví od řízení. Zcela typické je to pro velké akciové společnosti, kde se akcionáři přímo nepodílí na běžném řízení společnosti. Existuje zde známý rozpor mezi zájmy vlastníků (dividendy, cena akcií, růst a dlouhodobé přežití podniku) a zájmy manažerů (odměny, bonusy, pozice v podniku a kariéra, odpovědnost, pravomoc při rozhodování apod.).

Na základě uvedených skutečností je zřejmá odpověď na otázku určení výsledků DP: je určena především pro střední a velké společnosti.

Hlavní důvody pro potřebnost DP a řešení problematiky, kterou se zabývá, lze shrnout do několika hlavních bodů:

- Tvorba bohatství pro vlastníky byla ve vyspělých ekonomikách akceptována jako hlavní cíl podniku a podniky ČR by neměly zaostávat.
- Hodnotový přístup a ukazatel EVA, jak již bylo prokázáno na studiích konkrétních podniků v zahraničí, vede ke zvýšení výkonnosti podniku a růstu bohatství vlastníků a všech zainteresovaných stran.
- Vznik hodnotového přístupu je spojen s odlišným ekonomickým prostředím a je nutné tuto koncepci zkoumat z hlediska jejího možného využití v českých podnicích.
- Hodnotový přístup a ukazatel EVA je v manažerské praxi ČR využíván výjimečně jako součást zpětné finanční analýzy. Důvodem je i nízká probádanost této problematiky ve vztahu k podnikatelské praxi. Potřebu výzkumu a studia této problematiky v ČR potvrzuje i skutečnost, že je v současné době předmětem několika grantových projektů.
- Přestože publikace a propagace ukazatele EVA v ČR nabírá na intenzitě, dostává se do obecného povědomí manažerů velmi pomalu. Jednou z příčin je i nedostatek prakticky využitelných metodik a doporučení vycházejících ze zkušeností podnikové praxe, které mohou ušetřit náklady za konzultační společnosti.
- V konkurenčním prostředí, kterému jsou naše podniky s rostoucí intenzitou vystavovány, bude jejich dlouhodobá existence podmíněna vytvářením adekvátní hodnoty pro vlastníky a tedy implementací hodnotových přístupů do systémů řízení.
- Manažeři v podnicích, kde je vlastnictví odděleno od přímého řízení, primárně nehájí zájmy vlastníků, pokud k tomu nejsou donuceni vhodným motivačním a kontrolním systémem.

Vzhledem k uvedeným důvodům potřebnosti řešení a vzhledem k mému osobnímu zájmu o oblast finančního řízení podniku již od doby svého studia na Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně (UTB), jsem si zvolil využití hodnotového přístupu v měření a řízení výkonnosti podniků za téma své disertační práce. Jsem zaměstnán v podniku TOMA, a.s. a podílím se na jeho finančním řízení. Podnik TOMA, a.s. je součástí finančního koncernu. Vedení koncernu má zájem o nové přístupy a metody ve finančním řízení a o implementaci hodnotového přístupu v podnicích v rámci koncernu. Doufám, že výsledky mé práce budou použitelné nejen pro podnik TOMA, a.s. a ostatní podniky v koncernu, ale i pro široké podnikatelské prostředí ČR.

2 CÍL A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

2.1 Základní otázky, hypotézy a cíle

Na základě svých zkušeností z praxe a prostudované literatury uvádím hlavní otázky a následné hypotézy na nichž je disertační práce vystavěna.

Hlavní **otázky,** které disertační práce řeší, jsou:

? Jaké jsou hlavní charakteristiky a specifika českých podniků a to zvláště ty skutečnosti, které jsou podstatné ve vztahu k využívání hodnotového přístupu?
? Jaké jsou hlavní nutné úpravy účetních dat při vykazování tvorby EVA a nakolik je možné vykazování zjednodušit s ohledem na praktické využití?
? Jaké jsou jednotlivé faktory ovlivňující tvorbu EVA a intenzita jejich vlivu v praxi českých podniků?
? Jakými zásadami a postupy je nutné se řídit při zavádění systému řízení založeném na hodnotovém přístupu s jediným vrcholovým ukazatelem EVA do praxe středních a větších podniků?
? Jak ukazatel EVA v řízení podniků propojit s konceptem BSC?
? Jak provázat odměňování na hodnotu EVA?

Základní **hypotézy** na nichž je disertační práce vystavěna jsou:

♦ Prostřednictvím vhodné metodiky a souboru doporučení, jež budou podloženy výzkumem v praxi českých podniků a zohledňují české účetní předpisy a zvyklosti, lze implementovat ukazatel EVA do řízení českých podniků.
♦ Koncepce hodnotového řízení zaměřeného na ukazatel EVA při správné implementaci vede k zajištění dlouhodobého růstu výkonnosti a hodnoty podniku a naplňuje jeho hlavní poslání v podobě tvorby bohatství pro vlastníky.

Dílčí hypotézy jsou:

♦ České podniky dosud převážně setrvávají na využívání tradičních účetních ukazatelů, které jsou považovány za nedostatečné a mohou poskytovat zavádějící informace. České podniky minimálně využívají moderní metody a přístupy k řízení výkonnosti (EVA, BSC, CFROI) a také nesledují náklady vlastního kapitálu.

- ♦ Při řízení hodnoty EVA je nutné identifikovat a řídit faktory (generátory hodnoty), které tvorbu EVA významně ovlivňují.
- ♦ Při využívání ukazatelů EVA v řízení výkonnosti podniku je nutné provázat tento ukazatel se systémem odměňování a zohledňovat jej nejen při provozním, ale také při investičním a finančním rozhodování.
- ♦ Ukazatel EVA vykazuje minimálně stejnou nebo užší vazbu na tržní hodnotu podniku než tradiční ukazatele finanční výkonnosti (např. ROE).
- ♦ Zavedení hodnotové koncepce a ukazatele EVA nemusí být při dostatečné kvalifikaci manažerů komplikované a složité a podniky si jej mohou zajistit samy a ušetřit tak náklady za služby renomovaných poradenských firem. Ke sledování a řízení hodnoty EVA není nutné využití speciálního software, ale lze využít běžně rozšířené softwarové aplikace.

Hlavním cílem DP je:

Vytvoření metodiky nebo souboru doporučení pro využití hodnotového přístupu a ukazatele EVA k měření a řízení výkonnosti podniků.

Dílčí cíle disertační práce vedoucí k naplnění hlavního cíle jsou:

- V teoretické části formulovat podstatné souvislosti v oblasti měření a hodnocení výkonnosti podniku s důrazem na hodnotové řízení a ukazatel EVA. Na základě kritické literární rešerše a osobních zkušeností určit možné oblasti problémů a překážek při využití hodnotového přístupu a ukazatele EVA v praxi.
- Dotazníkovým šetřením zjistit charakteristiky stávající praxe ve finančním řízení podniků jako východisko pro možnosti využívání hodnotové koncepce.
- Vytvořit prakticky využitelnou aplikaci (nástroj) pro výpočet tvorby EVA a identifikaci generátorů hodnoty.
- Na základě zpracovaných finančních analýz hospodaření a tvorby EVA na vybraném vzorku podniků identifikovat hlavní faktory, které přispívají k tvorbě hodnoty v těchto podnicích.
- Navrhnout postup pro stanovení moderního bonusového modelu, který váže odměňování na hodnotu EVA.
- Navrhnout doporučení pro využití hodnotového přístupu v praxi podniků s cílem nahradit tradiční účetní ukazatele hodnotovým ukazatelem EVA.
- Verifikovat aplikovatelnost navržených metodických doporučení a postupů v podobě konkrétního návrhu implementace hodnotového přístupu v řízení vybraného podniku (TOMA, a.s.).

2.2 Postup řešení disertační práce

Zpracování disertační práce má několik hlavních fází tak, aby mohla naplnit očekávaný cíl. Hlavní fáze zpracování jsou:

- ***literární rešerše*** – seznámení s aktuálním stavem problematiky týkající se hodnotového přístupu a ukazatele EVA při řízení výkonnosti podniku, kritická literární rešerše domácí a zahraniční literatury zabývající se touto problematikou.

- ***analýza a charakteristika aktuální situace v ČR*** – konfrontace poznatků získaných kritickou literární rešerší s aktuální situací v praxi českých podniků formou dotazníkového šetření, na základě osobních zkušeností a také poznáním řízení vybraných podniků. Identifikace hlavních makroekonomických i mikroekonomických charakteristik a specifik ČR ve vztahu k hodnotovému řízení.

- ***analýzy údajů vybraných podniků formou případových studií*** – provedení několikaleté zpětné finanční analýzy, analýzy tvorby EVA a identifikace generátorů hodnoty na vybraném vzorku podniků formou případových studií.

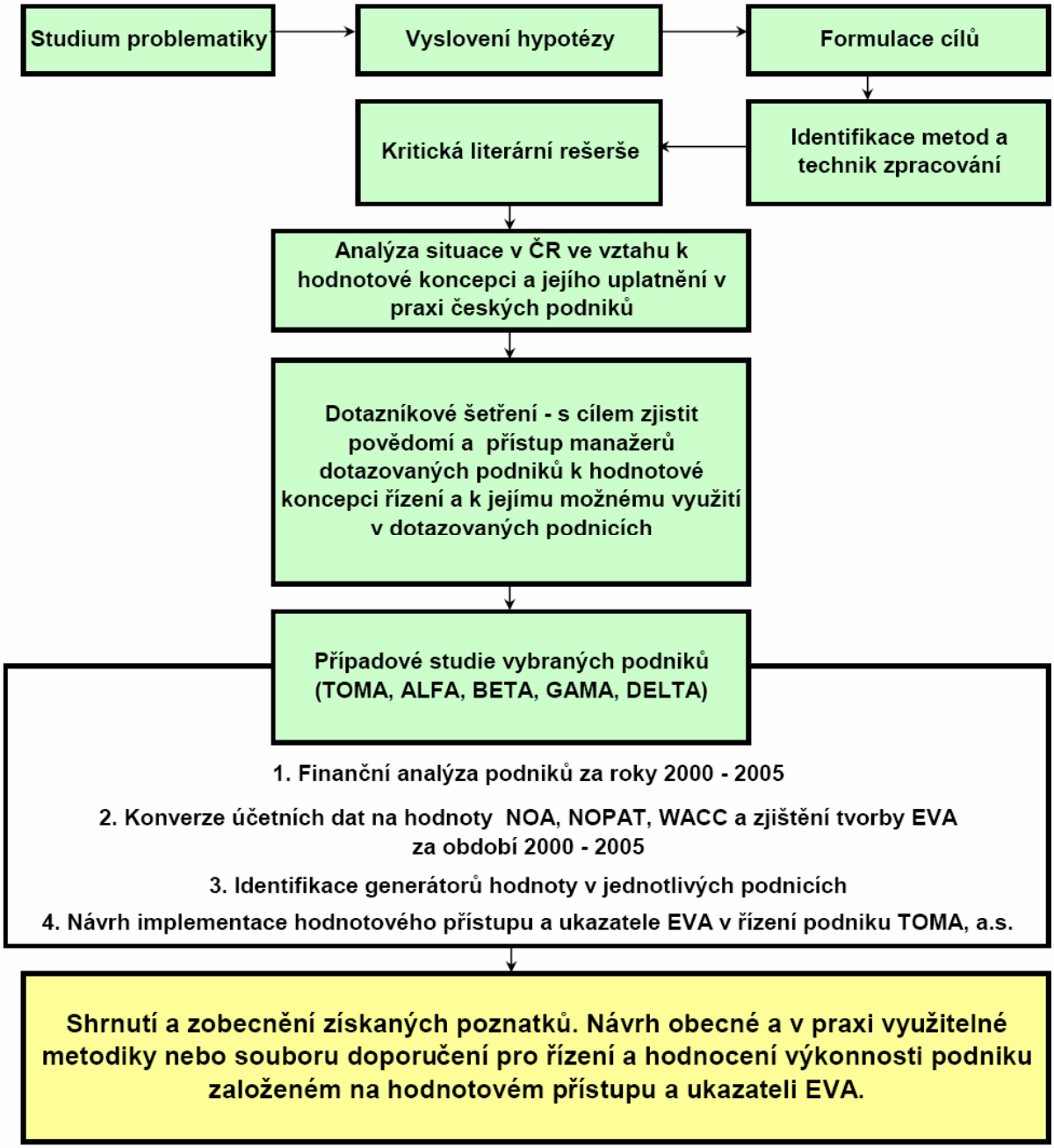
- ***návrh metodiky nebo souborů doporučení pro využití ukazatele EVA v podniku***

- ***případová studie podniku TOMA, a.s.*** – formou detailní případové studie na podniku TOMA, a.s., prezentovat konkrétní návrh aplikace ukazatele EVA do strategického i operativního řízení podniku.

- ***diskuze výsledků*** – přezkoumání a vyhodnocení základních výsledků, posouzení postupů a správnosti shromážděných údajů.

- ***zobecnění zásad, pravidel a doporučení*** - pro úspěšné využití hodnotového přístupu a ukazatele EVA při měření a řízení výkonnosti v praxi českých podniků, na základě získaných zkušeností a údajů ze zpracovaných případových studií.

- ***zhodnocení přínosu výsledků práce pro vědu a praxi***



Obrázek 1: Cíl disertační práce a prostředky k jeho dosažení

3 ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ

3.1 Charakteristika základních metod vědeckého výzkumu

Při zpracování disertační práce jsou využity některé ze základních metod vědeckého výzkumu. V následující části charakterizuji tyto metody a jejich využití při disertační práci.

Empirické metody – jsou založeny na bezprostředním živém obrazu reality a jsou využity především při měření a pozorování konkrétního vybraného vzorku podniků. Jsou využity metody techniky sběru dat (dotazníky, analýzy dokumentů) za účelem poznání podniků, jejich systémů řízení a tvorby EVA v nich. Základem je zkoumání a pozorování zejména finanční stránky života podniku s cílem poznat konkrétní jedinečné vlastnosti jednotlivých podniků ve vztahu k tvorbě EVA.

Logické metody – které využívají principy logiky a logického myšlení jsou využity především při studiu tvorby EVA ve zkoumaných podnicích a hledání charakteristik souvisejících s tvorbou EVA. Dále byly tyto metody využity při hledání obecných doporučení a metodik pro aplikaci hodnotového řízení v praxi českých podniků.

Cílů disertační práce bylo možné dosáhnout za použití metod kvalitativního a kvantitativního výzkumu.

Kvalitativní výzkum – spočívá v porozumění stanovené problematice. Bylo nezbytné získat co nejširší orientaci v dané problematice. Výzkum byl prováděn jednak ze *sekundárních údajů* – tuzemské a zahraniční literatury, článků v odborných časopisech, dostupných na internetu, publikovaných dat MPO a údajů z databází podniků, s cílem identifikace podstatných souvislostí v oblasti hodnotového řízení podniku se zaměřením na ukazatel EVA. Dále byla využita i *primární data* získaná na základě zkoumání vybraného vzorku podniků, komunikace se zástupci podniků, z dotazníkového šetření a z provedených případových studií.

Kvantitativní výzkum – tyto metody jsou využity při kvantifikaci vybraných souvislostí týkajících se hodnotového řízení podniku a jeho využití v praxi. Chování manažerů podniků a jejich přístup k hodnotové koncepci je kvantifikován s využitím primárních dat – vlastního dotazníku (v podobě uzavřených otázek, které lze snadno kvantifikovat). Hlavním nástrojem pro kvantifikaci vybraných souvislostí týkajících se tvorby EVA v podnicích je finanční analýza vybraných podniků s cílem kvantifikovat faktory podílející se

na tvorbě EVA v těchto podnicích. Údaje finanční analýzy vychází především z účetních výkazů zkoumaných podniků, výročních zpráv a získaných interních informací. 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**. 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 **funkcionální metoda**, jelikož respektuje současnost změn hodnot všech analytických ukazatelů a dává jednoznačné výsledky nezávislé na hodnotícím subjektu.

Je využita rovněž **kauzální (příčinná) analýza**, která zkoumá vztahy mezi příčinami a následky. Cílem je nejen příčinu objevit, ale také zjistit i míru nebo váhu jejího působení na výsledný jev. Tato analýza je využita při návrhu implementace BSC, kde je kladen důraz na příčinnou souvislost mezi jednotlivými perspektivami s vlivem na finanční výkonnost. Dalším nástrojem příčinné analýzy, který je v disertační práci hojně využit, jsou pyramidální rozklady, které pomocí specielních metod určují míru vlivu dílčích ukazatelů v pozici příčinných faktorů na změnu vrcholového ukazatele v čase. Tato analýza dokáže pracovat se zpětnou vazbou a podchytit prodlevu mezi akcí a reakcí (zpožděnost reakce), což je při finanční analýze, která se zabývá historickými údaji a zkoumá jejich vývoj v čase, velmi důležité.

Analyticko - syntetický přístup - byl využit jednak při kritickém zhodnocení zahraniční a tuzemské literatury. Dále je tento přístup využit při zpracování finančních analýz zkoumaných podniků a tvorby EVA v těchto podnicích. Při analytickém postupu od celku k částem se vychází z celkové hodnoty EVA a také při zjišťování dílčích faktorů a míry jejich vlivu na tvorbu celkové hodnoty EVA. Při návrhu implementace EVA prostřednictvím konceptu BSC se vychází od hlavních strategických cílů podniku až po jednotlivé dílčí cíle jednotlivých útvarů. Syntetický přístup, kdy se postupuje od části k celku, je využit při spojování dílčích poznatků získaných v analytické fázi, do jednoho celku s cílem vytvořit soubor doporučení pro využití ukazatele EVA v praxi.

Indukce – induktivní způsob myšlení, kdy je při získání poznatků jednotlivostech vyvozen obecný závěr (indukce), je využit především při zkoumání konkrétních podniků s cílem nalézt obecné charakteristiky týkající se zkoumaných podniků ve vztahu k předmětu zkoumání.

Techniky sběru dat – ze známých technik sběru dat potřebných pro zpracování disertační práce je využito především pozorování vybraného vzorků podniků, analýza jejich dokumentů, dotazníky a rozhovory s kompetentními

pracovníky zkoumaným podniků. Množství dat je následně čerpáno ze zpracovaných případových studií.

Samozřejmě, že při zpracovávání disertační práce byly ať již ve větší či menší míře využity také další obecné metody vědecké práce:

- postup od *známého k neznámému* – zejména při kritické literární rešerši dostupné literatury a zpracování hypotéz a myšlenek směřujících k naplnění cíle práce.

- postup od *jednoduchého ke složitému* – kdy je nejdříve zkoumán jednoduchý jev a je abstrahováno od řady souvislostí a teprve po důkladné analýze a syntéze s vyvozením závěrů lze postupovat k složitějším případům a brát v potaz více souvisejících faktorů.

- *statický a dynamický přístup* – každé zkoumání činnosti a života podniku je nutné brát v kontextu konkrétních podmínek daného okamžiku (statické zkoumání) či určitého období (dynamické zkoumání). Nejprve se využívá statický přístup a zkoumá se určitý jev nebo situace v jistém okamžiku a pak teprve je využit přístup dynamický, kdy se zkoumá vývoj statických hodnocení v čase.

3.2 Metoda dotazníkového šetření

Písemné dotazování je realizováno formou strukturovaného dotazníku. Formulované otázky jsou konstruovány uzavřenou, otevřenou i polootevřenou formou, aby respondenti mohli kromě výběru z možných odpovědí také vyjádřit vlastní názor, odpovědi doplnit nebo uvést jiné důvody. Otevřené odpovědi pak bylo nutné převést do vyhodnotitelné podoby tak, aby bylo možné eliminovat riziko odlišného hodnocení polootevřených otázek a zachovat validitu získaných dat.

Při výběru vzorku podniků pro dotazníkové šetření a případové studie byl kladen důraz na vypovídací schopnost vzorku ve vztahu k cílům a účelu práce a byla použita technika záměrného výběru.

3.3 Případové studie

Základním zdrojem informací jsou případové studie, které byly zpracovány ve vybraných podnicích v průběhu zpracování disertační práce. Vzhledem k cílům disertační práce byl zvolen následující postup zpracování případových studií:

- *seznámení s podnikem* – navázání kontaktu a spolupráce s kompetentními pracovníky podniku, jejich seznámení s účelem prováděného výzkumu a získání prvotních relevantních údajů a dokumentů.

- *sběr a analýza informací* – získání potřebných dokumentů a informací, zpětná dlouhodobá finanční analýza (období 2000 – 2005), analýza tvorby EVA, identifikace faktorů tvorby hodnoty v podniku prostřednictvím pyramidálních rozkladů a citlivostní analýzy.

- *shrnutí výsledků* – shrnutí zjištěných skutečností a finančních charakteristik zkoumaného podniku ve vztahu k tvorbě EVA a faktorům hodnoty.

- *prezentace* – výsledky případových studií jednotlivých podniků jsou společně prezentovány v DP.

Při zpracování disertační práce byla vytvořena také detailní případová studie podniku TOMA, a.s., která mimo výše uvedené prvky obsahuje navíc:

- *projektový návrh* - konkrétní ukázka implementace ukazatele EVA do řízení podniku prostřednictvím konceptu BSC a provázání ukazatele se systémem odměňování.

Případové studie jsou hodnoceny pomocí metody obsahové analýzy a empirického srovnání.

3.4 Zdroje informací pro zpracování disertační práce

Zdroje informací sloužících pro zpracování disertační práce lze rozdělit na primární a sekundární. Obecné poznatky a informace o zkoumané problematice a přístupech jsou získány především ze sekundárních zdrojů jako jsou odborná literatura, odborné časopisy, internetové portály, publikované výsledky výzkumů.

Primární zdroje informací sloužících ke zpracování disertační práce lze rozdělit do tří hlavních skupin:

- Dotazníkové šetření – dotazníky zaměřené na měření a řízení výkonnosti a hodnotový přístup ve vybraných podnicích.
- Případové studie - zpracované na vybraném vzorku podniků.
- Detailní případová studie – implementace hodnotového přístupu pro řízení výkonnosti v podniku TOMA, a.s..

Při svém výzkumu jsem využil přístup k relevantním informacím týkajících se podniku TOMA, kde jsem zaměstnán. Dále jsme využil pro spolupráci některé akciové společnosti, které jsou součástí finančního koncernu. Ostatní podniky byly získány na základě osobních kontaktů s pracovníky podniků nebo na základě přímé žádosti o spolupráci.

4 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY

4.1 Hodnotový přístup k podniku

Současné tržní prostředí se vyznačuje všeobecně rostoucími nároky na podnikatelské subjekty. Neustále roste dynamika trhu, geometrickou řadou se zvyšuje množství informací, tržní prostředí se více globalizuje, zanikají klasické bariéry a překážky vstupů na jednotlivé trhy, trh se unifikuje a přežívají jen ti dostatečně silní, výkonní a flexibilní. S globálními změnami tržního prostředí vyspělého světa rostou nároky na vlastnosti podniků. Konkurenceschopnost, flexibilita, rychlost, komplexnost, systémovost, strategie, schopnost adaptace, efektivnost a výkonnost to jsou jen některé z pojmů skloňované ve všech pádech. Nejedná se však o pouhé fráze, ale naopak o nezbytné vlastnosti podniků, které chtějí existovat v současném dravém tržním prostředí. Společně s těmito pojmy se objevuje také pojem hodnoty, resp. vize podniku jako tvůrce hodnoty (bohatství) pro své vlastníky.

V těchto nových podmínkách mohou úspěšně existovat a rozvíjet se pouze ty podnikatelské subjekty, které jsou schopny rychle reagovat na požadavky trhu a splňovat náročná tržní kriteria. Jedním z předpokladů je neustálé sledování, vyhodnocování úrovně výkonnosti podniku a snaha o její zvyšování. Během minulých desetiletí se objevila široká škála ukazatelů či kriterií měřících výkonnost podniku, která jsou jednak vyjádřením různých teoretických koncepcí nebo naopak vycházejí přímo z podnikové praxe. Hledání primárního a komplexního ukazatele výkonnosti podniku, který by zároveň sloužil jako finanční vyjádření cíle podniku, prošlo dlouhým vývojem. V minulosti se jednalo především o ukazatele jako účetní zisk a jeho růst či účetní ukazatele výnosnosti kapitálu jako ROE, ROA (rentabilita vlastního, celkového kapitálu), která jsou však zkreslena nedostatky účetnictví. V současnosti se tak stává preferovaným cílem podniku růst bohatství pro jeho vlastníky neboli tvorba hodnoty.

Priorita tvorby této hodnoty se považuje za základní cíl podniku a jeho řízení je zaměřeno na dosahování tohoto cíle. Mluvíme tedy o hodnotovém řízení (Value Based Management – VBM), které je zaměřeno na tvorbu hodnoty pro majitele (Shareholder Value). Tento hodnotový přístup je považován za nejvýznamnější změnu ve finančním řízení za posledních 20 let (Brealey – Myers, 1993; Copeland - Koller - Murrin, 1991; Levy – Sarnat, 1999; Maříková – Mařík, 2005; Neumaierová, 1998; Pavelková – Knápková, 2005; Young – O´Byrne, 2001, a další).

Teorie řízení hodnoty vznikla v USA koncem 80. let v souvislosti s tehdejší vlnou fůzí a akvizic, kdy bylo nutné najít nástroj pro oceňování podniků z hlediska jejich přínosu pro potencionální majitele - investory. Posléze se ukázalo, že tento přístup je možné aplikovat pro vlastní měření a řízení výkonnosti podniku. Stěžejním ukazatelem tohoto přístupu se stal ukazatel EVA. Bylo prokázáno, že vývoj tohoto ukazatele úzce souvisí s tržní hodnotou podniku (cenou akcií), což byl jeden z hlavních důvodů nárůstu popularity ukazatele a celé koncepce. Je nutné poznamenat, že někteří odborníci nepovažují hodnotový přístup a ukazatel EVA za nový koncept, ale základy lze nalézt v klasické mikroekonomické teorii a jejím pojetí ekonomického zisku, který uvažuje tzv. oportunitní náklady podniku. I přesto lze minimálně za nový považovat nebývalý zájem a popularitu, jež se tomuto hodnotovému přístupu v posledních letech po celém světě dostává.

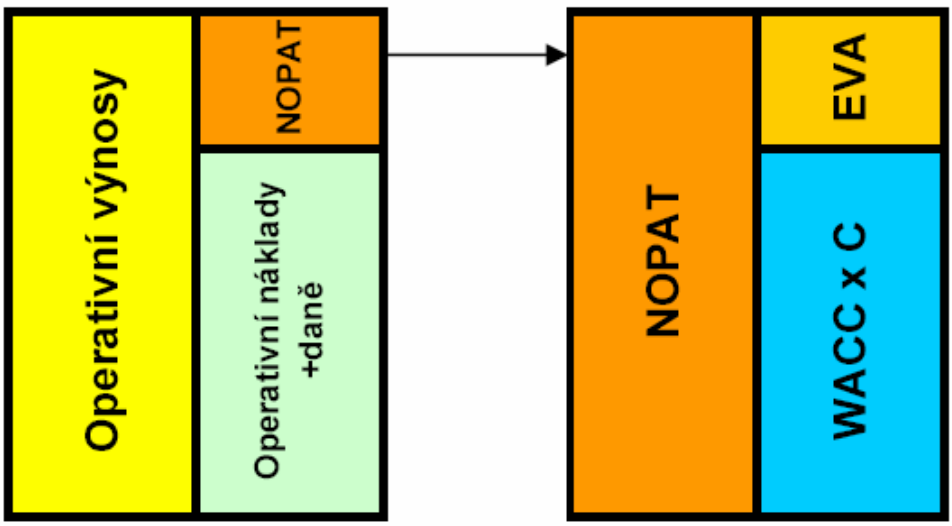
Hodnotový přístup se vyznačuje jedinou hlavní prioritou a to je růst bohatství vlastníků prostřednictvím růstu hodnoty. Přístup k podniku se děje z pohledu jeho vlastníků, kteří na podnik pohlíží jako na svou investici a hodnotí, zda mu přináší adekvátní zisk ve srovnání s jinými tržními příležitostmi se stejným či podobným rizikem. Ukazatel EVA je konkrétním, finančním měřítkem v absolutním vyjádření, které vyjadřuje vytvořenou „nadhodnotu“ (nadzisk) pro vlastníky právě ve srovnání s „adekvátním“ ziskem – hodnotou (Kislingerová, 2001).

Podnik je nástrojem pro zhodnocení investovaného kapitálu - *strojem na peníze*. Pro její existenci je nutná spokojenost všech zainteresovaných stran, jinak hrozí rozpad jejich spoluúčasti na existenci podniku a jeho zánik. Základní předpoklad hodnotové koncepce je, že cílem podniku a jeho manažerů je zvyšovat hodnotu kapitálu, tedy rozmnožovat svěřený akcionářský majetek. Je možné dokázat, že tento přístup v konečném důsledku sleduje zájmy i dalších zainteresovaných stran, jako jsou zákazníci, zaměstnanci, dodavatelé a celá společnost. Podstatou je sice maximalizace hodnoty pro vlastníky, ale v souvislosti s tím dochází k růstu prospěchu ostatních zainteresovaných stran (*stakeholders*) (Neumaierová - Neumaier, 2002). Každá z těchto zainteresovaných stran posuzuje podnik (hodnotu podniku) podle toho, co do ní vkládá a srovnává zhodnocení této své investice s alternativními možnostmi na trhu (tzv. oportunitní náklady nebo náklady obětované příležitosti). Pokud dosahovaný výkon (ve finančním vyjádření) podniku je vyšší než odhadovaný výkon těchto alternativ dosažený kladný rozdíl označujeme za ekonomickou přidanou hodnotu.

4.2 Ukazatel EVA

Řada podniků využívá k vyjádření svých cílů množství ukazatelů jako tržní podíl, velikost obratu, zisk, ukazatele rentability, likvidity apod. Tyto ukazatele jsou však vzájemně neslučitelné a nekomplexní, často sebou nesou nedostatky účetnictví a nekorespondují přímo s tržní hodnotou podniku. Pokud se jimi vedení podniku striktně řídí mohou vést až k nesprávnému plánování a rozhodování. Hodnotový přístup odstraňuje nepřehledné množství různých ukazatelů a používá pouze jediný - EVA, který spojuje veškeré plánování a rozhodování jedním cílem spočívajícím ve zlepšení hodnoty EVA. Při implementaci tohoto ukazatele dochází ke sladění zájmů na všech úrovních managementu a umožňuje rozhodovat za jediné podmínky - ***ekonomické přidané hodnoty*** (Maříková – Mařík, 2005).

EVA je nadhodnotou (reziduálním příjmem), kterou podnik vytvoří po odečtu všech nákladů. Nejedná se však o čistý zisk, jak by se mohlo zdát. Od zisku vytvořeného podnikem je nutné odečíst veškeré náklady na kapitál do podniku vložený, tzn. také náklady na vlastní kapitál, které běžné účetnictví nezná.



Obrázek 2: Vyjádření ekonomické přidané hodnoty

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

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \qquad (4.1)$$

kde: NOPAT = zisk z provozní činnosti podniku po dani (Net Operating Profit After Taxes), C = kapitál vázaný v aktivech, která slouží provozní činnosti podniku (Capital), WACC = průměrné vážené náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital)

Konkrétní výpočet EVA je pak možno provádět dvěma způsoby: pokud se při výpočtu vychází z celého kapitálu podniku (entity) nebo jen z hodnoty vlastního kapitálu (equity) (Neumaierová - Neumaier, 2002; Maříková - Mařík, 2005).

a) „EVA entity“

- vychází z celkových provozních aktiv a nákladů kapitálu

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) \times C \tag{4.2}$$

kde: NOA = operativní aktiva tvořící NOPAT (Net Operating Assets)

b) „EVA equity“

- vychází pouze z hodnoty vlastního kapitálu,
- využívá ji také Ministerstvo průmyslu a obchodu a Český statistický úřad,
- vychází z ročních účetních dat.

$$EVA = ČZ - (r_e \times VK) \tag{4.3}$$

nebo

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \tag{4.4}$$

kde: ČZ = čistý zisk, r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál, VK = vlastní kapitál, ROE = rentabilita vlastního kapitálu (Return On Equity)

EVA představuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění a náklady na využívaný kapitál (cizí i vlastní). Kladné EVA dosahujeme tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, včetně nákladů na vlastní kapitál. Základ tohoto přístupu můžeme najít v mikroekonomii, kde se říká, že základním cílem podniku 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 náklady oportunitní (Kislingerová, 2001; Macáková a kol. 2002; Soukupová a kol. 2000; Soukup, 2003 a další). Nelze to však chápat tak, že se tedy v podobě ukazatele EVA nejedná o nic nového. Je nutné především rozlišit vznik nové myšlenky a podmínky pro její široké uplatnění. Dříve se diskuse o ekonomickém zisku vedly především v teoretické rovině. V podobě hodnotového přístupu a využití ukazatele EVA jde o prosazování konkrétních ekonomických zájmů podnikatelských subjektů.

Jak je zřejmé z uvedeného vzorce pro výpočet EVA potřebujeme znát tři základní veličiny (Maříková – Mařík, 2005):

- hospodářský výsledek z operativních činností (NOPAT)
- majetek, který slouží k tvorbě tohoto hospodářského výsledku (NOA)
- průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Vychází se z účetnictví, avšak data je nutné podrobit značným úpravám, tak aby skutečně zobrazovala realitu a skutečný potenciál podniku. Agentura Stern Stewart & Co. doporučuje až 160 úprav dat získaných z účetnictví podniku.

Aplikace hodnotové koncepce s ukazatelem EVA je složitější než se může na první pohled zdát. Správné a účelné využití EVA znamená vypořádat se s řadou ekonomických a především účetních problémů. Nejzřetelněji se to projevuje zejména v oblastech, kde se naše účetní praxe odchyluje od mezinárodních účetních standardů (IAS/IFRS). Jednou z předností hodnotového přístupu a ukazatele EVA je skutečnost, že v sobě kombinuje hospodářský výsledek s velikostí **rizika**, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. Dochází tak k výraznému sbližování od reality odtržených účetních veličin s pohledy kapitálového trhu a investorů.

Podle Younga a O´Byrneho (2001) jsou hlavní okruhy využití EVA:

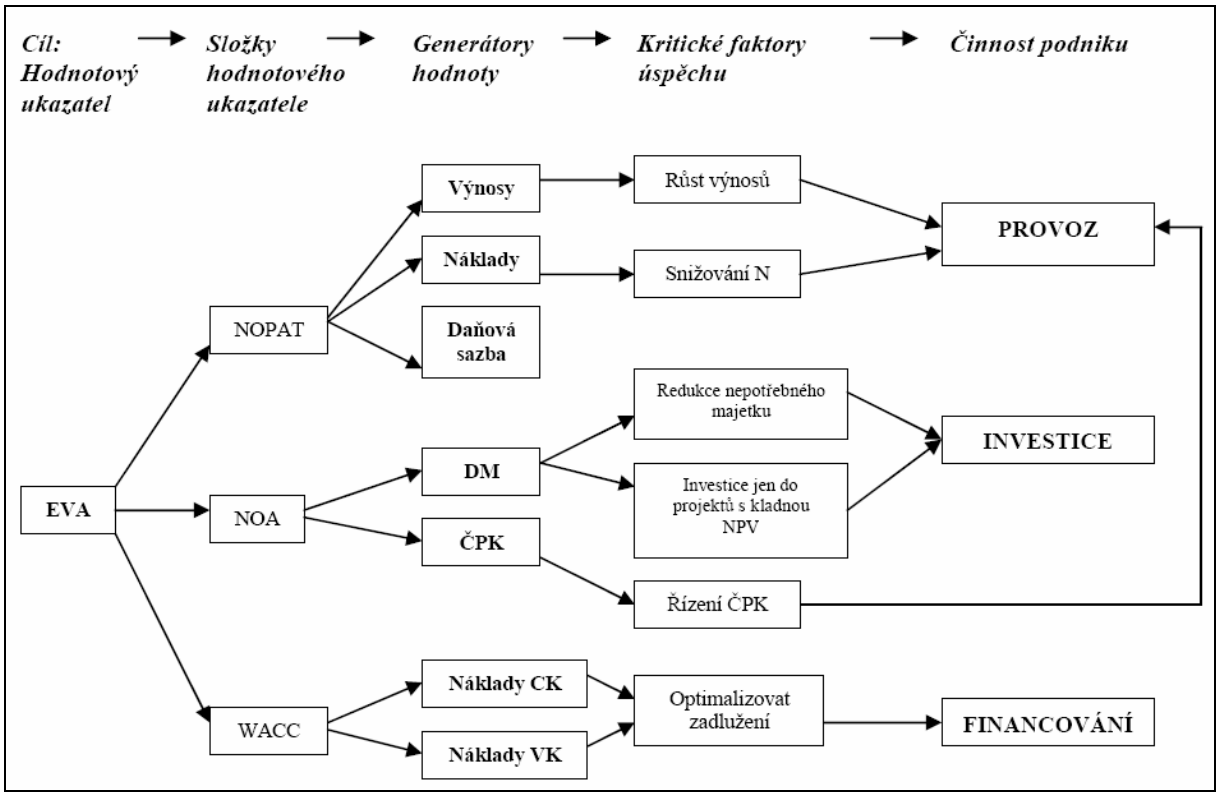
- měření a řízení výkonnosti podniku
- řízení a motivování zaměstnanců
- ocenění podniku a akvizic
- pro hodnocení investičních projektů

4.3 Generátory hodnoty

Výhodou hodnotového přístupu oproti jiným ukazatelům je možnost jeho využití na všech úrovních řízení podniku. Samotný ukazatel EVA není příliš vhodný pro měření výkonnosti na nižších úrovních řízení podniku. Plyne to jednak z obtížného stanovení individuální EVA pro nižší úrovně a pak také z faktu, že se těžko zjišťuje, jak se konkrétně nižší složky podniku podílejí na celkovém zlepšení EVA. Pro řízení na nižších úrovních podniku je vhodnější využívat pouze relevantní generátory hodnoty. Důležitou zásadou je, že nižší úrovně podniku mají být odměňovány pouze na základě změn těch generátorů hodnoty, které jsou schopny řídit a svojí činností ovlivňovat. Manažeři na nižších úrovní potřebují jednoduchá měřítka, kterým rozumí a jsou schopni jejich plnění řídit a průběžně kontrolovat.

Činnost podniku je z ekonomického pohledu složitý a komplexní systém vzájemně souvisejících procesů. Manažeři potřebují vědět, která rozhodnutí a činnosti povedou ke zvýšení EVA a musí být motivováni k tomu, aby takové činnosti prováděli. Je tedy nutné vytipovat měřítka, která představují generátory budoucí EVA.

Následující schéma názorně zobrazuje generátory hodnoty a jejich vazby k hodnotě EVA a podnikovým činnostem.



Obrázek 3: Generátory hodnoty EVA *Zdroj: (Pavelková - Knápková, 2005)*

Rozhodování při řízení podniku lze rozdělit na:
1. Provozní rozhodování
2. Investiční rozhodování
3. Finanční rozhodování

Čtyři základní cesty, které vedou ke zvýšení EVA jsou:
1. Zvýšení efektivnosti hospodaření (snížit náklady).
2. Zvýšení tržeb a investování pouze s ohledem na náklady kapitálu.
3. Snížení kapitálu (nepotřebného majetku).
4. Řízení rizika a tím nákladů na kapitál.

V následujících kapitolách jsou charakterizovány hlavní oblasti řízení podniku, kde lze hledat generátory hodnoty.

4.3.1 Dosahování tržeb a řízení nákladů

Tržby jsou základním zdrojem příjmů podniku a smyslem jeho ekonomické činnosti. Tržby lze zvýšit větším objemem prodeje nebo zvýšením cen. Obě cesty jsou v konkurenčním prostředím nesnadné. Podstatné jsou ukazatele a pojmy jako podíl na trhu, cenová politika, segmentace trhu, marketingová strategie apod. Touto problematikou se zabývají oblasti ekonomické teorie jako především management a marketing podniku.

Řízení provozních nákladů a řízení nákladů na kapitál se ve stále rostoucí konkurenci stává jednou z cest, jak zajistit dosahování zisku. Základní rozdělení provozních nákladů bývá dle jejich vazby na objem produkce tzn. na *fixní* a *variabilní* a jsou uplatňovány odlišné způsoby při jejich řízení. Při řízení nákladů se sledují parametry jako průměrné a mezní náklady, bod zvratu, operační páka, krycí příspěvek apod. Pro řízení nepřímých nákladů se využívají postupy a metody kalkulace pomocí režijních přirážek, procesní řízení nákladů (Aktivity-Based Cost Management – ABC/M).

Výkonnost podniku úzce souvisí s jeho konkurenční výhodou. Lze rozlišit konkurenceschopnost v cenách a v nákladech. *Konkurenceschopnost v cenách* se týká produktů, které je podnik schopen po jistou omezenou dobu prodávat za mimořádnou cenu a získávat tak mimořádný zisk. Je to obvykle v souvislosti s nedostatkem produktu, monopolu podniku nebo i vlivem subvencování produktu. *Konkurenceschopnost v nákladech* znamená že je výrobce schopen daný produkt vyrobit s nižšími náklady než konkurence. Konkurenceschopnost v nákladech bývá považována za hlavní cestu prosperity podniku. Právě proto je kladen důraz na využívání moderních postupů při řízení nákladů, které v kombinaci hodnotově orientovanými výkonnostními koncepty (EVA, BSC) jsou užitečnými nástroji řízení výkonnosti podniku.

Pavelková a Knápková (2005) shrnují podstatné změny posledních let v oblasti nákladů a tvorby do následujících bodů:

- Vzrůstá úloha času a zkracuje se život výrobku.
- V objemu výroby se přechází z větších dávek na menší a častější změnu sortimentu.
- Řízení nákladů se zaměřuje na strategické náklady, vynakládané především v předvýrobních etapách.
- Roste podíl subdodávek.
- Snižuje se počet řídících stupňů.
- Běžné řízení se soustředí na režijní náklady, jejichž podíl roste.
- Je požadována pružnost v tvorbě cen a jejich rychlá konfrontace s náklady.

- Do popředí se dostává posuzování výrobků ne podle zisku na jednotku, ale podle příspěvku na úhradu nákladů na jednotku.
- Rostoucí požadavky na kvalitu neumožňují příliš snižovat variabilní náklady.
- Roste globální, silná a tvrdá konkurence.

Řízení nákladů je podstatnou součástí provozního řízení podniku, které má zásadní vliv na tvorbu EVA. Zatímco v oblasti výše tržeb a tržních cen je podnik do značné míry odkázán na trh a vlivy faktorů, které nemůže ovlivnit, řízení podnikových nákladů je plně v moci managementu podniku. Řízení nákladů je již mnoho let věnována značná pozornost a ani v praxi podniků není tato oblast opomíjena. Komplexním sledováním podnikových nákladů se zabývá manažerské účetnictví a k efektivnímu využívání jeho informací slouží např. *controlling*. Podnikům je k dispozici řada odborných publikací, metodik i hotových nástrojů řízení (software), které do podnikového řízení nákladů přináší nové moderní přístupy.

4.3.2 Zisk jako měřítko výkonnosti a jeho rozdělování

Zisk byl a stále je zásadním ukazatelem výkonnosti a cílem všech podnikových činností. Výkonnostním měřítkem může být absolutní nebo relativní výše zisku. Hlavní výhrady proti ukazatelům vycházejícím ze zisku plynou z nedostatků účetních údajů. Ukazatele zisku jsou využívány jak na celopodnikové úrovni tak zejména na nižších úrovních (divize, střediska). Zisk na nižších úrovních vychází z nákladů a výnosů, za které daný subjekt nese odpovědnost a může je ovlivňovat. Střediskům jsou přidělovány přímé výnosy a náklady a také jsou jim rozpočítávány poměrné části režijních nákladů (správní a administrativní náklady).

Vhodným nástrojem pro sledování efektivnosti střediskového hospodaření je vnitropodnikové účetnictví. Prostřednictvím vnitropodnikových nákladů, výnosů a cen se provádějí „obchody“ mezi jednotlivými středisky. Tyto podnikové jednotky se tak chovají tržně i v rámci podniku. Vhodně nastaveným motivačním systémem, lze docílit značných úspor podnikových nákladů a odhalení neefektivních činností uvnitř podniku. Podnik se tak může soustředit jen na ty činnosti, které sám dělá efektivněji než kdokoliv jiný. Vše ostatní nakupuje od vnějších subjektů – mluvíme o tzv. *outsorcingu*.

Kolik zisku je rozděleno a kolik zůstává podniku k jeho činnostem a dalšímu rozvoji souvisí s politikou rozdělování zisku. Výše zisku, který zůstává k rozdělení je ovlivněna daňovým zatížením, tvorbou rezervních a dalších fondů a dividendovou politikou. V ČR nemá dividendová politika takovou váhu při

řízení podniku jako například v ekonomice USA. Manažeři v ČR zatím preferují spíše zadržování nerozděleného zisku v podniku pro nejisté budoucí investiční příležitosti, protože upřednostňují financování vlastními zdroji před cizím kapitálem (CK). Tato skutečnost plyne z několika faktů:

- Funkci alokace kapitálu neplní kapitálový trh, ale banky.
- Manažeři nejsou odměňováni podle ceny akcií a výše dividend.
- Podniky preferují daňovou optimalizaci a vykazování minimálních zisků.
- Nejvýkonnější podniky čerpají nejméně CK a financují se především dražším VK. Důvodem je omezení vlivu banky na řízení podniku.
- Většina akcií byla emitována při kuponové privatizaci a nedostala se ke svým stávajícím majitelům tradiční cestou, kdy jsou akcie emitovány na kapitálové trhy s cílem získat počáteční nebo dodatečný kapitál.
- Majitelé získávají své výnosy z podniků jinou formou než výplatou dividend.

Na Fakultě managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně) byla v letech 1997, 1999, 2000 a 2004 provedena dotazníková šetření týkající se mimo jiné i dividendové politiky českých podniků. Bylo zjištěno, že v r. 2004 celkem 41 % respondentů nemá žádnou dividendovou politiku ani nevyplácí dividendy. Pokud byly dividendy vypláceny, byly hlavními důvody výše zisku, tlak vlastníků i přebytek zdrojů nebo i snaha o jejich získání (tzn. dát signál investorům). Důvody pro nevyplácení byly jiné investiční příležitosti, nedostupnost jiných zdrojů financování a nízký zisk. Ze srovnání výsledků průzkumů v jednotlivých letech je zřejmý posun. I do finančního řízení českých podniků se postupně více prosazuje dividendová politika. Také je stále častěji preferováno financování cizím kapitálem, aby mohla být zachována výše dividend.

Způsob rozdělení zisku je důležitým faktorem ovlivňujícím tvorbu hodnoty. Pokud zůstává zisk v podniku, zvyšuje hodnotu dražšího VK a snižuje tak EVA. Vlastníci se tak vzdávají svého podílu na zisku v očekávání zhodnocení těchto podílů v rámci podnikových činností. Na druhé straně však podnik nenese tzv. *náklady finanční tísně* spojené s vyšším rizikem z důvodu růstu zadlužení. Je rozhodující zda při úvahách o rozdělení zisku převáží vliv nákladů finanční tísně nebo pozitivní efekt daňového štítu nákladů CK.

4.3.3 Řízení dlouhodobého a oběžného majetku

Další oblast kde lze hledat generátory hodnoty EVA je ve struktuře majetku podniku. Optimalizace investovaného kapitálu je významný nástroj při

zvyšování tvorby hodnoty. Je nutné se zaměřit jak na dlouhodobý majetek (DM) tak i na hodnotu čistého pracovního kapitálu (ČPK). Zkoumáme především využití majetku. Pro hodnocení využitelnosti DM lze použít ukazatele aktivity, analyzovat odepsatelnost aktiv a odpisovou politiku. Důležité je taky zaměřit se na majetek neoperativní, kterého je třeba se zbavit. Zohlednit se musí majetek, který účetnictví neeviduje (nehmotný majetek, leasing). Podstatným faktorem s vlivem na hodnotu je i reálné ocenění používaného majetku.

Co se týče oběžného majetku je třeba sledovat především přiměřenost majetku vázaného v zásobách a s tím spojené náklady na skladování. Zaměřit se na pohledávky a jejich minimalizaci, avšak s ohledem na spokojenost zákazníků. Efektivně řídit krátkodobé závazky jako zdroj bezplatného kapitálu avšak s ohledem na náklady finanční tísně. Je nutné snižovat nadbytečnou hodnotu majetku vázaného v nevyužívaném krátkodobém finančním majetku (KFM). Při optimalizaci struktury majetku je nutné přihlédnout i ke specifikům plynoucím z daného oboru podnikání.

DM tvoří významnou část aktiv podniku a je základnou pro tvorbu EVA. Řízení DM však není pouze rozhodování o přijetí nových projektů, jde také o zbavování se nepotřebného majetku, reálné ocenění majetku stávajícího, správné stanovení hodnoty provozně potřebných operativních aktiv. Hlavní zásady řízení DM jsou:

- Správná investiční rozhodnutí za podmínky kladné NPV a tvorby EVA.
- Odstranění nepotřebného majetku (s ohledem na nutné rezervy v kapacitě).
- Vytvoření reálného obrazu o hodnotě NOA (konverze účetních dat).

Část NOA tvoří oběžný majetek v podobě zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku. V souvislosti s EVA se mluví o řízení ČPK, tedy části oběžného majetku financovaného dlouhodobým kapitálem. Podstatným faktorem, který má vliv na ČPK je hotovostní cyklus podniku. Tedy doba od vydání hotovosti za nákup materiálu až po úhradu pohledávek za prodané výrobky. Některé fáze hotovostního cyklu jsou dány (technologie výroby, nutná rezerva v zásobách apod.) a ostatní lze ovlivňovat vhodných řízením ČPK (průměrná doba skladování, splatnost pohledávek apod.).

Zásoby podniku je nutné řídit tak, aby nedocházelo ke zbytečnému vázání peněžních prostředků ale na druhé straně nedocházelo k výpadkům ve výrobě nebo k nespokojenosti zákazníků. Existuje řada metod a postupů pro řízení zásob a zabývajících se logistikou. Z pohledu tvorby hodnoty je důležité se především koncentrovat na finanční dopady řízení zásob. Zásoby jsou část ČPK, který váže peněžní prostředky, jež by bylo možné využít jinak a se kterým jsou spojeny náklady. Minimalizace objemu zásob a nákladů s nimi spojených bez

nepříznivých dopadů na průběh výrobního procesu, je cestou ke zvýšení hodnoty EVA.

Průměrná výše zásob závisí na
- denní spotřebě zásob,
- době jejich vázanosti od vstupu do podniku do jejich spotřeby,
- průběhu spotřeby zásob.

Pro účely optimalizace zásob je nutné brát v úvahu náklady na jednu objednávku a skladovací náklady. Optimalizace spočívá v hledání minima funkce celkových nákladů pro určení optimální velikost objednávky. Důležitým faktorem vázanosti zásob je také šíře sortimentu, protože množství majetku vázaného v zásobách s ní úměrně roste. Šíře sortimentu je určena jednak širokou nabídkou sortimentu podniku nebo také složitým výrobním procesem, který vyžaduje množství různých položek zásob. Je nutné zvážit prospěch plynoucí z širokého sortimentu na straně jedné a náklady spojené s udržením takové šíře sortimentu na straně druhé. Na optimalizaci zásob mají podstatný vliv také integrační procesy ve výrobě a jejich napojení na oblast nákupu a prodeje.

Nejvíce doporučovaným postupem při řízení zásob je metoda *Just In Time*, při které odběratel dostává materiál nebo výrobek právě ve chvíli, kdy jej potřebuje a nemusí vytvářet zásoby. V praxi tento přístup naráží na značné problémy vysokými nároky na pružnost dodavatele, logistiku apod. Další z možností jsou tzv. *konsignační sklady*, kdy má dodavatel zřízen sklad svých výrobků přímo u odběratele. Obě metodiky mohou přispět k dosažení podstatných úspor nákladů spojených s řízením zásob a to zejména u podniků, jejichž produkční funkce je charakteristická kapitálovou náročností zásob.

Význam zásob jako generátoru hodnoty EVA závisí na:
1. Objemu podnikových zásob a nákladů s nimi spojených.
2. Úrovni optimalizace řízení zásob, které již podnik dosáhl.

Další podstatnou složkou ČPK jsou pohledávky, které vznikají z pozdější úhrady za odebrané výrobky a služby. Řízením pohledávek lze chápat činnosti podniku směřující k optimálnímu usměrňování jeho pohledávek a to z hlediska objemu, struktury a jejich vývoje. Podstatnou roli hraje vyjednávací pozice podniku jako dodavatele. Rozhodující místo mezi pohledávkami mají pohledávky z obchodního styku. Ostatní pohledávky, které tvoří součást ČPK, jsou obvykle důsledky specifických i strategických situací, které příliš nesouvisí s hlavní činností podniku a měly by být z kalkulace EVA vyloučeny.

Podnik musí usilovat o minimalizaci pohledávek. Pohledávky jsou umrtvené peníze, které nepřináší podniku výnos z případné alternativní investice. Podnik

navíc zdarma úvěruje své odběratele. Pohledávky po splatnosti a nedobytné pohledávky mají negativní dopad do hospodaření podniku a vyvolávají potřebu získávat další zdroje, se kterými jsou spojené náklady. Předcházení vzniku nedobytných pohledávek je podstatnou součástí jejich řízení.

Předcházení vzniku pohledávek lze provádět:
- pečlivým výběrem odběratelů,
- vybíráním zálohových plateb,
- nabídkou skonta za dřívější úhradu (může však být drahé),
- získáním záruk a jištění,
- důsledným sledováním a vymáháním pohledávek po splatnosti,
- využitím faktoringu a forfaitingu.

Při řízení pohledávek a zejména při využívání skonta, faktoringu nebo forfaitingu je důležité zvážit zda se použití těchto nástrojů podniku vyplatí. Obvykle se totiž jedná o poměrně drahý zdroj peněžních prostředků, ale na druhé straně má podnik jistotu získání peněžních prostředků.

Řízení pohledávek patří k podstatným generátorům hodnoty EVA. Minimalizace pohledávek po splatnosti nebo nedobytných pohledávek je cestou ke zvyšování EVA. V praxi podniků je v současné době věnována pohledávkám poměrně značná pozornost a tento faktor tvorby hodnoty bývá opomíjen poměrně zřídka. Každý podnikatel intuitivně ví, že pokud za své produkty a služby nedostane řádně a včas zaplaceno vniká mu ztráta. Ve větších podnicích pak bývají vyčleněni konkrétní pracovníci nebo dokonce právní specialisté, kteří se zaměřují pouze na řízení pohledávek.

Řízení peněžních prostředků potažmo KFM patří k často opomíjeným zdrojům tvorby hodnoty v podniku. Většina podniků preferuje mít na svých účtech dostatek peněžních prostředků. Pokud má podnik peněž nedostatek dostává se do situace, která ohrožuje jeho fungování. Naopak přebytky hotovosti na účtech vedou k menší ziskovosti z důvodu nízkých úroků na běžných bankovních účtech a také k nižší hodnotě EVA z důvodu vázanosti peněz namísto jejich investování. Řízení peněžních prostředků patří k důležitým úkolům finančního manažera. Podstatné jsou tři základní motivy k držení peněz v podniku: transakční, zajišťovací a spekulační.

Určení optimální výše peněžních prostředků není jednoduché, protože zde působí množství různých vlivů. Řízení lze rozdělit do dvou hlavních skupin:

1. Řízení podle **modelů** – jde o zjednodušené představy o stavu a vývoji peněžních prostředků, jenž jsou založeny na řadě předpokladů, které nemusí být vždy splněny.

2. Řízení podle sledování **stavu a vývoje peněžních příjmů a výdajů** – sestavování plánů cash flow, platebních kalendářů, rozpočtů apod.

Při řízení KFM je třeba minimalizovat objem peněz vázaných na účtech, s ohledem na zajištění likvidity a solventnosti podniku. U některých podniků mohou být součástí KFM také investice do krátkodobých cenných papírů apod. Tento majetek se obvykle při určování hodnoty EVA nezohledňuje.

Krátkodobé finanční zdroje snižují hodnotu oběžného majetku na hodnotu ČPK. Jedná se obvykle o bezplatné zdroje, jejichž růst přispívá k tvorbě EVA. Hlavní součást krátkodobých finančních zdrojů tvoří obchodní úvěr (dodavatelské závazky), zálohy, krátkodobé bankovní úvěry, závazky vůči zaměstnancům, závazky vůči státu, faktoring aj.

Obchodní úvěry jsou tvořeny neuhrazenými dodavatelskými závazky. Při jejich řízení je vhodné porovnávat průměrnou dobu splatnosti závazků s dobou splatnosti pohledávek, přičemž příznivě lze hodnotit stav, kdy je splatnost závazků delší. Pakliže dodavatelé poskytují skonto je třeba srovnat je s náklady na kapitál, protože při nevyužití skonta se může z dodavatelského úvěru stát velmi drahý zdroj financování. Oblíbenými a vhodnými formami krátkodobého financování jsou pak různé formy bankovních úvěrů (krátkodobý, kontokorentní, revolvingový, eskontní, akceptační aj.). Příliš velký objem krátkodobých finančních zdrojů však může vést k podkapitalizaci, nízké likviditě a růstu rizika.

Pro řízení ČPK platí:

- ČPK je ovlivňován průběhem a způsoby nákupu vstupů, výroby a prodeje výstupů.
- Řízením jednotlivých složek pracovního kapitálu lze najít úspory umožňující lépe využít umrtvené prostředky.
- Existence určité úrovně ČPK je vhodná z pohledu zajištění stability podniku.
- Řízení ČPK může představovat významný potenciál tvorby hodnoty.
- Při optimalizaci složek ČPK je nutné brát zřetel na zachování dobrých vztahů s dodavateli a odběrateli, neohrožení plnění hlavní funkce podniku a riziko nízké likvidity, insolvence a nákladů finanční tísně.

4.3.4 Finanční řízení a náklady kapitálu

Finanční kritéria a cíle jsou rozhodující součástí formování podnikových cílů jak krátkodobých tak dlouhodobých a jsou základem pro hodnocení efektivnosti podnikání. Veškerá činnost podniku je hodnocena z hlediska požadavků na

podnikový kapitál, na finanční stabilitu a efektivnost podnikání. Finanční řízení úzce souvisí s peněžním a kapitálovým trhem. Finanční řízení zahrnuje v sobě problematiku finančního rizika a časové hodnoty peněz. Finanční riziko se bere v úvahu zejména při umísťování pohotového kapitálu i při hledání optimální kapitálové struktury.

Finanční řízení má v podniku čtyři hlavní úkoly:

1. **Získávat** kapitál (peníze, fondy) pro běžné i budoucí potřeby podniku a rozhodovat o jeho struktuře.
2. Rozhodovat o **umístění** kapitálu (nakoupit aktiva a financovat běžné činnosti podniku, vývoj výrobků a technologií, vracet vypůjčený kapitál investorům, volný kapitál investovat do jiných hmotných statků).
3. Rozhodovat o **rozdělení zisku** (reinvestovat jej nebo vyplatit ve formě dividend, navrhovat dividendovou politiku podniku).
4. **Prognózovat, plánovat, zaznamenávat, analyzovat, kontrolovat a řídit** hospodářskou stránku činnosti podniku.

Finanční zdraví je dlouhodobá likvidita a rentabilita v uvedeném pořadí naléhavosti. Stoupající napětí v peněžních příjmech a výdajích a trvalejší propad ve výsledku hospodaření mohou vyústit v úpadek. Finanční tíseň nastává tehdy, když jsou problémy s likviditou tak vážné, že již nemohou být vyřešeny bez výrazných změn v činnosti podniku a ve způsobu jeho financování. Finanční situace podniku není jednoznačně předurčena tržními silami či stavem okolí, ale je výsledkem péče, kterou vedení podniku věnuje finančním aspektům podniku. Zdravé finanční řízení je jedním z podstatných faktorů tvorby EVA. Finančnímu řízení a jeho zásadám je věnována řada odborných publikací.

Znát náklady kapitálu je pro hodnotový přístup a finanční řízení nezbytnou nutností. Zajímají nás náklady jednotlivých druhů kapitálu i výše průměrných nákladů kapitálu, které ovlivňují investiční a finanční rozhodnutí podniku. Znát náklady kapitálu je důležité při přijímání rozhodnutí o realizaci investičních záměrů, výběru zdrojů financování, oceňování podniku, hodnocení jeho výkonnosti apod.

Náklady kapitálu jsou ve finančním řízení podniku využívány především:

- pro určení diskontní sazby při hodnocení efektivnosti investičních projektů,
- jako kritérium při stanovení optimální kapitálové struktury,
- mezní průměrné náklady na kapitál jsou využívány pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů,
- při výpočtu vybraných výkonnostních měřítek,
- pro oceňování podniku výnosovými metodami,

- k poznání managementu, že využití kapitálu přináší náklady a není zdarma,
- k určení nákladů VK, které účetnictví nezná.

Výše nákladů na kapitál je ovlivněna dobou splatnosti, rizikovostí, likviditou a způsobem úhrady nákladů. Hodnotový přístup náklady kapitálu dělí podle poskytovatelů kapitálu na náklady CK a VK. Výhodou nákladů na CK je především jejich daňová odpočitatelnost. Náklady na CK jsou také obvykle nižší než náklady VK, protože věřitelé jsou odměňováni přednostně před vlastníky a postupují tak nižší riziko. Rizikem u nákladů na CK je skutečnost, že musí být vždy hrazeny, bez ohledu na ziskovost podniku a také fakt, že se zvyšují s rostoucím zadlužením podniku v důsledku růstu rizika.

Pojem náklady na VK je v podnikové praxi českých podniků málo známý, jak také potvrdily výsledky dotazníkového průzkumu. Existuje řada způsobů a metod jak tyto náklady určit, přičemž nejčastější způsoby jsou prezentovány v rámci zpracovaných případových studií podniků (kapitola 5.3.6).

Hlavní charakteristikou nákladů na VK je složení z bezrizikové úrokové míry a rizikové přirážky. Riziko se poté skládá ze systematické a nesystematické složky. Náklady VK jsou vyšší než náklady CK, také protože nejsou uznatelným daňovým nákladem, ale platí se z čistého zisku. Vlastníci také podstupují větší riziko, protože dostávají odměnu až jako poslední podle toho, co zůstane po úhradě ostatním poskytovatelům kapitálu.

Pořadí nákladů kapitálu je:
1. Nejlevnější je krátkodobý CK.
2. Dražší je dlouhodobý CK.
3. Nejdražší je VK.

Paradoxem je skutečnost, že nejúspěšnější podniky obvykle využívají CK nejméně. Je to způsobeno averzí managementu k podstupování dohledu ze strany banky a pak také neznalostí nebo neuvědomováním si nákladů VK.

Náklady na kapitál jsou podstatným generátorem tvorby hodnoty. Úkolem finančního řízení v podniku je tyto náklady minimalizovat a zvyšovat tak tvorbu hodnoty EVA. Výše nákladů na kapitál odráží rizikovost podnikání, ale také rizikovost ekonomiky, ve které podnik působí. Minimalizace nákladů kapitálu je určena především vhodným řízením rizika a usilováním o optimální kapitálovou strukturu. Nižší náklady na kapitál znamenají možnost přijetí takových projektů, které byly v minulosti odmítnuty. To působí příznivě na výkonnost podniku.

4.3.5 Kapitálová struktura a zdroje financování

Součástí finančního řízení s podstatným vlivem na hodnotu EVA je kapitálová struktura. Kapitálová struktura se týká struktury úplatného kapitálu tzn. především VK a úplatného dlouhodobého CK. Podstatný vliv na finanční strukturu podniku má majetková struktura. Na kapitálovou strukturu má také vliv přístup k majetkové a finanční struktuře v podobě neutrálního, konzervativního nebo agresivního způsobu financování.

Ze vztahu majetkové a finanční struktury vyplývá několik zásad:

1. DM podniku by měl být kryt dlouhodobými zdroji.
2. Trvale přítomný majetek by měl být kryt VK.
3. Část oběžných aktiv by měla být kryta dlouhodobými zdroji (ČPK).

Jednou z cest k minimalizaci WACC je vytvoření optimální kapitálové struktury. CK je levnější než VK a mohlo by se tedy zdát, že cestou je maximální zadlužení. Růst zadlužení však v důsledku rostoucího rizika přináší náklady finanční tísně a od určitého okamžiku WACC opět rostou. Optimální kapitálová struktura je tedy kompromisem mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Tato tzv. *kompromisní teorie* však selhává u podniků s bezpečnými hmotnými aktivy a vysokým zdanitelným ziskem, které by měly mít vysokou zadluženost, což se v praxi neděje. Existují další teorie pro určení optimální kapitálové struktury jako teorie *hierarchického pořádku* nebo teorie *U-křivky*.

Rozhodnutí o optimální kapitálové struktuře není nijak snadné a neexistuje obecně použitelná a vždy platná metodika. Platí zásada, že při minimálních WACC má podnik optimální kapitálovou strukturu. Matematicky je však těžké určit vtah mezi složením kapitálu a vývojem průměrných nákladů na kapitál, protože je obtížné určit pro daný podnik náklady CK a VK pro různou kapitálovou strukturu podniku ve stejném čase. O matematické vyjádření se snaží vztah pro nalezení bodu indiference. Tedy bodu, kdy je zisk podniku před úroky a zdaněním stejný při alternativě financování cizími nebo vlastními zdroji.

Základní vztah pro hledání bodu indiference je

$$\frac{\mathrm{EBIT}\times(1-\mathrm{d})}{\mathrm{A_{VK}}}=\frac{(\mathrm{EBIT}-\mathrm{ú})\times(1-\mathrm{d})}{\mathrm{A_{CK}}} \tag{4.5}$$

kde: ú = úrok v Kč při financování CK, d = daňová sazba, A_{VK} = akciový kapitál při financování VK, A_{CK} = akciový kapitál při financování CK

Pro vypočtený EBIT platí, že pokud je podnik schopen dosáhnout vyšší EBIT než vypočtený podle vztahu, je výhodné financování CK. Pokud je EBIT nižší je výhodnější financování VK.

Pro optimální kapitálovou strukturu podniku lze definovat následující charakteristiky:

- ♦ Růst zadlužení je vhodný pouze pokud nakoupená aktiva přinesou více než náklady na půjčený kapitál (finanční páka působí kladně).
- ♦ Kapitálová struktura by měla být přizpůsobena majetkové struktuře podniku.
- ♦ Přístup podniku ke zdrojům financování hraje podstatnou roli při rozhodování o kapitálové struktuře.
- ♦ Způsob rozdělování zisku, podíl výplat a reinvestic má vliv na kapitálovou strukturu.
- ♦ Při řadě zejména investičních rozhodnutí a stanovování průměrných nákladů kapitálu je vhodné vycházet z kapitálové struktury po realizaci investice nebo z optimální (cílové) kapitálové struktury.
- ♦ Jednoduchý model pro určení optimální kapitálové struktury neexistuje a je nutné přihlédnout ke konkrétním specifikům daného podniku.
- ♦ Optimální kapitálová struktura = minimální WACC a maximální EVA

Financování znamená snahu o to, aby podnikání mělo vždy dostatek peněz ke své činnosti. Zajištění fungování podniku, jeho vzniku a rozvoje vyžaduje zabezpečení finančních zdrojů, které budou použity k pořízení majetku podniku. Základní klasifikace dělí finanční zdroje podniku na *vlastní a cizí, krátkodobé a dlouhodobé, externí a interní, soukromé či veřejné*.

Mezi hlavní zdroje financování patří:

- Interní zdroje (nerozdělený zisk, odpisy, změny ČPK).
- Základní kapitál (emise akcií).
- Kapitálové fondy (emisní ážio, dary, dotace, rezervní, statutární a ostatní fondy).
- Krátkodobé závazky (závazky z obchodního styku, splatné do 1 roku).
- Dlouhodobé závazky (z obchodního styku, zálohy, půjčky, dluhopisy aj.)
- Bankovní úvěry.
- Leasing (finanční, operativní, zpětný leasing).
- Faktoring a forfaiting (odkup pohledávek).
- Rizikový venture kapitál (vstup menšinového podílníka).
- Kapitál plynoucí z mateřské či dceřiných společností (půjčky).

Základní kriteria, kterými se management podniku řídí při výběru zdroje jsou:

√ Velikost finanční potřeby.
√ Účel financování (provozní nebo investiční).
√ Rychlost získání zdrojů (administrativní náročnost).
√ Kapitálová struktura (míra zadlužení zvyšuje náklady na CK).
√ Náklady na kapitál. (vč. poplatků a ostatních administrativních nákladů).
√ Ostatní podmínky (doba a způsob splácení, daňové hledisko aj.)

Nejen z výsledků provedených dotazníkových šetření vyplývá, že jednoznačně nejčastějšími způsoby financování, pokud pomineme samofinancování (zisk, odpisy a změny ČPK), jsou bankovní úvěr a finanční leasing. Získání bankovního úvěru je obvykle časově a administrativně náročné a vyžaduje značné zajištění. Finanční leasing je možno získat velmi rychle, jištění probíhá přímo financovaným předmětem. Avšak i přes daňovou úsporu v důsledku kratší doby leasingu oproti době odepisování, je finanční leasing podstatně dražší než běžný bankovní úvěr. Ostatní způsoby financování jsou využívány spíše zřídka a to zejména z důvodu jejich vysoké administrativní a časové náročnosti, vysokým nákladům, značným legislativním omezením nebo omezení rozhodovacího vlivu v řízení podniku.

Využívání levnějšího krátkodobého nebo dlouhodobého CK přispívá k tvorbě hodnoty. Příliš vysoké zadlužení však zvyšuje riziko a tím i náklady na kapitál. Také může dojít k ohrožení likvidity nebo omezení rozhodovacích pravomocí managementu, protože značná část rozhodnutí je podmiňována souhlasem poskytovatelů kapitálu (banky). Podnik musí také vhodně řídit strukturu finančních zdrojů a dodržovat základní zásady finančního řízení, aby nedocházelo k riskantnímu podkapitalizování nebo drahému překapitalizování. Výběr vhodných zdrojů financování má zásadní vliv na kapitálovou strukturu a náklady kapitálu. Změny v poměrech CK a VK mají vliv také na rentabilitu podnikání a tím ovlivňují tvorbu EVA.

Následující tabulka zachycuje zjednodušený přehled zmíněných hlavních faktorů, které působí na složky EVA. Vyjádřen je směr působení na faktor s ohledem na zvyšování EVA. Podnik je složitý a komplexní systém, kde je řada faktorů provázána. Změna jednoho faktoru vyvolává svým působením a vazbami změnu dalších. Podnik je také značně specifická organizace a univerzální algoritmus pro zvyšování EVA neexistuje. Vždy je důležitá znalost a shoda o hodnotovém přístupu u managementu podniku, přičemž všechna podstatná rozhodnutí musí být činěna za jediné podmínky - **tvorby hodnoty**.

Tabulka 1: Faktory hodnoty, vliv na EVA a směr působení

Faktor hodnoty	Vliv na složku	Působení na faktor
Tržby	NOPAT	zvyšovat
Náklady	NOPAT	snižovat
Zisk	NOPAT	zvyšovat
Využití majetku	NOA	zvyšovat
Investiční rozhodování	NOA	podmínit tvorbě EVA
Řízení ČPK	NOA	optimalizovat
Kapitálová struktura	WACC	optimalizovat
Náklady CK a VK	WACC	minimalizovat
Zdroje financování	WACC	optimalizovat

4.3.6 Informační systémy

Dnešní společnost bývá často označována jako informační a není oblast, kde by nebylo znát působení informačních technologií. Tyto technologie směřují k rychlejšímu a efektivnějšímu zpracování obrovského množství dat, kterým jsou dnešní manažeři podniku vystaveni. Využívání kvalitního informačního systému a komunikačních technologií je nezbytným faktorem řízení výkonnosti.

Informační systémy neslouží pouze ke sledování operativně provozní činnosti podniku, ale je nutné jejich propojení s dlouhodobým strategickým směřováním podniku. Informační systém by měl podporovat všechny podstatné podnikové procesy. Základem je většinou podnikový informační systém, který podporuje řízení zásob, výrobních kapacit, lidských a finančních zdrojů, podnikovou logistiku, personalistiku, finanční a manažerské účetnictví, controlling a finanční řízení podniku. Vyšší úrovně informačního systému pak obsahují také podporu řízení vztahů se zákazníky, dodavatelských řetězců, a informace pro operativní a strategické řízení.

V podnikové praxi je často zastoupena pouze agenda finančního účetnictví a základní informační systémy (ERP tj. Enterprise Ressource Planning). Podstatné položky pro hodnotově založené měření a řízení výkonnosti však často nejsou vůbec sledovány. Vlivem rozšířenosti základních informačních systémů a především účetní agendy je preferováno sledování pouze finančních měřítek výkonnosti podniku. Jedním z vhodných nástrojů je Balanced Scorecard, který zohledňuje také nefinanční ukazatele a umožňuje jejich plánování, sledování a operativní řízení v souladu se strategickými záměry.

Při základní implementaci konceptu řízení hodnoty si podnik může vystačit se základní ERP agendou (např. účetní software + aplikace MS Office). Pro dlouhodobé a efektivní řízení hodnoty jsou však tyto nástroje nedostačující. Univerzálně řešení aplikací v souvislosti s měřením a řízením výkonnosti na trhu neexistuje. Každý podnik má svá specifika a rozdílné potřeby. Účinnost informačního systému, který má sloužit k měření a řízení hodnoty je také do značné míry závislá na postupech implementace a připravenosti podniku. Hlavním efektem informačního sytému z hodnotového hlediska je zajištění kvalitního řízení podnikových procesů pro ovlivňování generátorů hodnoty.

Informační systémy podniku musí směřovat ke zvyšování jeho výkonnosti a musí být maximálně přizpůsobivé. Podstatná je jednoduchost, srozumitelnost, rychlost, přijatelná cena a variabilita práce s ukazateli výkonnosti podniku. Jen manažeři, kteří jsou připraveni, mají včas ty správné informace a jsou schopni se v těchto informacích orientovat a zvolit si klíčová data, mohou včas dělat ty správná rozhodnutí přispívající k tvorbě hodnoty.

4.4 Odměňování založené na EVA

Pokud chceme, aby podnik svojí činností směřoval k tvorbě hodnoty a zvyšování bohatství vlastníků, musí být management k tomuto cíly náležitě motivován. V běžné akciové společnosti vlastní management minimální nebo žádný podíl akcií. Základní otázkou tedy je jak vytvořit silné pobídky managementu, které povedou ke zvýšení akcionářské hodnoty, když management nemá podíl na tomto majetku. Převládá názor, že vrcholový management preferuje svůj vlastní prospěch v podobě vysokých odměn a budování stabilních pracovních pozic oproti zvyšování bohatství vlastníků. Příčina problému je v motivačním systému managementu. Hodnotová koncepce s ukazatelem EVA je schopná vytvořit dostatečně silné pobídky managementu vedoucí ke zvyšování akcionářské hodnoty, což již bylo prokázáno v mnoha velkých společnostech v zahraničí. Moderní systém odměňování však nesmí být zaměřen pouze na vrcholový management, ale měl by prostupovat celým podnikem. Jak vyplynulo z provedených dotazníkových šetření převládá v podnicích ČR dosud silná vazba na tradiční měřítka i v systému odměňování.

Základem pro správné fungování systému odměňování založeném na EVA je sblížení zájmu managementu a vlastníků. Podle Younga a O´Byrneho (2001) existují čtyři základní podmínky, které musí být zohledněny při vytváření modelu odměňování:

1. **Sladění zájmů** – ve většině podniků je management oddělen od vlastnictví. Systém odměňování musí sjednotit zájmy obou skupin. Cílem jsou vždy

zájmy vlastníků, tzn. zvyšování akcionářské hodnoty a minimalizace akcionářských nákladů.

2. **Páka bohatství** – při vytváření modelu odměňování je třeba brát ohled na strukturu bohatství manažerů, která má na jejich odměňování zásadní vliv. Vlastník má silný zájem na zvyšování hodnoty podniku, protože tento tvoří velkou část jeho majetku. Manažer podniku má však zájem mnohem nižší, protože jeho bohatství v podobě platu a odměn oproti hodnotě jeho majetku a jeho ceně na trhu práce je nižší. Pokud manažer nevlastní žádný podíl na podniku, pak zdvojnásobení hodnoty podniku mu nepřinese žádný dodatečný výnos. Jeho roční mzda se nezmění stejně jako jeho cena na trhu práce a hodnota jeho majetku. I v případech, kdy manažeři vlastní podíly v podniku, které se pohybují řádově v procentech, je působení páky bohatství na motivaci managementu velmi malé.

   Způsob jak zvýšit působení páky bohatství je možnost managementu získávat část odměn ve formě akcií podniku nebo opcí na tyto akcie. Nedostatkem je skutečnost, že stávající výsledek podniku odměn nemá vliv na budoucí odměny. Lepším řešením jsou tedy opce na nákup akcií v několika budoucích letech nebo opce s cenou akcií fixovanou na několik budoucích let. Tato forma odměn je vhodná pro vrcholový management, avšak nepříliš použitelná na úrovni podnikových středisek nebo divizí. Zvýšení hodnoty divize totiž nemusí znamenat zvýšení hodnoty celého podniku a ceny jeho akcií.

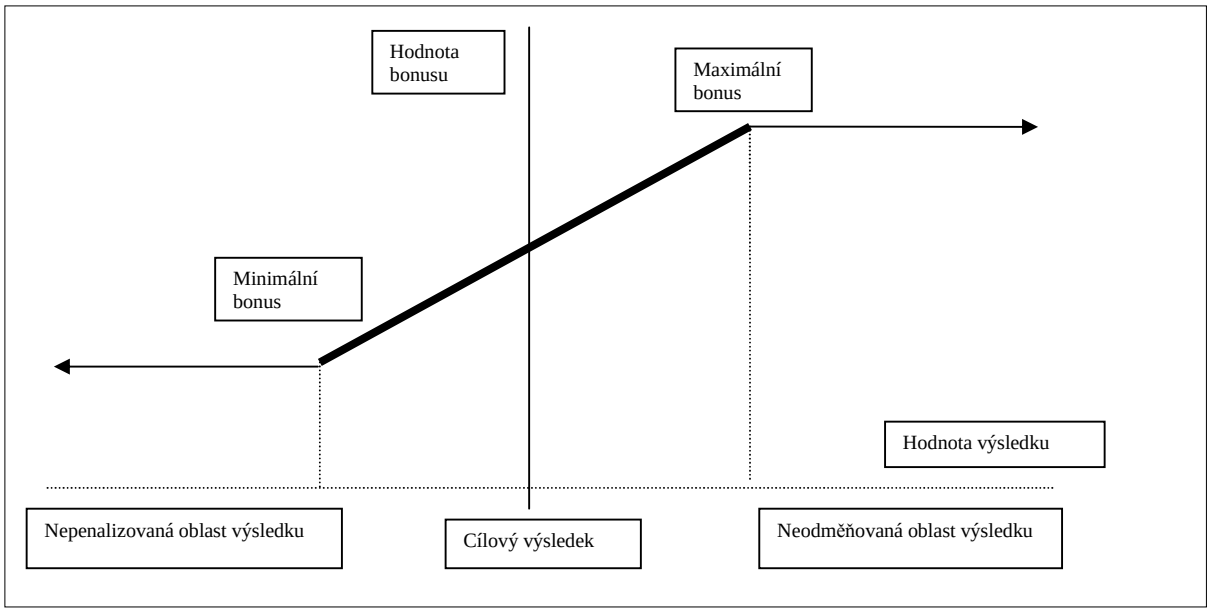
3. **Vazba** – snaha podniku o udržení si schopných manažerů, zejména v letech, kdy podnik nedosahuje očekávaných výsledků, je důležitým faktorem při sestavení modelu odměňování. V případě přechodných špatných výsledků hospodaření je nutné zvážit adekvátnost odměn vrcholových manažerů a možné riziko jejich odchodu z podniku.

4. **Akcionářské náklady** – posledním podstatným faktorem při sestavování modelu odměňování jsou náklady vlastníků. Odměny managementu totiž snižují zisk podniku a tedy i bohatství vlastníků. Systém odměňování a odměny jsou pouze nástrojem k dosažení cíle, který je růst akcionářské hodnoty. Odměny musí být motivující, aby splňovaly výše uvedená kritéria, ale ne zbytečně vysoké, aby nesnižovaly zisk vlastníků.

4.4.1 Tradiční model odměňování

Běžné modely odměňování mají tři základní charakteristiky:
1) *Cílový bonus* – při dosažení plánovaného výsledku

2) *Minimum* - pro vyplacení bonusu musí být dosažena jistá úroveň výsledku
3) *Maximum* – maximální hodnota bonusu



Obrázek 4: Typický model odměňování

Tento typický a rozšířený model odměňování má několik nedostatků:

- Měřítko, podle kterého je stanovena odměna (zisk nebo tržby), není obvykle systematicky propojeno s akcionářskou hodnotou.
- Minimum a maximum v hodnotě bonusu vytváří oblasti, kde není špatný výsledek sankcionován, nebo naopak motivuje manažery k přesouvání části výborných výsledků na příští období.
- Výborné výsledky vedou k sankcionování v podobě vyšších cílů v následujícím roce a naopak horší výsledky vedou ke snižování příštích cílů.
- Bonus tvoří pouze malou část celkového platu manažera a zejména v několikaletém výhledu tak nejsou manažeři motivováni ke zvyšování hodnoty divize nebo podniku.

4.4.2 Model odměňování založený na EVA

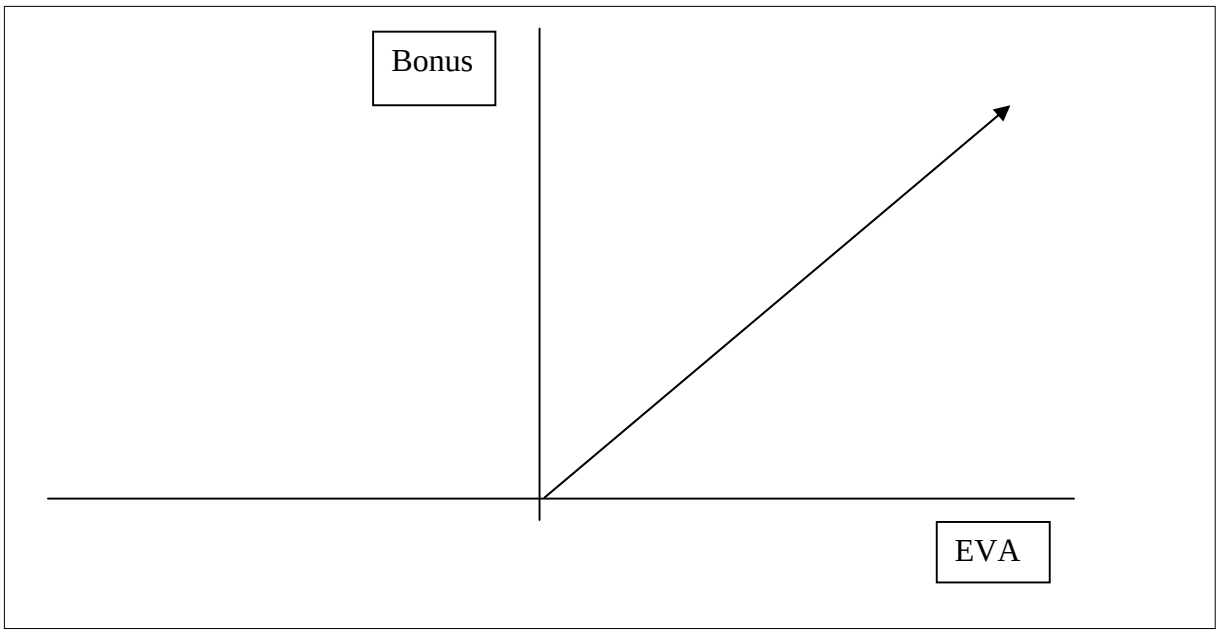
Ukazatel EVA je vhodným nástrojem pro bonusový systém odměňování, protože zajišťuje úzkou vazbu na tvorbu akcionářské hodnoty. Nevýhodou odměňovacího modelu založeného na EVA je možnost maximalizace současné EVA na úkor hodnoty budoucích EVA. Úzká vazba mezi zájmy vlastníků a managementu je zajištěna provázáním současných a budoucích bonusů s hodnotou současné a budoucí EVA. Prostřednictvím bonusové banky, ve které je část bonusů zachována k výplatě v příštích letech, snižuje podnik riziko odchodu manažerů. Silnější páka bohatství je zajištěna pevným procentem bonusu z dosažené hodnoty ukazatele, které není snižováno při dosažení

vynikajících výsledků nebo zvyšováno pokud jsou výsledky pod očekáváním. Také stanovené cíle se nemění okamžitě, jakmile dojde k výraznějším výkyvům oproti očekávaným hodnotám. Riziko odchodu manažerů z podniku je snižováno jednak srovnatelnou úrovní odměn jako v podobných podnicích a také prostřednictvím bonusové banky.

Bonusy pro management jsou akcionářským nákladem. Jeho efektivní vynakládání je zajištěno především faktem, že cílové hodnoty a očekávané zlepšení vycházejí z tržních hodnot a úrovně výnosnosti alternativních příležitostí k investování akcionářského kapitálu. Bonusy by také neměly výrazně převyšovat úroveň bonusů v podobných podnicích. Někdy je možné také část manažerských bonusů deponovaných v bonusové bance použít ke krytí části investičních nákladů. Tak se přibližuje vztah managementu k přijímaným projektům ke vztahu vlastníků. Manažeři jsou obvykle jinak ochotni podstupovat mnohem větší riziko i za ceny ztráty bonusu, zejména pokud bonus tvoří jen malou část platu. Následující kapitoly představují základní typy modelů odměňování založených na hodnotě EVA.

4.4.3 Původní model odměňování založený na EVA

Tento model vycházel ze stanovení bonusu jako fixního procenta z dosažené hodnoty EVA.



Obrázek 5: Původní model odměňování podle EVA

Tento model však má řadu nedostatků:

1. Pro podniky s negativní EVA neposkytuje žádný manažerský bonus.
2. Motivuje management k dosažení mimořádné hodnoty EVA v jediném roce na úkor ostatních, protože pevná procentní odměna z vysoké kumulované hodnoty EVA je vyšší.
3. Problémem může být také nepoměr mezi hodnotou bonusu z pohledu akcionářských nákladů. U podniků s velmi vysokou hodnotou EVA mohou i malá procenta bonusů přinášet nepřiměřené, zbytečně vysoké odměny.
4. Tato koncepce nezahrnuje žádné (očekávané) zlepšení hodnoty EVA a bonus není provázán na hodnotu meziročního zlepšení EVA. Manažeři mohou získat vysoké odměny, ačkoliv se meziročně EVA podstatně sníží a vlastníci ztrácejí.

Vylepšená varianta tohoto modelu již zahrnuje zlepšení EVA. Bonus se skládá z pevného procenta z EVA a procenta z hodnoty meziročního zlepšení.

$$\text{Bonus} = (\%\ \text{z EVA}) + (\%\ \text{z } \Delta\text{EVA}) \tag{4.6}$$

Tento model je efektivnější a vhodný také pro podniky s nízkou nebo zápornou hodnotou EVA. Záleží na přístupu vlastníků podniku, nakolik provážou bonus s dosaženou hodnotou EVA a nakolik s hodnotou meziročního zlepšení. Podniky s nízkou nebo zápornou hodnotou EVA budou pravděpodobně poskytovat bonusy v podobě vysokých procent z hodnoty meziročního zlepšení EVA. Problematická je situace, při které dojde k výraznému růstu hodnoty EVA vlivem vnějších faktorů (pokles bezrizikové sazby), na které management nemá vliv. Pak manažeři obdrží vysoké bonusy, přičemž vlastníci tyto odměny cítí jako neoprávněné. Tento nedostatek se snaží odstranit moderní model odměňování založený na EVA.

4.4.4 Moderní bonusový model založený na EVA

Základní vztah pro hodnotu bonusu vypadá následovně:

$$\text{Bonus} = \text{Cílový bonus} + y\,\% \times (\Delta\text{EVA} - \text{OZE}) \tag{4.7}$$

kde: OZE = očekávané zlepšení EVA, y % = podíl na překročení OZE

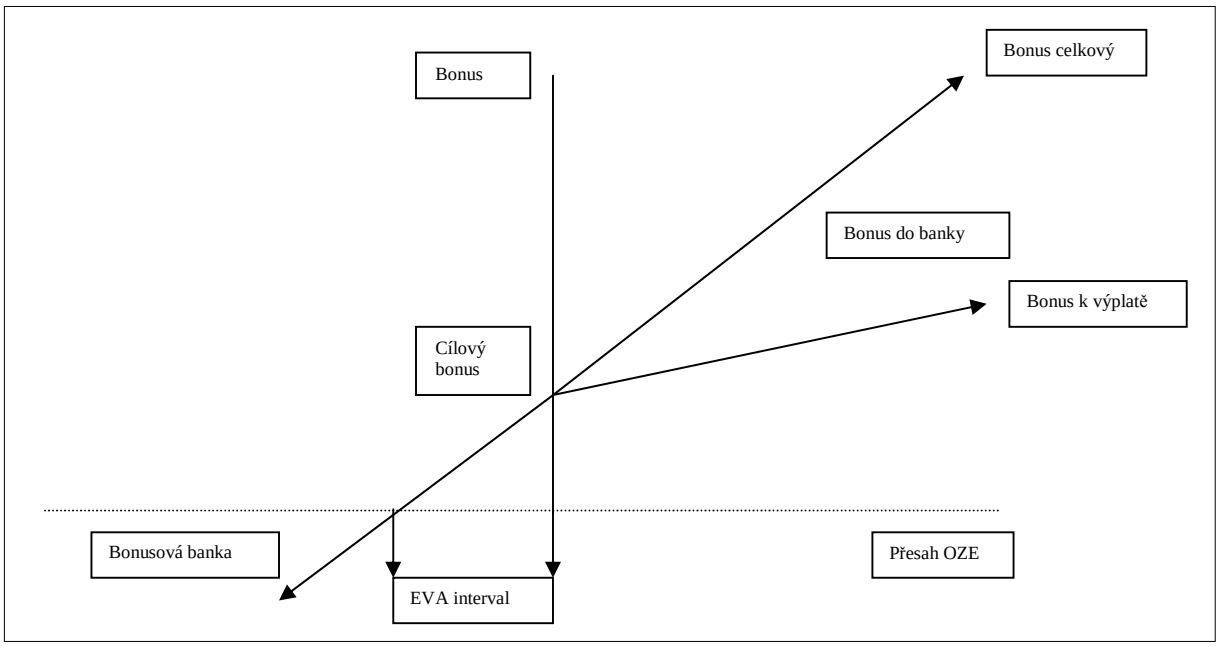
Moderní bonusový model má dvě důležité modifikace oproti předchozímu modelu. Namísto pevného % z EVA je cílový bonus stanoven přesnou částkou. Meziroční změna EVA je snížena o hodnotu očekávaného zlepšení EVA. V

tomto bonusovém modelu je použito překročení očekávaného zlepšení EVA ze tří hlavních důvodů:

1) Zlepšení EVA je mnohem efektivnější pobídka ve vztahu k akcionářským nákladům, než prostá % z EVA.
2) Zlepšení EVA je měřítko využitelné pro všechny podniky a ne pouze pro podniky s kladnou hodnotou EVA.
3) Zlepšení EVA vykazuje mnohem užší vazbu na dodatečný výnos (tzv. *excess return*), který je základem tvorby akcionářského bohatství, než hodnota EVA samotná. Pokud tržní hodnota podniku zahrnuje také hodnotu růstových příležitostí, je pro potencionální investory nezbytná jistá úroveň zlepšení EVA, která pokryje náklady spočívající v hodnotě těchto růstových příležitostí obsažená v kupní ceně akcií.

Moderní bonusový model stojí na třech základních parametrech:

- **Cílový bonus** – odvíjí se od konkurenceschopné úrovně odměňování managementu, která je dostatečně motivující, nedává příčinu pro odchod schopných manažerů a přitom respektuje akcionářské náklady.
- **OZE** – vychází z alternativních nákladů na kapitál a tržní hodnoty akcií.
- **EVA interval** – představuje rozmezí hodnoty EVA, při které je výsledný bonus roven 0 nebo cílovému bonusu. Interval určuje citlivost celkového bonusu na hodnotu případného překročení OZE. Konstrukce intervalu je založena na logickém požadavku, že pokud vlastníci nezískají žádné bohatství, neměli by ani manažeři získat žádný dodatečný bonus.



Obrázek 6: Moderní model odměňování podle EVA

4.5 Ocenění podniku prostřednictvím EVA

Ekonomický zisk je krátkodobým (ročním) výsledkem činnosti podniku, představuje pouze jeden z řady výsledků v dlouhodobém časovém horizontu (Maříková – Mařík, 2005). Rozhodující však je dlouhodobá výkonnost podniku. 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. U podniků, kde není trhem stanovená cena lze využít jiných postupů pro stanovení hodnoty. Využijí se některé z doporučovaným metod stanovení hodnoty podniku (majetkové metody, výnosové metody nebo metody kombinované). Mezi výnosové metody oceňování podniku patří rovněž metoda založená na hodnotě EVA.

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

$$H_{Podniku} = \text{Investovaný kapitál} + \text{SH budoucích EVA} \tag{4.8}$$

$$H_{Podniku} = IC + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+WACC_t)} + \frac{EVA_n}{WACC_n - g} \times (1+WACC)^{-n} \tag{4.9}$$

kde: g (growth) = průměrné roční tempo růstu ekonomické přidané hodnoty, n = délka plánovacího období, IC = velikost investovaného kapitálu k datu ocenění

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

Analýza citlivosti nutí manažery hledat klíčové proměnné, pomáhá naznačit, kde je nejužitečnější dodatečná informace, a tím zlepšuje úroveň prognózy vývoje výkonnosti podniku. V souvislosti s prognózou vývoje podniku 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 podniku 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 podniku a to řešit, neboť determinuje celkovou výkonnost podniku.

4.5.1 EVA a 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:

$$\text{MVA} = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \tag{4.10}$$

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. 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.

Stanovení tržní ceny může být u řady podniků problematické. Vzhledem k nefunkčnosti českého kapitálového trhu a dalším specifikům nelze ani tržní cenu akcií podniků považovat za relevantní podklad pro skutečnou tržní hodnotu podniku. Stanovení hodnoty podniku a jeho tržní ceny se věnuje řada odborných publikací a existuje množství metodik a postupů (např. Kislingerová, 2001)

4.6 Využití EVA při investičním rozhodování

Změny v hodnotě DM mají na změny EVA podstatný vliv. Podnik řídí hodnotu NOA prostřednictvím investičního rozhodování. Jestliže využití majetku jako generátor hodnoty spočívá v analýze stávajícího majetku podniku, pak neméně důležitým faktorem je úvaha o přínosu hodnoty EVA v budoucnu během přijímání investičních rozhodnutí.

Strategické investiční rozhodování je jednou z nejdůležitějších činností v podniku, protože má přímý vliv na budoucí prosperitu. Rozhodování je ovlivněno skutečností, že se jedná o rozhodnutí s dlouhodobým časovým horizontem dopadu do činnosti podniku a souvisí s ním vyšší riziko. Existuje řada metod a postupů k hodnocení efektivnosti investičních projektů. Základní a nevyhnutelnou finanční podmínkou je dosažení kladné čisté současné hodnoty (NPV, tj. Net Present Value). Peněžní toky dosažené z realizace investice v budoucnu převedené na současnou hodnotu by měly převýšit kapitálový výdaj na tuto investici.

NPV se vyjádří jako:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} - I \qquad (4.11)$$

kde: n = počet budoucích let životnosti investice, CF = peněžní tok v roce t, i = diskontní faktor, I = kapitálový výdaj

Vztah vychází z předpokladu, že známe budoucí peněžní toky plynoucí z investice. Finanční toky se stanovují nejméně na dobu životnosti investice a to životnosti ekonomické nikoliv technické, kdy je ekonomicky výhodné investici provozovat. Pokud se předpokládá trvalý budoucí peněžní příjem z investice, případně očekáváme stabilní tempo růstu, lze použít tzv. Gordonův růstový model (např. Brealey – Myers, 1993; Kislingerová, 2001).

Metoda NPV je ve finanční teorii považována za nejvhodnější způsob ekonomického vyhodnocování investičních projektů. Respektuje faktor času a za efekt z investice považuje celý peněžní příjem nikoliv pouze účetní zisk. Rovněž jsou brány v potaz všechny peněžní toky po dobu životnosti investice. Peněžní toky vychází z rozdílu přírůstku tržeb sníženého o přírůstek výdajů. Ve výdajích se nezohledňují nákladové úroky plynoucí z financování investice. Ty jsou jednak již odečteny v podobě diskontování a pak je také doporučováno oddělovat investiční a finanční rozhodování. Důležité je neopomenout do kapitálového výdaje zahrnout také přírůstek ČPK vyvolaný novou investicí, který je po skončení její životnosti zase uvolněn a tvoří součást příjmů z investice. Vhodné je kapitálový výdaj snížit o příjmy z prodeje existujícího DM, který je investicí nahrazován.

Diskontní míra je zásadním parametrem investičního rozhodování. V její hodnotě se odráží náklady na kapitál a podstupované riziko. Obě tyto podmínky splňuje hodnota WACC. Pokud však použijeme hodnotu WACC předpokládáme, že struktura kapitálových zdrojů je u investice stejná jako u celého podniku. Podniky s vysokými WACC tak mají horší pozici při výběru investic, jejichž pozitivní efekty jsou vysokou diskontní mírou podstatně znehodnoceny. Pokud se realizací investice podstatně mění kapitálová struktura je vhodné použít jako diskontní míru hodnotu WACC za změněných podmínek.

K optimální výši kapitálových výdajů podniku dochází tehdy, když jsou využity všechny dostupné investice, jejichž výnosnost je vyšší než jsou mezní průměrné náklady na kapitál (Pavelková - Knápková, 2005).

V praxi je často využívaná metoda vnitřního výnosového procenta (IRR). Její výsledky se většinou shodují s NPV. Tato metoda však selhává v případě nestandardních peněžních toků (změna ze záporné na kladnou hodnotu a naopak) nebo při výběru vzájemně se vylučujících projektů (IRR na rozdíl od NPV nereálně předpokládá reinvestice příjmů za sazbu IRR). Zejména z těchto důvodů je míra využití této metody omezená. Výhodná je pak především při porovnávání projektů a také není třeba určovat diskontní míru.

Mezi další metody patří *průměrné roční náklady*, *diskontované náklady*, *průměrná rentabilita* nebo v praxi oblíbená *doba návratnosti*. Tyto metody však mají řadu nedostatků (například neberou v potaz faktor času, doba návratnosti vede k preferenci projektů, které jsou rychle splaceny, aniž by zvažovala dlouhodobost pozitivních efektů po splacení projektů).

Klasické ukazatele rentability také nejsou příliš vhodné pro investiční rozhodování. Mohou vést k odmítání projektů, které dosahují nižší než průměrné

rentability podniku, ačkoliv tyto projekty mohou stále přinášet nárůst EVA, pokud je jejich rentabilita nad hodnotou WACC.

Při investičních rozhodnutích dochází k růstu hodnoty NOA a tedy i C. Jak plyne z konstrukce vzorce pro EVA, růst C snižuje EVA, protože rostou náklady kapitálu (WACC x C). Hlavní zásadou při přijetí investičního rozhodnutí je, aby nárůst NOPAT v důsledku realizace investice přesahoval nárůst hodnoty (WACC x C) po změně kapitálové struktury. Při implementaci hodnotového řízení v podniku je podstatné podřídit investiční rozhodování jedinému kritériu a to je tvorba EVA, nikoliv však EVA okamžitá, ale EVA dlouhodobá.

Investiční rozhodování má zásadní vliv na výkonnost podniku a je generátorem hodnoty EVA. Přijímány by měly být pouze projekty, které mají kladnou NPV. Doporučuje se využití analýzy citlivosti NPV na změnu faktorů ovlivňujících hodnotu projektu (ceny vstupů, poptávka, prodejní ceny, kurzy apod.), což přispívá k odhalení rizik a přijetí opatření k jejich řízení. Aby bylo možné hodnotit i kvalitativní aspekty projektu je vhodné spojit kalkulaci NPV s použitím metody BSC. Toto spojení umožňuje řízení projektu také podle nefinančních kritérií.

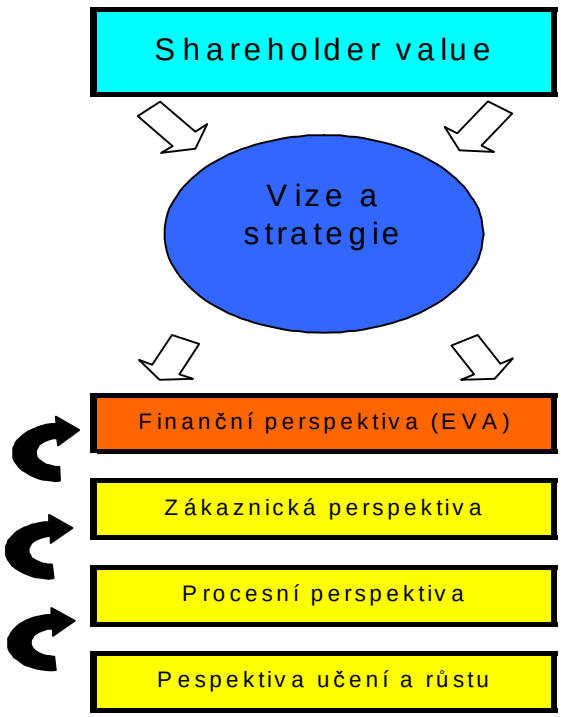
Jednou z nevýhod ukazatele EVA ve vztahu k investičnímu rozhodování je skutečnost, že pokud není motivační systém správně nastaven může vést k *poddimenzování investic*, které přináší značné počáteční náklady a snižují aktuální hodnotu EVA ve prospěch budoucích EVA. Manažeři pak mají zájem tyto projekty odsouvat nebo zcela odmítat. Řešením je vhodně nastavený systém odměňování orientovaný na dlouhodobou EVA nebo vytvoření individuálního účetního odpisového plánu investice, který respektuje životní cyklus projektu.

4.7 EVA a Balanced Scorecard

Pochopitelně nelze celé řízení podniku omezit pouze na finanční ukazatele. Střet mezi potřebou podniku být dlouhodobě konkurenceschopný a strnulým modelem finančního účetnictví dal vzniknout nové metodě, která doplňuje finanční měřítka minulé výkonnosti o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti. Metodika Balanced scorecard (BSC) jednak umožňuje provázání strategických cílů podniku s operativním řízením s okamžitou zpětnou vazbou a prostřednictvím čtyř perspektiv, které sleduje (***finanční, zákaznická, interních procesů, učení a růstu***), umožňuje provázat finanční cíle podniku s nefinančními aspekty jeho činnosti. Cíle a měřítka BSC vycházejí z vize a strategie podniku a sledují jeho výkonnost (Kaplan – Norton, 1996).

Finanční a nefinanční měřítka jsou součástí informačního systému pro manažery na všech podnikových úrovních. Měřítka slouží k vyjasnění vize a strategií podniku a jejich převedené do konkrétních cílů. Koncepce však není jen souborem měřítek, ale využívá se jako strategický manažerský systém.

Pro hodnocení ekonomických výsledků všech realizovaných akcí jsou nejdůležitější finanční ukazatele. Za hlavní dlouhodobý cíl podniku BSC považuje tvorbu hodnoty a uspokojení vlastníků. Ve finanční perspektivě jde tedy o sledování spokojenosti vlastníků podniku v podobě adekvátního zhodnocení jejich vložených prostředků. Všechny cíle a generátory hodnoty perspektiv by měly být propojeny k dosahování jednoho nebo více cílů finanční perspektivy. EVA je vhodným ukazatelem finanční perspektivy. Zahrnuje náklady na kapitál a je možné ji využít prostřednictvím identifikovaných generátorů hodnoty na všech úrovních napříč podniku. Jednotlivé generátory hodnoty lze ztotožnit s hybateli výkonnosti u dalších perspektiv. Vhodně nastaveným systémem odměňování lze tento ukazatel využít také v motivačním systému podniku.



Obrázek 7: EVA a Balanced Scorecard

Implementace nástroje strategického řízení BSC přináší podnikům, jež jej aplikovaly ve své organizaci, mnohé výhody. Mezi které patří:

- BSC dává jasnou představu o tom, které věci považuje vedení podniku za důležité a jak spolu souvisí, zaměstnanci vidí svou práci zaměřenou na jasně definované cíle.
- BSC poskytuje ucelenou představu o aktivech podniku, vytváří obrázek nejen o minulosti (finanční perspektiva), ale také o přítomnosti (zákaznická a procesní perspektiva) a budoucnosti (perspektiva potenciálů).
- Významným výsledkem návrhu BSC bývá vytvoření nebo upřesnění společné představy vedení o tom, kam chce v budoucnu podnik směřovat a na čem bude úspěch podniku založen.
- BSC napomáhá lépe se soustředit na naplňování vize a poslání podniku.
- Čtyři perspektivy BSC umožňují jiný pohled na plánování finančních zdrojů a jejich vyhodnocování ve prospěch lepšího využívání aktiv organizace.

K tomu, aby byl BSC správně implementován, je zapotřebí:

- Podnik by měl při zavádění BSC definovat správnou a úplnou strategii. Před zavedením BSC a určením cílů je nutné, aby podnik provedl analýzy, mezi které patří např. Porterova analýza, SWOT analýza, finanční analýza. Analýzy se musí zdokumentovat, protože všechny důležité předpoklady a výsledky jsou základem strategického zaměření.
- Podnik si musí uvědomit jaké má zdroje a jaké jsou požadavky trhu. Měl by umět odhadnout budoucí tržní vývoj, brát v úvahu svou finanční situaci a situaci na trhu.
- Další podmínkou správné implementace je podpora BSC vedením podniku. To ovšem neznamená, že na tvorbě BSC by se měli podílet pouze vedoucí zaměstnanci. Tvorba BSC a definování cílů by měly být konzultovány se všemi zaměstnanci podniku.
- Podnik by měl mít zavedený komunikační koridor a výkonný software.

Pro správnou implementaci BSC je nutné splnění velkého množství podmínek, ale základní předpoklady účinné implementace jsou naplněny v případě, když koncepce BSC, management, strategické a operativní plánování jsou v podniku správně stabilizovány a koordinovány. Koncept BSC zahrnuje pohled do minulosti, na přítomnost i na to, co podnik dělá pro budoucnost. BSC převede stanovenou podnikovou strategii do podoby ukazatelů, které jsou pro její realizaci klíčové, zajistí sdílení podnikové strategie vertikálním i horizontálním směrem v hierarchii podniku a v neposlední řadě definuje pravidla a etabluje kanály a způsoby vnitropodnikové komunikace a obousměrného toku informací.

Pro zavedení konceptu EVA do řízení podniku se někdy hovoří o nutnosti realizace tzv. **4 M**:

- **Measurement** – návrh způsobů a postupů měření tvorby hodnoty.
- **Management** – vytváření politiky, postupů a nástrojů, které podporují rozhodovací procesy s měření tvorby hodnoty.
- **Motivation** – vytvoření plánu motivace manažerů a to simulací vlastnictví prostřednictvím podílu manažerů na vytvořené hodnotě.
- **Mindset** – zvyšování ekonomického povědomí zaměstnanců vzděláváním a komunikací (Pavelková – Knápková, 2005).

4.8 Stav řešené problematiky v ČR

Česká republika jako součást evropského ekonomického systému nese mimo svá specifika také odlišnosti evropského trhu od severoamerického. Hodnotová koncepce vznikla v USA a její implementaci v podmínkách evropských trhů provází nutnost modifikace. Důvodem je rozdílnost vývoje evropských a anglosaských trhů a také odlišné modely vztahu vlastník – management.

Kontinentálně evropský a japonský trh se vyznačuje silnými bankami, které často plní úlohu alokace kapitálu (úvěry) a také provádí přímou kontrolu podniku. Anglosaský systém se vyznačuje spíše slabšími bankami, alokaci kapitálu zajišťují kapitálové trhy (emise cenných papírů) a kontrola podniku probíhá prostřednictvím kapitálových trhů. Z odlišnosti těchto dvou systémů vyplývá také odlišnost v koncepci řízení. V USA je hlavním cílem podniku zvyšování hodnoty kapitálu akcionářů. Jde především o co největší výkonnost podniku jako stroje na peníze. Evropané chápou podnik spíše jako koalici, kde je třeba zajistit její dlouhodobé trvání. I zde je požadavek, aby stroj na peníze byl co nejvýkonnější, nikoliv však za každou cenu. Současně je kladen důraz na zachování koalice (Neumaierová – Neumaier, 2002).

Přístup k měření a hodnocení výkonnosti podniku je v ČR charakteristický silnou orientací na tradiční účetní ukazatele. Jde hlavně o veličiny jako zisk nebo tržby. Případně jsou ještě sledovány veličiny jako tržní podíl nebo základní ukazatele rentability. Hovoříme o tzv. *tradičně řízených podnicích*.

Tradičně řízené podniky jsou řízeny na základě kombinace strategických a finančních cílů. Strategické cíle bývají vyjádřeny jako zvyšování celkového výkonu podniku, růst tržního podílu, rozvoj nových výrobků nebo navýšení

základních ukazatelů rentability. Finanční cíle, které by měly být provázány se strategickými cíly, jsou stanoveny a sledovány výhradně pomocí ukazatelů odvozených z účetnictví. Jde především o různá vyjádření výsledků hospodaření (VH) jako provozní hospodářský výsledek, VH z běžné činnosti a VH za běžné účetní období. Z těchto výsledků jsou pak počítány základní ukazatele rentability (ROA, ROE apod.) (Maříková – Mařík, 2005). Problémem jsou jednak nedostatky účetnictví a skutečnost, že účetní ukazatele nedostatečně korelují s cenou akcií a tvorbou akcionářské hodnoty. Vyšší VH či růst ROA totiž neznamená, že následkem bude růst ceny akcií.

Za hlavní nedostatky účetních ukazatelů jsou považovány zejména (Kovanicová – Kovanic, 1999; Maříková – Mařík, 2005) :

- možnost značně ovlivňovat a zkreslovat účetní hodnoty managementem,
- účetnictví nezohledňuje časovou hodnotu peněz, inflaci a riziko,
- účetnictví nezachycuje průběžné změny v hodnotě většiny aktiv (odepisování historických cen, účtování zásob v pořizovacích cenách),
- dochází ke zveličení vykazovaného zisku v důsledku podhodnocení odpisů a zásob vlivem inflace,
- účetnictví nezachycuje reálnou hodnotu majetku a některý nezachycuje vůbec (intelektuální kapitál, finanční leasing aj.),
- účetnictví nezachycuje ekonomický příjem – přírůstek tržní hodnoty aktiv není účetně vykazován jako příjem, nedošlo-li k jeho realizaci při prodeji aktiv,
- nejsou zohledňovány náklady spojené s vlastním kapitálem podniku.

Řešení nedostatků účetnictví bylo hledáno především ve využití peněžních toků a na nich postavených výnosových metod oceňování. Základem těchto metod je současná hodnota a její propočet prostřednictvím metody zpětného diskontování budoucích toků. Tato metodika dává pravdivější informace o realitě podniku, těší se popularitě i v ČR a do značné míry koreluje s tržní cenou akcií. Tyto metody jsou sice vhodné pro oceňování podniku či jednotlivých investičních akcí, ale nehodí se pro běžné řízení podniku. Pojmy a veličiny používané při propočtu diskontovaných peněžních toků jsou pro běžnou praxi poměrně komplikované, vzdálené běžnému účetnictví a nehodí pro běžné operativní řízení. Dále je značně problematické provázání těchto metod se systémem odměňování. Tyto metody jsou však některými odborníky považovány za značně omezené, když staví celou koncepci na pohledu, který je založen jen na analýze peněžních toků podniku. Nejznámějším představitelem tohoto přístupu je ukazatel CFROI (Cash Flow Return On Investment), který je také hlavním „konkurentem“ ukazatele EVA (Pavelková – Knápková, 2005).

Nárůst popularity hodnotového přístupu s ukazatelem EVA má příčiny v potřebě najít vhodný komplexní ekonomický ukazatel který:

- vykazuje úzkou vazbu na hodnotu akcií,
- umožňuje využít maximum informací a údajů z účetnictví, čímž je snížena pracnost propočtu a přiblížení dosavadní praxi,
- překoná dosavadní námitky a výhrady vůči účetním ukazatelům a zahrnuje kalkulaci rizika,
- umožňuje nejen hodnotit výkonnost podniku a oceňovat jej, ale i výkonnost podniku řídit (Maříková – Mařík, 2005).

Tradiční přístup k řízení podniku pouze na základě účetnictví a jeho základních ukazatelů je v současné době nedostačující. Podniky, které využívají pouze tradiční účetní ukazatele nemohou dlouhodobě obstát ve stále dynamičtějším tržním prostředí a odolat agresivnímu konkurenčnímu tlaku. Nyní po vstupu naší republiky do EU, kdy se náš trh stává součástí evropského trhu se všemi klady a zápory, které to přináší, je ohrožení podniků setrvávajících na tradičním pojetí řízení mnohem reálnější. Manažeři našich podniků potřebují srozumitelné a prakticky zaměřené metodiky, nástroje a doporučení, které mohou využít při aplikaci hodnotové koncepce a ukazatele EVA do řízení podniku. Tato disertační práce se snaží přispět k uspokojení těchto potřeb.

Ve vztahu k hodnotovému přístupu, ukazateli EVA a jeho využití pří řízení a hodnocení výkonnosti existuje omezené množství teoretických i praktických poznatků a doporučení. Některá fakta plynoucí z kritické literární rešerše a týkající se konkrétních oblastí řešené problematiky jsou dále uváděna přímo v jednotlivých kapitolách DP, v části věnované hlavním výsledkům práce.

5 HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE

Tato část DP je věnována vlastním výsledkům výzkumné práce. Mimo kritickou literární rešerši se výzkum soustředil především na stávající praxi českých podniků ve vztahu k měření a řízení výkonnosti. a tvorbě EVA.

Všechny peněžní částky jsou v celých tisících Kč, pokud není uvedeno jinak.

5.1 Makroprostředí ČR a predikce vývoje

Jedním z hledisek, která mají významný vliv na výkonnost podniku je makroekonomické prostředí. Parametry jako růst HDP, inflace, růst spotřeby domácností, pokles úrokových sazeb a další faktory mají větší či menší vliv na každý podnik.

Světová ekonomika

Makroekonomická predikce je založena na předpokladu pokračování dynamického růstu světové ekonomiky s mírným zvolněním v roce 2007. Ke globální dynamice budou stále výrazně přispívat asijské ekonomiky, zejména Čína a Indie, naproti tomu se sníží dynamika růstu USA. Růst v eurozóně by měl v roce 2006 dosáhnout nejvyšších hodnot od roku 2000. Světovou konjunkturu budou brzdit vysoké ceny surovin, především ropy. Také předpokládané zpomalení v USA by se v roce 2007 mohlo přenést i do dalších regionů. Předpokládá se větší pokles cen ropy pro rok 2007.

Fiskální politika

Příznivý vývoj výběru daňových příjmů společně s úsporami ve výdajích byly hlavní příčinou poměrně příznivých výsledků hospodaření veřejných rozpočtů v letech 2004 a 2005. I přes využívání jednorázových příjmů se však udržuje relativně vysoké tempo růstu vládního dluhu. Pokračuje rychlý růst výdajů. Jejich struktura zůstává bez výraznějších změn a nadále je zatížena vysokým podílem sociálních mandatorních výdajů. Veřejné rozpočty nesou náklady spojené se zlepšováním úrovně infrastruktury a náklady přizpůsobování politik, právního a institucionálního rámce a ekologických norem standardům EU.

Ze schváleného Státního rozpočtu ČR na rok 2007 je zřejmé, že cíl stanovený pro rok 2007 v Konvergenčním programu 2005 nebude naplněn. Tento cíl fiskální konsolidace vyjádřený jako podíl deficitu veřejných rozpočtů na HDP, činí 3,3 % HDP.

Měnová politika a směnné kurzy

Měnová politika České národní banky je založena na režimu cílování inflace. Od ledna 2006 je inflační cíl definován jako meziroční přírůstek ve výši 3 %. ČNB se zavázala, že bude na základě této strategie usilovat, aby se skutečná míra inflace neodchýlila od stanovené cílové hodnoty o více než 1 procentní bod na obě strany. Cíl bude platný až do okamžiku přistoupení ČR k eurozóně. Velmi obezřetná měnová politika ČNB napomáhá k udržení meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen pod inflačním cílem. To vytváří podmínky pro splnění inflačního konvergenčního kritéria blízko jeho referenční hodnoty za předpokladu, že se cenový vývoj v některých členských zemích EU nebude výrazně odchylovat směrem dolů od definice cenové stability (inflace „pod, ale blízko 2 %“).

Nová makroekonomická predikce vychází z předpokladu postupného nárůstu úrokových sazeb až do konce roku 2007. U směnného kurzu k euru by měla pokračovat dlouhodobá tendence k nominálnímu i reálnému zhodnocování.

Strukturální politiky

Predikce je založena na platné legislativě. Strukturální opatření na trzích produktů, práce a kapitálu směřují ke zlepšování prostředí pro růst potenciálního produktu, konkurenceschopnosti ekonomiky a zaměstnanosti. I v dalším období bude pokračovat liberalizace sítí, dokončování privatizace a rozvoj konkurence v sektoru služeb.

Podnikatelské prostředí

V červenci 2006 vstoupila v účinnost novela živnostenského zákona. Jejím smyslem je umožnit kompletní registraci podnikatele přímo na živnostenském úřadu včetně registrace pro daňové účely a pro sociální a zdravotní pojištění. Platné novely obchodního zákoníku a občanského soudního řádu mají za cíl zkvalitnit organizaci obchodního rejstříku.

Zrychlené odpisování movitých věcí a daňová podpora výdajů podniků na výzkum a vývoj společně s poklesem sazby daně z příjmu práv. osob na 24 % v roce 2006 snižují efektivní zdanění podniků, což by České republice mělo zajistit vyšší konkurenceschopnost a tím podpořit zájem investorů. Mezi nejvíce kritizované oblasti podnikatelského prostředí v ČR patří institucionální a právní rámec firemního úpadku. Od 1. července 2007 nabude účinnosti nový úpadkový

zákon, který upevní postavení věřitelů, omezí zájem na prodlužování bankrotů a umožní pokračovat životaschopným částem podniků.

Podniky s akciemi registrovanými na trzích BCPP, a.s. musely poprvé za rok 2005 sestavovat a zveřejňovat účetní závěrky a konsolidovanou účetní závěrku v souladu se standardy mezinárodního finančního výkaznictví IAS / IFRS.

Trh práce

I přes pozitivní vývoj (klesající míra nezaměstnanosti) lze stále na trhu práce identifikovat řadu strukturálních problémů. Mezi klíčové problémy patří dlouhodobá a opakovaná nezaměstnanost ohrožených skupin, nedostatek motivace k práci, zaměstnanost starších pracovníků a nedostatečná sladěnost systému vzdělávání v souladu s měnícími se požadavky trhu práce.

Nabídková strana trhu práce byla v roce 2006 ovlivňována zvýšením životního minima od začátku roku a dvojím zvýšením minimální mzdy od ledna a července. Tato opatření vedou ke zvýšení sociálních dávek, což snižuje motivaci lidí hledat a udržovat si práci. Řešením by měly být změny v systému sociálních dávek obsažené v nových zákonech o pomoci v hmotné nouzi a o životním a existenčním minimu a v novele zákona o státní sociální podpoře, které s účinností od 1. ledna 2007 přinášejí výrazný zásah do struktury a konstrukce sociálních dávek s cílem zvýšit rozdíl mezi příjmy z práce a ze sociálních dávek. Obecně by se měl prohloubit rozdíl v příjmech ze sociálních dávek mezi těmi, kteří aktivně hledají práci, a těmi, kteří ji nehledají.

Pozitivní dopady na nabídkovou stranu trhu práce lze očekávat i od novely zákona o daních z příjmů fyzických osob. Od začátku roku 2006 se snížily dvě nejnižší mezní sazby daně z 15 na 12 % a z 20 na 19 %, valorizovala se hranice prvního pásma a standardní odečitatelné položky byly nahrazeny slevami na dani. Zároveň se zvýšily výdajové paušály pro živnostníky. Cílem je zvýšení disponibilního příjmu z práce zejména u nízkopříjmových skupin a větší vertikální daňová spravedlnost.

Finanční trhy

Ve finančním sektoru dochází stejně jako v reálné ekonomice ke stále těsnějšímu propojení se zahraničím. Působení zahraničních subjektů přináší ostřejší konkurenci na straně poskytovatelů finančních služeb a zároveň vytváří výzvy pro účinný dohled nad finančním sektorem. Významnou změnou plynoucí z novely zákona o ČNB (s účinností od 1. dubna 2006) je sloučení dohledů nad finančním trhem pod záštitou ČNB, které bylo motivováno jeho

zefektivněním a zjednodušením komunikace regulovaných subjektů s orgánem dohledu. Ve střednědobé perspektivě by tento systémový krok měl napomoci dalšímu upevnění finanční stability české ekonomiky.

Špatně fungující a nedostatečně rozvinutý kapitálový trh se negativně podepisuje na zdraví podniků, výkonnosti celé ekonomiky i životní úrovni všech obyvatel. Český kapitálový trh trpí řadou neduhů, které podkopaly důvěru investorů jak domácích, tak zahraničních. Je to zejména stát a státní instituce, které stojí za nízkou aktivitou jak ze strany emitentů, tak poptávajících investorů. Nedostatky kapitálového trhu u nás jsou všeobecně známé. Trh u nás nefunguje jako v jiných zemích, podniky si na něj nechodí půjčovat prostředky pro svůj další rozvoj, ale využívají (z vlastní vůle či z neexistence jiných příležitostí) financování prostřednictvím bankovního sektoru. Na trhu chybí nové emise akcií, nejsou zde (kromě snad desítky titulů) likvidní emise, neexistuje poptávka od drobných investorů.

Stejně tak jsou známy důvody, proč se za dosud nepodařilo vytvořit fungující kapitálový trh. Nedokonalá legislativa ve spojení se slabým dozorem nad účastníky trhu a nevýkonným soudním systémem výrazně podkopaly důvěru investorů. Ani stát po umělé privatizaci do rukou privatizačních fondů, drobných investorů a „úspěšných“ zájemců z dražeb, nepokračoval na konci devadesátých let v rozvoji trhu prostřednictvím privatizace velkých státních balíků přes kapitálový trh. Již z historie je však známá nechuť ministerstva financí k takovému kroku, který by přinesl méně peněz, než prodej celého balíku jedinému investorovi mimo trh. Okamžitý výdělek k pokrytí vysokých deficitů veřejných financí je zde preferován před podporou kapitálového trhu, která by v dlouhodobém horizontu přinesla vyšší zisky podniků i růst celkové ekonomiky.

Několik let Komise pro cenné papíry volá po vyšší emisní aktivitě podniků a větší angažovanosti podniků i jednotlivců na kapitálovém trhu. Tu však musí stát podpořit právním rámcem, ochranou investorů a v neposlední řadě samotnou infrastrukturou kapitálového trhu. Nové zákony upravující podnikání na kapitálovém trhu by měly řešit zastaralé úpravy v našich zákonech a harmonizovat naše právo s evropským.

Podniky i obchodníci by tak měli získat evropské pasy pro nabízení služeb a kapitálu i za hranicemi České republiky (*nejde o žádný dokument, ale o právní institut, který znamená, že na základě harmonizovaných zásad dostává podnikatel EU pouze jedno povolení - licenci pro poskytování finančních služeb v členských zemích*). Tento institut by měl působit i opačně tzn.umožnit podnikání v tuzemsku také zahraničním osobám. Důležitým aspektem pro příští přežití pražské burzy je vyřešení rychlého, kvalitnějšího a levnějšího vypořádání a evidence cenných papírů.

Další úpravy se týkají daňové reformy, např. snížení daňového zatížení u subjektů kolektivního investování, uplatňování mezinárodních účetních standardů u kotovaných podniků (povinně od roku 2005), zakotvení principů správy a řízení společností (corporate governance) do zákonů a burzovních pravidel, či posílení nezávislosti auditorů.

Spotřebitelské ceny

Na konci roku 2006 meziroční růst hladiny spotřebitelských cen dosáhl 2,7 %. K nárůstu inflace oproti roku 2005 přispělo hlavně zvýšení regulovaných cen energií a změny věcně usměrňovaných cen. Většina administrativních opatření byla (na rozdíl od roku 2005) načasována na počátek roku 2006, což zvýšilo meziroční cenový růst v prvních měsících roku. Dlouhodobě je inflace tažena zejména cenami elektřiny a plynu pro domácnosti, což se projevuje v růstu nákladů na bydlení.

Ceny ropy a ostatních komodit se v posledních letech výrazně zvýšily. Cena ropy Brent dosáhla na počátku srpna nové rekordní hodnoty téměř 80 USD/barel, ale vzápětí mírně klesla vzhledem k tomu, že riziko konfliktu na Středním Východě se snížilo. Nicméně nízká úroveň kapacity přebytečné nabídky ropy, nedostatečné kapacity rafinérií a pokračující geopolitická rizika naznačují, že ceny ropy zůstanou v nejbližší době vysoké. Nepřímé efekty se ve spotřebitelských cenách projevují zatím minimálně, přesto vysoké ceny ropy představují do budoucna významné inflační riziko.

Pro rok 2007 je očekáváno zvýšení průměrné míry inflace na 3,0 %. K jejímu nárůstu by měly přispět kromě zvýšení regulovaných cen energií a vyšších cen potravin i další etapy harmonizace spotřebních daní u cigaret a změny věcně usměrňovaných cen. Současně bude zahájen proces postupného narovnávání cen dosud regulovaného nájemního bydlení.

HDP

Prognóza růstu HDP pro roky 2006 i 2007 zůstává prakticky stabilní. Odhadovaný růst HDP za rok 2006 je 5,6 % a pro rok 2007 je to 4,7 %. Analytici i nadále očekávají, že snižující se tempo růstu přebytku obchodní bilance bude nahrazováno spotřebou domácností. Klesající dynamika čistých exportů je dána očekávaným zpomalením v zahraničí a vyššími dovozy díky rostoucí domácí spotřebě. Mírné ochlazení ekonomiky v roce 2007 je očekáváno vlivem vymizení pozitivního efektu, daného letošním zahájením výroby v automobilce TPCA.

Úrokové sazby

Ke konci roku 2006 byly referenční úrokové sazby ČNB nastaveny následovně: 2T repo sazba na 2,5 %, diskontní sazba na 1,5 % a lombardní sazba na 3,5 %.

Pohyb výnosové křivky mezibankovních úrokových sazeb PRIBOR byl na konci roku 2006 ovlivněn sílícími očekáváními účastníků peněžního trhu na růst základních úrokových sazeb. Na základě toho došlo k posunu dlouhého konce peněžní výnosové křivky směrem nahoru. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR dosáhla na konci roku 2006 hodnoty 2,6 %. V roce 2007 je odhadována průměrně na úrovni 2,9 %.

Výnosy do doby splatnosti 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely (ČNB harmonizovala metodiku sledování dlouhodobých úrokových sazeb tak, aby odpovídala jejich vykazování pro plnění příslušného Maastrichtského kritéria) od února tohoto roku pozvolna rostly. V prosinci dosáhly hodnoty 4,1 % (roční sazba). Tento posun spíše souvisí s děním na mezinárodních kapitálových trzích než s vývojem domácích fundamentálních veličin. Pro rok 2007 je odhadován průměrný výnos 10letých státních dluhopisů 4,5 % .

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

Tabulka 2: Přehled makroekonomických veličin a jejich prognóza

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hrubý domácí produkt růst v %, s.c.	1,9	3,6	4,2	6,1	5,6	4,7
Spotřeba domácností růst v %, s.c.	2,2	6,0	2,6	2,3	3,9	4,2
Spotřeba vlády růst v %, s.c.	6,7	7,1	-3,2	0,7	-1,0	0,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu růst v %, s.c.	5,1	0,4	4,7	3,6	6,5	7,8
Deflátor HDP růst v %, s.c.	2,8	0,9	3,5	0,9	1,4	2,6
Průměrná míra inflace %	1,8	0,1	2,8	1,9	2,7	3,0
Zaměstnanost růst v %	-0,8	-0,7	-0,6	1,2	1,6	1,0
Míra nezaměstnanosti průměr v %	7,3	7,8	8,3	7,9	7,2	6,7

Objem mezd a platů růst v %, b.c.	6,6	6,0	6,4	6,6	7,7	7,8
Podíl BÚ na HDP %	-5,5	-6,2	-6,0	-2,1	-3,4	-2,4
Dlouhodobé úrokové sazby % p.a.	4,9	4,1	4,8	3,6	4,1	4,5

Zdroj: MFČR a ČNB (www.mfcr.cz, www.cnb.cz)

5.2 Způsoby měření a řízení výkonnosti v podnicích ČR

V roce 2006 proběhl v rámci výzkumu na Fakultě managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně písemný dotazníkový průzkum, který se zaměřil na způsoby měření a řízení výkonnosti a další aspekty finančního řízení v podnicích ČR. Byli osloveni finanční manažeři celkem 148 podniků a zpět získáno 65 vyplněných dotazníků (tj. 44 %).

Cílem průzkumu bylo získat základní informace o následujících oblastech finančního řízení současných podniků ČR:

- hlavní cíle podniku
- měření výkonnosti a používaná měřítka
- vybrané koncepty měření a řízení výkonnosti
- sledování nákladů na kapitál
- měřítka investičního rozhodování
- faktory ovlivňující náklady kapitálu, finanční strukturu a hodnotu podniku

Formulář dotazníku tvoří Přílohu A a jeho kvantitativní zpracování je součástí Přílohy B.

Základní charakteristika vzorku podniků

Mezi základní charakteristiky podniků byly zařazeny: oblast podnikání, počet zaměstnanců a velikost obratu. Z pohledu hlavního druhu činnosti je možné rozdělit vzorek do pěti skupin, přičemž více jak polovinu (54 %) tvoří podniky, které provozují výrobu nebo stavební činnost. Další část je tvořena podniky zabývající se obchodní nebo finanční činností (15 %) a poskytující služby (15 %). Nejmenší podíl pak tvoří podniky, které mají jako převažující činnost pronájem (8 %) nebo jiný předmět podnikání (8 %).

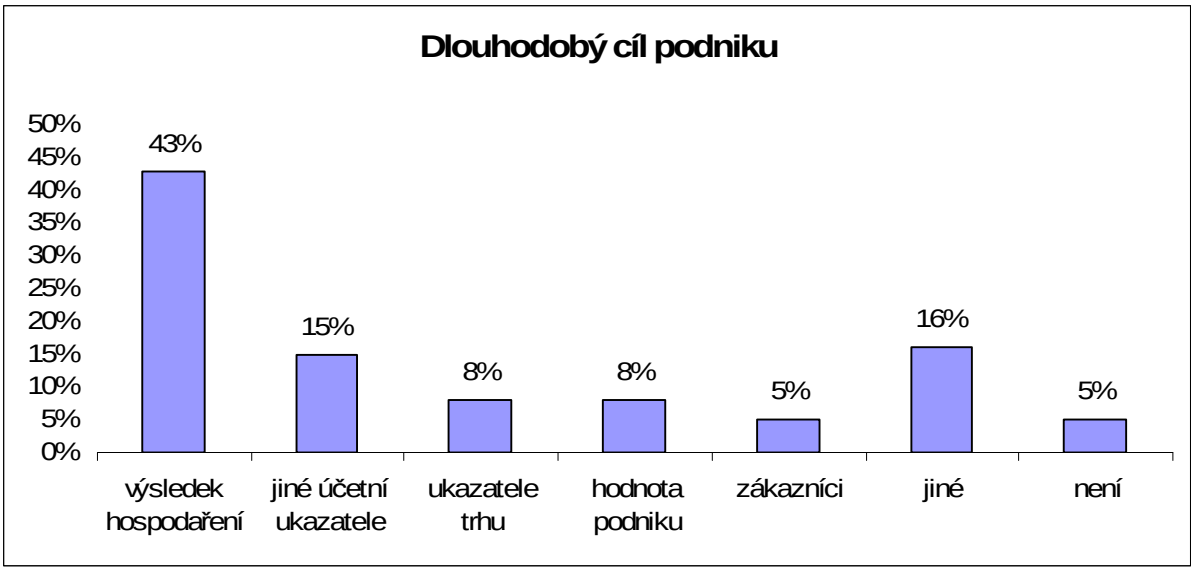
Co se počtu zaměstnanců týče, jsou poměrně rovnoměrně zastoupeny všechny čtyři kategorie, podle kterých jsou podniky rozděleny. Největší zastoupení (36 %) mají podniky, jejichž počet zaměstnanců je mezi 51 až 250. Vysoký je

rovněž podíl podniků s počtem zaměstnanců nad 250 (25 %). Zbývající část tvoří menší podniky s 11 až 50 zaměstnanci (22 %) a do 10 zaměstnanců (17 %).

Podle velikosti ročního obratu lze také považovat skupinu podniků za diverzifikovanou. Menší obrat, což je v rámci dotazníkového průzkumu částka do 50 mil.Kč, má 34 % podniků. Dalších 12 % podniků dosahuje ročního obratu v rozmezí 50 až 100 mil.Kč. Zbývající část podniků má obrat vyšší jak 100 mil.Kč ročně, přičemž 27 % je v rozmezí 100 až 250 mil.Kč a dalších 27 % má obrat vyšší jak 250 mil.Kč.

Podle uvedených charakteristik je soubor podniků různorodý a jsou zastoupeny podniky všech základních kategorií a regionů. Soubor lze považovat za representativní vzorek podnikatelského prostředí ČR.

Dlouhodobý cíl podniku



Obrázek 8: Dlouhodobé cíle podniků v ČR

Úvodní otázka byla zaměřena na existenci a charakteristiku hlavního cíle podniku. Z 65 podniků pouze 5 podniků nepotvrdilo existenci dlouhodobého cíle. Celkem 4 podniky uvedly, že mají stanovený dlouhodobý cíl(e), ale tento cíl(e) dále necharakterizovaly. Zbývajících 56 podniků uvedlo dlouhodobý cíl(e) podnikání. Téměř polovinu (43 %) ze všech uvedených dlouhodobých cílů podniků tvořil výsledek hospodaření v podobě účetního zisku a je zřejmé, že tento tradiční dlouhodobých cíl podniku stále výrazně dominuje. Dalších 15 % cílů bylo definováno jinými účetními ukazateli (především tržby, rentabilita, účetní přidaná hodnota). Více jak polovina všech dlouhodobých cílů tedy vycházela z hodnot, které poskytuje účetnictví podniku, a je zřejmá přetrvávající silná orientace na tradiční účetní ukazatele. Na ukazatele trhu (tržní podíl,

postavení vůči konkurenci apod.) bylo orientováno cca 8 % dlouhodobých cílů. Dalších 5 % cílů bylo nějakým způsobem zaměřeno na zákazníky podniků. Pouze 8 % ze všech uvedených dlouhodobých cílů bylo definováno zvyšováním hodnoty podniku. Zbývajících část tvořily jiné specifické cíle (normy ISO, management kvality aj.).

Měření výkonnosti

Další otázky byly zaměřeny na systém měření výkonnosti v podniku. Většinou podniky uváděly několik měřítek. Jako nejčastější měřítko podnikové výkonnosti (u 69 % podniků) byla uváděna absolutní výše zisku. Druhým nejčastějším využívaným ukazatelem výkonnosti byla pak velikost obratu, které jako měřítko výkonnosti využívalo 51 % oslovených podniků. Následovaly ukazatele jako rentabilita kapitálu (35 %), podíl na trhu (26 %) a zisková marže (25 %). Tvorbu hodnoty pro vlastníky uvedlo 22 % podniků, velikost exportu 18 % a 3 % podniků měřilo výkonnost velikostí vyplácených podílů na zisku. Existenci jiných výkonnostních měřítek potvrdilo pouze 5 podniků (tj. cca 8 %), přičemž byly uvedeny ukazatele jako podíl osobních nákladů na účetní přidané hodnotě, ukazatele rentability, počet reklamací, index spokojenosti zákazníků, vyrovnanost rozpočtu aj. Je zřejmé, že dominantním měřítkem výkonnosti v analyzovaných podnicích byla hodnota účetního zisku a tržby.

Existenci systému měření výkonnosti a jeho využívání potvrdilo 65 % dotázaných podniků. Celkem 26 % podniků uvedlo, že výkonnost nijak neměří. Ve fázi tvorby a implementace systému měření výkonnosti bylo 5 % podniků a ve fázi plánování byla 2 % podniků. Zbývající podniky uvedly jinou možnost. Další otázky byly určeny podnikům, které potvrdily existenci systému měření výkonnosti.

Ze základních charakteristik systému měření výkonnosti (mohlo být označeno více odpovědí) bylo nejčastěji uváděno měření na základě finančních ukazatelů (možnost zvolena u 57 % podniků) a srovnání se stanoveným plánem (uvedlo 52 % podniků). Část podniků (15 %) uvedlo systém měření výkonnosti podle stanovených norem. Asi 11 % podniků využívalo management kvality (Total Quality Management). Pouze 5 % podniků potvrdilo existenci konceptu BSC a 6 % uvedlo jiný systém měření bez bližší charakteristiky.

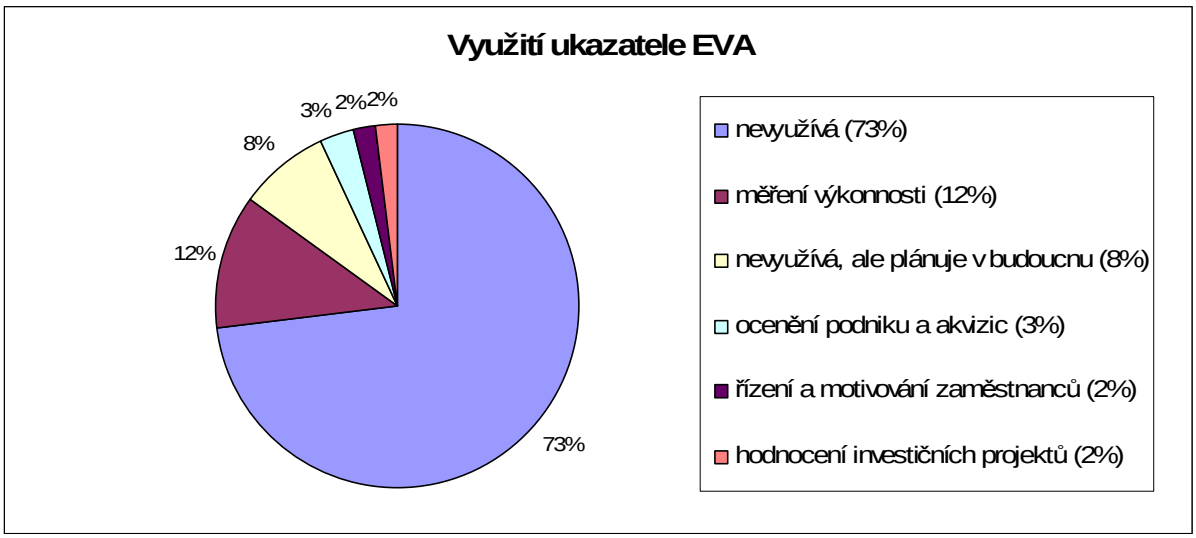
Pro úspěšné řízení výkonnosti podniku je nezbytné provázat dosahované výsledky se systémem odměňování (Young - O´Byrne, 2001). Celkem 69 % podniků potvrdilo tuto provázanost.

Ty podniky, které nemají zavedený systém měření výkonnosti, uvedly jako nejčastější důvod spokojenost se současným stavem, pracovní vytíženost zaměstnanců nebo absenci důvodů pro měření výkonnosti.

Vybrané koncepty měření a řízení výkonnosti

Další skupina otázek byla zaměřena na vybrané koncepty měření a řízení výkonnosti – tradiční finanční analýzu (FA) a z moderních metod byla vybrána ekonomická přidaná hodnota (EVA) a Balanced Scorecard (BSC). Více o těchto konceptech je uvedeno v literatuře (Pavelková - Knápková, 2005; Stewart, 1991; Young - O´Byrne, 2001 a další). Přibližně třetina podniků potvrdila využívání nástrojů FA nejen při hodnocení minulosti, ale i pro hodnocení budoucího plánovaného vývoje podniku. Další třetina používala FA k hodnocení minulého a současného vývoje finančního zdraví podniku. Zbývající podniky nástroje FA vůbec nepoužívaly.

Pouze malá část podniků potvrdila využití ukazatele EVA ve svém řízení (viz. obrázek 9). Celkem 12 % uvedlo, že ukazatel využívá k měření výkonnosti jako součást FA. Avšak 32 % podniků bylo spokojeno se stávajícím systémem řízení a 5 % podniků vůbec nepovažovalo koncept EVA za vhodný nástroj ke zvýšení výkonnosti podniku. Naopak 8 % podniků dosud ukazatele EVA nevyužívalo, ale v budoucnu o jeho využití uvažuje. Jen výjimečně bylo uvedeno využití ukazatele jako nástroje řízení a motivování zaměstnanců (2 %), nástroje ocenění podniku a akvizic (3 %) a nástroje hodnocení investičních projektů (2 %). Ostatní podniky (36 %) nevybraly žádnou z nabízených variant a otázku vynechaly.



Obrázek 9: Využití ukazatele EVA v řízení podniků v ČR

Na otázku, zda je v ČR dostatek vhodných metodik pro implementaci hodnotové koncepce a ukazatele EVA v řízení podniku, odpovědělo 48 % podniků, že neví. Pouze 5 % podniků se domnívalo, že použitelných nástrojů je dostatek a naopak 15 % podniků bylo přesvědčeno o tom, že takové nástroje v současné době chybí. Ostatní podniky (32%) tuto otázku vynechaly. V případě, že by podnikům byla známa vhodná metodika k implementaci hodnotového přístupu a ukazatele EVA do řízení, celkem 8 % podniků by se pokusilo o implementaci a 42 % by implementaci zvážilo. Asi 20 % podniků by o implementaci i přesto neuvažovalo a 5 % by využilo služeb některé z konzultačních firem. Zbývajících 15 % podniků otázku vynechalo.

Další otázka byla zaměřena na hodnocení vlivu vybraných faktorů na celkovou hodnotu podniku. Více jak v polovině případů byl nejsilnější vliv na hodnotu podniku přiřazen faktoru v podobě dlouhodobého dosahování zisku. Významný vliv byl rovněž přiřazen ziskové marži a efektivnosti investic. Střední vliv měl dle názoru oslovených manažerů růst tržeb. Malý vliv na hodnotu podniků měla efektivnost řízení ČPK a náklady na podnikový kapitál. Minimální vliv pak byl přidělen faktoru v podobě daňových sazeb.

Pouze 3 % dotázaných podniků potvrdilo využívání konceptu BSC ve svém řízení a další 2 % byla ve fázi implementace BSC. Většina podniků koncept BSC znala a 20 % uvažovala o jeho zavedení. Avšak 55 % podniků o implementaci neuvažovalo. Celkem 20 % podniků koncept BSC vůbec neznalo nebo otázku ignorovalo.

Náklady kapitálu

Náklady kapitálu a zejména stanovení nákladů na vlastní kapitál je jedním ze základů hodnotové koncepce a předpokladem stanovení správné výše EVA. Jde také o jeden z nových pohledů na výkonnost podniku, který hodnotový přístup přináší oproti tradičním ukazatelům. Další otázky byly zaměřeny na náklady kapitálu a finanční strukturu podniku.

Celkově podniky vykazovaly poměrně nízké zadlužení krátkodobými a střednědobými úvěry a minimální zadlužení úvěry dlouhodobými. U podniků, které potvrdily využívání krátkodobých bankovních úvěrů (cca 31 %) je průměrný podíl těchto úvěrů na jejich celkových úvěrech cca 62 % (8 podniků ze 20 uvedlo 100 % podíl). Přibližně 23 % podniků potvrdilo využívání střednědobých úvěrů a průměrný podíl těchto úvěrů byl 70 % (5 podniků z 15 uvedlo 100 % podíl). Pouze 3 podniky (5 %) potvrdily využívání dlouhodobých úvěrů a průměrný podíl na jejich celkových úvěrech byl 45 %. Ostatní podniky (41 %) nepotvrdily využívání bankovních úvěrů. Průměrná sazba bankovních

úvěrů nevykazovala výrazné odlišnosti mezi krátkodobými a dlouhodobými úvěry a pohybovala se mírně nad 5 % p.a.

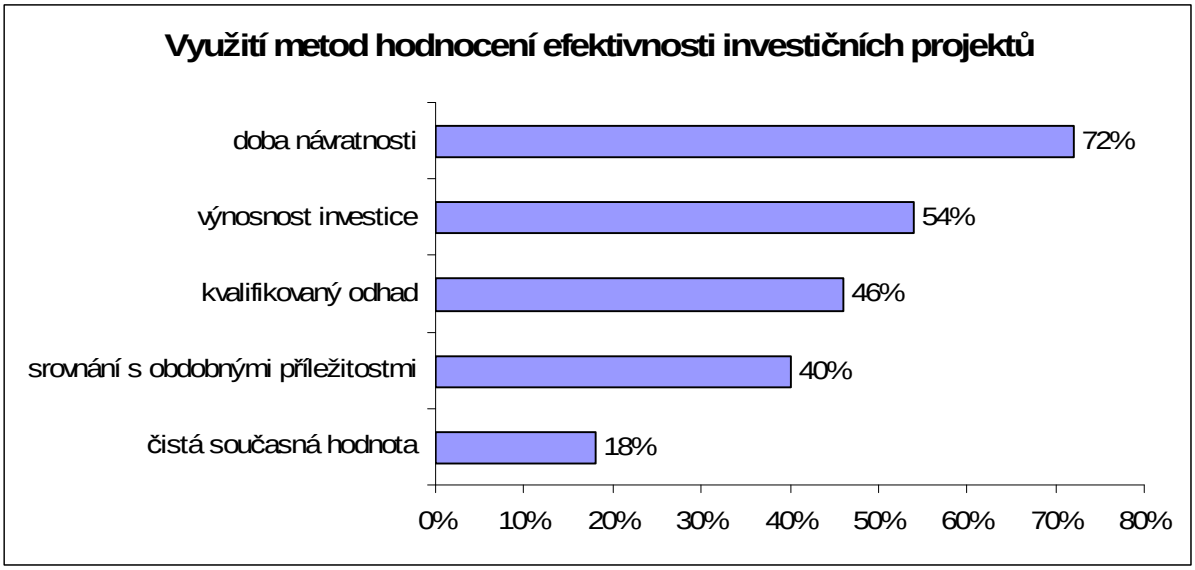
Dále měly podniky seřadit faktory s vlivem na náklady CK podle významnosti. Nejvýraznější vliv byl přiřazen zadluženosti podniku, podnikatelskému riziku, velikosti a kvalitě zástav. Střední vliv při přisouzen minulým a očekávaným peněžním tokům podniku. Malý vliv na náklady cizího kapitálu má dle podniků kvalita managementu a politika ČNB.

Další otázky se zaměřily na náklady VK. Podle očekávání 85 % podniků tyto náklady nekalkulovalo. U zbývajících podniků činily průměrné náklady VK cca 9 % p.a. Z metod, které byly při stanovení nákladů VK využívány byl nejčastěji uváděn kvalifikovaných odhad. Sofistikovanější metody určení nákladů na VK byly zmíněny jen výjimečně. Jako nejvýznamnější faktor ovlivňující náklady VK bylo označeno podnikatelské riziko, menší vliv byl přiřazen zadluženosti. Malý vliv na náklady VK byl přisuzován minulému a očekávanému cash flow.

Co se týče vlivu faktorů na finanční strukturu podniku byl nejvýznamnější vliv přidělen dostupnosti zdrojů, majetkové struktuře podniku a negativnímu postoji k riziku. Střední vliv měly náklady kapitálu. Malý vliv pak obavy vlastníků ze zředění podílů a průměrné hodnoty zadlužení v odvětví.

Investiční rozhodování

Poslední otázky dotazníkového průzkumu se zaměřily na investiční rozhodování v podniku. Většina podniků vybrala více jak jednu z možností vyhodnocování investičních záměrů. Mezi nejčastější metody hodnocení efektivnosti investičních projektů patřila doba návratnosti (zmíněno u 72 % podniků). Z dalších metod byly pak využívány především výnosnost investice (54 %), kvalifikovaný odhad (46 %) a srovnání s obdobnými příležitostmi (40 %). Poměrně málo (18 %) byla využívána metoda čisté současné hodnoty, která je východiskem hodnotového přístupu. Pakliže docházelo k využívání metody čisté současné hodnoty byla diskontní sazba stanovena převážně kvalifikovaným odhadem (38 %) nebo vycházela z běžných úrokových sazeb na finančních trzích (37 %). Zřídka byla ke stanovení diskontní sazby využívána hodnota rentability kapitálu dosahovaná v podniku a jen výjimečně hodnota nákladů na kapitál.



Obrázek 10: Využití metod hodnocení efektivnosti investičních projektů

Shrnutí výsledků dotazníkového průzkumu

Dotazníkovým průzkumem bylo zjištěno, že v dlouhodobých cílech i v běžném finančním řízení podniků ČR a hodnocení jejich výkonnosti dominovala silná orientace na tradiční účetní ukazatele a především na účetní hodnotu zisku. Pakliže podniky potvrdily existenci systému měření výkonnosti, jednalo převážně o sledování účetního zisku popř. výše tržeb a jejich srovnání se stanoveným plánem. Plnění těchto ukazatelů bylo obvykle propojeno s odměňováním zaměstnanců. V případě existence systému sledování výkonnosti podniky téměř vždy potvrdily jeho soulad ze strategií a dlouhodobými cíli podniku. Spokojenost se stávajícím stavem a pracovní zaneprázdněnost bývají uváděny jako hlavní příčiny absence systému sledování výkonnosti.

Více jak dvě třetiny podniků využívala nástroje FA a přibližně polovina znala ukazatel EVA. Ukazatel byl však v praxi využíván jen výjimečně a pouze jako součást zpětné finanční analýzy. Téměř nikdy nebyl využíván ve finančním řízení podniku, systému odměňování nebo investičním rozhodování. Většina podniků neznala vhodné metodiky a nástroje pro implementaci tohoto ukazatele do svého řízení, avšak v případě jejich existence projevila o implementaci zájem. Neznalost podstaty hodnotové koncepce a ukazatele EVA v podnikové praxi byla potvrzena také přisouzením nejvyššího vlivu na hodnotu podniku faktoru v podobě účetního zisku a naopak velmi malý vliv byl přidělen nákladům kapitálu.

Koncept BSC, který je doporučován jako vhodný nástroj implementace ukazatele EVA v řízení podniku, nebyl v oslovených podnicích téměř vůbec využíván a více jak polovina podniků ani o tento koncept neprojevila zájem.

Podniky nepovažovaly náklady kapitálu za významný faktor ovlivňující hodnotu podniku. Z důvodu nesledování nákladů vlastního kapitálu preferovaly financování vlastními zdroji oproti vnějšímu zadlužení. Oslovené podniky v případě financování cizím kapitálem upřednostňovaly krátkodobé úvěry. Na finanční rozhodování měly v oslovených podnicích vliv především míra zadlužení, dostupnost zdrojů, přístup k riziku a také velikost a kvalita zástav. Přehlížení průměrných nákladů kapitálu jako významného faktoru finančního rozhodování je logickým důsledkem nesledování nákladů vlastního kapitálu.

V investičním rozhodování převládaly metody doby návratnosti a výnosnosti investic. Metoda čisté současné hodnoty nebyla příliš využívána, stejně jako diskontní faktor v podobě nákladů kapitálu.

Dotazníkový průzkum potvrdil předpokládané charakteristiky stávající podnikové praxe v ČR. Podniky při finančním řízení preferovaly tradiční účetní ukazatele a měřítka. Ačkoliv bylo potvrzeno obecné povědomí o hodnotovém přístupu a ukazateli EVA, jeho využití stejně jako využití konceptu BSC bylo v podnikové praxi výjimečné. Podniky nesledovaly implicitní náklady vlastního kapitálu a celkové náklady kapitálu nebyly faktorem, který by významně ovlivňoval jejich finanční nebo investiční rozhodování. Pozitivní je skutečnost, že značná část podniků projevila zájem o možnost implementace hodnotové koncepce a ukazatele EVA ve svém finančním řízení, pakliže by byla k dispozici vhodná metodika.

5.3 Analýza výkonnosti vybraných podniků

Jednou ze složek výzkumné části práce je analýza výkonnosti vybraných domácích podniků prostřednictvím finanční analýzy a vybraných moderních metod hodnocení výkonnosti. Součástí analýzy výkonnosti je výpočet tvorby EVA v těchto podnicích a identifikace hlavních faktorů, které tvorbu hodnoty ovlivňují. Bylo vybráno pět větších podniků - akciových společností. Tyto podniky jsou, vyjma podniku TOMA, označeny fiktivními názvy ALFA, BETA, GAMA, DELTA z důvodu zachování jejich anonymity, která byla ze strany managementu požadována.

Hlavním nástrojem analýzy výkonnosti ve vybraných podnicích se stal soubor softwarové aplikace MS Excel, který byl navržen a sestaven pro potřeby této DP. Tento **S**oubor pro **A**nalýzu **T**vorby **E**VA (ve zkratce SATE) obsahuje:

- výpočet hlavních finančních ukazatelů (ČPK, EBIT, EBITDA aj.)
- horizontální a vertikální analýzu hlavních účetních výkazů
- výpočet všech běžných poměrových ukazatelů finanční analýzy
- výpočet souhrnných ukazatelů (Z-skóre, IN 01 aj.)
- srovnání hlavních finančních ukazatelů s oborovými průměry
- metodiku pro aktivaci předmětů leasingových smluv
- přibližný výpočet ukazatele CFROI
- výpočet hodnoty operativních aktiv (NOA)
- výpočet hodnoty operativního výsledku hospodaření (NOPAT)
- výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC)
- výpočet vytvořené ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- pyramidální rozklady vlivů položek na meziroční změnu EVA
- citlivostní analýzu vlivů položek na hodnotu EVA

SATE je vytvořen tak, aby byl snadno využitelný finančními manažery podniku. Pro získání správných informací je nutné zadat potřebné vstupní hodnoty a další doplňující údaje. SATE obsahuje řadu doplňujících komentářů jednotlivých položek úprav a propočtů, přesto je nutná základní znalost problematiky finančního řízení a ukazatele EVA.

Za každý ze zkoumaných podniků byla prostřednictvím SATE zpracována podrobná finanční analýza a analýza tvorby EVA za období 2000 až 2005. Vzhledem k jejich rozsáhlosti jsou v elektronické podobě součástí Přílohy B. V následující popisné části případových studií podniků jsou prezentovány pouze hlavní relevantní informace a údaje ve vztahu k tvorbě EVA. Při zpracovávání DP a zkoumání tvorby EVA v analyzovaných podnicích však bylo uvažováno o všech skutečnostech zjištěných prostřednictvím SATE jednotlivých podniků.

Cílem této části výzkumu je na vybraném vzorku podniků identifikovat hlavní společné charakteristiky ve vztahu k možnosti využití ukazatele EVA v systému měření a řízení výkonnosti podniku. Dílčí analýzy tvorby EVA za uplynulé pětileté období v jednotlivých podnicích mají odhalit hlavní finanční aspekty tvorby hodnoty. Souhrnné výsledky a společné závěry případových studií by měly sloužit jako jedno ze základních východisek vhodné metodiky nebo souboru doporučení pro využití ukazatele EVA v podnicích ČR. Důležitým smyslem případových studií je také ověření praktické využitelnosti SATE.

5.3.1 Charakteristika vybraných podniků

Vzorek podniků byl zvolen tak, aby byl v souladu s účelem a cílem DP, která je zaměřena na střední a velké akciové společnosti. Z pěti analyzovaných podniků se tři zabývají výrobou a to z oblastí chemického průmyslu, zpracování a výroba kovů a stavebnictví. Další dva podniky poskytují především služby jiným průmyslovým podnikům, které spočívají v pronájmu nemovitostí a redistribuce energií.

Podnik **TOMA, a.s.** má sídlo v Otrokovicích. Celková účetní hodnota majetku podniku byla k 31.12.2005 cca 1.419 mil.Kč a výše tržeb v roce 2005 byla cca 300 mil.Kč. Průměrný přepočtený stav zaměstnanců byl v roce 2005 celkem 171. Hlavní činností podniku je především správa průmyslového areálu v Otrokovicích o rozloze cca 100 ha. V tomto areálu zajišťuje podnik především distribuci energií, čištění odpadních vod, pronájem a správu nemovitostí. Mezi další činnosti podniku patří rovněž poskytování finančního leasingu a developerská činnost v Otrokovicích a ve Zlíně. Historie podniku se datuje od 30. let minulého století, kdy byl založen známým podnikatelem panem Tomášem Baťou. Tento podnik také již několik let spolupracuje s FaME UTB ve Zlíně a aktivně se účastní několika výzkumných projektů. Ukázka implementace ukazatele EVA do řízení podniku TOMA, a.s. je součástí této DP jako samostatná detailní případová studie. Akcie tohoto podniku jsou obchodovány na volném trhu BCPP, a.s..

Podnik **ALFA, a.s.** je průmyslový výrobní podnik a má sídlo ve Zlínském kraji. Celková účetní hodnota majetku podniku byla k 31.12.2005 cca 461 mil.Kč a výše tržeb v roce 2005 byla cca 464 mil.Kč. Průměrný přepočtený stav zaměstnanců byl v roce 2005 celkem 241. Hlavní činností podniku je především výroba nátěrových hmot. Podnik má dlouhou historii, byl založen ve 20. letech minulého století a patří mezi největší producenty nátěrových hmot v ČR.

Podnik **BETA, a.s.** má sídlo v Plzeňském kraji. Celková účetní hodnota majetku podniku byla k 31.12.2005 cca 411 mil.Kč a výše tržeb v roce 2005 byla cca 555 mil.Kč. Průměrný přepočtený stav zaměstnanců byl v roce 2005 celkem 662. Hlavní činností podniku je výroba slévárenských odlitků. Podnik byl založen v 50. letech minulého století a řadí se mezi přední evropské výrobce přesných odlitků. Akcie tohoto podniku jsou obchodovány na volném trhu BCPP, a.s..

Podnik **GAMA, a.s.** má sídlo v Jihomoravském kraji. Celková účetní hodnota majetku podniku byla k 31.12.2005 cca 708 mil.Kč a výše tržeb v roce 2005 byla cca 81 mil.Kč. Průměrný přepočtený stav zaměstnanců byl v roce 2005

celkem 51. Hlavní činností podniku je pronájem nebytových prostor v obchodních areálech. Podnik byl založen v 50. letech minulého století.

Podnik **DELTA, a.s.** má sídlo ve Zlínském kraji. Celková účetní hodnota majetku podniku byla k 31.12.2005 cca 1.685 mil.Kč a výše tržeb v roce 2005 byla cca 2.417 mil.Kč. Průměrný přepočtený stav zaměstnanců byl v roce 2005 celkem 442. Hlavní činností podniku je výroba a ukládání betonových směsí. Historie podniku se datuje od 90.let minulého století.

Při finanční analýze zkoumaných podniků byly použity nejznámější metody finanční analýzy účetních výkazů, mezi které patří horizontální a vertikální analýza, poměrové a souhrnné ukazatele. Horizontální analýza sleduje meziroční procentuelní změny jednotlivých položek výkazů. Vertikální analýza zase poměřuje procentní podíl jednotlivých položek k souhrnné položce. Poměrové ukazatele zkoumají finanční aspekty podniku prostřednictvím poměru dvou nebo více položek výkazů a člení se do několika základních skupin v závislosti na tom jakou stránku finanční vlastností podniku charakterizují. Jde o ukazatele *rentability, zadluženosti, aktivity, likvidity* a *ostatní*. Výhodou poměrových ukazatelů je nezávislost na velikosti podniku, která umožňuje snadné srovnání.

5.3.2 Hlavní účetní položky zkoumaných podniků a jejich vývoj

Podnik TOMA

Tabulka 3: Vybrané položky rozvah podniku TOMA

TOMA	2000	2001	2002	2003
Aktiva celkem	1 464 337	1 468 620	1 353 721	1 359 873
DM	1 266 497	1 263 992	1 189 215	1 203 948
DNM	1 475	638	778	577
DHM	495 141	488 973	501 095	535 300
DFM	769 881	774 381	687 342	668 071
Oběžná aktiva	197 831	204 392	163 967	155 890
Čas. rozlišení aktiv	9	236	539	35
Vlastní kapitál	1 288 051	1 300 023	1 306 529	1 314 137
Cizí zdroje	162 251	149 793	27 914	22 679
Čas. rozlišení pasiv	14 035	18 804	19 278	23 057

TOMA	2004	2005
Aktiva celkem	1 374 118	1 418 975
DM	1 195 313	1 236 501

DNM	482	302
DHM	526 960	560 196
DFM	667 871	676 003
Oběžná aktiva	178 678	182 146
Čas. rozlišení aktiv	127	328
Vlastní kapitál	1 329 207	1 361 523
Cizí zdroje	20 486	35 081
Čas. rozlišení pasiv	24 425	22 371

Celková účetní hodnota majetku podniku TOMA rovnoměrně klesá od roku 2000 až do roku 2004. V roce 2005 došlo zejména v důsledku zvýšení investičních aktivit podniku k mírnému nárůstu. Dlouhodobý majetek (DM) tvoří téměř 90 % hodnoty aktiv. Dlouhodobý nehmotný majetek (DNM) je zcela minimální. Podnik má velmi vysoký podíl finančních investic na celkovém majetku (cca 50 %), přičemž tento majetek je tvořen v naprosté většině podíly v ovládaných a řízených osobách. Dlouhodobý hmotný majetek (DHM), který tvoří necelých 40 % aktiv, se skládá především ze staveb a samostatných movitých věcí. Oběžná aktiva (OA) jsou tvořena především krátkodobými i dlouhodobými pohledávkami, přičemž pohledávky dlouhodobé tvoří převážně pohledávky za ovládanými a řízenými osobami. Velmi nízký je podíl CK na celkových zdrojích (cca 2 % v roce 2005). VK je tvořen základním kapitálem, který je snížen o vysokou ztrátu z minulých let v důsledku povodní v roce 1997, které zasáhly areál podniku. Z hlediska vývoje položek výkazů došlo k několika významnějším změnám. Finanční investice vykázaly v roce 2002 pokles cca o 11 %, jako účetní důsledek ukončení likvidace dceřiné společnosti. Z hlediska dlouhodobého vývoje je zřejmý pokles krátkodobých pohledávek z obchodního styku a nárůst dlouhodobých pohledávek za ovládanými a řízenými osobami. Celkově se však objem pohledávek snižuje. Podíl CK na pasivech se výrazně snížil v roce 2002 (z 10 na 2 %), protože byl započten krátkodobý závazek vůči dceřiné společnosti.

Tabulka 4: Vybrané položky výsledovek podniku TOMA

TOMA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výnosy celkem	245 313	250 509	362 007	286 918	334 299	353 549
Náklady celkem	237 165	238 537	353 301	279 310	321 429	321 233
EAT	8 148	11 972	8 706	7 608	12 870	32 316
EBT	8 148	11 972	8 706	7 608	12 870	34 249
EBIT	12 750	14 432	9 684	7 608	12 870	34 249
EBITDA	63 014	68 760	67 051	68 293	81 397	107 623

Z výkazů zisků a ztrát je patrné, že podnik dosahuje po celé sledované období účetní zisk, který má kolísavou tendenci s výraznějším nárůstem v roce 2005.

Většinu výnosů tvoří tržby za vlastní výrobky a služby (81 až 93 %). Tržby podniku po celé sledované období mírně rostou, přičemž v letech 2003 a 2005 až o 10 %. V roce 2002 se významnou měrou na celkových výnosech a nákladech podílely ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady v důsledku zmíněných účetních operací v souvislosti s ukončením likvidace dceřiného podniku. Výkonová spotřeba tvoří téměř polovinu veškerých nákladů (40 až 50 % poměr k výnosům). Další největší nákladové položky jsou osobní náklady (ON), které tvoří 11 až 18 % výnosů, a odpisy (20 až 22 % výnosů). Z výkazů zisků a ztrát je v letech 2000, 2002 a 2004 patrný podstatný vliv tvorby a rozpouštění opravných položek (OP) a rezerv. Vyjma roku 2005 podnik neměl splatnou daň z příjmu v důsledku vysokých daňově uplatnitelných ztrát z minulých let. Náklady vykazují rovnoměrný trend vývoje stejně jako tržby podniku.

Mezi výsledovkové údaje byly zařazeny i ukazatele zisku jako EAT (Earnings After Taxes) tj. čistý zisk. Ukazatel EBT (Earnings Before Taxes) tj. zisk před zdaněním, který odstraňuje vliv daňové politiky podniku. Ukazatel EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) tj. zisk před úroky a zdaněním, který odstraňuje nejen vliv daní, ale také míry zadlužení. A ukazatel EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) tj. zisk před úroky, zdaněním a odpisy, který odstraňuje vliv daňové politiky, finanční struktury a míry odepsanosti majetku a odpisové politiky. Tyto ukazatele pak lépe umožňují srovnání podniků.

Podnik ALFA

Tabulka 5: Vybrané položky rozvah podniku ALFA

ALFA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktiva celkem	424 244	401 368	408 135	441 867	485 614	461 030
DM	190 242	181 181	168 721	161 820	197 805	231 100
DNM	583	217	1 296	1 818	35 879	35 291
DHM	188 835	174 876	167 425	160 002	160 698	150 239
DFM	824	6 088	0	0	1 228	45 570
Oběžná aktiva	230 540	217 570	233 670	271 541	281 329	227 505
Čas. rozlišení aktiv	3 462	2 617	5 744	8 506	6 480	2 425
Vlastní kapitál	198 177	206 673	231 823	248 962	233 681	244 705
Cizí zdroje	226 014	194 619	176 283	192 881	251 899	215 785
Čas. rozlišení pasiv	53	76	29	24	34	540

Celková účetní hodnota majetku podniku ALFA se pohybuje okolo 450 mil.Kč a nevykazuje ve sledovaném období výrazné změny. Majetek podniku je rovnoměrně rozdělen mezi DM a OA. DNM má minimální hodnotu vyjma roku

2005, kdy došlo ke koupi průmyslových užitných vzorů. Stejně tak finanční investice netvoří významnou součást majetku podniku, vyjma roku 2005, kdy podíly v řízených osobách tvořili cca 10 % aktiv. DHM tvoří především budovy a stavby, přičemž jejich podíl na celkovém majetku ve sledovaném období klesá z 36 % až na 25 % v roce 2005. Jde o důsledek jednak poklesu účetní hodnoty a také zmíněného navýšení podílu DFM a DNM. Největší část OA tvoří pohledávky a to především krátkodobé pohledávky z obchodního styku (29 až 36 % aktiv). Významnou část OA tvoří rovněž zásoby zejména v podobě materiálu a hotových výrobků. Přibližně polovina majetku je financována z VK a polovina z CK. VK tvoří hlavně základní kapitál a v posledních letech k jeho hodnotě přispívá nerozdělený zisk. CK podniku tvoří především krátkodobé závazky (28 až 14 % pasiv), přičemž většinou se jedná o závazky obchodních vztahů. Neméně významnou složkou CK podniku jsou také bankovní úvěry (25 až 31 % pasiv), které jsou rovnoměrně rozděleny na dlouhodobé a krátkodobé.

Tabulka 6: Vybrané položky výsledovek podniku ALFA

ALFA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výnosy celkem	530 937	583 181	521 644	501 773	504 899	479 603
Náklady celkem	525 493	574 685	496 495	484 635	493 878	463 904
EAT	5 444	8 496	25 149	17 138	11 021	15 699
EBT	5 211	8 496	25 272	17 234	11 028	15 853
EBIT	17 515	21 957	36 810	28 259	19 853	24 320
EBITDA	33 480	36 711	47 588	38 307	30 253	35 080

Po celé sledované období vykazuje podnik ALFA účetní zisk, jehož výše se pohybuje mezi 30 až 48 mil.Kč. Podíl tržeb na celkových výnosech v průběhu sledovaného období roste z 86 % až na 94 % v roce 2005. Zbývající část výnosů pak tvoří především položka ostatních provozních výnosů. Poměr výkonové spotřeby a to zejména spotřeba materiálu a energie k celkovým výnosům je 69 až 72 %. Podíl přidané hodnoty (PH) roste a to z 16 % až na 24 % výnosů v roce 2005. Poměr ON k výnosům se pohybuje okolo 15 %. Významnou část nákladů v některých letech tvoří také položky ostatních provozních nákladů (až 18 % výnosů v roce 2001). Změna stavu OP a rezerv má zejména v letech 2000, 2001, 2003 významný vliv na celkový VH. V souvislosti s čerpanými bankovními úvěry podnik rovněž hradí nákladové úroky, jejichž podíl k celkovým výnosům se po celé období pohybuje okolo 2 %. Patrně vlivem daňové optimalizace je hodnota daně z příjmu i vzhledem k výši účetního zisku zcela minimální a v některých letech nulová.

Podnik BETA

Tabulka 7: Vybrané položky rozvah podniku BETA

BETA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktiva celkem	248 376	268 288	284 073	317 253	368 068	410 508
DM	127 647	153 779	165 998	198 256	230 079	252 469
DNM	1 171	1 337	1 097	1 454	1 101	1 706
DHM	96 335	122 259	129 532	123 778	149 002	156 207
DFM	30 141	30 183	35 369	73 024	79 976	94 556
Oběžná aktiva	119 017	108 949	114 987	118 030	137 441	156 650
Čas. rozlišení aktiv	1 712	5 560	3 088	967	548	1 389
Vlastní kapitál	178 852	193 704	225 989	262 521	292 279	315 273
Cizí zdroje	69 464	73 776	57 862	54 665	75 280	92 401
Čas. rozlišení pasiv	60	808	222	67	509	2 834

Co do velikosti majetku je podnik BETA ze zkoumaných podniků nejmenší. Hodnota jeho aktiv vykazuje ve sledovaném období výrazný růstový trend a zvýšila se ze 169 mil.Kč v roce 1999 až na 411 mil.Kč v roce 2005. Hodnota DM se za sledované období téměř ztrojnásobila a také jeho podíl na aktivech se zvýšil z 51 až na 62 %. Růst je nejvýraznější zejména u DHM (samostatné movité věci) a DFM (ostatní dlouhodobé cenné papíry – podílové listy). Také absolutní hodnota OA rostla, ale jejich podíl na celkových aktivech se snižoval až na 38 %. Tento majetek podniku tvoří především zásoby, ve kterých převládá nedokončená výroba a krátkodobé pohledávky z obchodního styku. Ve sledovaném období se hodnota zásob více jak zdvojnásobila, zatímco pohledávky poklesly cca o třetinu. Podnik je financován přibližně z 80 % z VK. Nejvýraznější složkou VK je od roku 2002 nerozdělený VH minulých let. Významnou součástí VK jsou také rezervní fondy. Podíl základního kapitálu podniku postupně klesá a to z 26 až na 14 % pasiv. V roce 2004 došlo ke snížení základního kapitálu o 10 % na 58 mil.Kč. CK podniku tvoří především krátkodobé závazky z obchodních vztahů, přičemž jejich podíl na celkových pasivech klesá ze 14 až na 8 %. Významnou součástí CK jsou bankovní úvěry a to především krátkodobé. Jejich podíl na pasivech se v posledních letech pohybuje okolo 6 %.

Tabulka 8: Vybrané položky výsledovek podniku BETA

BETA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výnosy celkem	390 585	472 791	425 135	447 771	531 442	592 152
Náklady celkem	334 346	448 096	398 248	415 156	498 876	573 900
EAT	56 239	24 695	26 887	32 615	32 566	18 252
EBT	75 548	44 876	29 106	46 031	44 750	23 231

EBIT	76 441	45 928	30 421	46 556	45 419	23 719
EBITDA	88 664	61 869	45 599	62 575	61 427	36 979

Podnik ve sledovaném období vykazuje účetní zisk, který se však postupně snižuje a v roce 2005 dosahuje méně než polovinu hodnoty roku 2000. Tržby podniku, které tvoří 94 až 97 % výnosů podniku, vykazují dlouhodobý růst. Zbývající část výnosů pak tvoří zejména tržby z prodeje materiálu, ostatní provozní výnosy a ostatní finanční výnosy. Přibližně 50 až 61 % poměr k výnosům tvoří výkonová spotřeba, která je rovnoměrně rozdělená mezi náklady na energii, materiál a služby. Poměr PH vůči výnosům se pohybuje mezi 35 až 45 %. Významnou část nákladů podniku tvoří ON (24 až 29 % výnosů). V některých letech jsou významnou součástí nákladů také ostatní provozní a finanční náklady (celkem 2 až 5 % výnosů). Ve sledovaném období má změna stavu OP a rezerv podniku vyjma roku 2005 vždy pozitivní dopad na VH a dosahuje poměru až 2 % k celkovým výnosům. Po celé období podnik odvádí daň příjmů, což je patrné i na poměrně výrazném rozdílu mezi ukazateli EAT a EBT.

Podnik GAMA

Tabulka 9 : Vybrané položky rozvah podniku GAMA

GAMA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktiva celkem	447 380	471 182	538 645	594 082	612 884	708 418
DM	382 183	406 094	405 544	487 852	510 999	610 551
DNM	0	0	0	77	217	302
DHM	271 043	269 957	260 611	251 887	220 498	220 575
DFM	111 140	136 137	144 933	235 888	290 284	389 674
Oběžná aktiva	63 510	62 841	131 103	103 768	101 798	97 761
Čas. rozlišení aktiv	1 687	2 247	1 998	2 462	87	106
Vlastní kapitál	400 359	421 460	473 524	533 638	569 913	670 593
Cizí zdroje	47 021	49 722	65 121	60 444	42 971	37 825
Čas. rozlišení pasiv	0	0	0	0	0	0

Podnik GAMA vykazuje ve sledovaném období růst účetní hodnoty majetku a to ze 438 mil.Kč až na 708 mil.Kč. DM tvoří až 85 % aktiv podniku, přičemž jeho největší složkou je DHM (zejména stavby) a DFM (podíly v podnicích pod podstatným vlivem a ostatní dlouhodobé cenné papíry). Zajímavý je vývoj těchto dvou hlavních složek DM, kdy v roce 1999 je hodnota DHM téměř trojnásobná oproti DFM a postupně se poměr obrací až v roce 2005 je hodnota DFM téměř dvakrát vyšší. Z výkazů je zřejmé, že zatímco hodnota DHM mírně klesá, hodnota DFM výrazně roste a to především v položce ostatních

dlouhodobých cenných papírů a podílů. OA tvoří cca 15 % aktiv. Jeho největší složkou je krátkodobý finanční majetek (KFM) a také krátkodobé pohledávky. Zdroje podniku jsou až z 95 % tvořeny VK. Největší složkou VK je základní kapitál a postupně se zvyšující hodnota nerozděleného zisku. Především v posledních letech jsou významnou součástí VK také kapitálové fondy (oceňovací rozdíly). CK podniku, který tvoří cca 5 % pasiv, je téměř výhradně tvořen dlouhodobými a krátkodobými závazky. Největší složkou těchto závazků jsou položky jiných závazků. Podnik ve sledovaném období neměl žádné nesplacené bankovní úvěry.

Tabulka 10: Vybrané položky výsledovek podniku GAMA

GAMA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výnosy celkem	89 808	100 256	102 999	122 910	118 064	100 247
Náklady celkem	77 234	77 101	79 219	93 695	97 077	69 053
EAT	12 574	23 155	23 780	29 215	20 987	31 194
EBT	21 698	33 558	35 655	41 572	29 685	40 605
EBIT	25 394	36 953	38 705	44 224	31 880	42 275
EBITDA	34 827	47 028	48 352	54 188	40 531	50 839

Podnik vykazuje po celé období účetní zisk, který je vzhledem k výši jeho výnosů poměrně vysoký. Největší složkou jeho výnosů jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, přičemž se v posledních letech jejich podíl na celkových výnosech snižuje z původních 89 % v roce 2000 až na 81 % v roce 2005 (v roce 2004 dokonce 71 %). Další složkou výnosů jsou tržby z prodeje DM, výnosové úroky a zejména v roce 2003 výnosy z ostatního DFM (13 % celkových výnosů). Největší složkou nákladů je výkonová spotřeba, která však dosahuje pouze 18 až 30 % vzhledem k celkovým výnosům. Jde o náklady na energie a materiál a především služby. PH tvoří 54 až 64 % výnosů. Z dalších položek nákladů jsou největší ON (17 až 21 % výnosů) a odpisy (7 až 11 % výnosů). V roce 2004 se v nákladech stejně jako ve výnosech výrazně projevily prodeje DM. Zejména v letech 2002 a 2003 celkový VH významně ovlivňují změny stavu OP a rezerv. Po celé sledované období podnik odvádí daň z příjmu.

Podnik DELTA

Tabulka 11: Vybrané položky rozvah podniku DELTA

DELTA	2000	2001	2002	2003
Aktiva celkem	826 892	1 053 438	1 279 443	1 389 962
DM	509 521	634 549	951 014	936 788
DNM	11 739	9 450	6 119	8 110
DHM	488 581	520 122	625 724	621 846

DFM	9 201	104 977	319 171	306 832
Oběžná aktiva	297 616	391 609	307 229	437 675
Čas. rozlišení aktiv	19 755	27 280	21 200	15 499
Vlastní kapitál	486 736	547 186	583 768	668 688
Cizí zdroje	338 496	505 752	695 423	713 226
Čas. rozlišení pasiv	1 660	500	252	8 048

DELTA	2004	2005
Aktiva celkem	1 400 006	1 684 969
DM	1 010 658	1 103 138
DNM	5 384	7 305
DHM	692 740	709 208
DFM	312 534	386 625
Oběžná aktiva	361 483	569 271
Čas. rozlišení aktiv	27 865	12 560
Vlastní kapitál	737 200	878 499
Cizí zdroje	652 712	793 853
Čas. rozlišení pasiv	10 094	12 617

Vzhledem k velikosti účetní hodnoty majetku v roce 2005 je podnik DELTA největším ze zkoumaných podniků a hodnota jeho aktiv trvale roste až na 1.685 mil.Kč v roce 2005. Hodnota jeho aktiv se během zkoumaného období téměř zdvojnásobila. Co se týče objemu výnosů je dominance podniku DELTA nad ostatními podniky jednoznačná. DM tvoří 62 až 74 % aktiv. Po celé období je převládající složkou DHM, který tvoří především stavby a samostatné movité věci (42 až 59 % aktiv). Významnou část DM tvoří rovněž DFM (až 23 % aktiv), který se skládá zejména z podílů v ovládaných a řízených osobách a od roku 2002 také z půjček a úvěrů ovládaným osobám (až 10 % aktiv). OA podniku se pohybují mezi 24 a 36 % aktiv. Největší složkou OA jsou krátkodobé pohledávky to hlavně pohledávky z obchodních vztahů (18 až 28 % aktiv). Menší podíl na aktivech má KFM, zásoby a v roce 2000 a 2003 také dlouhodobé pohledávky. Zdroje podniku tvoří z 46 až 59 % VK. Největší složkou VK je základní kapitál (18 až 36 % pasiv). Významnou částí jsou také rezervy (10 až 18 %) a VH běžného účetního období (v roce 2005 až 20 % pasiv). CK podniku je zastoupen zpočátku krátkodobými závazky z obchodního styku (19 % pasiv) a bankovními úvěry (16 % pasiv). Postupně však podíl bankovních úvěrů klesá až na nulovou hodnotu v roce 2005. Naopak rostou ostatní závazky podniku a to jak krátkodobé tak i dlouhodobé. Přechodně se zvyšují hodnoty jiných závazků a závazků vůči ovládaným a řízeným osobám (zejména v období 2003 až 2005).

Tabulka 12: Vybrané položky výsledovek podniku DELTA

DELTA	2000	2001	2002	2003
Výnosy celkem	1 243 685	1 392 373	1 555 610	2 123 541
Náklady celkem	1 211 007	1 320 384	1 439 559	1 947 089
EAT	32 678	71 989	116 051	176 452
EBT	47 182	106 064	146 331	259 359
EBIT	54 296	114 990	158 511	272 816
EBITDA	100 340	167 248	214 882	342 566

DELTA	2004	2005
Výnosy celkem	2 142 259	2 545 421
Náklady celkem	1 942 876	2 204 739
EAT	199 383	340 682
EBT	274 470	464 567
EBIT	282 912	476 452
EBITDA	368 297	559 883

Podnik DELTA vykazuje po celé období vysoký zisk po zdanění a to nejvyšší ze zkoumaných podniků. Výrazně rostou absolutní hodnoty výnosů a nákladů. Největší složkou výnosů jsou tržby za vlastní výrobky služby (92 až 95 % výnosů). Ostatní výnosy tvoří tržby z prodeje materiálu a ostatní provozní výnosy. Náklady podniku tvoří z 65 až 74 % výkonová spotřeba (hlavně spotřeba materiálu a energie). PH po celé období roste a to z 19 až na 31 % výnosů. ON se po celou dobu drží na úrovni 10 % výnosů. Odpisy se pohybují mezi 3 až 4 % výnosů. Zbývající malou část nákladů pak tvoří zejména položky ostatních provozních, nákladové úroky, ostatní finanční náklady a zůstatková cena prodaného materiálu. Ve zkoumaném období vytváří podnik do provozních nákladů rezervy a OP a to na úrovni cca 1 až 2 % výnosů. Po celou dobu podnik platí vysoké daně z příjmu v roce 2005 až na úrovni 5 % výnosů.

5.3.3 Poměrové a ostatní ukazatele

Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Tabulka 13: Přehled hodnoty ČPK

ČPK	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	73 105	83 866	146 937	135 365	158 192	147 065
ALFA	18 774	37 610	143 955	146 893	94 710	101 030
BETA	51 558	54 644	72 581	82 292	76 258	81 099

GAMA	51 426	45 839	92 048	68 639	75 268	70 159
DELTA	58 273	-27 456	-144 719	35 367	-130 767	-101 199

Čistý pracovní kapitál zobrazuje hodnotu OA podniku, který není financován krátkodobými finančními zdroji a slouží tedy jako finanční rezerva. Jde o majetek, který lze v případě potřeby rychle přeměnit na peníze a pokrýt tak přechodný nedostatek prostředků k úhradě splatných krátkodobých zdrojů. Ze zkoumaných podniků vykazují všechny vyjma podniku DELTA kladnou hodnotu čistého pracovního kapitálu, která se drží na relativně stálé úrovni. U podniku DELTA hodnota ČPK značně kolísá a vyjma roků 2000 a 2003 je záporná. Tento podnik preferuje riskantnější přístup, který však může být z pohledu nákladů kapitálu levnější, a část dlouhodobého majetku financuje krátkodobým kapitálem. Může však hrozit riziko momentální insolvence.

Cash flow

Peněžní toky ve všech zkoumaných podnicích vykazují podobné charakteristiky. Podniky generují většinu kladného peněžního toku z provozní činnosti a to v důsledku dosahování účetního zisku, odpisů a změn pracovního kapitálu. Většina kladného peněžního toku je poté spotřebována investičními aktivitami podniků zejména na pořízení DM. Peněžní toky z finanční činnosti pak většinou zachycují v případě vyšší potřeby investic čerpání úvěrů případně. příjem dividend nebo splátky úvěrů, půjček apod. Žádný ze zkoumaných podniků v přehledech peněžních toků nevykazuje výrazné anomálie nebo neobvyklosti.

Počet zaměstnanců

Tabulka 14: Přehled počtu zaměstnanců

Počet zaměstnanců	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	174	153	148	185	175	171
ALFA	308	269	271	263	252	241
BETA	473	505	502	514	575	662
GAMA	68	62	59	57	56	51
DELTA	266	329	354	376	397	442

Žádný z podniků nevykazuje zásadní změny v počtu zaměstnanců. U podniků ALFA a GAMA je možno pozorovat klesající trend, zejména jako důsledek úsporných opatření v podnicích a tlaku na zvyšování produktivity. Naopak u podniků BETA a DELTA počet zaměstnanců trvale roste, zejména v důsledku rostoucí produkce a tržeb. Počet zaměstnanců podniku TOMA klesal až do roku

2002, kdy došlo k fůzi s dceřiným podnikem. Od roku 2003 se počet zaměstnanců podniku TOMA snižuje jen minimálně.

Rentabilita

Tabulka 15: Přehled hodnoty ROE

ROE (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	0,63	0,93	0,67	0,58	0,97	2,40
ALFA	2,79	4,20	11,47	7,13	4,57	6,56
BETA	37,18	13,26	12,81	13,35	11,74	6,01
GAMA	3,22	5,64	5,31	5,80	3,80	5,03
DELTA	6,94	13,93	20,52	28,18	28,36	42,17

V základním ukazateli rentability VK (ROE) jsou mezi podniky výrazné odlišnosti. Zatímco podniky BETA a DELTA vykazují vysokou rentabilitu VK, podniky TOMA a GAMA dosahují nízké rentability VK. Ukazatel ROE je v praxi podniků velmi často využíván jako ukazatel efektivnosti podniku a na základě mnoha empirických studií byla prokázána jeho vysoká korelace s tržní cenou akcií (Bidle - Bowen – Wallace, 1997; Pavelková, 2004; Pavelková – Knápková – Drobný, 2004; Stewart, 1991; Young – O´Byrne, 2001 a další). Výkonnost podniku však není vhodné posuzovat pouze podle tohoto ukazatele, zejména z důvodu diskutabilní vypovídací schopnost účetních údajů.

Tabulka 16: Přehled hodnoty ROA

ROA (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	0,86	0,98	0,69	0,56	0,94	2,45
ALFA	3,99	5,32	9,09	6,65	4,28	5,14
BETA	36,65	17,78	11,01	15,48	13,25	6,09
GAMA	5,74	8,05	7,67	7,81	5,28	6,40
DELTA	6,97	12,23	13,59	20,44	20,28	30,89

Vývoj ukazatele rentability aktiv (ROA) do značné míry kopíruje vývoj ukazatele ROE. Skutečnost, že je ROA odlišná od hodnoty ROE, je dána především mírou zdanění a hodnotou nákladových úroků (ROE vychází z ČZ, ROA z EBIT). Platí obecné pravidlo, že vyšší zadlužení zvyšuje ROE pouze za předpokladu, že úroková míra nového cizího kapitálu je nižší než ROA. Tento ukazatel je často využíván při investičním rozhodování. Problémem je skutečnost, že tento ukazatel může vést i k odmítání projektů s kladnou EVA pokud je rentabilita projektu pod průměrnou rentabilitou v podniku.

Tabulka 17: Rentabilita tržeb podle ukazatele EBITDA

Rentabilita tržeb (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	27,52	29,56	28,02	25,83	29,90	35,87
ALFA	7,04	7,36	10,47	8,24	6,27	7,47
BETA	23,40	13,92	11,28	14,45	11,89	6,66
GAMA	43,74	51,08	54,41	61,31	48,28	62,47
DELTA	8,71	12,92	14,68	17,22	17,93	23,07

Zajímavý je přehled dosahované rentability tržeb podle ukazatele EBITDA. Tento propočet odstraní mezi podniky vliv odlišné míry zdanění, kapitálové a majetkové struktury. Podniky TOMA a GAMA dosahují vysoké rentability tržeb zatímco podniky DELTA a BETA mají rentabilitu nižší, ačkoliv u ukazatelů ROE a ROA byla situace opačná. To může vypovídat například o značném zatížení vysokými odpisy u podniků TOMA a GAMA, vzhledem k dosahované výši tržeb a tedy i nedostatečné aktivitě majetku.

Zadluženost

Tabulka 18: Přehled celkové zadluženosti

Celková zadluženost (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	11,08	10,20	2,06	1,67	1,49	2,47
ALFA	53,27	48,49	43,19	43,65	51,87	46,80
BETA	27,97	27,50	20,37	17,23	20,45	22,51
GAMA	10,51	10,55	12,09	10,17	7,01	5,34
DELTA	40,94	48,01	54,35	51,31	46,62	47,11

Základním ukazatel zadluženosti je podíl CK na pasivech. Žádný podnik ve sledovaném období nedosahuje výrazného zadlužení přes 50 % a dokonce podniky TOMA a GAMA mají zadlužení velmi nízké. Nízké zadlužení z hodnotového hlediska obvykle znamená financování podniku dražším vlastním kapitálem a tedy dosahování nižší hodnoty EVA.

Tabulka 19: Přehled ukazatele multiplikátoru jmění vlastníků

Multiplikátor jmění vlastníků	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	0,73	0,94	0,93	1,03	1,03	1,04
ALFA	0,64	0,75	1,21	1,08	1,15	1,23
BETA	1,37	1,35	1,20	1,19	1,24	1,28

GAMA	0,95	1,02	1,05	1,05	1,00	1,01
DELTA	1,48	1,78	2,02	1,98	1,84	1,87

Multiplikátor jmění vlastníků je ukazatel, který vyjadřuje kolikrát je jmění vlastníků zvětšeno využitím CK k financování. Ukazatel se vypočte jako součin finanční páky (Aktiva/VK) a úrokové redukce zisku (EBT/EBIT). Pokud je ukazatel větší jak 1, růst zadlužení zvyšuje ROE. Vliv zadlužení na ROE je dán jednak úrokovou redukcí zisku a také finanční pákou. Růst zadlužení se projeví v růstu finanční páky, což působí pozitivně na ROE. Růst zadlužení se naopak projeví v růstu nákladových úroků a růstu úrokové redukce zisku. U všech zkoumaných podniků dosahuje ukazatel od roku 2003 vyšší hodnotu jak 1 a tedy zvýšení jejich míry zadlužení by mělo přispět ke zvýšení rentability VK.

Tabulka 20: Přehled úrokového krytí

Úrokové krytí	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	2,77	5,86	9,89	*na	*na	*na
ALFA	1,42	1,63	3,19	2,56	2,25	2,87
BETA	85,50	43,62	23,12	88,51	67,79	48,51
GAMA	6,87	10,88	12,69	16,67	14,52	25,30
DELTA	7,63	12,88	13,01	20,27	33,51	40,09

** vzhledem k nulovým nákladovým úrokům nelze spočítat*

Dalším z významných poměrových ukazatelů v souvislosti se zadlužením podniku je ukazatel úrokového krytí, který ukazuje kolikrát je EBIT vyšší než nákladové úroky. Vyjma podniku ALFA, mají všechny podniky dostatečné úrokové krytí a podle tohoto ukazatele jim nehrozí neschopnost hradit náklady CK. U podniku ALFA se situace zlepšuje a v roce 2005 se nachází již těsně pod doporučovanou hodnotou (3 a více). Pro podnik TOMA v letech 2003 až 2005 vzhledem k nulovým nákladovým úrokům nebylo možné hodnotu tohoto ukazatele spočítat.

Likvidita

Tabulka 21: Přehled ukazatele běžné likvidity

Běžná likvidita	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	1,59	1,70	9,63	7,60	8,72	5,19
ALFA	1,09	1,21	2,60	2,18	1,51	1,80
BETA	1,76	2,01	2,71	3,30	2,25	2,07
GAMA	5,26	3,70	3,36	2,95	3,84	3,54
DELTA	1,24	0,93	0,68	1,09	0,73	0,85

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Základním ukazatelem je běžná likvidita, která se počítá jako podíl OA a krátkodobých závazků. Obecně bývá doporučována hodnota 1,5 až 2,5. Číslo vyjadřuje kolikrát převyšuje hodnota OA, které je možné přeměnit v případě nutnosti na peníze, hodnotu krátkodobých závazků, které by bylo nutné splatit. Mezi zkoumanými podniky jsou značné rozdíly. Jako vysoce likvidní se jeví podniky TOMA a GAMA. Naopak velmi nízkou likviditu vykazuje podnik DELTA.

Tabulka 22: Přehled ukazatele okamžité likvidity

Okamžitá likvidita	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	0,17	0,26	0,80	0,93	1,01	0,73
ALFA	0,07	0,06	0,04	0,03	0,15	0,08
BETA	0,04	0,02	0,18	0,42	0,04	0,18
GAMA	3,17	1,42	1,94	1,52	1,32	1,62
DELTA	0,25	0,21	0,04	0,19	0,02	0,03

Ukazatel okamžité (peněžní) likvidity nahrazuje OA hodnotou KFM, protože u pohledávek a zásob může být přeměnitelnost na peníze diskutabilní. Doporučovaná hodnota se pohybuje mezi 0,2 až 0,5. Podniky TOMA a GAMA jsou opět vysoce likvidní a naopak podniky ALFA a DELTA mají i hodnoty okamžité likvidity velmi nízké.

V souvislosti s likviditou by podniky měly usilovat o dosažení optimálních hodnot jednak dle doporučovaných intervalů a také s přihlédnutím k podnikovým specifikům. Příliš vysoká likvidita svědčí na držení nadměrného množství peněžních prostředků nebo majetku vázaného v zásobách či pohledávkách a jedná se o neoperativní majetek, který nepřispívá k tvorbě hodnoty. Nízká likvidita sebou přináší hrozbu insolvence a s ní spojená negativa jako penále, zhoršení dodavatelských vztahů apod.

Aktivita

Další skupina poměrových ukazatelů se zaměřuje na aktivitu majetku a poměřuje zda je velikost dosahovaných tržeb (výnosů) přiměřená k velikosti majetku. Jde o schopnost podniku dostatečně využívat vložené prostředky.

Tabulka 23: Přehled doby obratu aktiv

Doba obratu aktiv (dny)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	2 328	2 269	2 123	1 847	1 808	1 676
ALFA	332	298	321	329	346	363

BETA	198	209	246	250	239	253
GAMA	2 002	1 796	2 046	2 307	2 588	2 923
DELTA	243	261	287	241	245	229

Základním ukazatelem aktivity je doba obratu celkových aktiv. Poměřuje se hodnota ročních tržeb a průměrná hodnota majetku. Obecná doporučené doba je do 1 roku. Z uvedených výsledků je jednoznačné, že podniky TOMA a GAMA nedokáží dostatečně využívat svůj majetek k tvorbě adekvátních tržeb. U ostatních podniků je situace uspokojivá.

Tabulka 24: Přehled průměrné splatnosti pohledávek a závazků

Prům. splatnost pohl. / závazků (dny)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	193/218	171/190	160/103	130/26	99/27	80/33
ALFA	99/106	95/71	119/54	141/52	143/70	135/67
BETA	53/46	60/43	57/36	51/28	49/29	50/33
GAMA	126/81	125/57	184/114	205/151	245/132	263/120
DELTA	54/51	64/75	68/92	54/60	58/62	64/81

Průměrná doba obratu pohledávek nebo-li průměrná délka splatnosti se počítá jako poměr ročního objemu tržeb a průměrné hodnoty pohledávek. Delší doba splatnosti pohledávek znamená delší vázanost peněžních prostředků, bez možnosti jejich operativního využití a riziko druhotné platební neschopnosti. Podniky TOMA, ALFA a GAMA vykazují dlouhou dobu splatnosti pohledávek, přičemž u podniku GAMA je to až 263 dní (tj. téměř 9 měsíců!). Délka splatnosti závazků těchto podniků je téměř po celé období podstatně kratší. Podnik BETA vykazuje nejkratší průměrné doby splatnosti, přesto je i zde doba splatnosti pohledávek delší než závazků. Podnikům tak vzniká časové období, kdy hrozí druhotná platební neschopnost. Zatímco u podniku TOMA je zřejmý pozitivní trend v podobě zkracující se doby splatnosti pohledávek, opačný vývoj je patrný u podniků ALFA a GAMA. Při podrobnějším zkoumání výkazů podniků GAMA a ALFA je však patrné, že prodlužující doba splatnosti pohledávek je způsobena zejména nárůstem hodnoty jiných pohledávek a pohledávek za spřízněnými účetními jednotkami. Negativní vývoj ukazatele u těchto podniků tedy nemusí poukazovat na negativními trend v obchodním styku podniků. Podnik DELTA jako jediný vykazuje opačnou situaci a průměrná doba splatnosti závazků je delší než u pohledávek, přičemž se během sledovaného období významně nemění. Poukazuje to na možnou skutečnost, že podnik využívá časové prodlevy jako levný dodavatelský úvěr. Je zde však riziko zhoršení obchodních vztahů s významnými dodavateli.

Tabulka 25: Přehled doby obratu zásob

Doba obratu zásob (dny)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	4	4	4	3	3	2
ALFA	56	41	46	51	52	46
BETA	34	31	39	35	32	39
GAMA	0	0	0	0	0	0
DELTA	6	6	5	4	3	3

Dalším ukazatelem aktivity je doba obratu zásob, která vyjadřuje průměrnou dobu, po kterou jsou zásoby podniku drženy na skladech. Obecně je doporučována minimální doba držení zásob jednak z důvodu vázanosti peněžních prostředků a také vzhledem k nákladům na skladování. Tento problém se snaží komplexně řešit metodika „Just In Time“. U podniků TOMA a GAMA je doba minimální, což je vzhledem k nevýrobnímu charakteru činnosti pochopitelné. Podniky ALFA a BETA dosahují obvyklých hodnot. Podnik GAMA dosahuje velmi krátké doby i přes výrobní činnost. Tento fakt může svědčit o kvalitách podniku a jeho systému řízení zásob.

Ostatní ukazatele

Tabulka 26: Přehled tržeb na zaměstnance

Tržby na zaměstnance	2000	2001	2002	2003
TOMA	1 316	1 521	1 617	1 429
ALFA	1 544	1 855	1 677	1 767
BETA	801	880	806	843
GAMA	1 171	1 485	1 506	1 551
DELTA	4 331	3 935	4 136	5 292

Tržby na zaměstnance	2004	2005
TOMA	1 556	1 754
ALFA	1 913	1 948
BETA	899	838
GAMA	1 499	1 596
DELTA	5 173	5 491

Mezi ostatní ukazatele patří ukazatel produktivity, který poměřuje dosahované tržby s počtem zaměstnanců. Podle tohoto ukazatele je výrazný podnik DELTA, který ostatní podniky značně převyšuje. Pozitivně lze u všech podniků hodnotit trend ukazatele, který i po odečtení vlivu inflace na výši tržeb každoročně vykazuje růst.

Tabulka 27: Přehled přidané hodnoty na zaměstnance

Přidaná hodnota na zaměstnance	2000	2001	2002	2003
TOMA	600	751	822	712
ALFA	280	375	365	405
BETA	368	354	298	366
GAMA	845	1 089	1 032	1 168
DELTA	884	937	1 074	1 575

Přidaná hodnota na zaměstnance	2004	2005
TOMA	814	912
ALFA	438	476
BETA	372	317
GAMA	1 137	1 202
DELTA	1 547	1 770

U produktivity podle PH je zřejmý pokles u podniků TOMA a ALFA, které vykazují menší hodnoty než podnik GAMA, ačkoliv u předchozího ukazatele na tom byly lépe. Svědčí to o vyšším podílu nákladů výkonové spotřeby.

Pokud hodnotíme vývoj výnosů na zaměstnance, je vhodné srovnat jej s vývojem průměrných ON na zaměstnance.

Tabulka 28: Přehled měsíčních osobních nákladů na zaměstnance

Průměrné měsíční osobní náklady (Kč)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	20 013	21 714	22 655	23 750	26 210	29 202
ALFA	18 693	19 942	21 214	22 340	24 346	24 874
BETA	16 495	18 327	18 024	21 355	20 780	21 724
GAMA	22 620	26 223	29 172	30 222	30 649	33 753
DELTA	35 504	35 398	37 405	46 549	46 356	47 172

Podle dosahovaných hodnot jsou na tom platově nejlépe zaměstnanci podniku DELTA. Tento podnik dosahuje také nevyšších tržeb, rentability, objemu majetku a hodnot ukazatelů produktivity ve zkoumané skupině. Dá se tedy s jistou nadsázkou hovořit o nejvyšších mzdách zasloužených. Naopak nejnižší osobní náklady má podnik BETA a to až poloviční oproti podniku DELTA. Ačkoliv jde také o velký výrobní podnik, příčiny nízkých mezd je možné hledat v nízké produktivitě a také hodnota dosahovaného zisku a ukazatelů rentability má výrazně negativní klesající trend. Všechny podniky vykazují trvalý růst průměrných osobních nákladů a tedy i růst mezd, což je v relaci s dlouhodobým trendem v nominálním i reálném růstu mezd v ČR.

Tabulka 29: Přehled ukazatele P/E

P / E ukazatel	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	7	7	13	31	47	18
ALFA	35	22	7	11	17	12
BETA	1	4	4	5	8	14
GAMA	31	18	18	17	29	24
DELTA	18	12	8	7	7	5

Jedním z nejznámějších ukazatelů poměřujících tržní cenu akcie a zisk podniku je P/E ukazatel (Price Earnings Ratio), který vyjadřuje podíl tržní ceny akcie a zisku na akcii. Ukazatel vyjadřuje dobu návratnosti investice do tržní ceny akcie při zachování stávající výše zisku v dalších letech. Podniky TOMA, GAMA vykazují růst ukazatele, zejména v důsledku růstu tržních cen akcií. Růst ukazatele u podniku BETA je způsoben klesající hodnotou zisku. U podniků ALFA a DELTA hodnota ukazatele dlouhodobě klesá a rentabilita akcií roste. Oba podniky se z tržního pohledu jeví jako výhodné investice. Je pouze otázkou času, kdy bude tento trend zastaven růstem tržních cen akcií.

Tabulka 30: Přehled ukazatele rentability akcie

Rentabilita akcie (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	14,9	13,7	7,9	3,2	2,1	5,5
ALFA	2,9	4,5	13,4	9,1	5,9	8,4
BETA	132,5	26,5	23,2	19,9	12,9	7,0
GAMA	3,2	5,6	5,4	5,7	3,5	4,2
DELTA	5,4	8,6	12,1	13,4	13,6	20,6

Ukazatel rentability akcie, který poměřuje čistý zisk na akcii s její tržní cenou, dává podobné výsledky jako ukazatel P/E. U podniků ALFA a DELTA rentabilita akcií roste u ostatních kolísá nebo stagnuje. Hodnoty obou ukazatelů

je však u podniku ALFA nutné brát s jistou rezervou, jelikož tržní cena akcie byla stanovena kvalifikovaným odhadem managementu.

V rámci FA byly spočítány všechny podstatné poměrové ukazatele, které odborná literatura zná. Zde byly prezentovány pouze nejzákladnější z nich z důvodu omezení rozsahu DP. Úplné výsledky FA jsou součástí Přílohy B.

Souhrnné ukazatele

Ve FA jsou s oblibou využívány tzv. souhrnné ukazatele. Tyto ukazatele se snaží postihnout pomocí jediného číselného údaje finanční situaci podniku a jeho finanční zdraví. Mezi nejznámější patří ukazatel Z-skóre. Tento ukazatel vychází z dlouhodobých analýz dat několika set podniků v USA. Při hodnotě ukazatele nad 2,99 má podnik uspokojivou finanční situaci a při hodnotě pod 1,81 má silné finanční problémy.

Tabulka 31: Přehled ukazatele Z-skóre

Z-skóre	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	3,56	3,88	19,93	24,62	27,57	16,69
ALFA	1,62	1,90	2,26	2,11	1,72	1,81
BETA	4,41	3,60	3,71	4,21	3,78	3,23
GAMA	4,04	4,12	3,63	4,23	5,99	7,88
DELTA	2,38	2,25	2,03	2,65	2,63	3,14

Podle ukazatele mají podniky TOMA, BETA a GAMA uspokojivou finanční situaci. Podnik GAMA se sice pohybuje v tzv. „šedé zóně“, ale i ten v roce 2005 dosahuje uspokojivé hodnoty. Jako podnik s potenciálními finančními problémy se projevuje podnik ALFA, který balancuje okolo hodnoty 1,81 a v letech 2000 a 2004 se dostává až k hodnotám indikujícím výrazné finanční problémy.

Na základě matematicko-statistických modelů ratingu a zkušeností s analýzou finančního zdraví podniku byl pro ČR sestaven index hodnocení výkonnosti podniku z hlediska vlastníka IN99 (Neumaierová – Neumaier, 2002).

Tabulka 32: Přehled ukazatele IN 99

IN 99	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-0,01	-0,01	-0,53	-0,78	-0,85	-0,38
ALFA	0,99	1,20	1,52	1,25	1,00	1,07
BETA	6,30	4,12	2,86	3,98	4,10	2,56
GAMA	0,50	0,69	0,74	0,81	0,51	0,60
DELTA	1,57	2,44	3,04	4,90	5,02	8,03

Pokud je hodnota větší jak 2,07 podnik dosahuje ekonomický zisk. Hodnota indexu pod 0,684 znamená záporný ekonomický zisk. Z hodnot je zřejmé, že podle tohoto ukazatele vytváří ekonomický zisk pouze podniky BETA a DELTA. U podniku ALFA je situace nejednoznačná a podniky TOMA a GAMA s nejvyšší pravděpodobností svým vlastníkům hodnotu nepřináší.

V roce 2001 byl vytvořen vylepšený index IN01, který hodnotí jak finanční zdraví podniku tak i tvorbu hodnoty. Pokud je ukazatel vyšší jak 1,77 podnik tvoří hodnotu. V případě že je nižší jak 0,75 má podnik problémy.

Tabulka 33: Přehled ukazatele IN 01

IN 01	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	1,50	1,74	7,65	*na	*na	*na
ALFA	0,81	0,95	1,29	1,10	0,87	0,97
BETA	5,87	3,48	2,56	5,51	4,39	3,26
GAMA	2,25	2,36	2,23	2,56	3,03	4,05
DELTA	1,34	1,66	1,63	2,30	2,80	3,51

** hodnota nejde spočítat*

Podle dosahovaných hodnot, vyjma podniku ALFA, vytváří všechny podniky hodnotu. Vzhledem k nemožnosti spočítat úrokové krytí podniku TOMA za rok 2003 až 2005 nelze hodnotu ukazatele spočítat.

Základním nedostatkem těchto souhrnných ukazatelů je fakt, že nelze finanční zdraví podniku a další komplexní charakteristiky hodnotit jen na základě jediného čísla. Navíc vychází z hodnot podnikového účetnictví, jehož nedostatky se přenáší i do tohoto ukazatele.

Při finančních analýzách je často využíván tzv. DuPontův rozklad ukazatele ROE. Rentabilita VK je rozložena na součin tří ukazatelů: rentabilita tržeb, obratovost aktiv a finanční páku.

Tabulka 34: Ukázka DuPontova rozkladu ROE podniku TOMA

DuPontův rozklad	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ROE (ČZ/ VK)	0,63 %	0,93 %	0,67 %	0,58 %	0,97 %	2,40 %
ČZ/ Výnosy	0,03	0,05	0,02	0,03	0,04	0,09
Výnosy / Aktiva	0,17	0,17	0,26	0,21	0,24	0,25
Aktiva / VK	1,15	1,13	1,08	1,04	1,03	1,04

Z uvedeného rozkladu hodnoty ROE podniku TOMA je zřejmých několik skutečností. Hodnota ROE ve sledovaném období kolísá. Finanční páka se po celou dobu snižuje a působí tak negativně. Naopak obratovost aktiv ve sledovaném období roste a působí tak na ROE pozitivně. Rentabilita výnosů různě kolísá, přičemž pokud roste, tak roste i hodnota ROE a naopak

U ostatních podniků je možné shrnout výsledky DuPontova rozkladu do následujících charakteristik. Hodnota ROE podniku ALFA v prvních třech letech roste a to i přes klesající finanční páku a to především vlivem rostoucí obratovosti aktiv a rentability výnosů. V dalších letech pak ROE klesá a k obratu dochází až v roce 2005. Kladně působí mírně rostoucí finanční páka, avšak převládá negativní vliv nižší ziskovosti výnosů a obratovosti aktiv. Podnik BETA vykazuje klesající hodnotu ROE. Příčinnou jsou všechny tři složky rozkladu, které mají ve sledovaném období klesající trend. Hodnota ROE podniku GAMA kolísá či spíše stagnuje. Ačkoliv se hodnoty finanční páky a obratovosti aktiv ve sledovaném období spíše snižují, rostoucí rentabilita výnosů udržuje hodnotu ROE okolo 5 %. U podniku DELTA jsou patrné hlavní příčiny rostoucího ROE. Obratovost aktiv ve sledovaném období zpočátku klesá a negativně působí na změnu ROE. Finanční páka naopak zpočátku roste a pozitivně tak působí na ROE. V letech 2004 a 2005 však finanční páka klesá, jak se snižuje zadlužení podniku a její dopad na ROE je spíše negativní. V těchto letech však roste obratovost aktiv a působí tak kladně na ROE. Pozitivní vliv na ROE má po celé sledované období rostoucí rentabilita výnosů.

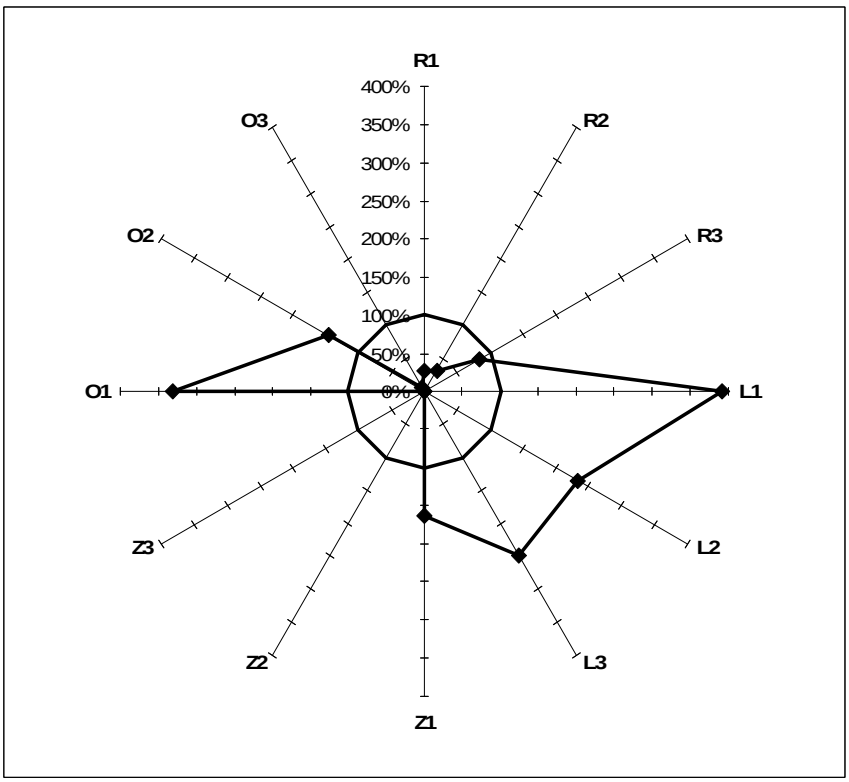
Srovnání s odvětvím

Základním předpokladem pro hodnocení finanční situace podniku je možnost srovnání dosahovaných parametrů. Finanční charakteristiky podniku jsou porovnávány s obecně doporučenými hodnotami, s hodnotami dosahovanými v daném průmyslovém odvětví, s konkurenčními podniky, s benchmarkem apod. Při FA podniků byla použito srovnání dosahovaných hodnot poměrových ukazatelů také s průmyslovým odvětvím. Údaje za průmyslová odvětví byly čerpány z ročních FA průmyslu ČR, které jsou zveřejňovány na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (www.mpo.cz). Srovnání všech podstatných ukazatelů je součástí zpracovaných souborů SATE (Příloha B). V následující části jsou uvedeny pouze nejvýznamnější skutečnosti.

Vhodnou možností vizualizace srovnání finančních charakteristik podniku je tzv. *spider analýza* využívající paprskový spider graf. Graf zobrazuje současně výsledky základních skupin poměrových ukazatelů (rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity) podniku a tzv. *linii odvětví*. Linie představuje 100 % a slouží jako základna pro výpočet polohy ukazatelů srovnávaného podniku. Hodnota ukazatele je vypočtena jako procentní podíl hodnoty daného

poměrového ukazatele podniku a hodnoty daného ukazatele odvětví. Při interpretaci výsledků lze pak zjednodušeně říci, že čím dále je křivka podniku položena od středu tím je na tom podnik lépe než průměr odvětví. Při hodnocení je však nutné brát v potaz i další skutečnosti.

Pro následující ukázku byl zvolen podnik TOMA a hodnoty za rok 2005. Pro každou skupinu poměrových ukazatelů (rentabilita, likvidita, zadluženost, aktivita) byly vybrány tři hlavní ukazatele a byl sestaven spider graf.



Obrázek 11: Spider graf TOMA / průmyslové odvětví (2005)

Z grafu je patrné, že podnik vykazuje v roce 2005 značné rozdíly oproti průměru odvětví. V ukazatelích rentability podnik nedosahuje úrovně odvětví. U ukazatelů likvidity dosahuje podnik naopak výrazně lepších hodnot. Zadluženost podniku i jeho úroková míra je velmi nízká. Ukazatele aktivity podniku jsou podstatně vyšší než hodnoty v odvětví a to zejména u celkových aktiv a pohledávek podniku.

Tabulka 35: Srovnání ukazatelů FA podniku TOMA s odvětvím (2005)

Ukazatel	Označení	TOMA	Odvětví
ROE (%)	R1	2,40	9,14
ROA (%)	R2	2,45	7,83
EBIT / Výnosy (%)	R3	9,69	11,61

Běžná likvidita	L1	5,19	1,33
Pohotová likvidita	L2	2,81	1,21
Okamžitá likvidita	L3	0,73	0,29
VK / Aktiva (%)	Z1	95,95	58,91
Nákladové úroky / EBIT (%)	Z2	0,00	9,81
Úroková míra (%)	Z3	0,00	7,25
Doba obratu aktiv (dny)	O1	1 675,6	506,94
Doba obratu pohledávek (dny)	O2	80,09	55,00
Doba obratu zásob (dny)	O3	2,42	42,00

Vzhledem k počtu podniků a délce analyzovaného období není možné v DP prezentovat spider grafy pro všechny podniky za celé období. Srovnání finančních parametrů podniků skupiny s příslušným průmyslovým odvětvím lze shrnout do následujících nejpodstatnějších skutečností.

Podniky TOMA a GAMA mají široce diverzifikovaný předmět činnosti. Z tohoto důvodu byly pro srovnání finančních ukazatelů využity hodnoty z několika průmyslových odvětví a prostřednictvím váženého průměru byla stanovena výsledná hodnota odvětví pro srovnání. Váhy pro jednotlivá odvětví byly určeny podle výše tržeb z dané činnosti.

Podnik TOMA dosahuje ve srovnání s odvětvím po celé období nízké rentability majetku, ačkoliv rentabilita tržeb se v roce 2005 přibližuje průměru odvětví. Naopak v hodnotách ukazatelů likvidity je podnik vysoce nad průměrem odvětví, což svědčí o jeho solventnosti. Existuje však i hrozba přílišného „umrtvení“ majetku v neoperativních oběžných aktivech. Zadluženost podniku je oproti odvětví velmi nízká a ve sledovaném období se ještě více snižuje. Aktivita majetku je velmi nízká a doba obratu aktiv ve srovnání s odvětvím dlouhá. Průměrná doba obratu (splatnosti) pohledávek se trvale snižuje, přesto je i v roce 2005 stále velmi dlouhá.

Podnik ALFA zpočátku dosahuje rentability na úrovni odvětví nebo i vyšší. V posledních dvou letech se však rentabilita zhoršuje a zaostává za odvětvovým průměrem. Likvidita podniku se pohybuje na úrovni odvětví nebo je vyšší. Zadluženost podniku ALFA je při srovnání s odvětvím přibližně na stejné úrovni, stejně jako průměrná úroková míra CK. Poměr nákladových úroků a hodnoty EBIT je zejména v letech 2004 a 2005 podstatně horší než je odvětvový průměr, což vypovídá o nedostatečné výši EBIT vzhledem k výši nákladových úroků. Aktivita majetku je zpočátku vyšší, ale v posledních letech jsou hodnoty srovnatelné s odvětvím. Obratovost zásob a zejména průměrná splatnost pohledávek dosahuje horších hodnot a podnik za průměrem odvětví zaostává.

Podnik BETA dosahuje zpočátku výborných hodnot ukazatelů rentability a výrazně převyšuje odvětvový průměr. Postupně se však průměrným hodnotám přibližuje a v roce 2005 již dosahuje horších hodnot rentability. Jde o důsledek propadu zisku při současném nárůstu hodnoty majetku. Také rentabilita tržeb má stejný vývoj. Likvidita podniku je vysoká a trvale převyšuje průměrné hodnoty odvětví. Zadluženost podniku je nízká, stejně jako průměrná úroková míra CK. Nízké nákladové úroky ve srovnání s hodnotou EBIT oproti odvětvovému průměru jsou dalším projevem nízké průměrné úrokové míry. Aktivita majetku je zpočátku vyšší, ale postupně se dostává na úroveň odvětví. Stejně je tomu i u doby obratu zásob a průměrné délce splatnosti pohledávek.

Podnik GAMA dosahuje nízké rentability majetku, přičemž rentabilita tržeb je ve srovnání s průměrem odvětví naopak vysoká. To svědčí o nízkých avšak ziskových tržbách. Likvidita podniku je vysoká a výrazně převyšuje průměrně dosahované hodnoty. Zadluženost podniku je nízká a EBIT více než dostatečně pokrývá nákladové úroky. Průměrná úroková míra CK je ve srovnání s odvětvím vysoká. To hovoří v neprospěch finančního řízení podniku, protože CK, který podnik využívá k financování, je dražší než je v odvětví běžné. Aktivita majetku podniku je nízká a ve sledovaném období neroste. Průměrná doba obratu zásob je nulová vzhledem k minimálním zásobám podniku. Průměrná doba splatnosti pohledávek je velmi vysoká. Při hlubším zkoumání je patrné, že podstatnou část pohledávek tvoří pohledávky za spřízněnými osobami a jiné pohledávky, jejichž splatnost je přinejmenším sporná. Tato skutečnost může hodnotu ukazatele zkreslovat.

Podnik DELTA dosahuje velmi vysoké rentability, jejíž hodnoty neustále rostou a vysoce tak překračují průměr odvětví. Likvidita podniku je poměrně nízká a pohybuje se pod dosahovanými hodnotami odvětví. Tato skutečnost pro podnik znamená hrozbu možné insolvence a klade vysoké nároky na řízení peněžních toků. Zadluženost podniku je nižší než je tomu v odvětví běžné. Průměrná úroková míra je zpočátku výrazně nižší. Svědčí to o skutečnosti, že podnik v minulosti získával poměrně levné cizí zdroje, postupně se však dostává na průměr odvětví. Úrokové krytí je výrazně vyšší než je tomu v odvětví běžné. Aktivita majetku byla v minulých letech nižší, ale v posledním roce je již srovnatelná s odvětvím. Doba obratu zásob je velmi krátká a svědčí ve prospěch podnikového systému řízení zásob. Doba splatnosti pohledávek se pohybuje na úrovni běžně dosahované v odvětví.

Srovnání podstatných ukazatelů finanční analýzy s příbuzným průmyslovým odvětvím bylo posledním krokem tradiční finanční analýzy hospodaření podniků v uplynulém období. Následující část výzkumu je zaměřena na některé z moderních metod měření výkonnosti podniku a analýzu tvorby EVA (CFROI a Free Cash Flow).

5.3.4 CFROI

Jedním z nejznámějších konkurenčních ukazatelů EVA je ukazatel CFROI (Cash Flow Return On Investement). Tento ukazatel byl sestaven konzultační společností HOLT Value Associates, L.P. Vychází se z pohledu na podnik jako na sérii budoucích peněžních toků. Ukazatel představuje vnitřní výnosové procento (IRR, tj. Internal Rate of Return) těchto peněžních toků. Ačkoliv je princip výpočtu stejný, IRR se používá k hodnocení série budoucích peněžních toků investice, kterou teprve hodláme realizovat. CFROI vychází z minulosti podniku a na základě jeho údajů realizuje svůj pohled do budoucna. Ukazatel hodnotí podnik a jeho výkonnost jediným údajem, který je vztažen k datu propočtu a do budoucna. Ukazatel CFROI je poměřován s náklady kapitálu.

Hodnota CFROI se vypočítá k určitému okamžiku, přičemž se vychází z předpokladu, že se stávající vybavenost aktivy nebude v čase měnit a cash flow, které tento majetek generuje, bude konstantní. Do propočtu je rovněž zahrnuta inflace. Jelikož je ukazatel založen na peněžních tocích, odstraňuje tak většinu nedostatků účetnictví. Ukazatel lze využít k hodnocení výkonnosti podniku, pro hodnocení investičních projektů a lze jej provázat na systém odměňování.

Mezi hlavní výhody ukazatele CFROI patří:

- snadné srovnání odlišných podniků nebo divizí (vyjádřen v % p.a.),
- částečně odstraňuje nedostatky účetnictví a zohledňuje inflaci,
- oproti EVA je více zaměřen do budoucna a zohledňuje budoucí efekt současných investičních rozhodnutí,
- údajná spolehlivost odhadů výše budoucích investic vzhledem ke známé hodnotě dlouhodobě udržitelného růstového poměru (2,7 %) a dlouhodobému průměru (6,3 %),
- vhodnější při přijímání strategických investičních rozhodnutí oproti EVA.

Mezi hlavní kritizované vlastnosti patří:

- složitý propočet srozumitelný pouze znalcům finančního řízení,
- nelze využívat na nižších úrovních řízení podniku,
- pohled na podnik pouze jako na sérii budoucích peněžních toků,
- používá přirozenou hodnotu růstu a opomíjí tak plánování a odhady tržeb,
- využívá množství odhadů jejichž přesnost je přinejmenším sporná,
- nezohledňuje skutečnou výnosnost z reinvestic a může tak docházet k přijetí investičních rozhodnutí jejichž reálná výnosnost je nižší než náklady kapitálu,
- předpokládá konstantní cash flow po dobu životnosti majetku.

Základní složky propočtu CFROI jsou:

1. **Doba ekonomické životnosti** majetku – podíl brutto odepisovaných aktiv a ročních odpisů.
2. **Hodnota investice** – brutto hodnota odepisovaných a neodepisovaných aktiv (*poměrně složitý způsob zjišťování*).
3. **Brutto cash flow** – vychází se z hodnoty zisku navýšeného o nákladové úroky a odpisy, dále dochází k úpravám v souvislosti s úpravami aktiv, odstranění vlivu mimořádných položek a úpravám v souvislosti s dalšími nepeněžními náklady a výnosy (včetně zisku nebo ztráty z monetárních aktiv vlivem inflace). Zisk je zdaněn upravenou daní.
4. **Hodnota neodepisovaných aktiv** – je třeba spočítat budoucí hodnotu neodepisovaných aktiv (včetně vlivu inflace) ke konci životnosti odepisovaných aktiv.

Je patrné, že zjištění správné výše CFROI není nijak jednoduché a obsahuje množství poměrně složitých a v praxi často až nerealizovatelných propočtů. Kvůli zjednodušení často dochází k použití odhadů, což je také tomuto konceptu jeho kritiky vytýkáno.

Při analýze zkoumaných podniků byla vypočtena hodnota tohoto ukazatele pro každý podnik a za každý rok sledovaného období. Vzhledem ke složitosti a množství dat byl propočet základních vstupních údajů následovně zjednodušen:

- Doba životnosti aktiv spočtena jako podíl odpisovaných aktiv (brutto) a odpisů.
- Za hodnotu investice byla dosazena brutto hodnota DNM + DHM.
- Za hodnotu brutto cash flow byla dosazena hodnota EBITDA.
- Hodnota neodepisovaných aktiv na konci byla vypočtena jako DFM + ČPK upravené o inflaci ve výši 2 % p.a.

Výpočet hodnoty CFROI je sice zjednodušený, ale základní pravidla a postup jsou pro všechny podniky stejné a je možné porovnání podniků.

Tabulka 36: Srovnání ukazatele CFROI

CFROI (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	2,40	3,20	3,29	2,36	2,51	5,15
ALFA	4,55	5,65	7,79	5,93	4,44	5,04
BETA	32,29	18,67	10,99	13,89	14,62	7,10
GAMA	8,70	12,25	11,95	11,96	9,37	12,65
DELTA	13,43	20,64	27,64	43,76	32,44	55,49

Podniky TOMA, GAMA a DELTA vykazují pozitivní trend vývoje ukazatele. Podnik ALFA přes počáteční pozitivní vývoj stagnuje. Podnik BETA naopak jako jediný vykazuje relativně dramatický pokles výnosnosti CFROI. Z pohledu dosahované hodnoty CFROI nade všemi podniky vyčnívá podnik GAMA, který dosahuje velmi vysoké návratnosti investic založené na peněžních tocích a to zejména v důsledku vysoké hodnoty dosahovaného zisku a nákladových odpisů. Podnik GAMA dosahuje také vysokých hodnot a jeho CFROI je až dvakrát vyšší než je tomu u dalších podniků, které jsou již ve výši dosahovaného CFROI srovnatelné. Na základě empirických studií v USA bylo zjištěno, že dlouhodobě se hodnota CFROI blíží k 6,3 % p.a. (Young – O´Byrne, 2001).

Výsledky a charakteristiky podniků, jež poskytuje hodnota CFROI, odpovídají dosud zjištěným skutečnostem o podnicích a jejich finanční situaci na základě nástrojů tradiční finanční analýzy. I z pohledu ukazatele CFROI se jako finančně nejvýkonnější jeví podnik DELTA. Podnik GAMA dosahuje vysoké hodnoty CFROI, ačkoliv z pohledu nástrojů FA ostatní podniky zásadně nepřevyšoval.

V rámci zkoumání podniků byl proveden zjednodušený propočet hodnoty ukazatele CFROI, jako jednoho z největších konkurentů ukazatele EVA. I na základě tohoto propočtu jsou u zkoumaných podniků patrné výrazné rozdíly a to jak v hodnotě dosahované CFROI tak i v trendu vývoje. Bude zajímavé vyhodnotit a srovnat charakteristiky finanční výkonnosti podniků, které dává tento ukazatel, s výsledky, které budou získány po analýze tvorby EVA.

5.3.5 Free Cash Flow

Jedním z komplexních ukazatelů finanční situace a produkce finančních toků podniku je tzv. volný peněžní tok (FCF, tj. Free Cash Flow). Jde také o jeden ze vstupních údajů pro oceňování podniku výnosovou metodou. Ukazatel se snaží vyjádřit jaké peněžní toky z finanční a investiční činnosti podniku ve formě volné hotovosti jsou k dispozici poskytovatelům kapitálu (vlastníci a věřitelé). Je vždy nutné vyhodnocovat tento ukazatel v kontextu dalších podnikových charakteristik. Například vysoké investice se mohou projevit v nízké hodnotě volného peněžního toku, avšak tyto investice v budoucnu přinesou nárůst zisku a tedy i FCF. Někdy rozděluje tzv. FCFE (Free Cash Flow to the Equity) - peněžní tok pro vlastníky a FCFF (Free Cash Flow to the Firm) – peněžní tok pro vlastníky a věřitele (Kislingerová, 2001). FCF představuje peněžní tok, z něhož budou, po zajištění rozvoje a fungování podniku (investice a změny pracovního kapitálu), uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. FCF není, jak plyne z jeho konstrukce, zatěžován a ovlivňován zadlužeností podniku.

Existuje několik doporučovaných způsobů jak hodnotu FCF podniku spočítat. Při zpracování případových studií byly použity 3 odlišné přístupy a pro konečnou hodnotu FCF byl použit aritmetický průměr (viz. Příloha B).

První varianta propočtu využívá účetní pohled a skládá se ze součtu hodnoty EBIT po zdanění a odpisů. Dále se přičte peněžní tok plynoucí ze změny hodnoty ČPK a odečtou se hodnoty investic do DM. Druhý způsob vychází z hodnoty provozního CF, od které se odečtou investice do DM. Třetí varianta vychází z hodnoty NOPAT. K hodnotě NOPAT se přičtou upravené odpisy (upravené v souvislosti s konverzí účetních dat, viz. dále) a stejně jako u první varianty se přičte změna ČPK a odečtou investice do DM.

Tabulka 37: Srovnání FCF

FCF	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	18 854	8 547	-99 700	-8 846	-7 012	-5 228
ALFA	-9 054	-1 570	-79 880	28 263	79 945	-22 383
BETA	-5 544	-30	3 551	2 951	15 499	16 390
GAMA	-2 890	7 142	-27 386	34 082	-6 500	15 647
DELTA	-12 020	12 880	-9 854	7 596	356 923	202 292

Podnik TOMA se vyznačuje vysokou investiční činností včetně investic do předmětů poskytovaného finančního leasingu. Zpočátku podnik vytváří kladné FCF, poté se však hodnota volných peněz snižuje. V letech, kdy je objem investic vysoký a není plně pokryt poměrně konstantním kladným tokem z provozní činnosti, nabývá FCF záporných hodnot. Patrné je to zejména v roce 2002, kdy podnik dosáhl výrazně záporné hodnoty FCF. Šlo o důsledek značného poklesu krátkodobých závazků a také vyšší investiční aktivity. Snížení krátkodobých závazků, které se projevilo v nárůstu ČPK a mělo negativní dopad na FCF, však ve skutečnosti neznamenalo pohyb peněžních prostředků, protože vysoký krátkodobý závazek byl uhrazen zápočtem. Zde je zřejmé, že hodnotit výkonnost podniku pouze na základě tohoto ukazatele může být zavádějící a je vždy nutné, aby byl posuzován v kontextu dalších charakteristik podniku. V posledních letech vytváří podnik zejména v důsledku vysoké investiční aktivity záporný FCF a v roce 2005 podnik zahájil jednání s bankovními ústavy o poskytnutí investičních úvěrů.

Tvorba FCF u podniku ALFA se postupně zlepšuje. Ačkoliv v některých letech dosáhl podnik výrazně záporných hodnot FCF, šlo o důsledek účetních operací nebo vyšších investic, což nemusí být hodnoceno negativně. Podnik sice vykázal v roce 2002 výraznou zápornou hodnotu FCF, ale především v důsledku změny ve struktuře financování a obměně krátkodobých bankovních úvěrů za úvěry dlouhodobé. V dalších letech již podnik vytváří kladnou hodnotu FCF.

V roce 2004 podnik dosáhl vysoce kladné hodnoty FCF v důsledku změny hodnoty ČPK vlivem zvýšení krátkodobých závazků. V roce 2005 je záporná hodnota FCF důsledkem zvýšených investic spojených s fůzí dceřiného podniku.

Podnik BETA vlivem větších investic dosáhl v roce 2000 záporného FCF. V následujících letech již vytváří kladnou a rostoucí hodnotu FCF. Z pohledu tvorby volných peněz pro poskytovatele kapitálu lze situaci podniku hodnotit jako uspokojivou s pozitivním trendem vývoje.

U podniku GAMA ve sledovaném období hodnota FCF značně kolísá a vývoj není jednoznačný. Vzhledem k relativně konstantní výši dosahovaného zisku, stálé hodnotě odpisů a vyrovnanému objemu ročních investic je FCF ovlivněno především změnou ČPK. V roce 2002 došlo k výraznějšímu nárůstu KFM v podobě krátkodobých cenných papírů a podílů, což se projevilo v záporném FCF. Naopak v následujícím roce byla podstatná část KFM prodána a dosažený FCF byl výrazně kladný.

Podnik DELTA v letech 2000 – 2003 nedosahuje vzhledem k objemu jeho majetku a hodnotě tržeb významné hodnoty FCF. Podnik většinu vytvořených peněžních toků spotřebovává v provozní činnosti a investicích. V letech 2004 a 2005 je však hodnota FCF velmi vysoká, přičemž společným důvodem je nižší objem investic ve srovnání s předcházejícími roky. V roce 2004 je vysoké FCF způsobeno především snížením hodnoty ČPK v důsledku nárůstu krátkodobých závazků ke spřízněným osobám. V roce 2005 jde o především důsledek vysokého provozního zisku.

Z výše uvedených charakteristik k jednotlivým podnikům a tvorbě jejich FCF je patrné, že výklad k hodnotě vytvářeného FCF je nejednoznačný a změny mohou mít mnoho různých příčin. Na hodnotu FCF mají značný vliv rovněž specifické účetní operace, které mohou vést ke zkreslení. Při hodnocení podniku a jeho výkonnosti podle hodnoty vytvářeného FCF je mimo výše provozního zisku a odpisů důležité sledovat objem provozně nutných investic a změny ve výši ČPK. Nelze vždy tvrdit, že záporná hodnota FCF je známkou špatné finanční situace podniku, protože může jít o důsledek vysokých investic nebo specifických účetních operací. Hodnota FCF slouží jako pomocná charakteristika finančního zdraví podniku, ale k hodnocení jeho výkonnosti je nedostatečná. Lze pouze konstatovat, že z dlouhodobého hlediska finančního zdraví podniku není tvorba výrazně záporného FCF udržitelná.

5.3.6 Ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je jedním z konceptů hodnotového přístupu. Jeho výpočet je komplikovaný, protože čerpá data z podvojného účetnictví, která podrobuje úpravám. Konzultační agentury doporučují velké množství poměrně komplikovaných úprav, čímž se využití ukazatele v běžné praxi ztěžuje. V následujících kapitolách jsou shrnuty hlavní doporučované úpravy účetních dat pro konverzi údajů na hodnoty NOA, NOPAT a WACC a provedena konverze dat vybraných podniků. Následně je vypočtena hodnota EVA vybraných podniků a jsou identifikovány hlavní generátory hodnoty.

Aktivace leasingu

Jedním z důležitých kroků při zjišťování tvorby EVA v podniku je aktivace majetku pořízeného formou finančního leasingu (*smlouva o finančním pronájmu s následným odkoupením pronajatého majetku*) do operativních aktiv podniku. České účetní předpisy neevidují v majetku podniku předměty pořízené touto formou vyjma časového rozlišení akontace nebo první mimořádné splátky. V účetnictví jsou zachyceny pouze náklady v podobě leasingových splátek navýšené o poměrnou část akontace (1. splátky). Tato účetní praxe je v rozporu s hodnotovou koncepcí, pro kterou je určení hodnoty operativních aktiv tzn. majetku, který slouží k tvorbě hodnoty, základním předpokladem.

Nedostatek českého účetnictví významně odstraňují mezinárodní standardy finančního výkaznictví (IAS/IFRS), které u nás začaly být v roce 2005 uplatňovány. Podle těchto standardů se o celkové ceně finančního leasingu (součet všech splátek) účtuje jako o dlouhodobém závazku u nájemce a dlouhodobé pohledávce u pronajímatele a do nákladů nebo výnosů je účtována pouze příslušná část leasingového navýšení (cena finanční služby). Dosud však musí podle této metodiky vést účetnictví pouze podniky s registrovanými akciemi obchodovanými na trhu BCPP, a.s., což je zlomek podniků ČR.

Pořízení předmětů formou finančního leasingu v ČR nabývá na popularitě a hlavními výhodami jsou:

- snadná dostupnost oproti bankovnímu úvěru,
- nižší administrativní náročnost,
- jištění přímo hodnotou pronajímaného předmětu,
- daňová úspora plynoucí z daňové uznatelnosti leasingových splátek v souladu se zákonem o daních z příjmů, který umožňuje kratší dobu trvání leasingové smlouvy oproti době odepisování daného aktiva.

Hlavními nevýhodami pořízení předmětu formou finančního leasingu jsou:

- je výrazně dražší oproti financování bankovním úvěrem,
- nájemce není vlastníkem předmětu až do doby jeho úplného splacení.

Účetnictví neeviduje předměty finančního leasingu v majetku nájemců. (*Výjimkou je pouze technické zhodnocení předmětu, kdy je možné na základě dohody nájemce s pronajímatelem zhodnocení evidovat a odepisovat u nájemce*.) Nájemce v účetnictví eviduje pouze náklady v podobě leasingových splátek. Předměty pořizované na leasing mohou významně přispívat k tvorbě NOPAT. Hodnotová koncepce vychází z principu poměřování investovaného kapitálu, který financuje NOA a výše dosahovaného NOPAT. Je tedy nutné předměty pořízené formou finančního leasingu, při konverzi aktiv podniku na NOA zohlednit (aktivovat), aby nebyly dosahované výsledky zkresleny. Jinak může totiž dojít k nadcenění výkonnosti podniku, protože účetní hodnota majetku je nižší, ale v hodnotě provozních zisků je zahrnut také pozitivní efekt plynoucí z využití předmětů pořízených na leasing.

Existuje několik způsobů jak aktivovat předměty finančního leasingu do majetku podniku. Nejčastěji se doporučují způsoby *simulace pořízení na úvěr* nebo prostřednictvím *současné hodnoty leasingových splátek.*

Maříková a Mařík (2001) doporučují simulaci pořízení na úvěr a mezi hlavní výhody této metody uvádí:

- Oddělené vykazování nákladů leasingu a tím snazší úpravu v NOPAT.
- Vykazování majetku v hodnotách odpovídajících předpokládané době používání a opotřebení aktiva.
- Leasingový závazek je umořen ke konci trvání leasingové smlouvy a je celou dobu zatížen stabilní úrokovou mírou.
- Metoda je v souladu s mezinárodními standardy IAS / IFRS.

Druhá metoda vychází ze zpětného diskontování budoucích splátek leasingové smlouvy na současnou hodnotu, která představuje hodnotu pronajatého předmětu. Diskontní míra je stanovena alternativním způsobem založeném na tržních datech (Pavelková – Knápková, 2005).

Young a O'Byrne (2001) tvrdí, že vliv aktivace předmětů pořízených leasing na výslednou hodnotu EVA je přeceňován a u většiny podniků je velmi malý. Podle nich dochází sice na jedné straně k navýšení hodnoty NOPAT. Jsou zpět přičteny leasingové splátky, které jsou složeny z implicitních úroků z hodnoty leasingových smluv a jistiny. V hodnotě NOPAT jsou rovněž odečteny dodatečné odpisy, ale ty jsou obvykle nižší než splátky leasingu, protože doba účetního odepisování bývá delší než doba trvání leasingové smlouvy. Současně však na straně druhé rostou i celkové kapitálové náklady (WACC x NOA) v důsledku

navýšení hodnoty NOA (C) o hodnotu aktivovaného leasingu. A to i přes mírný pokles hodnoty WACC v důsledku zvýšení podílu levnějšího CK (vychází se z předpokladu, že aktivovaný leasing je financován CK). Výsledná hodnota EVA, která je vyjádřena jako rozdíl NOPAT – (WACC x NOA), se podle těchto autorů nakonec změní jen minimálně.

Autoři však takto kriticky hodnotí aktivaci operativního leasingu, který je mnohem rozšířenější v ekonomice USA než v ČR. Při tomto druhu leasingu nedochází k následnému odkoupení pronajaté věci za minimální zůstatkovou cenu, ale předmět se vrací pronajímateli. Je zřejmé, že splátky jsou u tohoto druhu leasingu nižší než je tomu u finančního leasingu, protože nedochází ke splácení pořizovací hodnoty předmětu leasingu. Navýšení NOPAT tedy není tak výrazné stejně jako nárůst NOA. Autoři tvrdí, že k většímu ovlivnění hodnoty EVA dochází pouze u podniků s velkým objemem leasingových smluv, s výrazně kladnou nebo zápornou hodnotou tržní přidanou hodnotou (MVA) a současně za předpokladu, že hodnota WACC (resp. váhy a náklady kapitálu použité při výpočtu WACC) vychází z tržních hodnot. I přes deklarovaný malý dopad do EVA však autoři nezavrhují aktivaci leasingu, byť jen z důvodu věrnějšího zobrazení ekonomické reality podniku a hodnoty jeho NOA a NOPAT.

Pokud aktivujeme předmět finančního leasingu do majetku podniku, je nutné provést korekci také na straně poskytovaného kapitálu podniku, aby byla zachována bilanční rovnice. Leasing představuje prakticky stejný dluh jako je splátka úvěru a je tedy vhodné přičíst hodnotu závazku z leasingu k hodnotě CK. Při úpravách NOPAT se také zohlední implicitní úroky tohoto dluhu.

Ze své praxe v podniku TOMA znám detailně metodu účtování finančního leasingu u pronajímatele podle IAS/IFRS a během svého doktorského studia jsem se seznámil také s metodou současné hodnoty leasingových splátek. S ohledem na jednoduchost a praktickou využitelnost považuji jako vhodnější metodu současné hodnoty leasingových splátek. Tato metoda byla tedy využita při prováděných analýzách zkoumaných podniků.

Prvním krokem aktivace předmětů leasingových smluv prostřednictvím současné hodnoty leasingových splátek je vyjádřit si za každou aktivní leasingovou smlouvu sumu splátek, které má podnik zaplatit v budoucích letech. Za každý budoucí rok se poté sečte souhrnná výše leasingových splátek. Tyto souhrnné hodnoty se poté zpětně diskontují na současnou hodnotu tzn. na hodnotu ke dni určení výše NOA. Protože aktivace leasingu do hodnoty NOA je zejména při zjišťování současné hodnoty budoucích splátek poměrně pracná, je vhodné vždy zvážit nakolik je objem leasingu daného podniku významný vzhledem k hodnotě NOA a NOPAT. Někdy může stačit kvalifikovaný odhad.

Ze zkoumaných podniků, vyjma TOMA, mají nebo měly všechny v užívání předměty pořízené formou finančního leasingu. U podniku GAMA byl ovšem objem leasingových splátek vzhledem k hodnotě majetku i tržeb zcela nepatrný a nebylo nutné předměty leasingu aktivovat. U podniku BETA byl také objem leasingových splátek malý, nikoliv však zanedbatelný. Při aktivaci byl za jako dostačující způsob zvolen kvalifikovaný odhad hodnoty aktivovaného leasingu na základě konzultací s managementem podniku. U podniků ALFA a DELTA je objem leasingových smluv podstatný a pro aktivaci byla vypočtena současná hodnota budoucích splátek.

Při aktivaci předmětů leasingu do NOA, při výpočtu implicitních úroků z aktivovaného leasingu a také při určování WACC je využívána úroková míra vyjadřující náklady leasingu. Při zpracovávání DP byly z množství doporučovaných přístupů zvoleny dvě metody jak hodnotu této úrokové míry leasingu stanovit.

Odvozené náklady na leasing - první jednodušší způsob vychází z hodnoty odhadovaných nákladů na cizí kapitál (viz. dále).

Anuitní propočet nákladů na leasing - druhý způsob se snaží stanovit přesnou vnitřní úrokovou míru vyjadřující skutečné náklady leasingu na základě vnitřní míry výnosnosti.

Vytvořil jsem pomocí aplikace MS Excel program (Příloha B), který po zadání vstupních údajů vypočte vnitřní úrokovou míru leasingu. Způsob výpočtu vychází z pohledu na leasing jako na sérii rovnoměrných anuitních splátek. Počet úročených období je roven počtu měsíců splátkového kalendáře leasingu. Výchozí umořovaná částka se rovná pořizovací ceně předmětu leasingu snížené o první mimořádnou splátku (akontaci). Budoucí hodnota anuitního splátkového kalendáře je cena odprodeje předmětu po skončení doby leasingu. Pomocí funkce MS Excel „úroková.míra“ je stanovena měsíční úroková míra na základně znalosti počtu úročených období, výše anuitní splátky, současné a budoucí hodnoty anuitních splátek. Tato měsíční úroková míra (i) je poté převedena na roční hodnotu a to jednak jako sazba nominální prostým vynásobením počtem měsíců v roce (12 x i) a také při zohlednění možnosti reinvestice měsíčních úroků jako sazba efektivní $\{(1+i)^{12} - 1\}$*. Výsledná roční sazba leasingu je pak vypočtena jako průměr sazby nominální a efektivní. Uvedený výpočet vyžaduje znalost pořizovací ceny předmětu leasingu, ale leasingová společnost obvykle tuto informaci z obchodních důvodů utajuje. Je tedy možné za pořizovací cenu dosadit cenu obdobné věci na trhu nebo kvalifikovaný odhad, čímž se však přesnost výpočtu sníží.*

Tabulka 38: Výpočet vnitřní úrokové míry leasingové smlouvy

Pořizovací cena (bez DPH)	3 000 000,00	Kč
Sazba DPH	19	%
Pořizovací cena (včetně DPH)	3 570 000,00	Kč
Počet měsíců	36	měs.
První splátka (%)	25	%
První splátka (včetně DPH)	892 500,00	Kč
První splátka (bez DPH)	750 000,00	Kč
Leasingový koeficient	1,165	
Odprodej (včetně DPH)	1 000,00	Kč
Řádná splátka (bez DPH)	78 404,56	Kč
Řádná splátka (včetně DPH)	93 301,43	Kč
Leasingová cena	4 159 050,00	Kč
Leasingová cena (bez DPH)	3 495 000,00	Kč
Úrok v intervalu úročení (měsíc)	1,1478	%
Roční úrok při efektivním (měsíční interval) úročení	13,7737	% p.a.
Roční úrok při nominálním (roční interval) úročení	14,6774	% p.a.
Vnitřní úroková míra	14,23	% p.a.

Výše uvedená tabulka aplikace MS Excel po zadání vstupních údajů vrátí roční průměrnou nákladovou sazbu. Tato aplikace je již několik let využívána v podniku TOMA a slouží k nastavení parametrů nestandardních leasingových smluv (mimo sazebník), které podnik poskytuje. Aplikace byla využita pro výpočet nákladů na leasing podniků ALFA a DELTA (Příloha B).

Náklady na leasing v podobě roční úrokové sazby jsou v případových studiích stanoveny jako vážený průměr sazby odvozené a anuitního propočtu, přičemž váhy jsou zvoleny podle přesnosti uvedených způsobů především s ohledem na přesnost anuitního propočtu (obvykle 80 % anuitní propočet a 20 % odvozené náklady). Tato průměrná sazba byly také použita při určování hodnoty WACC a konverzi NOPAT. Protože při výpočtu WACC byla použita průměrná sazba nákladů na leasing, byla tato sazba použita i při výpočtu implicitních úroků z CK, který kryje hodnotu leasingových předmětů aktivovaných do NOA. Jelikož hodnota EVA se stanovuje jako rozdíl mezi NOPAT a násobku WACC x NOA je nutné využití stejné sazby nákladů leasingu, jinak by mohlo dojít k nadcenění nebo podcenění hodnoty vytvořené EVA.

Pro názornost je uvedena praktická ukázka aktivace u podniku DELTA, který uzavřel leasingovou smlouvu na pořízení několika nákladních automobilů. Délka smlouvy je 5 let. Za jednotlivé roky je uvedena suma splátek podniku v souvislosti s touto leasingovou smlouvou. Tabulka zobrazuje přehled budoucích splátek.

Tabulka 39: Parametry leasingu podniku DELTA

	Datum	Leas. cena	Splátka	Akontace
Nákladní automobily	IV.05	27 903	419	3 195

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nákladní automobily	3 352	5 028	5 028	5 028	5 028	1 244

Poté co jsou všechny budoucí splátky vyčísleny je nutné je převést na současnou hodnotu prostřednictvím diskontního faktoru. Diskontní míra podniku DELTA pro jednotlivé roky je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 40: Použitá diskontní míra podniku DELTA

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Úroková míra (%)	7,00	6,65	5,45	4,45	5,15	3,88

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Úroková míra (%)	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88

Při výpočtu současné hodnoty budoucích leasingových splátek byla jako diskontní míra zvolena hodnota odvozené sazby nákladů leasingu na rozdíl od sazby průměrných nákladů na leasing použité při stanovení WACC. Důvodem je opatrnost, protože tato sazba je nižší než průměrná sazba nákladů leasingu a současná hodnota splátek není zpětným diskontováním tolik snížena. Výrazně nižší současná hodnota budoucích leasingových splátek v důsledku vysoké diskontní sazby by mohla vést k podcenění hodnoty předmětů leasingu, k nižší hodnotě NOA a nadhodnocení EVA. Dalším důvodem pro využití této sazby je také skutečnost, že sazba odvozených nákladů na leasing je mnohem blíže reálné časové hodnotě peněz a WACC zkoumaných podniků.

Tímto způsobem byly vypočteny současné hodnoty budoucích leasingových splátek pro každý rok zkoumaného období podniků ALFA a DELTA. Pro daný rok byly pochopitelně zohledněny pouze budoucí splátky těch smluv, které ke konci daného roku existovaly. Pro podnik BETA byl vzhledem k velmi malému objemu leasingových smluv využit pouze kvalifikovaný odhad hodnoty leasingu. Jelikož byl odhad proveden v brutto hodnotě bylo také nutné aktivovaný leasing podniku BETA snížit o hypotetické roční odpisy. U podniků TOMA a GAMA vzhledem ke zcela minimálnímu objemu leasingu nebyla aktivace nutná.

Tabulka 41: Přehled aktivovaného leasingu

Aktivace leasingu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	0	0	0	0	0	0	0
ALFA	7 077	6 501	5 845	11 105	13 619	10 099	7 789
BETA	1 260	810	1 350	1 170	450	0	0
GAMA	0	0	0	0	0	0	0
DELTA	124 010	113 697	82 513	61 767	77 930	82 131	77 575

Vzhledem k objemu celkového majetku podniku má největší podíl předmětů pořízených na leasing podnik DELTA. V tomto případě je aktivace leasingu do hodnoty NOA nezbytná, aby nedošlo k nadhodnocení EVA. U podniků ALFA a BETA je hodnota aktivovaného leasingu vzhledem k hodnotě majetku poměrně malá a lze se domnívat, že výsledný dopad na EVA nebude vysoký. Přesto je aktivace vhodná přinejmenším z důvodu věrnějšího zobrazení NOA podniku.

Stanovení hodnoty NOA

Hodnotový přístup posuzuje výkonnost podniku ve vztahu vytvářeného zisku vůči investovanému kapitálu, přičemž kriteriem jsou alternativní možnosti investování. Podvojné účetnictví a jeho finanční výkazy jsou základním a hlavním zdrojem informací, ze kterých se vychází při výpočtech EVA. Protože finanční výkazy obsahují typickým způsobem zkreslenou informaci o výkonnosti podniku, je nutné odstranit tyto nepřesnosti vnímaní hodnoty majetku akcionářů. V důsledku toho, že účetnictví nepracuje s potencionálně nepřesnými odhady, není schopno zachytit mnohé skutečnosti jako třeba hodnotu finančního leasingu, intelektuálního kapitálu nebo náklady VK.

Přes veškeré nedostatky však finanční výkazy poskytují nejlepší informace, které máme k dispozici. Pokud si uvědomíme všechna úskalí spojená s použitím účetních dat, vezmeme v úvahu jejich omezení a využijeme data způsobem odpovídajícím koncepci řízení hodnoty, jsou nepostradatelným a základním východiskem pro analýzu výkonnosti podniku. Přes všechny rozdíly mezi jednotlivými podniky jsou principy účetnictví a jeho fungování stejné a lze tedy pro popis toho, co se v podniku děje, aplikovat jednotnou metodiku sledování hodnotových informací v účetnictví.

Na základě nedostatků účetnictví (viz. kapitola 4.8) je nutné pro správné zobrazení výkonnosti podniku provést některé úpravy údajů poskytovaných účetními výkazy podniku. Mluvíme o tzv. **konverzi** účetního modelu podniku na model ekonomický (Maříková - Mařík, 2005). Jde o konverzi aktiv na

hodnotu NOA, která vyjadřuje reálnou hodnotu majetku podniku, konverzi pasiv na hodnotu úplatného kapitálu (C), který tvoří zdroj financování NOA, a konverzi VH na hodnotu NOPAT. Na základě prostudované literatury, zahraničních i domácích případových studií podniků jsou doporučovány následující hlavní úpravy aktiv a pasiv podniku.

1.Aktivace položek nevykazovaných v rozvaze

Aktivace leasingu
Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku
Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky
Goodwill
Tiché rezervy (úmyslné)

2.Vyčlenění neoperativních aktiv

Krátkodobý finanční majetek
Dlouhodobý finanční majetek
Nedokončené dlouhodobé investice
Neoperativní dlouhodobý majetek
Kumulované neobvyklé ztráty nebo zisky
Neoperativní oběžný majetek

3.Neúročený cizí kapitál

Rezervy
Nezpoplatněné dlouhodobé závazky
Krátkodobé závazky
Pasivní položky časového rozlišení

První skupinu úprav tvoří **aktivace položek nevykazovaných v rozvaze**. Jde o majetek, který slouží k tvorbě NOPAT, ale účetnictví podniku jej nezachycuje. Nejčastějším a nejtypičtějším příkladem je aktivace leasingu, která byla již podrobně popsána v předchozí kapitole.

U DM se může vzhledem k historickému oceňování reálná cena od účetní hodnoty odlišovat. Je tedy vhodné provést přecenění. Důležité je zobrazit hodnotu DM z ekonomického pohledu, který se od účetního může podstatně lišit. U případného navýšení hodnoty odepisovatelných aktiv je vhodné částku upravit o poměrnou část dodatečných odpisů. Úprava je doporučována také u položky oceňovacího rozdílu včetně rozhodnutí zda uvádět v NOA její hodnotu v brutto nebo netto stavu.

Pakliže podnik vydává významné náklady, jejichž pozitivní efekt bude působit dlouhodobě, je vhodné tyto náklady vyčlenit z výsledku hospodaření podniku a navést je jako dlouhodobý postupně odepisovaný majetek. Částečně již tento problém řeší mezinárodní účetní standard IAS 38, který však z aktivace nákladů s dlouhodobými účinky vylučuje řadu nemateriálních položek.

Za goodwill se obvykle považuje kladný nebo záporný rozdíl mezi tržní (kupní) cenou podniku nebo jeho částí a cenou jeho individuálně přeceněných složek majetku snížených o převzaté závazky. Tento rozdíl vzniká z potenciálu podniku v důsledku dobrého jména podniku, kvalifikovanou pracovní silou a managementu, dobrých dodavatelsko – odběratelských vztahů apod. Pojem goodwill se začal v českém účetnictví používat od roku 2003 v důsledku novely Zákona o účetnictví. Kladný goodwill se aktivuje jako součást DNM. Pokud je již v účetnictví kladný goodwill vykazován a odepisován, je nutné zvážit zda není vhodné vliv odpisů eliminovat a navýšit jeho hodnotu nebo jej uvádět přímo v brutto hodnotě. Reálná hodnota goodwill by se ze své podstaty totiž neměla v čase snižovat (Pavelková - Knápková, 2005; Maříková - Mařík, 2002; Young – O′Byrne, 2001).

Poslední položkou, která by měla být aktivována jsou tzv. tiché rezervy. Tiché rezervy jsou dopady účetních metod odepisování, tvorby nadbytečných opravných položek nebo rezerv, které ovlivňují hodnotu aktiv. Do této položky formuláře úprav aktiv na NOA v souboru SATE (Příloha B) byla zahrnuta rovněž aktivace majetku nevykazovaného v rozvaze (zejména drobný DHM). Je nutné provést takové úpravy v souvislosti s tichými rezervami, aby hodnota aktiv odpovídala ekonomickému pohledu.

Další skupinu úprav tvoří úpravy v souvislosti s **vyčleněním neoperativních aktiv** podniku. Při těchto úpravách se vychází z určení, která aktiva jsou pro chod a zabezpečení hlavní činnosti podniku nezbytná. Ostatní aktiva jsou označena jako neoperativní a měla by být z hodnoty NOA vyloučena.

Nejběžnějším neoperativním aktivem bývá DFM. Je nutné vyřadit finanční investice, které mají pouze portfoliový charakter (funkci uložení peněz), nedokončené finanční investice, vlastní akcie, zálohy na DFM apod. Je vhodné ponechat v NOA jen investice, které jsou propojeny s hlavní činností. KFM se sníží o neoperativní část, která z hlediska zajištění likvidity není potřebná.

Mezi neoperativní aktiva patří nedokončené dlouhodobé investice, ačkoliv se jedná o potřebný majetek je třeba jej vyloučit, protože neslouží k zajištění současných výsledků hospodaření a jejich efekt se projeví až v budoucnu.

Problematické mohou být při výpočtu EVA také strategické investice, které zvyšují hodnotu stávajícího NOA a tedy snižují hodnotu stávající EVA na úkor budoucích EVA, což může vést až k vyhýbání se takovým investicím. V těchto případech je vhodné strategické investice z NOA vyčleňovat až do doby, kdy by měly začít produkovat zisky a to v hodnotě zvýšené o kumulovaný úrok.

Z hodnoty NOA je třeba také vyčlenit neoperativní DHM a DNM. Nejčastěji se jedná o nemovitosti (budovy, pozemky) nebo movitý majetek (zařízení, části technologií), který podnik nevyužívá a neslouží k tvorbě provozních zisků.

Vlivem mimořádných skutečností v minulosti podniku mohlo dojít k vytvoření kumulovaných ztrát nebo zisků v pasivech podniku. Při úpravách pasiv podniku je nutné tyto kumulované neobvyklé položky vyloučit. Aby došlo k zachování bilanční rovnice, je třeba provést stejnou úpravu i v hodnotě aktiv. Kumulované neobvyklé ztráty je nutné přičíst a zisky naopak odečíst *(tyto úpravy byly přiřazeny do položek úprav DFM).*

Poslední oblastí úprav neoperativních aktiv jsou OA. Posuzuje se přiměřenost výše KFM, je nutné upravit hodnotu zásob, pohledávek a časového rozlišení. Zásoby podniku je vhodné snížit o neoperativní část (nadměrné, nepotřebné, znehodnocené zásoby) a případně přecenit na reálnou hodnotu, pakliže je účetní hodnota podstatně odlišná (např. v důsledku nadměrných OP k zásobám). U pohledávek se odečítají neoperativní pohledávky (nedobytné, nesouvisející s hlavní činností podniku) nebo se přeceňující podhodnocené nebo odepsané pohledávky vlivem tvorby nadměrných OP nebo zbytečných odpisů. Časové rozlišení se z aktiv podniku většinou vyčlení, protože se jedná o položky neslouží k tvorbě současných zisků.

Třetí skupinou úprav je snížení NOA o **neúročený cizí kapitál**. Jde o úpravy na straně pasiv podniku při jejich konverzi na hodnotu C. Aby byla zachována rovnost NOA a C je nutné neúročený cizí kapitál, který není zahrnut do hodnoty C, odečíst také v hodnotě NOA.

S ohledem na podobu finančních výkazů podle českých účetních předpisů jsem sestavil formulář, který umožňuje relativně snadnou a přehlednou úpravu jednotlivých hlavních položek výkazu rozvaha. V tabulce je ukázka konverze aktiv prostřednictvím tohoto formuláře pro podnik TOMA za rok 2005.

Tabulka 42: Konverze aktiv na NOA (TOMA, 2005)

ÚPRAVA AKTIV NA NOA	2005
DLOUHODOBÝ MAJETEK	1 236 501
DNM	302

Neoperativní DNM	0
Oceňovací rozdíly u DNM	282
Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky	0
Goodwill	0
Tiché rezervy v DNM	0
Nedokončené dlouhodobé investice do DNM	0
DNM - upravený	584
DHM	560 196
Neoperativní DHM	-89 095
Aktivace leasingu (popř.dalšího dlouh.pronajatého majetku)	0
Oceňovací rozdíly u DHM (vč. oceň. rozdílu k nabyt. majetku)	21 026
Tiché rezervy v DHM	0
Nedokončené investice do DHM	-53 458
DHM - upravený	438 669
DFM	676 003
Neoperativní DFM (vč. nedok. investic do DFM)	-676 003
Oceňovací rozdíly u DFM	0
Tiché rezervy v DFM	0
Kumulované neobvyklé ztráty nebo zisky (jako součást DFM)	150 649
DFM - upravený	150 649
DLOUHODOBÝ MAJETEK - upravený	589 902
OBĚŽNÝ MAJETEK (vč. čas. rozlišení)	182 474
Zásoby	1 929
Úprava zásob	0
Zásoby - upravené	1 929
Pohledávky	154 626
Úprava pohledávek	-76 750
Pohledávky - upravené	77 876
Krátkodobý finanční majetek	25 591
Úprava krátkodobého finančního majetku	-16 000
Krátkodobý finanční majetek - upravený	9 591
Časové rozlišení	328
Úprava časového rozlišení	-328
Časové rozlišení - upravené	0
Neúročený cizí kapitál	-57 452
OBĚŽNÝ MAJETEK - upravený (ČPK)	31 944
NOA	621 846

Tak jako se prováděly úpravy na straně aktiv podniku s cílem zjistit hodnotu NOA, je třeba upravit také pasiva podniku s cílem zjistit hodnotu jeho kapitálu C. Jelikož se hodnota C se rovná hodnotě NOA, jde především o to zjistit

hodnotu VK a CK, která slouží k financování hodnoty NOA. Úpravy pasiv při jejich konverzi na C lze rozdělit na úpravy týkající se VK a týkající se CK.

Při úpravách VK jsou hlavní položkou tzv. *ekvivalenty VK*. Jedná se o nutnou úpravu VK v důsledku úprav provedených na straně aktiv, které nelze přiřadit konkrétní položce cizího nebo vlastního kapitálu, aby byla zachována rovnost NOA a C. Vychází se ze základního předpokladu, že pokud upravujeme hodnotu majetku z účetního pohledu na pohled ekonomický je nutné změny promítnout na druhé straně bilance do změny hodnoty VK. Nelze totiž upravovat konkrétní položky úročeného CK, které jsou dány nominální výší dluhu, ani neúročené závazky, které se plně odečítají jako bezúplatný kapitál.

Další položkou úprav VK jsou kumulované zisky nebo ztráty. Jejich případná eliminace zvyšuje nebo snižuje hodnotu VK. Rezervy podniku, které jsou v účetnictví evidovány jako součást CK, je nutné rovněž podrobit přezkoumání. Doporučuje se z hodnoty CK rezervy zcela eliminovat, protože jde o bezúplatný CK. Ovšem ty rezervy, které nemají charakter skutečných závazků (všeobecné rezervy, tiché rezervy apod.) je vhodné převést jako součást VK. Pokud podnik drží vlastní akcie je nutné o jejich hodnotu snížit VK, protože za tento kapitál není nutné platit.

Při úpravách CK se eliminují rezervy (viz úpravy VK). Hodnota CK se navýší o závazek, který kryje hodnotu aktivovaného leasingu. Dále se odečtou všechny neúročené závazky a to jak dlouhodobé (zálohy, bezúročné půjčky) tak krátkodobé. V hodnotě krátkodobých závazků se ponechají se pouze ty, které jsou explicitně úročeny. Poslední úpravou je snížení CK o časové rozlišení, které stejně jako u aktiv většinou nesouvisí se současnými zisky podniku.

Tabulka 43: Konverze pasiv na C (TOMA, 2005)

ÚPRAVA PASIV NA C	2005
VLASTNÍ KAPITÁL	1 361 523
Ekvivalenty VK	-890 326
Kumulované neobvyklé ztráty nebo zisky	150 649
Rezervy (převod z CK, nemají charakter skutečného závazku)	0
Vlastní akcie	0
VLASTNÍ KAPITÁL – upravený	621 846
CIZÍ ZDROJE (vč. časového rozlišení)	57 452
Rezervy	0
Závazky z aktivovaného leasingu (popř. jiného pronaj. majetku)	0
Nezpoplatněné dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	-35 081
Pasivní položky časového rozlišení	-22 371

CIZÍ ZDROJE - upravené	0
C	621 846

Uvedené charakteristiky jsou pouze stručným popisem hlavních úprav účetních dat. V souboru SATE jsou u jednotlivých řádků výkazu podrobnější popisy a charakteristiky úprav, jež mají být provedeny (Příloha B). Při vlastním provádění úprav účetních dat je jednak nutná znalost podniku, jeho interních údajů a také znalost problematiky hodnotového přístupu. Množství úprav pak vychází rovněž z kvalifikovaných odhadů a úsudku analytika, který je provádí.

Při zpracovávání případových studií byla ve všech podnicích provedena konverze aktiv na hodnotu NOA a pasiv na hodnotu C. Následující tabulka zobrazuje konečnou hodnotu NOA a jeho hlavních složek v podobě upraveného dlouhodobého a oběžného majetku.

Tabulka 44: Přehled konverze aktiv na NOA

NOA		1999	2000	2001	2002
TOMA	NOA	695 242	549 686	545 161	602 981
	DM	694 753	578 116	563 015	564 694
	OM	489	-28 430	-17 854	38 287
ALFA	NOA	292 122	308 951	325 450	368 994
	DM	209 930	199 658	186 134	214 323
	OM	82 192	109 293	139 317	154 671
BETA	NOA	126 872	158 979	154 883	211 016
	DM	90 388	97 681	106 018	136 476
	OM	36 484	61 298	48 865	74 540
GAMA	NOA	234 428	257 167	252 275	241 483
	DM	235 863	260 523	259 607	248 134
	OM	-1 435	-3 356	-7 332	-6 651
DELTA	NOA	640 736	677 634	683 561	670 836
	DM	560 889	580 736	660 588	823 446
	OM	79 847	96 898	22 973	-152 610

NOA		2003	2004	2005
TOMA	NOA	626 680	614 048	621 846
	DM	584 453	587 717	589 902
	OM	42 227	26 331	31 944
ALFA	NOA	358 998	348 694	325 588
	DM	211 627	205 477	203 204
	OM	147 371	143 217	122 384
BETA	NOA	192 987	222 727	244 590

	DM	126 979	144 467	162 713
	OM	66 008	78 260	81 877
GAMA	NOA	235 121	210 492	211 129
	DM	243 238	212 600	219 132
	OM	-8 117	-2 108	-8 004
DELTA	NOA	868 965	753 828	731 111
	DM	834 384	903 079	929 267
	OM	34 581	-149 251	-198 156

Je patrné, že míra úprav hodnoty aktiv vůči původní hodnotě aktiv je u jednotlivých podniků různá. U všech podniků je výsledná hodnota NOA nižší než původní hodnota aktiv. Pokud poměříme hodnotu NOA vůči původní hodnotě aktiv dostaneme následující výsledky:

Tabulka 45: Srovnání poměrů NOA / Aktiva

NOA / A (%)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	46	38	37	45	46	45	44
ALFA	65	73	81	90	81	72	71
BETA	75	64	58	74	61	61	60
GAMA	54	57	54	45	40	34	30
DELTA	88	82	65	52	63	54	43

K největšímu objemu úprav došlo u podniku TOMA a to zejména v důsledku vyloučení hodnoty DFM z hodnoty NOA, protože tento majetek neslouží k tvorbě zisku a přitom tvoří cca polovinu aktiv. Do hodnoty DFM byla přičtena vysoká kumulovaná ztráta z let 1997 a 1998 (v důsledku povodní), protože jde o negativní dopad do majetku podniku vlivem skutečnosti, která nesouvisí s hlavní činností. K dalším výrazným úpravám došlo také u DHM a to především vlivem vyřazení neoperativních aktiv a v důsledku přecenění hodnoty majetku, které podnik prováděl při přechodu na účtování podle IAS/IFRS. Hlavní úpravy v hodnotě OA s týkaly odečtení hodnoty pohledávek nesouvisejících s hlavní činností podniku (pohledávky za podniky ve skupině) a snížení o hodnotu neúročených závazků. V některých letech došlo rovněž k úpravě hodnoty nadbytečného KFM. V hodnotě úplatného kapitálu podniku TOMA, je zřejmé zpočátku nízké a později nulové využívání CK.

U podniku ALFA je míra úprav nižší a celková redukce aktiv se pohybuje okolo 25 % původní hodnoty aktiv. Podíl úprav DFM není, vyjma roku 2005, nijak velký, protože podnik nemá ve svém majetku významné finanční investice. Největší úpravy se týkají DM a spočívají ve vyčlenění neoperativních aktiv (nevyužívané pozemky a budovy, nedokončené investice), úpravě tichých rezerv (především majetek nevykazovaný v rozvaze) a v aktivaci leasingu. Největší

úpravou v hodnotě OA je odečtení neúročeného CK. Co se úplatného kapitálu týče převažuje podíl VK, ale během sledovaného období míra využití CK roste.

Podnik BETA má hodnotu operativních aktiv na úrovni 58 až 75 % aktiv. Celková hodnota NOA v čase roste stejně jako roste hodnota aktiv podniku. Vyjma roku 1999 tvoří nejpodstatnější část úprav odečtení neoperativního DFM. Další úpravy v hodnotě DM tvoří především vyčlenění neoperativního DHM. Nezanedbatelnou úpravou DNM je aktivace nákladů na vývoj a výzkum, které jsou přičteny do hodnoty DNM po zohlednění ročních odpisů v kumulované netto hodnotě. Vzhledem k malému objemu leasingových smluv byla aktivace leasingu provedena pouze na základě kvalifikovaného odhadu. U OM spočívala hlavní úprava především ve snížení o neúročený CK. Míra zadlužení podniku BETA je velmi nízká, ačkoliv objem CK v čase mírně roste.

U podniku GAMA je patrná nejvýraznější redukce aktiv na hodnotu NOA, přičemž v roce 2005 dosahují úpravy až 70 % celkové hodnoty aktiv. Hodnota NOA se v čase příliš nemění. Jednoznačně nejvýznamnější úpravou dlouhodobých aktiv a také celkového majetku podniku je odpočet veškerého DFM jako neoperativní složky aktiv. Podstatný vliv na snížení hodnoty NOA oproti původní hodnotě aktiv má také neoperativní DHM. U OA patří vyjma odpočtu neúročených závazků mezi podstatné úpravy také úprava neoperativních pohledávek (pohledávky za podniky ve skupině) a snížení KFM o nadbytečnou část. Objem využívaného úplatného CK se ve sledovaném období snižuje a celková zadluženost podniku je velmi nízká.

Podnik DELTA má ze zkoumaných podniků největší objem majetku. Míra úprav při konverzi na NOA v čase podstatně roste a to z 12 % v roce 1999 až na 67 % v roce 2005. Mezi nejvýznamnější položky úprav DM patří aktivace velkého objemu leasingových smluv, odpočty neoperativního majetku a zejména v posledních letech sledovaného období odpočty neoperativního DFM (půjčky). DFM nebyl plně odečten jako u ostatních podniků, protože část tvoří podíly v dceřiných podnicích, jejichž činnost úzce souvisí s činností podniku. Tyto podniky přispívají k tvorbě provozních zisků podniku DELTA. V roce 2002 byla také provedena úprava oceňovacího rozdílu, protože v tomto roce byly podíly oceněny odlišnou metodou (ekvivalencí) než v jiných letech a došlo tak k podstatným změnám v hodnotě DFM, ačkoliv ten se reálně nezměnil. Významnou úpravou v hodnotě DNM je aktivace nákladů na výzkum a vývoj. Na straně OA patří mezi významné úpravy snížení pohledávek o neoperativní část a odpočet časového rozlišení. Na straně úplatného kapitálu je patrný počáteční růst zadlužení podniku až do roku 2003. V posledních dvou letech se naopak úplatný CK podstatně snížil.

Tabulka 46: Přehled hodnoty a struktury úplatného kapitálu (C)

C		1999	2000	2001	2002
TOMA	VK	642 537	522 161	526 816	602 981
	CK	52 705	27 525	18 345	0
ALFA	VK	186 877	196 683	202 422	241 243
	CK	105 245	112 268	123 029	127 751
BETA	VK	120 991	146 197	138 023	186 680
	CK	5 881	12 782	16 860	24 336
GAMA	VK	204 997	229 878	227 703	219 611
	CK	29 431	27 289	24 572	21 872
DELTA	VK	396 803	423 043	455 054	370 619
	CK	243 934	254 591	228 507	300 217

C		2003	2004	2005
TOMA	VK	626 680	614 048	621 846
	CK	0	0	0
ALFA	VK	228 372	198 050	175 799
	CK	130 626	150 644	149 789
BETA	VK	184 362	203 655	221 061
	CK	8 625	19 072	23 529
GAMA	VK	216 190	199 354	204 819
	CK	18 931	11 138	6 310
DELTA	VK	469 771	510 440	589 537
	CK	399 194	243 388	141 575

Z výše uvedených charakteristik hodnoty NOA a C zkoumaných podniků a srovnání těchto hodnot s původní hodnotou rozvahy, je zřejmý význam konverze aktiv na NOA. Každý ze zkoumaných podniků má účetní hodnotu majetku vyšší než je hodnota NOA tzn. vyšší než je hodnota majetku skutečně využívaného k tvorbě provozních zisků a EVA. U žádného z podniků tento rozdíl není zanedbatelný a naopak u některých podniků je velmi podstatný (až 70 %). Z ekonomického pohledu na majetek podniku, kdy jsou hlavními kriterii příspěvek ke tvorbě provozních zisků a reálná hodnota majetku, je patrné nakolik se obraz podniku a oproti jeho účetnímu pojetí může lišit. Budeme akceptovat prověřený předpoklad, že i přes jistou míru subjektivity, využití odhadů a odvozených údajů, hodnota NOA představuje reálnější obraz majetku podniku.

Stanovení hodnoty NOPAT

Poté co byla určena hodnota NOA, je nutné přiřadit těmto aktivům odpovídající náklady a výnosy resp. stanovit operativní zisk, který tato aktiva přináší. V praxi se postupuje nepřímým způsobem a vychází se z běžného výsledku hospodaření, který se upraví na hodnotu NOPAT. Základním a nejpodstatnějším kriteriem je soulad s hodnotou NOA. Operativní zisk vzniká zapojením operativních aktiv do činnosti podniku.

Protože při konverzi aktiv na NOA byl určitý majetek podniku vyřazen, přeceněn, aktivován je nutné provést související úpravy také v nákladech a výnosech podniku. Zjednodušeně lze konstatovat, že je nutné:

- vyloučit náklady a výnosy spojené s vyřazeným neoperativním majetkem,
- upravit náklady a výnosy v souvislosti s přeceněným majetkem,
- upravit náklady a výnosy související s aktivací majetku,
- vyloučit nebo upravit náklady a výnosy v souvislosti s mimořádnými skutečnostmi nebo v souvislosti se specifickými účetními operacemi, které nesouvisí s hlavní činností podniku.

Při úpravách provozního zisku na NOPAT je stejně jako při konverzi na NOA kladen značný důraz na úsudek a odhad analytika. V odborné literatuře lze nalézt základní obecně doporučované úpravy. Pro potřeby případových studií v analyzovaných podnicích jsem vytvořil speciální formulář aplikace MS Excel, který slouží ke snadné a přehledné konverzi běžného výsledku hospodaření na hodnotu NOPAT. Formulář je součástí souboru SATE.

Tabulka 47: Konverze VH na NOPAT (TOMA, 2005)

VÝPOČET NOPAT	2005
VH z běžné činnosti	32 360
+ placené úroky	0
+ implicitní úroky leas. smluv	0
- výnosy z vyloučených neoperativních aktiv	-14 000
+ náklady na vyloučená neoperativní aktiva	2 074
+ odpisy goodwill	0
+ náklady investičního charakteru kapitalizované do NOA	0
- odpisy nehmotného majetku vytvořeného kapitalizací investičních nákladů	0
+ leasingová platba (snížená o implic. úroky)	0
- odpisy kapitalizovaných leasingových splátek	0
+/- úprava odpisů plynoucí z přecenění majetku	234
- neobvyklé výnosy (zisky)	-37 073

+ neobvyklé náklady (ztráty)	45 898
+/- vliv tvorby a rozpuštění nákladových rezerv a OP	-7 008
+/- ostatní mimořádné a neopakovatelné náklady a výnosy	0
+ původní daň z příjmů	1 933
NOP	24 417
- upravená daň	-1 378
NOPAT	23 039

Při stanovení NOPAT se vychází z hodnoty VH z běžné činnosti, tím jsou vyloučeny explicitní mimořádné náklady a výnosy. Prvním krokem je zpětné přičtení placených úroků. Veškeré nákladové úroky kapitálu budou totiž při výpočtu EVA odečteny v sazbě WACC. Dále je nutné přičíst také implicitní nákladové úroky leasingových smluv. Jak bylo uvedeno v části věnované aktivaci leasingu současně s aktivací je navýšen CK o úvěr, který kryje financování leasingových předmětů. Hodnotu VH je třeba zvýšit o implicitní úroky tohoto úvěru. Účetně je VH z běžné činnosti již snížen o úroky z leasingových smluv, protože úroky jsou součástí celkového leasingového navýšení a rovnoměrně rozprostřeny do leasingových splátek. Implicitní úroky z leasingových smluv jsou vypočteny jako součin hodnoty leasingových úvěrů na začátku období (tzn. konec předchozího roku) a sazby průměrných nákladů na leasing.

Další položky úprav tvoří odpočet výnosů plynoucích z vyloučených neoperativních aktiv (např. výnosy z DFM) a zpětné přičtení nákladů na tato aktiva (např. odpisy neoperativních budov).

Dalším krokem je zpětné přičtení odpisů podnikového goodwill. Pokud byl v účetnictví goodwill vykazován a odepisován, ale my předpokládáme, že má trvalou hodnotu, pak je nutné zpětně přičíst jeho odpisy. Někdy se doporučuje ponechat netto hodnotu oceňovacího rozdílu nebo goodwill a náklady neupravovat. Úpravy spojené s goodwill a oceňovacím rozdílem nabytého majetku v NOA a NOPAT závisí na konkrétní situaci daného podniku a úsudku analytika. V zásadě je možné se řídit doporučením, že pokud se hodnota goodwill nebo oceňovacího rozdílu reálně v čase nemění, je vhodné této skutečnosti přizpůsobit i ekonomický obraz podniku. Rovněž lze přičíst i případné odpisy opravné položky k nabytému majetku, pokud tato položka reálně hodnotu neztrácí. Jde o rozdíl mezi kupní cenou majetku kupovaného podniku a účetní cenou aktiv po odečtu závazků.

Poté je třeba přičíst aktivované (kapitalizované) náklady. Pokud byly do hodnoty NOA aktivovány náklady na výzkum a vývoj, je nutné v hodnotě NOPAT vliv těchto nákladů eliminovat (tzn. přičíst). Také se odečtou fiktivní

odpisy těchto aktivovaných nákladů. Doporučená doba rovnoměrného odepisování těchto nákladů je 5 let, ale to se může v závislosti na situaci konkrétního podniku a charakteru nákladů lišit.

Pak je nutné provést úpravy související s aktivací leasingu. Do hodnoty NOPAT je třeba zpětně přičíst splátky leasingu, které byly součástí podnikových nákladů. Zpětně přičtená hodnota leasingových splátek se sníží o implicitní úroku z leasingu, které jsou ve splátkách obsaženy, ale již byly přičteny druhém řádku. Je nutné odečíst také fiktivní odpisy aktivovaných leasingových předmětů. Výše odpisů se stanoví podle účetních odpisů obdobných předmětů.

Další řádky slouží k eliminaci neobvyklých a neoperativních nákladů a výnosů, které zkreslují skutečnou výkonnost podniku. Obvykle se zde VH upravuje o položky jako postoupení a odpisy pohledávek, mimořádné odprodeje a zůstatkové ceny majetku a položky ostatních nákladů a výnosů, které nesouvisí přímo s hlavní činností podniku, ale podstatně ovlivňují jeho VH.

Následující úpravu tvoří eliminace vlivu tvorby a rozpouštění OP a rezerv, které měly významný dopad do VH, ale nelze je považovat za přímo související s hlavní činností podniku (tvorba tichých rezerv, daňová optimalizace). Také se eliminuje vliv ostatních mimořádných nákladů a výnosů. Jde například o náklady na restrukturalizaci, náklady spojené s tržní expanzí, mimořádné osobní náklady (odstupné skupině propouštěných zaměstnanců), mimořádné odpisy aj.

Na závěr je nutné do hodnoty VH z běžné činnosti přičíst původní daň z příjmů. Jelikož vlivem úprav nákladů a výnosů mohlo dojít ke změně základu daně z příjmu, je nutné stanovit novou hodnotu daně z příjmu. Existují dvě možnosti, jak určit novou hodnotu daně z příjmů:

1. Pomocí **dodatečné daně z rozdílu** – zjistí se rozdíl mezi původní hodnotou zisku před zdaněním a hodnotou po úpravách a tento rozdíl se vynásobí sazbou daně z příjmu a tato dodatečná daň se přičte k původní.
2. Pomocí **reální míry zdanění** – na základě hodnoty zisku před zdaněním a daně z příjmu v uplynulých letech se zjistí reálná míra zdanění podniku a touto sazbou se poté vynásobí zisk před zdaněním po úpravách a vypočte se nová sazba daně z příjmu.

Protože podniky často provádějí daňovou optimalizaci a tak se jejich reálná míra zdanění může značně lišit od sazby daně z příjmu, byl při určení konečné hodnoty NOPAT využit druhý způsob určení nové hodnoty daně z příjmu.

Po provedení všech uvedených úprav se dostaneme k výsledné hodnotě NOPAT. U konkrétních podniků nemusí být nutně všechny položky vyplněny,

což závisí na situaci konkrétního podniku, existenci položek nákladů a výnosů vyžadující úpravy a také na významnosti těchto položek vzhledem k hodnotě NOA a NOPAT.

Tabulka 48: Přehled hodnoty NOPAT

NOPAT		2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	VH	6 809	11 018	7 339	7 639	12 951	32 360
	NOPAT	17 926	20 683	25 458	21 748	20 442	23 039
ALFA	VH	11 454	11 119	7 700	7 959	11 021	15 699
	NOPAT	4 352	26 717	26 451	39 815	41 087	40 143
BETA	VH	55 986	24 511	27 476	31 953	32 566	18 252
	NOPAT	55 285	29 217	29 677	30 741	42 293	19 970
GAMA	VH	12 518	23 114	24 792	31 437	20 987	31 194
	NOPAT	17 754	26 567	20 089	35 422	24 569	27 531
DELTA	VH	27 174	67 025	106 761	176 452	199 383	340 682
	NOPAT	62 459	90 198	142 405	227 575	239 422	369 839

Hodnoty VH z běžné činnosti a NOPAT jsou vlivem popsaných úprav odlišné. Nejpatrnější jsou rozdíly u podniků TOMA a ALFA. Z uvedeného srovnání je zřejmé, že hodnota NOPAT je většinou vyšší než hodnota VH z běžné činnosti. Nejde pouze o důsledek nazpět přičtených nákladových úroků, ale výsledná hodnota NOPAT je výrazně ovlivněna množstvím upravovaných nákladových a výnosových položek (převážně úpravy v položkách ostatních provozních nákladů a výnosů, úpravy účetních operací v souvislosti s tvorbou a rozpouštění OP a rezerv). U podniků ALFA a DELTA měla na výsledný NOPAT nemalý vliv také aktivace leasingu a z ní plynoucí úpravy nákladů. Úplné formuláře úprav VH na NOPAT všech podniků jsou rovněž součástí souborů SATE (Příloha B).

V praxi ČR je častá preference daňové optimalizace a snaha o minimalizaci daňového základu. Podniky často účtují do svých nákladů množství diskutabilních položek s cílem maximálně snížit základ daně a daňovou povinnost. Protože v rámci konverze VH na NOPAT je vliv specifických a mimořádných účetních operací eliminován, je logické a očekávatelné, že hodnota NOPAT je obvykle vyšší než vykazovaný účetní VH. Podniky záměrně snižují účetně své výkony. Této rozšířené praxi přispívá i forma odměňování managementu, která není obvykle provázána na tržní ukazatele podniku (cena akcií), jak je tomu běžné například v ekonomice USA. Právě tržní ukazatele jsou totiž na vykazované účetní výsledky mimořádně citlivé.

Stanovení hodnoty WACC

Sazba průměrných nákladů kapitálu má v podniku několik funkcí:
a) je stěžejním měřítkem pro určení, zda podnik přináší vlastníkům hodnotu,
b) určuje minimální rentabilitu kapitálu,
c) může být využita jako úroková míra při přijímání investičních rozhodnutí,
d) je základnou pro diskontování při oceňování podniku,
e) vyjadřuje, že poskytnutý kapitál není zadarmo.

Vážené průměrné náklady kapitálu se počítají podle vztahu:

$$WACC = r_e \times \frac{VK}{C} + r_d \times (1 - d) \times \frac{CK}{C} \qquad (5.1)$$

kde: r_e = náklady VK, r_d = náklady CK, d = sazba daně z příjmu

Výpočet WACC spočívá ve 4 hlavních krocích:
1. Určit váhy jednotlivých složek kapitálu.
2. Určit náklady na CK.
3. Určit náklady na VK.
4. Spočítat WACC

Problému stanovení struktury a následně vah kapitálu je nutné věnovat náležitou pozornost. Doporučuje se stanovit váhy složek kapitálu podle tržní hodnoty. To však může být problém, zejména u tržní hodnoty VK. Někdy se narozdíl od stávající doporučuje pro váhy zvolit cílovou strukturu kapitálu. Při nefunkčních kapitálových trzích nemusí být tržní hodnota VK vždy reálná. Pomocí vytvořeného formuláře pro konverzi aktiv na NOA již byla stanovena hodnota úplatného kapitálu C pro zkoumané podniky. Rovněž byla určena hodnota VK a CK, které společně tvoří hodnotu C. Z těchto údajů je určena váha jednotlivých složek kapitálu.

Určit náklady na CK není zpravidla problém. Vyjde se buď přímo z konkrétních úvěrových smluv nebo z poměru nákladových úroků a průměrné hodnoty úročeného CK v daném roce. Pokud není přístup k relevantním informací, lze náklady CK stanovit také odvozeným způsobem. Úrokové náklady je nutné snížit o daňový štít. Součástí CK je také kapitál, který kryje aktivovaný leasing. Pro tuto část CK se stanovuje nákladová sazba odděleně.

Komplikovanější je stanovení nákladů na VK, které účetnictví nezná. Metod jejich stanovení je několik. Nejrozšířenější je metoda CAPM (Capital Assets Pricing Model) a metoda stavebnicová. Metoda CAPM vyžaduje znalost β

koeficientu daného podniku, což je s vzhledem k nefunkčnosti kapitálového trhu ČR problematické. Proto se využívají odvozené hodnoty β koeficientu.

Stavebnicová metoda vychází z bezrizikové sazby kapitálového trhu (*výnosnost desetiletých státních dluhopisů*), ke které přičítají dílčí přirážky za riziko. Tuto metodu využívá také MPO. Někteří odborníci tvrdí, že tento model lépe odráží specifické podmínky zkoumaného podniku. Další zjednodušenou možností jak stanovit náklady na VK je odvozený způsob podle nákladů na CK nebo podle hodnoty průměrné ROE v odvětví.

Při zpracování případových studií byly využity tři způsoby určení nákladů CK, dva způsoby určení nákladů na aktivovaný leasing a čtyři způsoby určení nákladů VK. Výsledné hodnoty byly stanoveny váženým průměrem výsledků použitých postupů, přičemž váhy byly určeny zejména podle přesnosti, spolehlivosti a vypovídací schopnosti jednotlivých postupů.

Nejprve byly stanoveny průměrné náklady na CK (půjčky a bankovní úvěry) jak je patrné na ukázce podniku TOMA.

Tabulka 49: Náklady na bankovní úvěry a půjčky - 1. a 2. způsob (TOMA)

Náklady na BÚ a půjčky (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1. způsob – přesná sazba (%)	*na	*na	*na	0,00	0,00	0,00
2. způsob – podle účetních dat (%)	10,20	7,37	4,88	0,00	0,00	0,00

** pro roky 2000 – 2002 nebyly údaje k dispozici*

První způsob vychází přímo z úrokových sazeb stanovených v úvěrových smlouvách podniku. Druhý způsob vychází z účetních dat a náklady jsou stanoveny na základě poměru ročních nákladových úroků uvedených ve výkazu zisků a ztrát a průměrné hodnoty bankovních úvěrů a půjček.

Tabulka 50: Náklady na bankovní úvěry a půjčky - 3. způsob (TOMA)

Náklady na BÚ a půjčky (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
3. způsob - odhadnutá sazba BÚ						
Bezriziková úroková míra (%)	6,50	6,30	5,10	4,10	4,80	3,53
EBIT / Nákladové úroky	2,77	5,86	9,89	*>10	*>10	*>10
Rating	BBB	A+	AAA	AAA	AAA	AAA
Riziková přirážka (%)	1,50	0,70	0,35	0,35	0,35	0,35
Odhadnutá sazba BÚ (%)	8,00	7,00	5,45	4,45	5,15	3,88

** v letech 2003 až 2005 bylo úrokové krytí vyšší než 10, rating podniku byl tak maximální*

Třetí způsob určení nákladů na bankovní úvěry a půjčky je odhadem na základě ukazatele úrokového krytí a z něj plynoucího ratingu podniku a rizikové přirážky stanovené podle tohoto ratingu. Bezriziková míra je stanovena podle aktuální výkonnosti státních dluhopisů a je uveřejňována na internetových stránkách MPO (www.mpo.cz). Rating podniku a následná riziková přirážka byly stanoveny podle tabulek uveřejňovaných na stránkách věnovaných hodnotovému řízení (www.damodaran.com) .

Tabulka 51: Náklady na leasing (TOMA)

Náklady na leasing (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1. Anuitní propočet (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Odhadnutá sazba (%)	8,00	7,00	5,45	4,45	5,15	3,88

Byly využity dva způsoby určení nákladů na leasing. Anuitní propočet byl popsán při aktivaci leasingu do NOA. U podniku TOMA vzhledem k neexistenci leasingových smluv je hodnota nulová. Určení odhadnuté sazby bylo popsáno v předchozí tabulce.

U podniků, kde byl aktivován leasing do hodnoty NOA (ALFA, DELTA), byla přesná anuitní sazba nákladů leasingových smluv vypočtena. V níže uvedené tabulce je zobrazen propočet u podniku DELTA. Sazba anuitního propočtu nákladů na leasing je váženým průměrem anuitních sazeb u všech aktivních leasingových smluv v daném roce. Váhy sazeb byly stanoveny podle objemu splátek z jednotlivých smluv v daném roce.

Tabulka 52: Náklady na leasing (DELTA)

Náklady na leasing (DELTA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1. Anuitní propočet (%)	15,31	15,30	15,29	15,58	15,22	15,04
2. Odhadnutá sazba (%)	7,00	6,65	5,45	4,45	5,15	3,88

Průměrné náklady CK podniku TOMA byly stanoveny jako vážený průměr výše uvedených sazeb a způsob jejich výpočtu je uveden v následující tabulce.

Tabulka 53: Průměrné náklady CK (TOMA)

Prům. náklady CK (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bankovní úvěry (průměrný stav)	45 115	33 377	20 057	5 442	0	0
Aktivovaný leasing (průměrný stav)	0	0	0	0	0	0

Náklady na bank. úvěry (%)	9,54	7,26	5,05	1,34	1,55	1,16
Náklady na leasing (%)	8,00	7,00	5,45	4,45	5,15	3,88
Nominální prům. náklady dluhu (%)	9,54	7,26	5,05	1,34	0,00	0,00
Daňový štít (1 - daňová sazba)	0,69	0,69	0,69	0,69	0,72	0,74
Průměrné náklady cizího kapitálu (%)	6,58	5,01	3,48	0,92	0,00	0,00

Nejprve jsou určeny průměrné hodnoty bankovních úvěrů a průměrné hodnoty aktivovaného leasingu za daný rok. Náklady na bankovní úvěry by měly být stanoveny jako průměr tří uvedených způsobů jejich výpočtu. Protože u podniku TOMA nebyly k dispozici údaje pro první způsob určení sazby, byl použit vážený průměr 2. a 3. způsobu. Přesnost propočtu, která určuje váhy, byla zvolena podle vypovídací schopnosti údajů a to u 2. způsobu váha 70% a u 3. způsobu váha 30%. U jiných podniků se to může lišit v závislosti na spolehlivosti jednotlivých způsobů a podle konkrétní situace podniku. Náklady leasingu by měly být stanoveny váženým průměrem odhadnuté sazby na leasing (doporučená váha 20 %) a anuitního propočtu (doporučená váha 80 %), jehož přesnost je podstatně vyšší. U podniku TOMA však vzhledem k nemožnosti stanovit anuitní propočet, protože podnik neměl aktivovaný leasing, byla použita pouze odhadnutá sazba aktivovaného leasingu. Z těchto údajů pak byla váženým průměrem vypočtena (váhy jsou určeny podle průměrných hodnot bankovních úvěrů a aktivovaného leasingu) nominální sazba nákladů na CK. Tato sazba je snížena o daňový štít.

Tabulka 54: Stanovení nákladů VK pomocí metody CAPM (TOMA)

Metoda CAPM (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bezriziková úroková míra (%)	6,50	6,30	5,10	4,10	4,80	3,53
Koeficient - β (nezadluž. podnik)	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Koeficient - β (zadlužený podnik)	0,83	0,81	0,80	0,79	0,79	0,79
Riziková prémie (%)	7,20	7,20	7,00	6,32	6,02	5,70
r_e (%)	12,44	12,14	10,68	9,08	9,54	8,02

Dalším krokem k určení hodnoty WACC je stanovení nákladů na VK. První způsob propočtu nákladů na VK je pomocí metody CAPM. Využití modelu CAPM je v praxi komplikováno tím, že model vyžaduje splnění několika předpokladů:

- Existuje bezriziková výpůjční a zápůjční sazba.

- Všechny aktiva lze obchodovat a mají stanovenou cenu.
- Kapitálové trhy jsou dokonalé.

Koeficient β udává citlivost investice vůči trhu. Koeficient měří tržní systematické riziko tím, že říká k jaké procentuální změně ceny akcie v průměru dochází, jestliže dojde ke změně trhu o 1 %. Pokud je koeficient větší jak 1 je riziko vyšší než průměrné systematické tržní riziko, pokud je menší než 1 je riziko nižší a při rovnosti 1 je riziko akcie stejné jako riziko tržního portfolia.

Problémem této metody je stanovení β koeficientu. V ČR nejsou dostupné informace o β koeficientech podniků, a proto se vychází z odvozených hodnot. Nejprve se určí průměrná hodnota β koeficientu nezadluženého podniku daného odvětví a poté se zohlední vliv kapitálové struktury.

Hodnoty byly převzaty ze stránek www.damodaran.com, kde jsou vypočteny průměrné hodnoty β koeficientů nezadlužených podniků podle jednotlivých průmyslových oborů. Hodnoty vychází z analýz více jak 7000 podniků v USA.

Za pomocí znalosti průměrné hodnoty β koeficientu nezadlužených podniků v příbuzném oboru podnikání a níže uvedeného vztahu je vypočtena odvozená hodnota β koeficientu podniku.

$$\beta\,\text{podniku} = \beta\,\text{nezadlužená} \times \left\{1 + (1 - \text{d}) \times \left(\frac{\text{CK}}{\text{VK}}\right)\right\} \qquad (5.2)$$

Výsledná hodnota nákladů na VK je vypočtena jako součet bezrizikové úrokové míry a násobku rizikové přirážky s vypočtenou hodnotu podnikového koeficientu β. Při výpočtech v jednotlivých podnicích, tam kde nebylo možné přiřadit podniku jedno konkrétní průmyslové odvětví, byl stanoven vážený průměr několika hodnot β koeficientů nezadlužených podniků podle míry zastoupení daných odvětví ve zkoumaném podniku.

Tabulka 55: Stanovení nákladů VK pomocí ROE (TOMA)

Průměrná ROE odvětví (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
r_e (%)	6,72	5,01	6,36	6,69	7,63	9,14

Druhým způsob stanovení hodnoty nákladů na VK je podle průměrné hodnoty ROE v odvětví. Vychází se z předpokladu, že vlastníci očekávají dosažení minimálně stejné rentability, která je v daném odvětví dosahována.

Tabulka 56: Stanovení nákladů VK pomocí nákladů CK (TOMA)

Odvození nákl. na VK(TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Náklady na cizí kapitál (%)	9,54	7,26	5,05	1,34	0,00	0,00
Riziková přirážka (β x 3 %)	2,48	2,43	2,39	2,36	2,36	2,36
r_e (%)	12,02	9,69	7,44	3,70	2,36	2,36

Třetí možností určení nákladů na VK bylo odvození jejich výše podle hodnoty nákladů na CK před jejich snížením o daňový štít. K hodnotě nákladů na CK je přičtena riziková přirážka ve výši násobku β koeficientu a sazby 3 %.

Tabulka 57: Stanovení nákladů VK pomocí stavebnicového modelu (TOMA)

Stavebnicový model (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bezriziková sazba	6,50	6,30	5,10	4,10	4,80	3,53
$r_{Velikost}$	3,36	3,58	3,50	3,38	3,37	3,37
$r_{Podnikatelské}$	6,75	5,69	7,09	0,00	0,00	0,00
$r_{Finstab}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
r_{Finstr}	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
r_e	16,74	15,56	15,68	7,48	8,17	6,90

Posledním použitým způsobem stanovení nákladů na VK je stavebnicový model. Pomocí metodiky, kterou stanovili manželé Neumaierovi ve svém modelu INFA (Neumaierová - Neumaier, 2002), jsou k bezrizikové sazbě přičteny 4 přirážky (za velikost podniku, za podnikatelské riziko, za finanční stabilitu a za finanční strukturu). Pro každou přirážku existuje maximální horní mez (5 nebo 10 %) a je stanoven způsob jejího propočtu.

Přirážka za **velikost podniku** je rovna 0, pokud jsou úplatné zdroje větší jak 3 mld.Kč. Pokud je jejich hodnota menší jak 100 mil.Kč je přirážka rovna 5 %. Jinak se přirážka vypočte pomocí vztahu:

$$\frac{\left(3 - \text{Úplatné zdroje v mld.}\right)^2}{168{,}2} \tag{5.3}$$

Přirážka za **podnikatelské riziko** vychází z poměřování ukazatele ROA a ukazatele X1. Pokud je ROA > X1 je přirážka 0. Pokud je ROA < 0 je přirážka 10 %. Jinak platí že přirážka se vypočte jako:

$$\frac{\left(\text{X1} - \text{ROA}\right)^2}{10 \times \text{X1}^2} \tag{5.4}$$

Hodnota X1 se stanoví jako:

$$\frac{\text{C}}{\text{Aktiva}} \times \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{CK}} \tag{5.5}$$

Přirážka za **finanční stabilitu** vychází z hodnoty celkové likvidity podniku. Celková likvidita je poměřována s průměrnou likviditou dosahovanou v odvětví (označenou jako XL) minimálně však s hodnotou 1,25. Pokud je celková likvidita větší jako průměr odvětví, pak je přirážka 0. Pokud je menší jako 1, pak je přirážka 10 %. Jinak platí, že přirážka se stanoví jako:

$$\frac{\left(\text{XL} - \text{Celková likvidita podniku}\right)^2}{10 \times \left(\text{XL} - 1\right)^2} \tag{5.6}$$

Poslední přirážka je spojená **s finanční strukturou** podniku. Měřítkem je ukazatel úrokového krytí (EBIT/nákladové úroky). Pokud je jeho hodnota větší jak 3, pak je přirážka 0. Pokud je menší jak 1, pak je přirážka 10 %. Jinak pro výpočet rizikové přirážky platí vztah:

$$\frac{\left(3 - \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}\right)^2}{40} \tag{5.7}$$

Výsledná hodnota nákladů na VK podniku TOMA byla poté vypočtena jako vážený průměr výsledků všech čtyř způsobů výpočtu.

Tabulka 58: Výpočet průměrných nákladů VK (TOMA)

Prům. náklady VK (TOMA) (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Metoda CAPM	12,44	12,14	10,68	9,08	9,54	8,02
Průměrná rentabilita odvětví	6,72	5,01	6,36	6,69	7,63	9,14
Odvození nákladů na VK z nákladů na CK	12,02	9,69	7,44	3,70	2,36	2,36
Stavebnicový model	16,74	15,56	15,68	7,48	8,17	6,90
Průměrné náklady VK	13,55	12,55	11,92	7,66	8,08	7,12

Jednotlivým výsledkům byly přiřazeny váhy podle přesnosti a spolehlivosti použitých metod. Přesnější metody jako CAPM a stavebnicová mají váhy 40 %. Méně přesné metody průměrné rentability v odvětví a odvození podle nákladů na CK pouze 10 %.

Jakmile jsou stanoveny náklady na VK i CK a známe jejich váhy, je možné spočítat výslednou hodnotu WACC. Použití průměrné hodnoty je přesnější než pouhé dosazení stavu kapitálu na konci daného roku, protože jeho hodnota se v průběhu roku vyvíjela.

Tabulka 59: Výpočet WACC (TOMA)

WACC (TOMA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
C (průměr)	622 464	547 424	574 071	614 831	620 364	617 947
CK (průměr)	40 115	22 935	9 173	0	0	0
VK (průměr)	582 349	524 489	564 899	614 831	620 364	617 947
Váha CK	0,06	0,04	0,02	0,00	0,00	0,00
Váha VK	0,94	0,96	0,98	1,00	1,00	1,00
Náklady CK (%)	6,58	5,01	3,48	0,92	0,00	0,00
Náklady VK (%)	13,55	12,55	11,92	7,66	8,08	7,12
WACC (%)	13,10	12,24	11,79	7,66	8,08	7,12

Tabulka 60: Přehled vypočtených hodnot WACC

WACC (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	13,10	12,24	11,79	7,66	8,08	7,12
ALFA	13,60	11,75	8,68	8,23	8,70	7,19
BETA	10,67	10,29	9,68	8,63	9,66	8,11
GAMA	11,59	10,68	10,01	8,64	9,50	8,97
DELTA	10,21	12,60	11,15	8,49	10,33	10,97

Popsaným postupem byly vypočteny WACC pro všechny zkoumané podniky. Vyjma podniku DELTA u všech podniků náklady kapitálu vykazují klesající trend. Snižující se průměrné náklady kapitálu jsou také způsobeny několika externími faktory, na které podniky nemají vliv. Jsou to klesající úvěrové sazby bank v důsledku snižujících se sazeb na kapitálových trzích, snižující se bezriziková úroková sazba v důsledku snížení výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, klesající riziková přirážka kapitálového trhu (rostoucí rating ČR). Vliv určitě má i daňová optimalizace, zejména při určení nákladů VK podle průměrného ROE.

Provedené analýzy na zkoumaných podnicích a hodnoty WACC potvrzují obecný trend v podobě dlouhodobě se snižujících nákladů kapitálu. Podniková specifika ovlivňují výslednou hodnotu WACC, a proto se hodnota mezi jednotlivými podniky liší. Dokonce u podniku DELTA došlo v posledních dvou letech ke zvýšení WACC po předchozím klesajícím trendu, v důsledku zhoršení likvidity podniku. U ostatních podniků nedošlo k výrazným negativním vnitřním vlivům, a proto jejich sazby WACC během sledovaného období klesají.

Na místě je pochopitelně obava, že výrazné externí faktory mohou v závislosti na použitých metodách stanovení WACC významně ovlivňovat hodnotu nákladů kapitálu. Vlivem těchto faktorů tak může dojít k významným zlepšením EVA i přesto, že se reálně výkonnost podniku nezměnila. Jednou z cest, jak předejít této možnosti, je stanovit po určitou dobu neměnnou sazbu WACC. Například firma Coca-Cola používá jedinou sazbu WACC ve výši 12 % p.a., koncern Volkswagen 9 % p.a.. Toto zjednodušení však není příliš vhodné a to zejména u nadnárodních koncernů. Pevně stanovené sazby nezohledňují místní podmínky na kapitálových trzích a cenu zápůjčního kapitálu. Může tak dojít k přijímání špatných investičních nebo finančních rozhodnutí nebo odmítání příležitostí, které mohou přispět k tvorbě EVA.

Určení WACC je ovlivněno řadou externích faktorů, náročností na informace, použitými metodami, pracností výpočtů a poměrně vysokou subjektivitou postupů, které zjištění nákladů na kapitál umožňují. Přesto je nutné jejich vyčíslení věnovat náležitou pozornost, protože je velmi podstatné, aby si podniky uvědomily, že kapitál není poskytován zdarma a aby jeho cenu zahrnovaly do svých investičních a finančních rozhodnutí.

Sazba WACC zkoumaných podniků se pohybuje mezi 7 až 14 % p.a. Obecně sazba WACC klesá. Podniky TOMA a ALFA vykazují v průběhu sledovaného období nejvýraznější snížení WACC. Podnik TOMA měl v roce 2000 celkové WACC ve výši 13,10 % p.a.. Zpočátku měl podnik vyšší náklady na VK v důsledku rizikové přirážky za nízkou celkovou rentabilitu aktiv. V prvních letech podnik také čerpal úvěry spojené s vyššími úrokovými náklady. V průběhu sledovaného období došlo k snížení nákladů na CK až na nulovou hodnotu a také rizikové přirážky poklesly, vlivem zlepšující se ekonomické situace podniku. V důsledku těchto skutečností byly sníženy WACC až na hodnotu 7,12 % p.a.

Podnik ALFA má počáteční hodnotu WACC ve výši 13,60 % p.a.. V prvních letech sledovaného období má podnik vysoké přirážky za riziko, které zvyšují jeho náklady na VK. V dalších letech, zejména v důsledku rostoucí likvidity a celkové rentability aktiv, se rizikové přirážky snižují a stejně tak i hodnota WACC. V roce 2005 je WACC podniku 7,19 % p.a.

U podniků BETA a GAMA hodnota WACC rovnoměrně klesá, vyjma přechodného navýšení v roce 2004 v důsledku zvýšení bezrizikové sazby. U těchto podniků vývoj WACC v podstatě kopíruje dlouhodobý pokles úvěrových sazeb, bezrizikové úrokové míry a rizikové přirážky. V průběhu sledovaného období nedochází k výraznějším změnám v hodnotě WACC.

U podniku DELTA nevykazuje hodnota WACC jednoznačný trend vývoje a kolísá okolo 11 % p.a. Náklady CK trvale klesají tak jak se snižuje úroková sazba úvěrů. Nejpodstatnější vliv na hodnotu WACC má likvidita podniku, která je v některých letech velmi nízká a způsobuje tak vysokou rizikovou přirážku zvyšující náklady VK.

Výpočet EVA

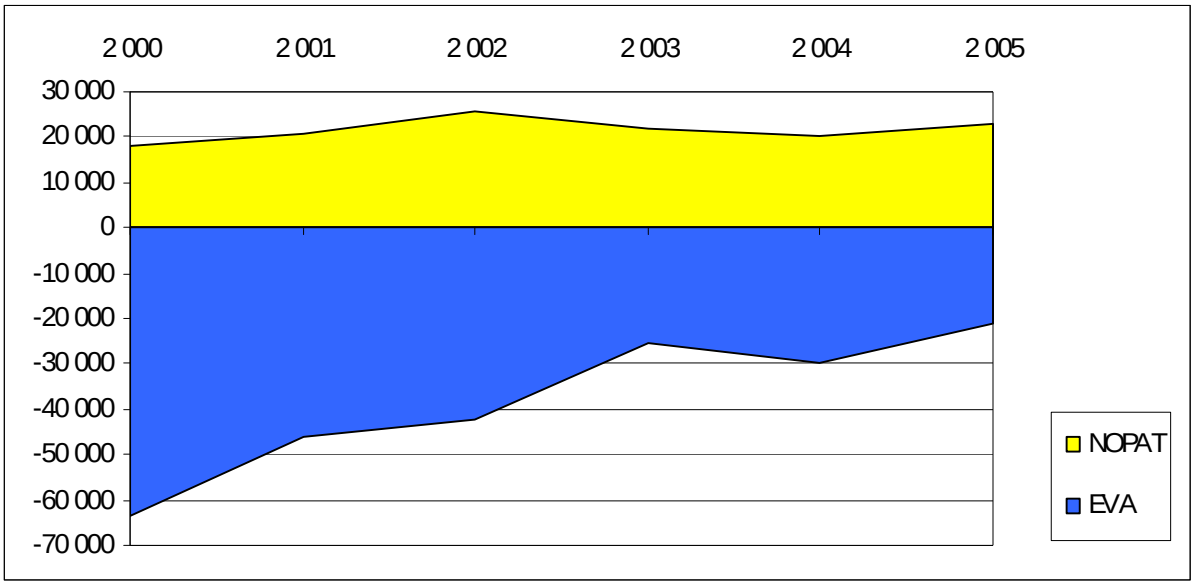
Poté co jsem stanovili všechny potřebné vstupní údaje je možné spočítat hodnotu EVA prostřednictvím vzorce EVA entity (4.2):

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

Tabulka 61: Výpočet EVA v podniku TOMA

EVA	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NOPAT	17 926	20 683	25 458	21 748	20 442	23 039
NOA	622 464	547 424	574 071	614 831	620 364	617 947
WACC (%)	13,10	12,24	11,79	7,66	8,08	7,12
C	622 464	547 424	574 071	614 831	620 364	617 947
Value spread (%)	-10,22	-8,46	-7,36	-4,13	-4,79	-3,39
EVA	-63 605	-46 313	-42 224	-25 370	-29 705	-20 962
Meziroční změna		17 292	4 089	16 854	-4 336	8 744

„**Value spread**“ (hodnotové rozpětí) je rozdíl mezi rentabilitou operativních aktiv RONA (NOPAT/NOA) a WACC. Kladný rozdíl znamená tvorbu kladné EVA. Jelikož je value spread hodnota nezávislá na velikosti podniku je jedním z ukazatelů umožňujících snadné srovnávání hodnotové výkonnosti podniků.



Obrázek 12: Srovnání vývoje hodnoty NOPAT a EVA (TOMA)

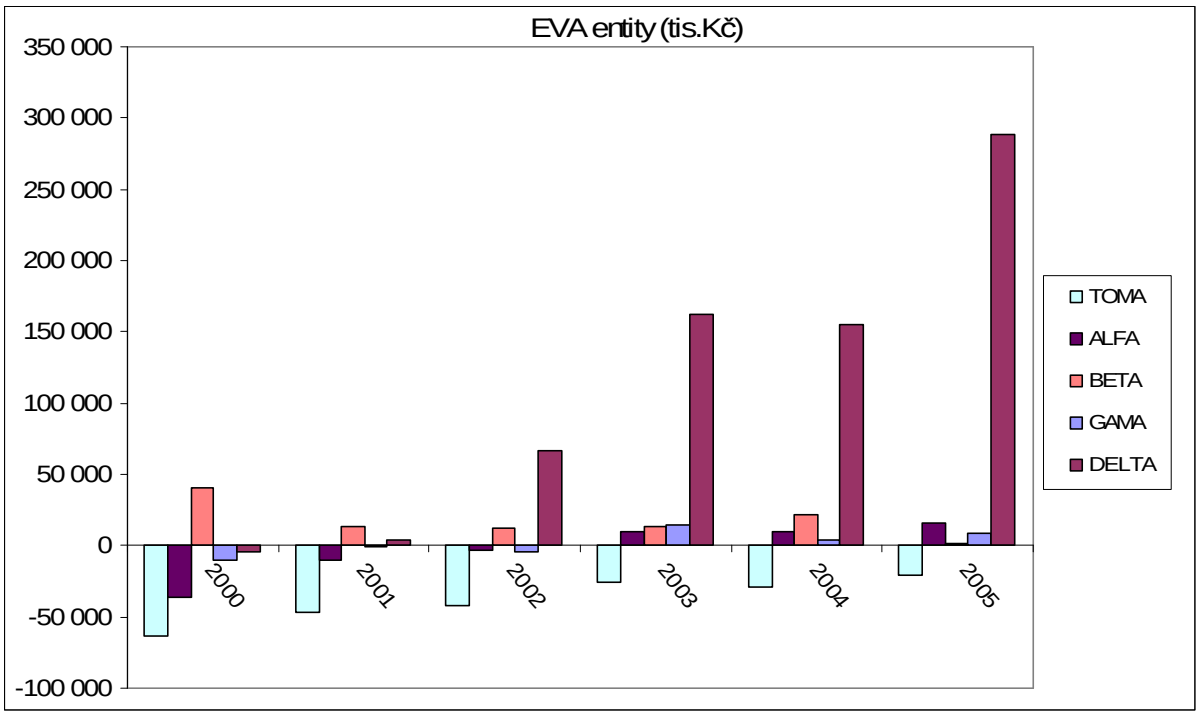
V grafu je zachyceno srovnání vývoje NOPAT a EVA a je zřejmé, že ačkoliv se hodnota NOPAT ve sledovaném období zásadně nemění, hodnota EVA neustále roste. Vývoj EVA je totožný s vývojem NOPAT. Vzdálenost obou údajů se postupně snižuje, přičemž hlavní příčinnou je relativní stálost hodnoty NOA. Vývoj EVA je tak pozitivně ovlivňován klesající hodnotou WACC a rostoucí hodnotou NOPAT. Hodnota EVA roste rychleji než NOPAT právě vlivem klesajících WACC.

Tabulka 62: Přehled hodnot EVA

EVA (entity)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-63 605	-46 313	-42 224	-25 370	-29 705	-20 962
ALFA	-36 516	-10 553	-3 685	9 863	10 302	15 903
BETA	40 033	13 073	11 966	13 307	22 212	1 015
GAMA	-10 736	-645	-4 634	14 828	3 397	8 628
DELTA	-4 832	4 446	66 873	162 200	155 580	288 408

Tvorba EVA se vyjma podniku BETA u všech podniků ve sledovaném období zlepšuje. U podniků ALFA, GAMA a DELTA se hodnota EVA dostává z počátečních záporných hodnot až do kladných čísel. U podniku TOMA se i přes rostoucí trend nedaří dosáhnout ani v roce 2005 kladné tvorby EVA. U podniku BETA jako jediného ze zkoumaných podniků má vývoj EVA klesající tendenci, ale na druhé straně tento podnik jako jediný po celé sledované období vytváří kladnou EVA. Ze srovnání je patrný výrazně převyšující objem vytvářené EVA u podniku DELTA

Vizuálně přehlednější srovnání podniků nabízí následující graf.



Obrázek 13: Srovnání tvorby EVA

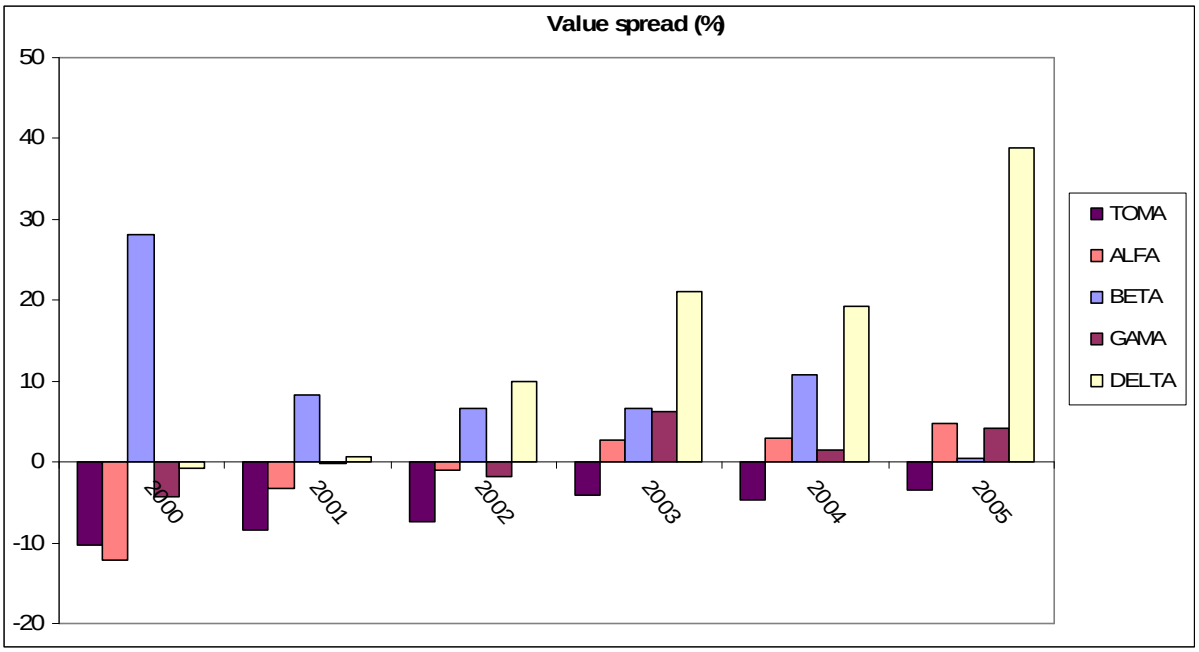
Při výpočtu a stanovení jednotlivých vstupních údajů pro výpočet EVA může docházet ke zkreslením a nepřesnostem. Z těchto důvodů je vhodné v podniku sledovat raději než absolutní hodnotu EVA spíše její meziroční změnu. Pro vzájemné srovnávání podniků není vhodná absolutní hodnota EVA, ale spíše poměr vůči některému finančnímu údaji podniku (velikost aktiv, velikost NOA, výše tržeb apod.). Možnost srovnání nabízí také ukazatel value spread.

Tabulka 63: Přehled hodnot value spread

Value spread (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-10,22	-8,46	-7,36	-4,13	-4,79	-3,39
ALFA	-12,15	-3,33	-1,06	2,71	2,91	4,72
BETA	28,01	8,33	6,54	6,59	10,69	0,43
GAMA	-4,37	-0,25	-1,88	6,22	1,52	4,09
DELTA	-0,73	0,65	9,87	21,07	19,17	38,84

Vývoj hodnotového rozpětí podniků kopíruje vývoj EVA. Srovnání jednotlivých podniků je však v některých letech odlišné než tomu bylo u absolutní hodnoty EVA. Ačkoliv podnik ALFA v roce 2000 dosáhl výrazně lepší hodnoty EVA než podnik TOMA, u hodnotového rozpětí se v roce 2000 jeví podnik TOMA jako výkonnější. V roce 2001 a 2002 je srovnání všech podniků podle ukazatelů EVA a rozpětí stejné. V roce 2002 je hodnotové rozpětí podniku BETA na úrovni cca 60 % podniku DELTA, avšak při srovnání podle

hodnoty EVA je vzájemný rozdíl téměř 6ti násobný. V roce 2003 se podle hodnoty EVA jeví podnik GAMA jako výkonnější než podnik BETA, ale value spread ukazuje, že tomu tak není. V letech 2004 a 2005 je pořadí podniků podle obou ukazatelů stejné. Podle hodnot EVA je výkonnost podniku ALFA oproti podniku GAMA téměř dvojnásobná, podle hodnoty value spread je patrné, že jejich reálná výkonnost je ve skutečnosti srovnatelná.



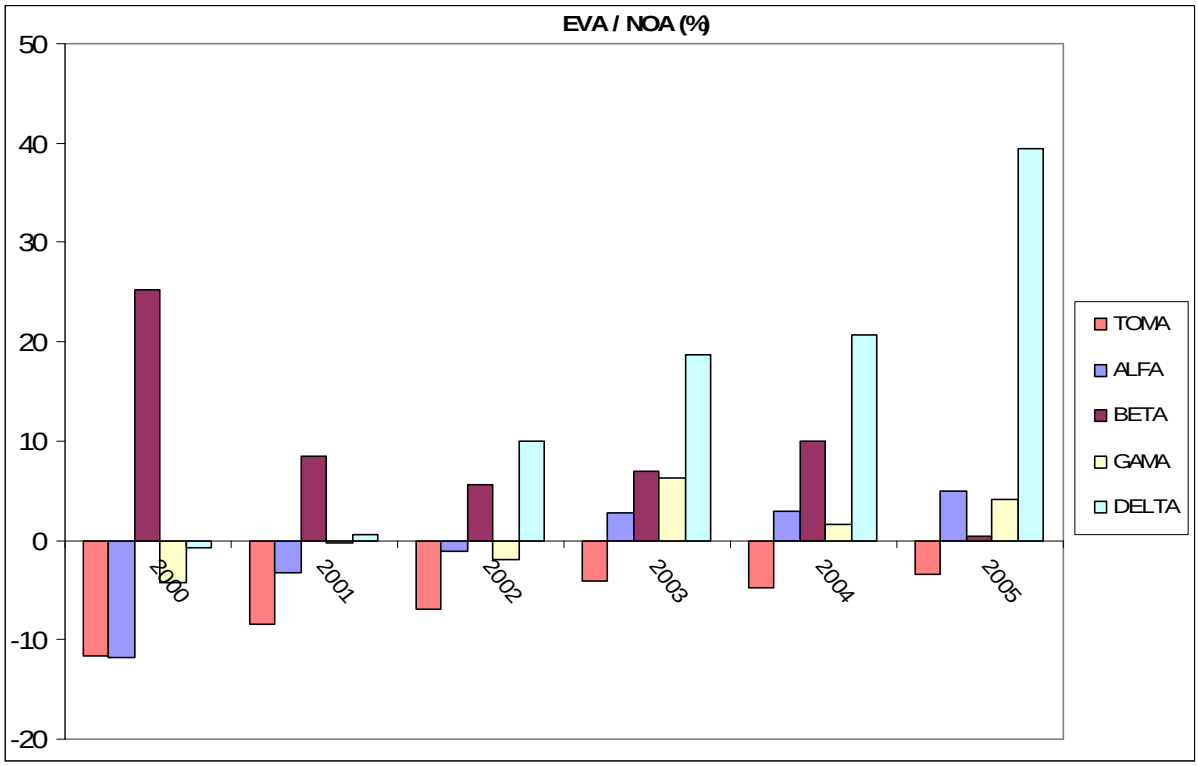
Obrázek 14: Srovnání value spread

Pokud porovnáme tvorbu EVA zkoumaných podniků podle poměrového ukazatele EVA / NOA , dostaneme následující hodnoty a graf.

Tabulka 64: Přehled hodnot ukazatele EVA / NOA

EVA / NOA (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-11,57	-8,50	-7,00	-4,05	-4,84	-3,37
ALFA	-11,82	-3,24	-1,00	2,75	2,95	4,88
BETA	25,18	8,44	5,67	6,90	9,97	0,42
GAMA	-4,17	-0,26	-1,92	6,31	1,61	4,09
DELTA	-0,71	0,65	9,97	18,67	20,64	39,45

Při srovnání tvorby EVA vůči hodnotě NOA se jako nejvýkonnější jeví podniky DELTA a BETA. U podniků ALFA a GAMA se poměr hodnoty EVA a NOA dostává vlivem vývoje EVA ze záporných do kladných hodnot. U podniku TOMA a ALFA tento poměr trvale roste, zatímco u podniku GAMA sice lze pozorovat pozitivní vývoj, ale hodnota ukazatele v některých letech kolísá.



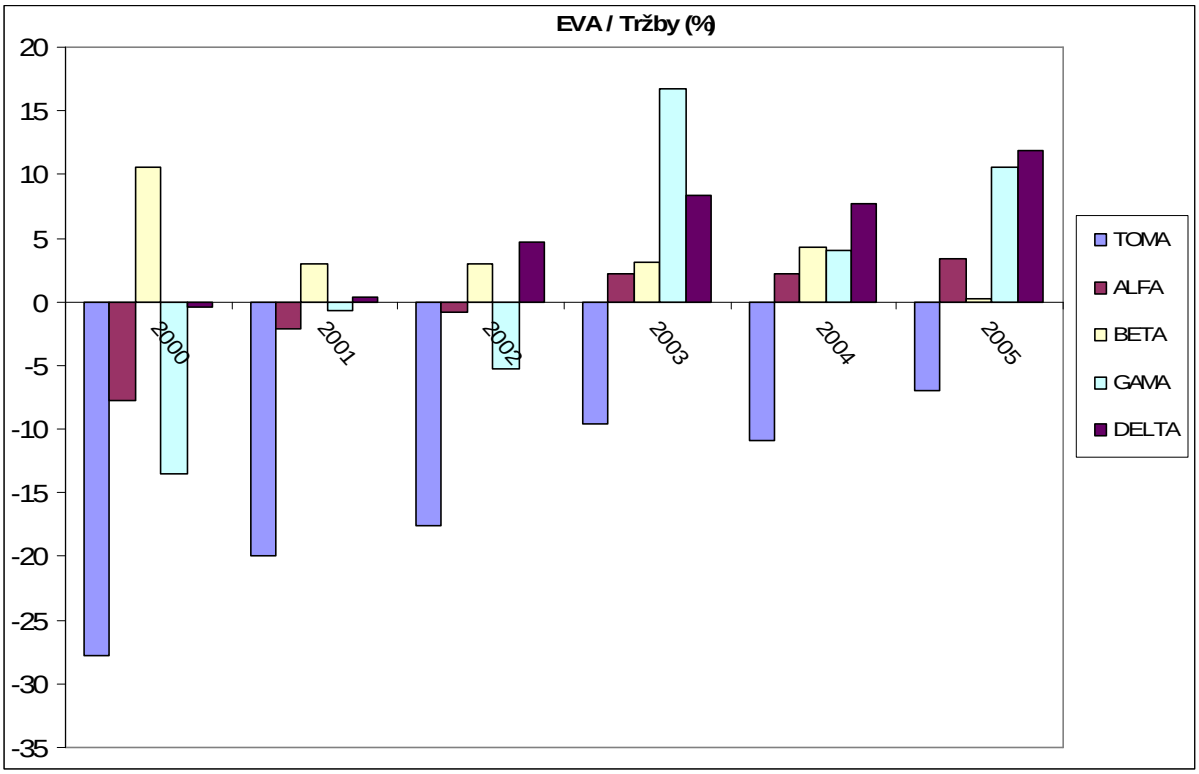
Obrázek 15: Srovnání ukazatele EVA / NOA

Další z možných ukazatelů je srovnání EVA a výše ročních tržeb.

Tabulka 65: Přehled hodnot ukazatele EVA / Tržby

EVA / Tržby (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-27,78	-19,91	-17,64	-9,60	-10,91	-6,99
ALFA	-7,77	-2,14	-0,82	2,15	2,17	3,43
BETA	10,60	2,97	2,97	3,08	4,30	0,18
GAMA	-13,49	-0,70	-5,21	16,78	4,05	10,60
DELTA	-0,42	0,35	4,65	8,31	7,64	11,93

I z těchto údajů je patrný pozitivní vývoj u všech podniků. Přesto je vzájemné srovnání odlišné. Při srovnání všech předchozích ukazatelů značně dominoval podnik DELTA. Pokud ale srovnáme výši EVA vzhledem k tržbám není převaha podniku DELTA tak výrazná. Podnik TOMA vzhledem k trvale záporné výši EVA se jeví i z pohledu tohoto ukazatel jako nejméně výkonný, ačkoliv se jeho situace trvale zlepšuje. Výrazně pozitivních hodnot dosahuje podnik ALFA, který v letech 2002 a 2004 dosahuje nejlepších hodnot a v roce 2005 je srovnatelný s podnikem DELTA. Podnik BETA zpočátku sledovaného období dosahuje nejvyšších hodnot ukazatele, postupně se však jeho situace zhoršuje.



Obrázek 16: Srovnání ukazatele EVA / Tržby

Tvorbu EVA a srovnání podniků lze shrnout do následujících charakteristik

- Vyjma podniku BETA je vývoj tvorby hodnoty ve sledovaném období u všech podniků pozitivní.
- Jako největší tvůrce hodnoty se jeví podnik DELTA.
- Nejhorším tvůrcem hodnoty je podnik TOMA.
- Podnik BETA má jako jediný klesající trend tvorby EVA.
- Podniky ALFA a GAMA se drží uprostřed sledované skupiny podniků a jejich výkonnost rovnoměrně roste.

Na základě uvedených srovnání a výpočtů je možné provést základní hodnocení výkonnosti jednotlivých podniků. Pro úspěšnou aplikaci hodnotového přístupu v podniku však nestačí tvorbu hodnoty sledovat. Pokud chceme tvorbu hodnoty plánovat a řídit a pokud chceme na tvorbu hodnoty navázat systém odměňování, je nutné ji podrobněji analyzovat. Základním předpokladem je identifikace faktorů, které tvorbu hodnoty ovlivňují. Mluvíme o tzv. faktorech nebo generátorech hodnoty (VD, tj. Value Drivers). Vhodnými nástroji pro identifikaci VD jsou pyramidální rozklad ukazatele EVA a citlivostní analýza.

EVA equity

MPO využívá při svých analýzách průmyslových podniků model INFA. Tento model vychází při výpočtu EVA vzhledem k omezené dostupnosti dat

pouze z neupravených účetních údajů. Při výpočtu EVA se vychází pouze z hodnoty VK a nákladů na VK. Mluvíme o tzv. přístupu EVA equity. Hodnota EVA se stanoví pomocí vztahu (4.3) :

$$EVA = ČZ - (r_e \times VK)$$

nebo (4.4)

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK$$

Autoři tohoto přístupu tvrdí, že pro stanovení hodnoty EVA stačí vycházet pouze z hodnoty ČZ, VK a nákladů na VK. Hodnota nákladů na VK se stanovuje pouze stavebnicovým přístupem a vychází z neupravených účetních dat. Vychází z předpokladu, že úplatný CK sebou přináší náklady v podobě úroků a tyto úroky jsou při výpočtu EVA zpětně přičteny do NOPAT a opět odečteny v hodnotě (WACC x C). Výnos, který plyne z použití CK, nad hodnotu jeho nákladů (úroků) je součástí čistého zisku podniku a po odpočtu nákladů VK i součástí výsledné hodnoty EVA. Pokud tedy z propočtu odstraníme CK a náklady s ním spojené, dostaneme výše uvedený vztah.

Tento předpoklad je však diskutabilní a ve světě není akceptován. Jak bylo zřejmé při propočtech NOA, NOPAT i WACC, hodnota CK a míra zadlužení podniku má mnohem výraznější vliv na vstupní hodnoty pro výpočet EVA než jen jako hodnota nákladových úroků. Například růst zadlužení zvyšuje riziko a tedy i náklady VK, hodnota NOA je výrazně ovlivňována hodnotou neúročeného CK. Pokud se při výpočtu EVA zcela oprostíme od uvažování o CK a jeho nákladech můžeme dospět ke zkresleným výsledkům.

Mimo tyto nedostatky je další slabinou modelu INFA využití účetních hodnot bez jakýchkoliv úprav. Nicméně s ohledem na omezenost přístupu k vnitřním informacím a také s ohledem na pracnost nutných úprav je možné alespoň pro potřeby statistických analýz a srovnávání podniků ČR tyto údaje akceptovat.

Tabulka 66: Přehled hodnot ukazatele EVA (equity)

EVA (equity)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	-165 683	-150 487	-146 705	-92 810	-93 968	-63 481
ALFA	-27 412	-20 746	2 337	-6 421	-15 427	-6 775
BETA	39 703	4 487	5 115	10 292	4 485	-8 182
GAMA	-34 673	-22 160	-22 484	-15 482	-32 417	-24 610
DELTA	-23 623	-8 979	33 113	103 723	101 571	238 410

U všech podniků dosahuje EVA podstatně horších hodnot než při použití přístupu entity. Hlavní příčinnou je skutečnost, že u všech podniků byla hodnota NOA podstatně nižší než hodnota aktiv. A také hodnota NOPAT byla vyšší než ČZ a to přinejmenším o nákladové úroky, ale i vlivem dalších úprav. Také u vývoje ukazatele jsou patrné rozdíly. Pozitivní vývoj je zřejmý pouze u podniků TOMA a DELTA. U ostatních podniků hodnota EVA kolísá nebo stagnuje.

Přístup EVA equity je vhodný tam, kde nemáme přístup k vnitřním ekonomickým informacím, kde potřebujeme rychle zhodnotit tvorbu EVA nebo srovnat větší množství podniků. Pro vlastní využití hodnotového přístupu v řízení výkonnosti podniku se tento zjednodušený přístup nehodí a může vést ke zkreslenému hodnocení.

5.3.7 Identifikace faktorů tvorby EVA ve vybraných podnicích

Jako vhodný způsob identifikace faktorů, které mají vliv na hodnotu EVA je **pyramidální rozklad** tohoto souhrnného ukazatele na dílčí ukazatele (faktory) a **citlivostní analýza** sloužící ke stanovení vlivu změny dílčích ukazatelů na změnu souhrnného ukazatele. Těmito způsoby se vyjádří vliv dílčích ukazatelů na souhrnný ukazatel a tedy i význam těchto ukazatelů (faktorů) na EVA.

Pyramidální rozklad a indexová analýza

Pakliže sledujeme vývoj hodnoty souhrnného ukazatele v čase, zajímá nás jaký vliv měla změna dílčího ukazatele na změnu souhrnného ukazatele. Při analýze syntetických (souhrnných) ukazatelů nás bude zajímat intenzita vlivu analytických ukazatelů získaných pyramidálním rozkladem (PR) na tento ukazatel resp. na jeho změnu. K vyjádření vlivu změny těchto dílčích ukazatelů na změnu syntetického ukazatele se používá několik matematických postupů, pro které je důležité jaké jsou matematické vztahy mezi dílčími ukazateli. Mluvíme o vazbách:

a) aditivních (sčítání, odčítání)
b) multiplikativních (násobení, dělení)

Vliv změny ukazatelů, mezi kterými jsou aditivní vazby, je dán přímo absolutními přírůstky či úbytky jednotlivých analytických ukazatelů. Pokud jsou mezi ukazateli multiplikativní vazby, je tento výpočet vlivu na souhrnný ukazatel komplikovanější. Pro výpočet tohoto vlivu se při multiplikativních vazbách (násobení a dělení) využívají tři hlavní metody:

a) Řetězového dosazování – nejsnazší, nepřesná, závislá na pořadí činitelů.
b) Logaritmická – přesná, nelze ji použít při změně znaménka ukazatele.
c) Funkcionální - přesná, nezávislá na pořadí, vždy použitelná, komplikovaná.

Při zpracování případových studií bylo využito schéma PR souhrnného ukazatele, které bylo vytvořeno Ing. A. Knápkovou, Ph.D. Schéma vyjadřuje meziroční změnu souhrnného ukazatele EVA a také změny dílčích ukazatelů včetně vyjádření vlivu jejich změny na změnu souhrnného ukazatele (Příloha B).

Pro rozklad vlivu na změnu souhrnného ukazatele EVA byla využita nejpřesnější funkcionální metoda. Podstatu analýzy syntetického ukazatele funkcionální metodou lze popsat následovně (Sedláček, 2001).

Přírůstek syntetického ukazatele ΔX nebo index syntetického ukazatele I_x je funkcí přírůstků (indexů) analytických ukazatelů.

$$\Delta X = f(\Delta a, \Delta b, \Delta c, ...\Delta s)$$
$$I_x = f(I_a, I_b, I_c, ...I_s)$$

Hledáme jakou část přírůstku hodnoty syntetického ukazatele lze připsat přírůstkům hodnot jednotlivých analytických ukazatelů a, b, c, až s (tj. ΔX_a, ΔX_b, ΔX_c,…… ΔX_s).

U aditivních vazeb mezi analytickými ukazateli je jejich vliv dán přímo absolutními přírůstky, tzn., že vliv ukazatele na přírůstek ukazatele X je:

$$\Delta X_a = \Delta a$$
$$\Delta X_b = \Delta b$$

Při analýze multiplikativních vazeb mezi dílčími ukazateli funkcionální metodou se postupuje například u součinu následovně:

$$\Delta X = X_1 - X_0 = a_1 b_1 - a_0 b_0 \text{ , kde } a_1 = a_0 + \Delta a \text{ a } b_1 = b_0 + \Delta b$$

$$\Delta X = a_0 b_0 \left\{ \frac{(a_0 + \Delta a) \times (b_0 + \Delta b)}{a_0 b_0} - 1 \right\} \tag{5.8}$$

$$\Delta X = X_0 \left\{ \frac{\Delta a}{a_0} + \frac{\Delta b}{b_0} + \frac{\Delta a \Delta b}{a_0 b_0} \right\} \tag{5.9}$$

Zlomky s více činiteli se rozdělí na poloviny, aby mohla být provedena změna každého činitele v kombinaci s ostatními.

$$\Delta X = \Delta X_a + \Delta X_b$$

$$\Delta X_a = X_0 \frac{\Delta a}{a_0}\left(1+\frac{\Delta b}{2b_0}\right) \tag{5.10}$$

$$\Delta X_b = X_0 \frac{\Delta b}{b_0}\left(1+\frac{\Delta a}{2a_0}\right) \tag{5.11}$$

zavedeme substituci

$$A = \frac{\Delta a}{a_0}$$

$$B = \frac{\Delta b}{b_0}$$

pak

$$\Delta X_a = X_0 A\left(1+\frac{B}{2}\right)$$

$$\Delta X_b = X_0 B\left(1+\frac{A}{2}\right)$$

Tímto způsobem se stanovují výpočty vlivu dílčích ukazatelů, mezi kterými jsou multiplikativní vazby na souhrnný ukazatel.

U dílčích ukazatelů, které jsou na nižších úrovních pyramidy se vliv na souhrnný ukazatel musí vždy přepočítat přes vliv nadřazeného ukazatele. Tedy výpočet vlivu změny dílčího ukazatele ve spodních úrovních rozkladu na změnu souhrnného ukazatele se děje postupně přes dílčí vlivy všech ukazatelů, které jsou v hierarchii pyramidálního rozkladu mezi tímto ukazatelem a souhrnným ukazatelem. Dílčí ukazatel totiž svojí změnou ovlivnil nadřazený ukazatel, který svojí změnou ovlivnil další nadřazený ukazatel (popř. souhrnný ukazatel). Při zjišťování vlivu změny dílčího ukazatele přímo na změnu souhrnného ukazatele

zjišťujeme nakolik ovlivnila změna dílčího ukazatele změnu ukazatele nadřazeného. Poté přes vliv změny nadřazeného ukazatele na změnu souhrnného ukazatele vypočítáme i přímo vliv dílčího (podřazeného) ukazatele na změnu souhrnného ukazatele.

Analýza PR slouží ke snadné a rychlé identifikaci ukazatelů, jež nejvíce působily na meziroční změnu EVA. Rozklad má také omezení a to především ve skutečnosti, že nemůže zachytit vliv ukazatele, na který nebyla hodnota EVA rozložena a tedy není v PR obsažen. Přesto jde o vhodný nástroj ke zkoumání tvorby EVA pokud se při jeho využití bere ohled i na jeho omezení.

Citlivostní analýza

Účelem této analýzy je zjištění citlivosti EVA na změnu faktorů, které tento ukazatel ovlivňují. Faktory, u kterých změny jejich hodnoty o 10 % vyvolá jen malou změnu EVA, lze považovat za málo důležité, protože citlivost těchto faktorů je malá. Naopak významné jsou faktory, jejichž změny vyvolávají význačné změny EVA.

Pro simulaci změn byla opět využita vytvořená aplikace SATE, kdy do stávajících propočtů podnikových EVA byly v jednotlivých letech postupně dosazovány změněné hodnoty jednotlivých faktorů a nová hodnota EVA byla zaznamenána. Následně jsou jednotlivé změny v hodnotě EVA přiřazené jednotlivým faktorům seřazeny podle velikosti.

Ačkoliv je citlivostní analýza (CA) užitečným nástrojem při stanovení významnosti příčinných faktorů, má určitá omezení. Omezení spočívá v nereálné úvaze, že se změna jednoho faktoru děje, aniž by se měnily faktory ostatní. V praxi se obvykle faktory nemění izolovaně, ale změna jednoho vyvolává změnu druhého. Navíc může existovat množství faktorů, které nejsou uvažovány, protože simulace změny EVA probíhá na zjednodušeném modelu, který nedokáže podchytit všechny působící vlivy. Tyto skutečnosti CA nerespektuje. Určitou míru vlivu na intenzitu citlivosti jednotlivých ukazatelů má také konstrukce pyramidálního rozkladu. CA je vhodným nástrojem při identifikaci VD působících na EVA, ale je nutné brát v úvahu i její omezení.

Pro identifikaci hlavních faktorů ovlivňujících EVA ve vybraných podnicích byl využit jak PR tak i CA. Výsledky obou těchto metod stejně jako jejich zpracování jsou rovněž součástí SATE jednotlivých podniků. PR byl využit při analýze změn hodnoty EVA v letech 2000/2001, 2001/2002, 2002/2003, 2003/2004 a 2004/2005. CA byla provedena pro každý rok období 2000 – 2005,

přičemž byla zkoumána citlivost hodnoty EVA na změnu vstupních položek tvořících prvky pyramidálního rozkladu (viz. Příloha B).

Výsledky identifikace faktorů tvorby EVA ve vybraných podnicích

Použitý PR ukazatele EVA má až 7 úrovní hloubky rozkladu a celkově je EVA rozložena na 32 samostatných ukazatelů. Následující ukázka zobrazuje přehled 24 vstupních údajů (včetně EVA) do PR pro výpočet vlivů změn jednotlivých ukazatelů na změnu EVA.

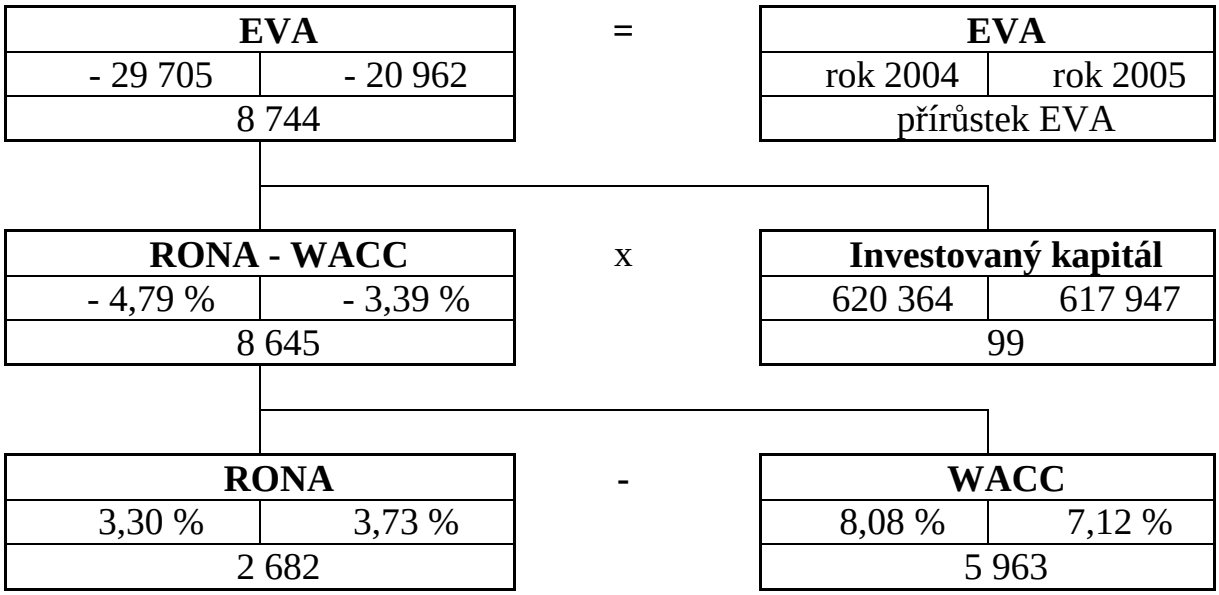
Tabulka 67: Přehled vstupních položek PR (TOMA, 2005)

TOMA	2005	Pozn.
VK / ÚK	1,00	Váha VK
ÚCZ / ÚK	0,00	Váha CK
NnCK	0,00	Náklady CK
Bezriziková sazba	0,04	Součást NnVK
Přirážka za riziko	0,04	Součást NnVK
WACC	7,12	Náklady ÚK
DHM	431 577	Průměr
DNM	649	Průměr
DFM	156 584	Průměr
Zásoby	2 015	Průměr
Pohledávky	70 636	Průměr
Finanční majetek	7 669	Průměr
Krátkodobé CZ	51 182	Průměr
Ostatní aktiva	0	Průměr
NOA	617 947	Průměr
Tržby za P Z	0	Tržby za zboží
Tržby za P V V	300 012	Tržby za vlastní výrobky a služby
Změna stavu + A	1 375	Změna stavu vnitropodnik. zásob + aktivace
Přidaná hodnota / T	0,52	Přidaná hodnota / Tržby
Os.Ná / T	0,20	Osobní náklady / Tržby
Odpisy / T	0,24	
Ost.ná.,ost.vý. / T	0,00	(Ostatní náklady, výnosy a úpravy) / Tržby
NOPAT	23 039	
EVA	- 20 962	

Všechny tyto položky tvoří PR, přičemž některé další položky jsou vytvořeny kombinací výše uvedených vstupních položek. U každé položky je vypočítán

vliv meziroční změny na meziroční změnu EVA. Výsledné schéma přehledně zobrazuje jednotlivé vazby mezi ukazateli (aditivní i multiplikativní), jejich vzájemné vztahy nadřazenosti, podřízenosti a souvislosti.

Následující obrázek zachycuje část schématu PR podniku TOMA, který analyzuje změnu hodnoty EVA 2004/2005. V záhlaví každé položky je název ukazatele. V dalším řádku je vlevo hodnota v roce 2004 a vpravo hodnota v roce 2005. V posledním řádku je vyjádřen vliv změny hodnoty z roku 2004 na hodnotu v roce 2005 na hodnotu EVA. Mezi jednotlivými položkami je také zobrazena vzájemná vazba.



Obrázek 17: Ukázka části PR (TOMA)

Hodnota ukazatele EVA meziročně vzrostla o 8.744 tis.Kč. Hodnota EVA je v první úrovni rozložena na součin hodnotového rozpětí a investovaného kapitálu. Mezi ukazateli je násobení tzn. multiplikativní vazba. Z údajů je zřejmé, že nárůst hodnotového rozpětí v roce 2005 z – 4.79 na – 3,39 % působil na změnu EVA pozitivně a vliv na nárůst EVA byl + 8.645 tis.Kč. Mírný pokles průměrné hodnoty investovaného kapitálu (tzn. i průměrné hodnoty NOA) z 620.364 tis.Kč na 617.947 tis.Kč měl na změnu EVA vliv kladný a zvyšoval ji o 99 tis.Kč (částečný vliv – viz. dále tabulka č.68). Výsledný vliv na EVA je tedy 8.744 tis.Kč (8.645+ 99). Postupujeme dále a rozložíme ukazatel hodnotového rozpětí na rozdíl ukazatele RONA a WACC. Nárůst RONA působil na EVA pozitivně a to + 2.682 tis.Kč. Snížení nákladů na úplatný kapitál z 8,08 % na 7,12 % měl výrazně pozitivní vliv na EVA a to + 5.963 tis.Kč. Společný vliv obou ukazatelů na EVA byl tedy 8.645 tis.Kč (2.682 + 5.963), což je vliv změny nadřazeného ukazatele hodnotového rozpětí (RONA – WACC). Protože je mezi těmito ukazateli pouze aditivní vazba (odečítání) nebylo nutné pro vyjádření

vlivu používat funkcionální metodu, ale vliv byl dán pouze absolutními změnami ukazatelů a byl přepočítán přes vliv nadřazeného ukazatele tzn. ukazatele hodnotového rozpětí.

Tímto způsobem byly zpracovány PR meziročních změn v celém sledovaném období pro každý ze zkoumaných podniků. Pro zjišťování, který z dílčích ukazatelů měl největší vliv na změnu hodnoty EVA, je vhodné ukazatele seřadit do tabulky. Z tohoto důvodu je součástí SATE pro každý rok kromě schématu PR také tabulka, kde jsou ukazatele seřazeny podle výše vlivu.

Tabulka 68: Srovnání vlivu položek PR na změnu EVA (TOMA, 2005)

TOMA (2005)	vliv (tis.Kč)	TOMA (2005)	vliv (tis.Kč)
EVA	8 744	Pracovní kapitál	180
RONA - WACC	8 645	Pohledávky	45
Bezriziková sazba	7 863	Zásoby	8
WACC	5 963	DNM	2
VK / ÚK * NnVK	5 963	VK / ÚK	0
NnVK	5 963	ÚCZ / ÚK * NnÚCZ	0
RONA	2 682	ÚCZ / ÚK	0
Tržby / Invest.kapitál	2 256	NnCK	0
Odpisy / T	2 248	Ostatní aktiva	0
Tržby	2 171	Finanční majetek	- 79
Os.Ná / T	862	Dlouhodobý majetek	- 96
NOPAT / Tržby	426	DHM	- 439
DFM	342	Ost.ná.,ost.vý. / T	- 1 276
Krátkodobé CZ	206	Přidaná hodnota / T	- 1 407
Investovaný kapitál	184	Přirážka za riziko	- 1 901

U ukazatele investovaného kapitálu je výsledný vliv + 184 tis.Kč (v předchozí ukázce schématu + 99 tis.Kč). U této položky je vliv vyjadřován ve dvou částech schématu. V jedné je vliv + 99 tis. Kč a v druhé části (Tržby / Investovaný kapitál) je vliv + 85 tis.Kč. Výsledný vliv je dán jejich součtem. Vzhledem ke konstrukci schématu bylo nutné zachovat tento způsob.

U podniku TOMA došlo v roce 2005 k nárůstu hodnoty EVA o 8.744 tis.Kč. Největší pozitivní vliv na změnu EVA měl nárůst hodnotového rozpětí. Naopak nejvíce negativní vliv na změnu EVA měl nárůst přirážky za riziko.

Položka ostatních nákladů a výnosů je rozdílová položka mezi hodnotou NOPAT a hodnotou PH po odpočtu osobních nákladů a odpisů. V této položce jsou tedy zahrnuty všechny ostatní náklady a výnosy včetně vlivu konverze běžného účetního VH na NOPAT. Pro potřeby analýzy zkoumaných podniků

byly v rámci PR z nákladů samostatně vyčleněny pouze vlivy osobních nákladů a odpisů. Náklady výkonové spotřeby jsou již zohledněny tím, že se sleduje samostatně vliv změny účetní přidané hodnoty a vliv změny tržeb. Pro potřeby hlubších analýz ostatních nákladových a výnosových položek je možné zpracovat podrobnější PR nebo využít další metody. Pro potřeby sestavení široce použitelného analytického nástroje v souladu s cílem DP a pro potřeby zpracování případových studií na zkoumaných podnicích je prezentovaná struktura PR včetně vybraných nákladových položek dostačující.

Dalším nástrojem pro analýzu faktorů majících vliv na hodnotu EVA je CA. Pro každý rok byla za pomocí simulace změny vstupní hodnoty PR o +10 % vypočtena nová hodnota EVA. Výsledky této CA jsou rovněž prezentovány v tabulkách, kde jsou ukazatele seřazeny podle velikosti změny EVA.

Tabulka 69: CA položek PR (TOMA, 2005)

ROK 2005 (TOMA)	Původní hodnota ukazatele	Změny hodnoty o 10%	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
Přidaná hodnota / T	0,52	0,57	-20 962	-5 359	15 603
NOPAT	23 039	25 343	-20 962	-18 658	2 304
Tržby za P V V	300 012	330 013	-20 962	-18 668	2 294
Krátkodobé CZ	51 182	56 300	-20 962	-20 597	365
Ost.ná.,ost.vý. / T	0,00	0,00	-20 962	-20 931	31
Změna stavu + A	1 375	1 513	-20 962	-20 951	11
ÚCZ / ÚK	0,00	0,00	-20 962	-20 962	0
NnCK	0,00	0,00	-20 962	-20 962	0
Ostatní aktiva	0	0	-20 962	-20 962	0
Tržby za P Z	0	0	-20 962	-20 962	0
DNM	649	714	-20 962	-20 967	-5
Zásoby	2 015	2 216	-20 962	-20 976	-14
Finanční majetek	7 669	8 436	-20 962	-21 016	-54
Pohledávky	70 636	77 699	-20 962	-21 645	-683
DFM	156 584	172 242	-20 962	-22 077	-1 115
Bezriziková sazba	0,04	0,04	-20 962	-23 143	-2 181
Přirážka za riziko	0,04	0,04	-20 962	-23 181	-2 219
DHM	431 577	474 734	-20 962	-24 035	-3 073
VK / ÚK	1,00	1,10	-20 962	-25 362	-4 400
WACC	7,12	7,83	-20 962	-25 362	-4 400
NOA	617 947	679 742	-20 962	-25 362	-4 400
Os.Ná / T	0,20	0,22	-20 962	-26 954	-5 992
Odpisy / T	0,24	0,27	-20 962	-28 299	-7 337

V roce 2005 je tvorba EVA u podniku TOMA nejvíce citlivá na změnu ukazatele poměru PH vůči tržbám. Z výsledků PR roku 2005 už víme, že změna tohoto ukazatele v roce 2005 měla výrazně negativní vliv na změnu EVA. Hodnota EVA je rovněž vysoce citlivá na změnu poměru odpisů vůči tržbám. Z hodnot v PR je však patrné, že tento ukazatel měl pouze střední vliv na změnu EVA, protože se jeho hodnota v roce 2005 významně nezměnila. Z ostatních údajů vyplývá, že hodnota EVA byla v roce 2005 citlivá na změny v hodnotě tržeb a pochopitelně také změny v základních složkách ukazatele EVA (NOPAT, NOA a WACC).

Výše popsaným způsobem byly zpracovány a seřazeny pyramidální rozklady a citlivostní analýzy pro každý ze zkoumaných podniků a každý rok z analyzovaného období 2000 – 2005. Všechny zpracované výsledky CA a PR jsou součástí souborů SATE jednotlivých podniků (Příloha B). Vzhledem k velkému množství zpracovaných dat a s ohledem na rozsah DP jsou v následující části pouze za každý podnik souhrnně prezentovány podstatné charakteristiky, které vzešly z výsledků zpracovaných analýz.

V detailní případové studii podniku TOMA, která je součástí této DP, jsou podrobně popsány výsledky PR a CA za jednotlivé analyzované roky. Z tohoto důvodu v následující části nebudou výsledky PR a CA podniku TOMA komentovány.

Podnik ALFA

Citlivost hodnoty EVA na změny ukazatelů, které tvoří PR, se ve sledovaném období významně nemění. Hodnota EVA je mimo citlivosti na změny hlavních faktorů tzn. NOA, NOPAT a WACC citlivá zejména na změnu **poměrů osobních nákladů a přidané hodnoty vůči tržbám**. Střední citlivost je také na změnu krátkodobých závazků, pohledávek, DHM, přirážky za riziko a poměru odpisů vůči tržbám.

Z provedených PR vyplývá, že hlavní vlivy na meziroční změny v hodnotě EVA se v jednotlivých letech lišily. V roce 2001 EVA podstatně vzrostla a to hlavně v důsledku růstu hodnotového rozpětí, rentability tržeb a aktiv a růstu NOPAT. Růst NOPAT je způsoben hlavně růstem PH vůči tržbám a poklesem poměru ON vůči tržbám. Hlavní podíl na růstu EVA v roce 2002 měl pokles nákladů kapitálu a důsledku snížení rizikové přirážky. Naopak pokles tržeb a nárůst investovaného kapitálu se projevily ve snížení aktivity majetku a zvýšení podílu osobních nákladů na tržbách, což mělo výrazně negativní vliv na EVA. V roce 2003 EVA rostla a to zejména v důsledku zvýšení hodnotového rozpětí,

růstu tržeb a rentability tržeb a aktiv. V roce 2004 EVA vzrostla pouze mírně. Hlavní pozitivní vliv mělo zvýšení bezúplatného CK a růst rentability aktiv v důsledku růstu tržeb a poklesu NOA. Naopak negativní vliv měl nárůst WACC v důsledku zvýšení bezrizikové sazby a rizikové přirážky podniku. Hlavní pozitivní vliv na růst EVA v roce 2005 měl nárůst poměru PH vůči tržbám. Kladný vliv měl také růst hodnotového rozpětí v důsledku poklesu WACC vlivem nižší bezrizikové sazby. Naopak negativní meziroční změna položky ostatních výnosů a nákladů měla výrazně záporný vliv na EVA.

Hlavními generátory EVA byly ve sledovaném období poklesy **WACC** a růst **tržeb a přidané hodnoty**. Podnik neměl ve sledovaném období jednoznačného ničitele hodnoty (EVA neustále rostla) a případné záporné vlivy byly způsobeny především pohyby tržeb a WACC.

Podnik BETA

Z analýzy citlivosti je patrné, že tvorba EVA v podniku BETA stejně jako u podniku ALFA je významně citlivá na ukazatele **poměru přidané hodnoty a osobních nákladů vůči tržbám.** Citlivost tvorby EVA na změnu těchto ukazatelů mnohonásobně převyšuje citlivost vůči změnám ostatních ukazatelů. Je patrné, že změny výše tržeb, přidané hodnoty a osobních nákladů zejména pokud se kombinují, mohou významně ovlivňovat výši EVA. Hodnota EVA je středně citlivá na změny hodnoty NOPAT, podíl VK na celkovém úplatném kapitálu, výši DHM a odpisů.

Podnik BETA měl ve sledovaném období jako jediný negativní trend v hodnotě tvorby EVA. V roce 2001 došlo k výraznému propadu v hodnotě EVA. Hlavní příčinnou byl výrazný pokles NOPAT v souvislosti s poklesem VH z běžné činnosti. Ačkoliv rostly osobní náklady, protože rostly i tržby, neměl tento faktor negativní vliv. PH se zvýšila jen mírně a zhoršení poměru PH vůči tržbám tak negativně působilo na hodnotu EVA. Nižší NOPAT se projevil v poklesu RONA a následně i nižším hodnotovém rozpětí. Pozitivně na hodnotu EVA působil nárůst tržeb, aktivity NOA a pokles poměru ON vůči tržbám. V roce 2002 hodnota EVA klesla jen mírně. Došlo k poklesu tržeb, ale NOPAT se změnil jen minimálně, především v důsledku položek ostatních nákladů a výnosů a také pozitivního působení úprav při konverzi NOPAT. Výrazný pokles poměru položek ostatních nákladů a výnosů vůči tržbám kladně působil na změnu hodnoty EVA stejně jako nárůst rentability tržeb. Negativně působilo zhoršení poměru osobních nákladů a nižší poměr PH k tržbám. Růst NOA se při neměnném NOPAT projevil v negativním působení nižší hodnoty RONA. V roce 2003 hodnota EVA mírně vzrostla. NOPAT se změnil jen minimálně, ale vzrostly tržby a hodnota NOA. Výrazně negativně působil nárůst poměru osobních nákladů a ostatních nákladů, výnosů a úprav vůči tržbám. Naopak

pozitivně působil zejména nárůst podílu PH k celkovým tržbám. V roce 2004 hodnota EVA významně vzrostla. Hodnota NOPAT se zvýšila, zatímco hodnota NOA zůstala téměř beze změny. Pozitivně působil růst tržeb, snížení poměru osobních nákladů vůči tržbám a růst RONA. Také hodnotové rozpětí vzrostlo a kladně působilo na změnu EVA i přes celkové zvýšení WACC. Naopak negativní vliv měl především pokles podílu PH vůči tržbám. V roce 2005 se hodnota EVA podstatně snížila. I přes nárůst tržeb výrazně poklesl NOPAT a také PH zaznamenala pokles. Hlavní negativní vliv mělo snížení RONA, snížení rentability tržeb a také hodnotového rozpětí i přes pokles WACC. Také zvýšení osobních nákladů nepřispělo k tvorbě EVA. Naopak pozitivně působily změny položek ostatních nákladů a výnosů, pokles odpisů, snížení nákladů VK a zmíněný růst tržeb.

Změny tvorby EVA v podniku BETA vyjma položek **ostatních nákladů, výnosů a úprav** významně ovlivňují výrazné meziroční změny **NOPAT, tržeb, přidané hodnoty a osobních nákladů**. Tyto položky jsou hlavními tvůrci, ale v některých letech také ničiteli hodnoty.

Podnik GAMA

Patrně z důvodu skutečnosti, že se jedná o nevýrobní podnik, nevykazuje hodnota EVA výraznou citlivost na změnu ON, které nejsou v podniku GAMA tak významnou položkou jako u podniků ALFA a BETA. Jednoznačně nejvyšší citlivost hodnoty EVA je spojena se změnou **poměru přidané hodnoty k tržbám** stejně jako u předchozích podniků. Hodnota EVA je však na rozdíl od předchozích podniků poměrně významně citlivá na změny **DHM**. Příčinnou je velmi vysoká hodnota DHM podniku GAMA a to jak vůči dosahovaným tržbám tak i ostatním položkám. Změny v hodnotě WACC, NOA, NOPAT, podílu VK a tržeb také mohou nemalou měrou působit změny v hodnotě EVA.

Podnik GAMA s menšími výkyvy vykazuje rostoucí trend v tvorbě EVA. V roce 2001 došlo k výraznému zlepšení hodnoty EVA. Hlavní příčinnou této pozitivní změny byl nárůst hodnotového rozpětí a to jak v důsledku zvýšení tržeb, PH a RONA tak i poklesu WACC v důsledku poklesu rizikové přirážky. Rychlejší růst NOPAT oproti tržbám měl pozitivní vliv na EVA. Výrazně negativní vlivy na změnu hodnoty EVA nebyly. V roce 2002 došlo k poklesu hodnoty EVA. Hlavní příčinnou byl pokles tržeb, PH a NOPAT. Tyto skutečnosti se také projevily v negativním působení nižší hodnoty RONA, rentability tržeb, hodnotového rozpětí a růstu poměru ON k tržbám. Pokles bezrizikové sazby se projevil ve snížení WACC, což byl hlavní a téměř jediný pozitivní vliv na hodnotu EVA. V roce 2003 při téměř nezměněných tržbách podnik dosáhl vyšší PH a výrazně vyššího NOPAT. Vzhledem k minimální změně hodnoty NOA a poklesu WACC (snížení bezrizikové sazby i rizikové

přirážky) došlo k výraznému nárůstu EVA. Hlavní faktory s pozitivním vlivem na EVA byly pozitivní změny hodnotového rozpětí, pozitivní změny poměrů osobních nákladů a přidané hodnoty k tržbám a růst RONA. Výrazné negativní vlivy na hodnotu EVA nepůsobily. V roce 2004 hodnota EVA výrazně klesla. Poklesy tržeb, PH i NOPAT a růst WACC (zvýšení bezrizikové sazby) působily negativně na změnu EVA. Hlavní negativní vlivy podle provedeného PR měly změny hodnotového rozpětí, RONA, rentability tržeb, nákladů VK a také změna poměru položky ostatních nákladů a výnosů vůči tržbám. Jediný pozitivní vliv na EVA mělo v roce 2004 snížení hodnoty DHM a s tím spojený pokles odpisových nákladů. V roce 2005 se podnik vrátil k pozitivnímu trendu a vytvořená EVA byla podstatně vyšší než v roce 2004, ačkoliv došlo k poklesu tržeb i PH podnik dosáhl vyššího NOPAT. Pozitivní vliv na růst EVA měly především růst hodnotového rozpětí, kladná změna poměru ostatních nákladů a výnosů vůči tržbám, růst RONA a rentability tržeb. Také pokles bezrizikové sazby působil na změnu EVA kladně. Hlavní negativní vliv na EVA byl spojen s růstem rizikové přirážky.

Také u podniku GAMA jsou hlavní faktory ovlivňující výši EVA podobné jako u ostatních podniků. Jsou to výše **tržeb,** výše **přidané hodnoty,** hodnota **NOPAT a položky ostatních nákladů a výnosů**. Středně pak působí změny v hodnotě WACC a ostatních položek PR. Hlavní odlišnost podniku BETA však spočívá v nízké intenzitě působení ON. Naopak mnohem výrazněji ve srovnání s ostatními podniky na hodnotu EVA působí změny v hodnotě NOA, především v **DHM**. Za hlavní příčinu lze považovat skutečnost, že podnik nemá výrobní činnost a má relativně stálý počet zaměstnanců. Také vzhledem k objemu spravovaného majetku jsou počet zaměstnanců a výše ON nízké. Výše tržeb je vzhledem k objemu majetku nízká, což se projevuje v nízké aktivitě majetku a poměrně vysoké citlivosti EVA na změnu DHM. Z této skutečnosti plyne také vysoká citlivost EVA na změny **odpisových nákladů**. Při řízení EVA v podniku GAMA je tedy nutné výrazně se zabývat hodnotou NOA a to se stejnou intenzitou, která by měla u ostatních podniků být věnována osobním nákladům.

Podnik DELTA

Posledním ze zkoumaných podniků je podnik DELTA. Na základě CA je nejvyšší citlivost EVA na změny ukazatelů poměru **přidané hodnoty k tržbám a osobních nákladů k tržbám**. Vysoký počet zaměstnanců a s tím spojené vysoké ON jsou příčinnou vysoké citlivosti ukazatele EVA na změny poměru ON vůči tržbám. Poměr PH k tržbám je významným faktorem s vlivem na EVA stejně jako u ostatních podniků. Střední citlivost hodnoty EVA je spojena zejména s obvyklými generátory hodnoty NOA, NOPAT, WACC a tržby. Nižší citlivost je spojena se změnou ukazatelů jako poměr odpisů nebo ostatních nákladů a výnosů k tržbám, objem krátkodobých cizích zdrojů, podíl VK na

úplatném kapitálu, riziková přirážka a objem DHM. U ostatních položek PR je citlivost EVA malá.

Podnik DELTA od roku 2001 tvoří kladnou EVA a po celé sledované období hodnota EVA významně roste. Po celé sledované období významně rostou tržby, přidaná hodnota i NOPAT. V roce 2001 došlo k nárůstu EVA a bylo dosaženo kladné EVA oproti záporné hodnotě v roce 2000. Hlavní vliv na tuto pozitivní změnu měl nárůst poměru PH vůči tržbám, růst RONA a rentability tržeb. Také vyšší krátkodobé CZ stejně jako růst hodnotového rozpětí podpořily růst EVA. Negativně působily především růst přirážky za riziko a růst podílu VK, se kterým byl spojen i celkový nárůst WACC. Negativní vliv měl také růst podílu ON k celkovým tržbám, což lze chápat jako pokles produktivity. V roce 2002 hodnota EVA mnohonásobně vzrostla. Hodnota NOA se meziročně téměř nezměnila a v důsledku nárůstu NOPAT došlo k růstu RONA. Při současném poklesu WACC (snížení bezrizikové sazby) významně vzrostlo hodnotové rozpětí, což je hlavní příčinnou růstu EVA. Pozitivní vliv měl rovněž růst rentability tržeb, poměru PH k tržbám, růst ČPK a také zvýšení celkové aktivity majetku. Naopak negativně působil především růst DFM (podíl v dceřiné společnosti). V roce 2003 hodnota EVA opět velmi významně vzrostla. Pozitivně působily stejné faktory jako v roce 2002, ke kterým se přidal i pokles nákladů na VK v důsledku snížení bezrizikové sazby i rizikové přirážky a také snížení celkového podílu VK. Negativně působily především změna položky ostatních nákladů a výnosů vůči tržbám a také růst hodnoty DHM. V roce 2004 došlo k menšímu poklesu hodnoty EVA. Negativně působil především růst DHM. Také růst WACC (růst bezrizikové sazby i rizikové přirážky) při nezměněné hodnotě RONA vyústil v negativně působící pokles hodnotového rozpětí. Vyšší odpisy v důsledku růstu DHM také nepřispěly k růstu EVA. Naopak pozitivně působily především pokles poměru ostatních nákladů a výnosů k tržbám a snížení DFM. V roce 2005 hodnota EVA podstatně vzrostla. Hlavní příčinnou byl nárůst RONA v důsledku snížení NOA a současném růstu NOPAT. Hodnota WACC mírně vzrostla (růst podílu VK v úplatných zdrojích). Růst tržeb, NOPAT, PH a krátkodobých CZ pozitivně působily na růst EVA. Hlavní negativní vliv byl spojen především s růstem pohledávek a DHM.

Podnik DELTA ze skupiny zkoumaných podniků dosahuje nejvyšších tržeb, nejvyšší hodnoty NOPAT a nejvyšší EVA. Po celé zkoumané období rostly podnikové **tržby,** rostla **přidaná hodnota** a také **NOPAT**. To jsou hlavní tvůrci kladné EVA podniku DELTA. Hlavními ničiteli hodnoty jsou relativně vysoké **WACC** v důsledku vysokých rizikových přirážek zvyšujících náklady VK. V některých letech jsou to také položky ostatních nákladů a výnosů. Významný vliv na hodnotu EVA mají také **osobní náklady**.

Analýza citlivosti ukázala u většiny podniků podobné výsledky. Je to způsobeno skutečností, že základní faktory (generátory hodnoty), na které je změna EVA citlivá jsou u všech podniků podobné a liší se pouze v intenzitě působení. To je dáno především podstatou hodnotové koncepce a principem výpočtu EVA, který je společný pro všechny podniky. Určitý vliv bude mít i konstrukce PR. Poté co správně identifikujeme faktory ovlivňující tvorbu hodnoty je možné se na tvůrce i ničitele hodnoty zaměřit při strategickém plánování i operativním řízení s cílem tvorbu hodnoty maximalizovat a to především v dlouhodobém horizontu.

5.3.8 Srovnání dosahovaných hodnot CFROI, ROE a EVA

Nabízí se možnost srovnání hodnot tří nejznámějších účastníků tzv. *války ukazatelů* a to představitele pohledu peněžních toků – CFROI, představitele účetního pojetí – ROE a představitele hodnotového přístupu - EVA.

Tabulka 70: Srovnání CFROI, ROE a EVA

Podnik	Ukazatel	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	CFROI (%)	2,40	3,20	3,29	2,36	2,51	5,15
	ROE (%)	0,63	0,93	0,67	0,58	0,97	2,40
	EVA (tis.Kč)	-63 605	-46 313	-42 224	-25 370	-29 705	-20 962
ALFA	CFROI (%)	4,55	5,65	7,79	5,93	4,44	5,04
	ROE (%)	2,79	4,20	11,47	7,13	4,57	6,56
	EVA (tis.Kč)	-36 516	-10 553	-3 685	9 863	10 302	15 903
BETA	CFROI (%)	32,29	18,67	10,99	13,89	14,62	7,10
	ROE (%)	37,18	13,26	12,81	13,35	11,74	6,01
	EVA (tis.Kč)	40 033	13 073	11 966	13 307	22 212	1 015
GAMA	CFROI (%)	8,70	12,25	11,95	11,96	9,37	12,65
	ROE (%)	3,22	5,64	5,31	5,80	3,80	5,03
	EVA (tis.Kč)	-10 736	-645	-4 634	14 828	3 397	8 628
DELTA	CFROI (%)	13,43	20,64	27,64	43,76	32,44	55,49
	ROE (%)	6,94	13,93	20,52	28,18	28,36	42,17
	EVA (tis.Kč)	-4 832	4 446	66 873	162 200	155 580	288 408

Z uvedené tabulky, jsou patrné rozdíly v pohledu na výkonnost podniku a zejména její meziroční změny. U podniku TOMA jsou patrné rozdíly v letech 2002, 2003 a 2004. V letech 2002 a 2003 výkonnost podniku podle ukazatele ROE klesá, ale podle CFROI i EVA roste. V roce 2004 naopak ukazatel ROE ukazuje značné zlepšení, ale i přes mírné zlepšení CFROI je tvorba EVA nižší

než v roce 2003. U podniku ALFA jsou rozdíly v letech 2003 a 2004. V těchto letech vykazují ukazatele CFROI i ROE zhoršení, ale hodnota EVA roste. Podnik BETA má rozpor v hodnocení roku 2004, kdy podle ukazatele ROE dochází ke zhoršení výkonnosti, avšak EVA i CFROI poukazují na opačný trend. U podniku GAMA dochází k odlišnému hodnocení v roce 2003. Podle EVA se výkonnost podniku výrazně zvýšila. Avšak ROE vzrostlo jen minimálně a hodnota CFROI nezaznamenala změnu. Podnik DELTA vyjma drobného rozdílu v hodnocení roku 2004, kdy EVA a CFROI ukazují na zhoršení zatímco ROE roste, nemá v hodnocení vývoje výkonnosti zásadní rozpor mezi jednotlivými ukazateli.

Ze srovnání je patrné, že až na výjimky většinou nejsou zcela zásadní rozpory nebo protichůdnosti mezi vývojem srovnávaných ukazatelů výkonnosti. Přesto je vidět, že jednotlivé ukazatele nehodnotí výkonnost podniku stejně. Lze obrazně říci, že EVA je na straně jedné, ROE na straně druhé a ukazatel CFROI někde uprostřed. Zdrojem odlišeného hodnocení výkonnosti podniku v některých letech, je rozdíl v údajích, ze kterých hodnocení vychází. Ukazatel ROE je stanoven podle neupravených účetních dat. Ukazatel CFROI vychází částečně z neupravených účetních dat (hodnota odepisovatelných aktiv brutto) a částečně z dat upravených (časová hodnota neodepisovatelných aktiv apod.). Pokud budeme akceptovat předpoklad, že hodnoty NOA, NOPAT a WACC zobrazují nejpřesněji ekonomickou realitu podniku, pak musíme také přijmout předpoklad, že hodnota EVA a její změny v čase zobrazují výkonnost podniku nejvěrněji.

5.3.9 EVA a tržní hodnota podniků

Ceny akcií vychází z poslední známé tržní ceny v daném roce, pokud byly akcie obchodovány a to jak na trhu BCPP, a.s. (pouze TOMA a BETA) nebo mimo veřejný trh. Jinak byl dosazen odhad managementu daného podniku. U podniku ALFA byl použit odhad ve výši nominální hodnoty akcie.

Tabulka 71: Přehled cen akcií

Cena akcie v Kč (na nominál 1000Kč)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOMA	37	59	75	160	412	400
ALFA	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
BETA	660	1 450	1 800	2 550	4 350	4 500
GAMA	1 600	1 700	1 800	2 100	2 500	3 086
DELTA	2 000	2 800	3 200	4 400	4 900	5 500

U všech podniků vyjma ALFA tržní cena akcie trvale roste. Ne u všech podniků však EVA trvale rostla a naopak u podniku BETA klesala. Je tedy zřejmé, že vývoj tržní ceny neodpovídá vývoji hodnoty EVA.

Abychom si vyjádřili vzájemný vztah veličin jako EVA, ROE a tržní cena, je možné využít korelační koeficient. Tento koeficient vyjadřuje vztah či míru závislosti mezi dvěma veličinami. Nabývá hodnoty -1 až 1. Přičemž čím je blíže krajním hodnotám tím je závislost dvou veličin těsnější. Hodnoty blízké 0 mohou být znakem nezávislosti. V následující tabulce je přehled vypočtených korelačních koeficientů pro vyjádření vztahu mezi hodnotami tržní ceny akcií a hodnotami EVA a ROE. Vypočten byl také korelační koeficient mezi hodnotami EVA a ROE.

Tabulka 72: Přehled korelace mezi ukazateli EVA, ROE a tržní cena

Korelační koeficient	EVA a tržní cena	ROE a tržní cena	EVA a ROE
TOMA	0,77	0,68	0,54
ALFA	*na	*na	0,41
BETA	-0,55	-0,72	0,92
GAMA	0,63	0,04	0,57
DELTA	0,97	0,96	0,98

**** u podniku ALFA nebylo možné korelaci s tržní cenou spočítat, protože odhad ceny akcií se během zkoumaného období nemění***

Co se týče korelace EVA a ROE s tržní cenou akcií, vykazuje ukazatel EVA vyšší závislost než ukazatel ROE. Vyjma podniku DELTA, však není patrná vysoká závislost mezi vývojem tržních cen akcií podniků a dosahovaných hodnot ROE a EVA. U podniku BETA je vývoj ukazatelů a tržní ceny opačný. Zatímco tržní cena výrazně roste hodnoty ROE a EVA vykazují opačný trend. Vzájemná korelace mezi hodnotu EVA a ROE je výrazná pouze u podniků BETA a DELTA, oba podniky přitom vykazují relativně jednoznačný trend vývoje. U ostatních podniků je vzájemná závislost ukazatelů nízká.

K fundovaným závěrům o vzájemné závislosti vývoje tržních cena a hodnoty EVA by však bylo nutné prozkoumat mnohem větší soubor údajů. Na základě statistických analýz a empirických studií provedených ve světě většinou hodnota EVA vykazuje vyšší korelaci s tržní cenou akcií než jiné ukazatele (např. ROE, ROA, EAT, EPS, MVA), avšak rozdíly zejména od hodnot ukazatelů ROE nebo EAT nebývají většinou velké.

Tržní hodnoty bývají odvozeny od očekávání budoucích hotovostních toků a případně vývoje budoucí EVA. Současný výsledek hodnoty EVA tedy logicky nemůže vysvětlit příliš dobře tržní cenu akcií. Změny v současné hodnotě EVA

mohou pouze v omezené míře implikovat změny v budoucí hodnotě EVA. Změny v budoucím vývoji EVA je možné předvídat také ze změn jiných ukazatelů, proto také jiné ukazatele mohou mít podobnou vypovídací schopnost vykazovat podobnou závislost s vývojem tržní ceny akcie (Pavelková - Knápková, 2005).

Mimo uvedenou příčinu možné nižší závislosti EVA a tržní ceny je třeba vzít v potaz možné další důvody:

- Nedostatečná funkce kapitálového trhu ČR.
- Nepřesnosti v propočtu EVA.
- Vysoké investice, které budou přinášet EVA v budoucnu.
- Netržní ceny akcií (povinné odkupy, převzetí podniků, spekulace apod.).

5.3.10 Výsledky případových studií vybraných podniků

V následující části jsou do několika bodů shrnuta podstatná fakta ve vztahu k tvorbě hodnoty zjištěná o jednotlivých podnicích vyjma podniku TOMA, kterému je věnována další část DP.

Podnik ALFA

Majetek podniku se pohybuje mezi 402 až 486 mil.Kč, bez jednoznačného trendu vývoje. Hodnota tržeb se pohybuje mezi 449 až 493 mil.Kč a také není zřejmý jednoznačný trend. Podnik dosahuje ve sledovaném období zisku mezi 5 až 25 mil.Kč, přičemž zisk má spíše rostoucí tendenci. Hodnota ČPK se jeví jako přiměřená ani v cash flow nejsou patrné zásadní problémy. Počet zaměstnanců se trvale snižuje. Podnik vykazuje kladnou avšak relativně nízkou rentabilitu. Zadluženost podniku je přiměřená a pohybuje se mezi 43 až 53 %. Podnik má problémy s nízkou okamžitou likviditou a také s dlouhou dobou splatnosti svých pohledávek. Ukazatele obratovosti ukazují na obvyklou průměrnou aktivitu majetku. Produktivita zaměstnanců roste zejména v důsledku snižování jejich počtu. PH se rovněž zvyšuje. Ukazatele vycházející z tržní ceny akcií mohou být zavádějící, vzhledem ke stanovení ceny odhadem managementu. Souhrnné ukazatele bonity podniku dosahují hodnot v tzv. průměrné „šedé“ zóně. Při srovnání s odvětvovými ukazateli nejsou zásadní odlišnosti. Podnik zaostává především v průměrné době splatnosti pohledávek a nižším úrokovém krytí. Hodnota CFROI se pohybuje mezi 4,4 až 7,8 % p.a. Hodnota volných peněžních toků má pozitivní vývoj. Záporné hodnoty z let 2002 a 2005 jsou zapříčiněny vyššími investicemi, které by měly přinést růst zisků v budoucnu. Objem aktivovaného leasingu se pohybuje mezi 5,8 až 11,1

mil.Kč. Konverzí se hodnota NOA podniku snížila na cca 65 až 90 % původní hodnoty aktiv. Také míra zadlužení se v důsledku konverze snížila. Úpravy v nákladech a výnosech vyústily v hodnotu NOPAT, která je podstatně vyšší než vykazovaný čistý zisk a v některých letech až čtyřnásobně. Hodnota WACC se pohybuje mezi 7,2 až 13,6 % p.a. a trvale klesá. Hodnota EVA se z počátečních záporných hodnot dostává od roku 2003 do kladných čísel a po celou dobu roste a lze konstatovat, že podnik přináší svým vlastníkům bohatství. Jako hlavní generátory hodnoty EVA byly identifikovány zejména WACC, tržby a přidaná hodnota.

Podnik BETA

Majetek podniku se pohybuje mezi 169 až 411 mil.Kč a jeho hodnota po celé období roste. Hodnota tržeb se pohybuje mezi 378 až 555 mil.Kč a také tady je zřejmý růstový trend. Podnik dosahuje ve sledovaném období zisku mezi 18 až 56 mil.Kč, přičemž zisk má klesající tendenci. Hodnota ČPK se jeví jako přiměřená s rostoucím trendem ani v cash flow nejsou patrné zásadní problémy. Počet zaměstnanců trvale roste tak jako roste aktivita podniku spojená s růstem tržeb. Podnik vykazuje zpočátku velmi vysoké hodnoty rentability (v roce 2000 bylo ROE 36,6 % p.a.), ale postupně se rentabilita podniku podstatně snižuje (v roce 2005 bylo ROE 6,1 % p.a.). Zadluženost podniku je poměrně nízká a pohybuje se mezi 17 až 28 %. Podnik nemá problémy s likviditou a také ukazatele aktivity majetku stejně jako průměrná doba splatnosti pohledávek dosahují uspokojivých hodnot. Produktivita zaměstnanců měřená výší tržeb na zaměstnance se v čase příliš nemění a ve srovnání s ostatními podniky ve skupině je nejnižší. Rentabilita akcií podniku je zpočátku velmi vysoká, v čase však podstatně klesá a to zejména v důsledku snižujícího se zisku a rostoucí ceny akcií. Souhrnné ukazatele bonity podniku dosahují vysokých hodnot a poukazují na dobrou finanční situaci podniku. Při srovnání s odvětvovými ukazateli jsou patrné značné rozdíly. Rentabilita podniku je zpočátku vysoce nad odvětvím postupně se však dostává až do podprůměrného pásma. Likvidita podniku jen nad odvětvovými hodnotami, zadluženost naopak pod průměrem. Aktivita majetku je srovnatelná. Hodnota CFROI je zpočátku velmi vysoká (v roce 2000 až 32,2 % p.a.), avšak postupně výrazně klesá (v roce 2005 7,1 % p.a.). Hodnota volných peněžních toků má pozitivní vývoj. Záporné hodnoty z let 2000 a 2001 jsou zapříčiněny vyššími investicemi. Objem aktivovaného leasingu je nízký a v posledních letech nulový. Konverzí se hodnota NOA podniku snížila na cca 58 až 75 % původní hodnoty aktiv. Podnik je financován především dražším VK. Úpravy v nákladech a výnosech vyústily v hodnotu NOPAT, která se příliš od původní hodnoty VH neliší. Hodnota WACC se pohybuje mezi 8,1 až 10,7 % p.a. a trvale klesá. Hodnota EVA se z počátečních vysokých hodnot postupně snižuje a v roce 2005 je zcela minimální i přes

celkový růst tržeb. Podnik sice po celé období tvoří hodnotu, ale její objem se snižuje. Jako hlavní generátory, ale i ničiteli hodnoty EVA byly identifikovány zejména NOPAT, tržby, přidaná hodnota a osobní náklady. Podstatný vliv na změny EVA mají také položky ostatních nákladů a výnosů.

Podnik GAMA

Majetek podniku se pohybuje mezi 438 až 708 mil.Kč a jeho hodnota po celé období roste. Hodnota tržeb stagnuje a pohybuje se mezi 80 až 92 mil.Kč. Jejich výše je vzhledem k hodnotě majetku velmi nízká. Podnik dosahuje ve sledovaném období zisku mezi 13 až 31 mil.Kč, přičemž zisk má rostoucí tendenci. Počet zaměstnanců mírně klesá. Podnik vykazuje vysokou rentabilitu tržeb, ale rentabilita majetku je velmi nízká. Je zřejmé, že objem tržeb i zisku je vzhledem k hodnotě majetku nedostatečný. Zadluženost podniku je minimální a pohybuje se mezi 5 až 12 %. Podnik nemá žádné problémy s likviditou. Ukazatele aktivity majetku stejně jako průměrná doba splatnosti pohledávek dosahují nepříznivých hodnot. Především doba obratu majetku je velmi dlouhá a neustále se prodlužuje. Produktivita zaměstnanců se v čase příliš nemění a ve srovnání s ostatními podniky je průměrná. Rentabilita akcií podniku je poměrně nízká zejména v důsledku vysokých tržních cen akcií. Souhrnné ukazatele bonity podniku Z-skóre a IN 01 dosahují vysokých hodnot a poukazují na dobrou finanční situaci podniku a tvorbě bohatství pro vlastníky. Ovšem ukazatel IN99, který je zaměřen pouze na tvorbu ekonomického zisku, poukazuje na záporný ekonomický zisk. Při srovnání s odvětvovými ukazateli jsou patrné rozdíly. Rentabilita majetku je podprůměrná, ale rentabilita tržeb naopak vysoce nadprůměrná. Likvidita podniku je vysoce nad odvětvovými hodnotami. Zadluženost naopak výrazně pod odvětvovým průměrem. Aktivita majetku je velmi nízká. Hodnota CFROI postupně roste až na 12,7 % p.a. v roce 2005. Hodnota volných peněžních toků v jednotlivých letech značně kolísá a významně ji ovlivňují změny ČPK zejména změny v krátkodobém finančním majetku (nákupy a prodeje krátkodobých CP). Konverzí se hodnota operativních aktiv podniku podstatně snížila na 30 až 57 % původní hodnoty aktiv. Jde o důsledek vysokých finančních investic, které byly při konverzi plně vyloučeny. Také míra zadlužení se v důsledku konverze výrazně snížila a podnik je financován téměř výhradně VK. Úpravy v nákladech a výnosech vyústily v hodnotu NOPAT, která je mírně vyšší než původní hodnota VH z běžné činnosti. Hodnota WACC se pohybuje mezi 8,6 až 11,6 % p.a. a trvale klesá. Hodnota EVA se z počátečních záporných hodnot postupně zvyšuje a od roku 2003 již podnik tvoří kladnou EVA. Z vývoje ukazatele lze vypozorovat dlouhodobý pozitivní trend. Jako hlavní generátory, ale i ničiteli hodnoty EVA byly identifikovány zejména NOPAT, tržby, osobní náklady a také hodnota DHM a odpisů.

Podnik DELTA

Majetek podniku se pohybuje mezi 731 až 1.685 mil.Kč a jeho hodnota po celé období významně roste. Hodnota tržeb se pohybuje mezi 1.149 až 2.417 mil.Kč a také tady je zřejmý růstový trend. Podnik dosahuje ve sledovaném období zisku mezi 33 až 341 mil.Kč, přičemž zisk má rostoucí trend. Hodnota ČPK dosahuje spíše záporných hodnot a podnik má charakteristiky rizikovějšího přístupu k financování a sklon k podkapitalizaci. V hodnotě cash flow nejsou patrné zásadní problémy, přičemž v některých letech dochází ke značným peněžním tokům ve finanční činnosti v souvislosti s čerpáním či splácením dlouhodobých závazků a úvěrů. Počet zaměstnanců trvale roste společně s výší tržeb. Podnik vykazuje trvalý růst všech ukazatelů rentability, která zejména v roce 2005 dosahuje velmi vysokých hodnot (ROE až 42,2 % p.a.). Zadluženost podniku je přiměřená a pohybuje se mezi 41 až 54 %. Podnik má však problémy s likviditou, protože všechny ukazatele likvidity nedosahují uspokojivých hodnot a v průběhu sledovaného období se zhoršují. Ukazatele aktivity stejně jako průměrná doba splatnosti pohledávek dosahují upokojivých hodnot. Produktivita zaměstnanců je ve srovnání s ostatními podniky skupiny nejvyšší a během zkoumaného období trvale roste. Rentabilita akcií podniku v čase podstatně roste zejména v důsledku rostoucího zisku a to i přes výrazný nárůst tržní ceny akcií. Souhrnné ukazatele bonity podniku dosahují v prvních letech spíše průměrných hodnot, avšak postupně se významně zlepšují a poukazují na dobrou finanční situaci podniku, tvorbu ekonomického zisku a hodnoty pro vlastníky. Při srovnání s odvětvovými ukazateli jsou patrné značné rozdíly. Rentabilita podniku je vysoce nad odvětvím. Likvidita podniku je naopak pod odvětvovými průměry. Zadluženost podniku je také pod hodnotou průměrné zadluženosti v odvětví. Aktivita majetku je srovnatelná. Hodnota CFROI je velmi vysoká a po celé období výrazně roste. V roce 2005 dosáhla hodnota CFROI 55,5 % p.a.. Hodnota volných peněžních toků je zpočátku poměrně nízká v důsledku vysokých investic. V letech 2004 a 2005 již podnik vytváří vysoký objem FCF. Objem aktivovaného leasingu je nejvyšší ze skupiny podniků a pohybuje se mezi 78 mil.Kč (v roce 2005) až 124 mil.Kč (v roce 2000), přičemž v čase objem leasingu klesá. Míra redukce aktiv na hodnotu NOA ve sledovaném období výrazně roste (v roce 2005 až 43 %). Také míra zadlužení se v důsledku konverze snižuje a podíl dražšího VK postupně roste. Úpravy v nákladech a výnosech vyústily v hodnotu NOPAT, který je ve všech letech podstatně vyšší než účetní zisk. Hodnota WACC se pohybuje mezi 8,5 až 12,6 % p.a. Až do roku 2003 se hodnota WACC snižuje, avšak v letech 2004 a 2005 roste s růstem rizikové přirážky podniku. Hodnota EVA po celou dobu významně roste a vyjma roku 2000 dosahuje vysokých kladných hodnot. Podnik po celé období přináší svým vlastníkům ekonomický zisk, jehož objem se každoročně zvyšuje. Jako hlavní generátory hodnoty EVA byly identifikovány

zejména NOPAT, tržby, přidaná hodnota a osobní náklady. Podstatný vliv na změny EVA mají také změny hodnoty WACC.

5.4 Odvození vztahů pro odměňování podle EVA

Dostupná zahraniční literatura doporučuje moderní bonusový model založený na EVA s jeho třemi parametry: cílový bonus, OZE a EVA interval. Ačkoliv bývají v praxi často tyto parametry stanoveny odhadem, je možné se k jednotlivým hodnotám dobrat exaktním postupem. Autoři Young a O¢Byrne (2001) doporučují základní vztahy pro sestavení moderního bonusového modelu. Konkrétní postup a konečné vzorce pro výpočet základních parametrů modelu, ale neuvádí. V následující části jsem odvodil základní vztahy a přesný postup stanovení parametrů moderního bonusového modelu na základě autory publikovaných doporučení.

Základem pro výpočet modelu odměňování je:

- Hodnota cílového bonusu.
- Hodnota OZE.
- Stanovení EVA intervalu, pomocí kterého se určí y %.

5.4.1 Cílový bonus

Cílový bonus je odměna manažerů, pokud podnik dosáhne trhem očekávaného výsledku v podobě OZE. Obvykle se vyjde z průměrné hodnoty ročního platu manažera v obdobné pozici. Moderní EVA bonusový systém je nastaven tak, že manažeři dostanou cílový bonus, pokud naplní očekávání vlastníků a je dosaženo OZE. Když bohatnou majitelé bohatnou i manažeři a naopak. Pokud dojde k překročení OZE dostávají manažeři další podíl na hodnotě tohoto dodatečného zlepšení EVA, který se určuje dle výše cílového bonusu a velikosti EVA intervalu (viz. dále).

Při určování velikosti cílového bonusu je důležité vzít v úvahu páku bohatství, která vychází z poměru celkového platu manažera a jeho majetku a určuje tak význam cílového bonusu pro celkové bohatství manažera. Další skutečností, kterou je třeba zvážit, je riziko odchodu manažera do jiného podniku, kde může dosáhnout vyšších bonusů. V neposlední řadě jsou při stanovení výše bonusů důležité náklady akcionářů. Bonusy musí být motivující a naplňovat uvedená kritéria, ale současně nesmí jít o zbytečně vysoké a nepřiměřené částky, které snižují výsledné odměny pro vlastníky. Hlavním cílem podniku je bohatnutí vlastníků a ne manažerů. Cílový bonus se obvykle

odvozuje od ročního platu a jde o částku, která je vypočtena podílem na ročním platu (obvykle 30 až 100 %).

5.4.2 Očekávané zlepšení EVA (OZE)

Složitějším úkolem je určení správné výše OZE. Nejedná se o kvalifikovaný odhad, ale jeho hodnotu určuje kapitálový trh. Jde o meziroční nárůst hodnoty EVA, která je na kapitálovém trhu očekávána a je součástí tržní ceny podniku. Pokud je dosaženo tohoto očekávaného zlepšení EVA nemají manažeři nárok na dodatečný bonus.

Tržní cenu (TC) podniku lze definovat jako:

$$\text{Tržní cena} = \text{IC} + \frac{\text{EVA}}{\text{WACC}} + \text{FGV} \tag{5.12}$$

kde: IC = investovaný kapitál (lze dosadit hodnotu NOA), EVA/WACC = je navýšení hodnoty podniku o současnou hodnotu budoucích EVA, FVG = hodnota růstových příležitostí (Future Growth Value)

Pokud by podnik dosahoval v budoucnu stálé výše hodnoty EVA jako v daném roce, je současná hodnota těchto budoucích příjmů vypočtena vztahem pro nerostoucí perpetuitu (EVA/WACC) a musí být přičtena k hodnotě podniku. Pokud v budoucnu hodnota EVA poroste, tzn. ΔEVA bude větší jak 0, vyjadřuje položka FGV současnou hodnotu tohoto růstu EVA a musí být přičtena k celkové hodnotě podniku.

Hodnota FGV je stěžejní údaj pro určování hodnoty OZE. Pakliže tržní cena podniku převyšuje tzv. operační hodnotu (IC+EVA/WACC), rozdíl tvoří právě hodnota FGV. Trh tedy očekává v budoucnu zlepšování EVA (ve výši OZE) a jeho současnou hodnotu zahrnuje do tržní ceny. Z hodnoty FGV lze vypočítat hodnotu OZE následujícím způsobem.

Hodnota FGV je určena vztahem:

$$\text{FGV} = \left\{\frac{(1+\text{WACC})}{\text{WACC}}\right\} \times \text{SH budoucích } \Delta\text{EVA} \tag{5.13}$$

Vztah pro FGV je odvozen z následujících předpokladů. Pokud EVA každoročně vzroste o 1 (tzn. ΔEVA je 1) znamená to, že současná hodnota každoročního nárůstu EVA je 1/WACC. Při meziročním nárůstu o 1 podnik zvýší svoji hodnotu jednak o 1 v podobě nárůstu hotovosti, dále hodnota jeho tržní ceny vzroste o 1/WACC. Tedy nárůst v hodnotě podniku je 1+1/WACC. To však pouze v případě, že by EVA vzrostla pouze v příštím roce o 1. Pokud však předpokládáme, že tento růst bude trvalý, tedy že EVA poroste každoročně o 1, pak musíme uvedený vztah vynásobit současnou hodnotou tohoto růstu. Jak již bylo uvedeno současná hodnota tohoto budoucího růstu ve výši 1 je 1/WACC.

Celkový dopad růstu EVA o 1 na hodnotu podniku je tedy:

$$\left(1+\frac{1}{\text{WACC}}\right)\times\frac{1}{\text{WACC}} \tag{5.14}$$

nebo

$$\left\{\frac{(1+\text{WACC})}{\text{WACC}}\right\}\times \text{SH budoucích } \Delta\,\text{EVA} \tag{5.15}$$

Minimální očekávaný výnos podniku lze určit jako násobek tržní ceny (TC) podniku a WACC. Pokud trh očekává v budoucnu nějaký růst současné hodnoty EVA je součástí tržní ceny i FGV. Minimální očekávaný tržní výnos z tržní ceny podniku lze tedy vyjádřit jako:

$$\text{WACC}\times\text{TC} = \text{WACC}\times\text{NOA} + \text{WACC}\times\left(\frac{\text{EVA}}{\text{WACC}}\right) + \text{WACC}\times\text{FGV} \tag{5.16}$$

přičemž platí

$$\text{WACC}\times\text{NOA} + \text{WACC}\times\left(\frac{\text{EVA}}{\text{WACC}}\right) = \text{WACC}\times\text{NOA} + \text{EVA} = \text{NOPAT}$$

potom

$$\text{WACC}\times\text{FGV} = \text{WACC}\times\text{Tržní cena} - \text{NOPAT} \tag{5.17}$$

Pro FGV bylo stanoveno, že (5.13):

$$FGV = \left\{\frac{(1+WACC)}{WACC}\right\} \times \text{SH budoucích } \Delta EVA$$

což lze rovněž zapsat jako:

$$FGV = \left\{\frac{(1+WACC)}{WACC}\right\} \times \frac{\Delta EVA}{WACC} + \frac{\Delta FGV}{WACC} \qquad (5.18)$$

Do vztahu byla doplněna ještě hodnota ΔFGV/WACC. Součástí FGV, tzn. současné hodnoty budoucích ΔEVA, je i případná meziroční změna hodnoty FGV tj. ΔFGV. Hodnota FGV může meziročně růst a to v případě, že hodnota ΔEVA v budoucích letech není stále stejná, ale předpokládá se (očekává) její růst určitým tempem. V tom případě se hodnota FGV bude v budoucnu měnit, tzn. zvyšovat o ΔFGV. Potom hodnota těchto každoročně stejných změn je právě ΔFGV/WACC a musí se přičíst k celkové hodnotě FGV. Aby bylo možné provést výpočet, předpokládá se, že tempo růstu ΔEVA je konstantní a tedy i hodnota ΔFGV se v budoucnu již nemění. Pro stanovení tempa růstu lze využít tzv. Gordonův růstový model, kde tempo růstu g vyjadřuje % meziroční změnu (růst) ukazatele.

Vynásobíme vztah 5.18 hodnotou WACC a dostaneme :

$$WACC \times FGV = WACC \times \left\{\frac{(1+WACC)}{WACC} \times \frac{\Delta EVA}{WACC}\right\} + WACC \times \frac{\Delta FGV}{WACC} \qquad (5.19)$$

po úpravách

$$WACC \times FGV = \frac{\Delta EVA}{WACC} + \Delta EVA + \Delta FGV \qquad (5.20)$$

Existují dvě varianty výsledného propočtu očekávané hodnoty ΔEVA (tj. OZE)

1) ΔEVA neroste, tzn. ΔFGV = 0

Potom kombinací vztahů (5.17) a (5.20) dostaneme:

$$\frac{\Delta EVA}{WACC} + \Delta EVA = WACC \times \text{Tržní cena} - NOPAT \qquad (5.21)$$

Po úpravách dostaneme ***vztah pro nerostoucí*** Δ***EVA*** :

$$\text{OZE} = \Delta\,\text{EVA} = \left(\text{WACC} \times \text{Tržní cena} - \text{NOPAT}\right) \times \left\{\frac{\text{WACC}}{\left(1 + \text{WACC}\right)}\right\} \qquad (5.22)$$

2) ΔEVA roste tempem **g**, tzn. $\Delta\text{FGV} \neq 0$

Potom se hodnota ΔEVA vypočtená podle bodu 1 musí vydělit hodnotou

$$\frac{\text{WACC}}{\left(\text{WACC} - \text{g}\right)}$$

Výsledná hodnota OZE bude nižší než hodnota vypočtená prvním vztahem, protože meziročně roste tempem g. Vztah lze odvodit následovně:

Již bylo definováno, že při meziročních změnách ΔFGV se hodnota FGV vypočte (5.18):

$$\text{FGV} = \left\{\frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\text{WACC}}\right\} \times \frac{\Delta\,\text{EVA}}{\text{WACC}} + \frac{\Delta\,\text{FGV}}{\text{WACC}}$$

Pokud je však ΔFGV způsobeno pouze tím, že ΔEVA roste tempem g, lze stanovit FGV jako:

$$\text{FGV} = \frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\text{WACC}} \times \frac{\Delta\,\text{EVA}}{\left(\text{WACC} - \text{g}\right)} \qquad (5.23)$$

potom

$$\text{WACC} \times \text{FGV} = \text{WACC} \times \left\{\frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\text{WACC}} \times \frac{\Delta\,\text{EVA}}{\left(\text{WACC} - \text{g}\right)}\right\} \qquad (5.24)$$

Po úpravách a v kombinaci se vztahem (5.17):

$$\text{WACC} \times \text{Tržní cena} - \text{NOPAT} = \Delta\,\text{EVA} \times \frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\left(\text{WACC} - \text{g}\right)} \qquad (5.25)$$

Po úpravách dostaneme ***vztah pro rostoucí*** ΔEVA :

$$\text{OZE} = \Delta\,\text{EVA} = \left(\text{WACC} \times \text{Tržní cena} - \text{NOPAT}\right) \times \left\{\frac{\left(\text{WACC} - \text{g}\right)}{\left(1 + \text{WACC}\right)}\right\} \qquad (5.26)$$

5.4.3 EVA interval

Poslední nezbytnou součástí pro správné stanovení moderního bonusového systému EVA je určení velikosti tzv. *EVA intervalu*. Ten stanovuje krajní hodnoty, kterých může dosáhnout EVA v následujícím roce (hodnota EVA_0 je hodnota EVA v letošním roce) a při jejichž dosažení je celková odměna rovna 0 nebo cílovému bonusu. Konečný bod intervalu je v hodnotě EVA_k (tj. EVA_0 + OZE). Tedy v hodnotě EVA, které je dosaženo při dosažení OZE. Při této hodnotě manažeři obdrží celkový bonus v hodnotě cílového bonusu.

Počátek intervalu je hodnota EVA_p, kdy vlastníci neobdrží žádný očekávaný výnos. Již bylo uvedeno, že očekávaný výnos lze stanovit jako: tržní cena x WACC. Dále víme, že jednotka ΔEVA přináší vlastníkům nárůst hodnoty (1+WACC)/WACC. Tedy opačně při úbytku o jednotku ΔEVA oproti očekávané hodnotě vlastníci ztrácejí -(1+WACC)/WACC.

Vztah pro zjištění při jakém ΔEVA je anulován celý vlastníky očekávaný výnos lze pak stanovit:

$$\left\{\Delta\,\text{EVA}_\text{p} \times \frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\text{WACC}}\right\} + \left(\text{Tržní cena} \times \text{WACC}\right) = 0 \qquad (5.27)$$

po úpravách

$$\Delta\,\text{EVA}_\text{p} = -\left[\frac{\left(\text{Tržní cena} \times \text{WACC}\right)}{\left\{\frac{\left(1 + \text{WACC}\right)}{\text{WACC}}\right\}}\right] \qquad (5.28)$$

Při dosažení meziroční změny ΔEVA_p je výnos vlastníků roven 0.

Počáteční bod intervalu je:

$$EVA_p = EVA_0 + \Delta EVA_p$$

Konečný bod intervalu je:

$$EVA_k = EVA_0 + OZE$$

Interval je určen hodnotami < $\mathbf{EVA_p; EVA_k}$ >

Velikost EVA intervalu (VEI) je rovna absolutní hodnotě rozdílu mezi oběma hodnotami EVA:

$$VEI = EVA_k - EVA_p$$

Velikost EVA intervalu je velikost rozdílu mezi krajními hodnotami EVA následujícího roku, při kterých je výnos vlastníků v rozmezí 0 až očekávaný výnos (tj. tržní cena x WACC). V návaznosti na výnos vlastníků je nastaven i výnos (bonus) manažerů. Pokud vlastníci neobdrží žádný výnos, manažeři nedostanou žádný bonus, protože cílový bonus je celý ponížen zápornou hodnotou výrazu y % x (ΔEVA – OZE). Pokud je dosaženo OZE je vyplacen cílový bonus.

Z tohoto předpokladu vyplývá vztah pro určení hodnoty koeficientu y % , který určuje velikost dodatečného bonusu (penalizaci) z rozdílu mezi OZE a skutečnou hodnotou ΔEVA:

$$y\% = \left(\frac{\text{Cílový bonus}}{VEI} \right) \times 100\% \qquad (5.29)$$

Zlomek vyjadřuje vztah mezi cílovým bonusem a VEI. Dodatečný bonus (penalizace) se počítá z hodnoty rozdílu dosažené ΔEVA oproti očekávané OZE a navyšuje (snižuje) celkový bonus tak, aby v případě nulového výnosu pro vlastníky byl také celkový bonus pro manažery nulový. Z tohoto důvodu musí být hodnota tohoto dodatečného bonusu (penalizace) vyjádřena v % z hodnoty rozdílu dosažené ΔEVA oproti očekávané OZE. Přičemž % jsou dána vztahem velikosti cílového bonusu a velikosti EVA intervalu, aby se eliminovala odlišná velikost cílového bonusu k velikost rozdílu (ΔEVA – OZE) a velikost dodatečného bonusu (penalizace) byla tak relevantní k velikosti cílového bonusu. Hodnota VEI a poměr jeho velikosti k velikosti cílového bonusu tak vyjadřuje citlivost celkového bonusu na překročení (nesplnění) očekávaného zlepšení EVA.

Pokud je dosaženo počátečního bodu intervalu (EVA_p), bylo dosaženo takové hodnoty ΔEVA, že platí:

$$(\Delta EVA - OZE) = -VEI$$

potom výraz

$$y\% \times (\Delta EVA - OZE)$$

dosáhne záporné hodnoty cílového bonusu protože (y % x VEI) je rovno hodnotě cílového bonusu, jak plyne ze vztahu (5.29) a celkový bonus je roven 0.

5.4.4 Bonusová banka

Důležitou součástí moderního systému odměňování založeném na EVA je *bonusová banka*. Je založena na principu, že bonus vytvořený v daném roce není vyplacen celý, ale je poukázán na účet v bonusové bance a je vyplacena pouze část ze zůstatku tohoto účtu. Podstatou bonusové banky je pozitivní vliv na dlouhodobou motivaci manažerů a zaměstnanců. Bonusová banka by také měla odstranit riziko, že bude v jednom roce dosaženo extrémně dobrých výsledků na úkor let následujících. V letech, kdy je dosahovány špatných výsledků, jsou totiž negativními bonusy kráceny zůstatky na účtech bonusové banky.

Doporučený postup pro výpočet bonusu, který má být vyplacen z bonusové banky, je následující:

1. Po vyhodnocení dosažených výsledků je spočítán celkový roční bonus,
2. tento bonus je přičten k zůstatku na účtu v bonus bance,
3. z tohoto zůstatku se vypočítá bonus, který je vyplacen, následovně:
4. pokud je zůstatek vyšší než 0, vyplatí se částka až do hodnoty cílového bonusu daného roku,
5. z případného zůstatku nad cílový bonus se v daném roce vyplatí jedna třetina.

Tabulka 73: Příklad kalkulace v bonusové bance

	Rok 1	Rok 2	Rok 3
EVA (rok 0 = -30 000)	-15 000	-20 000	-5 000
EVA zlepšení	15 000	-5 000	15 000
OZE	5 000	5 000	5 000

Přesah OZE	10 000	-10 000	10 000
Cílový bonus	100	100	100
Odměna z přesahu OZE	2 %	2 %	2 %
Celkový bonus	300	-100	300
Stav v bonus bance vč. aktuálního bonusu	300	33	300
Bonus k výplatě	167	33	167
Konečný stav v bance	133	0	133

Zdroj: (Young - O¢Byrne, 2001)

Při implementaci moderního bonusového systému je nutné zohlednit výše uvedená rizika a podniková specifika a nastavit bonusový systém tak, aby co nejlépe vyhovoval danému podniku a jeho aktuální situaci. Při uplatňování konceptu EVA nemusí být jediným měřítkem v systému odměňování pouze EVA. Tvorba hodnoty je však hlavním cílem podniku a minimálně 50 - 75 % bonusů by na ni mělo být provázáno. Zbývající část je možno propojit s odlišnými ukazateli jako:

- Osobní hodnocení zaměstnance.
- Plnění opatření, které nejsou v souladu s tvorbou EVA (legislativně nutné).
- Zajištění dalších činností a individuálních úkolů.

Výhody moderního bonusového systému spočívají především v:

- Vazba na hodnotu dodatečného výnosu je pro vlastníky výhodnější.
- Zahrnuje tržně očekávaný růst a vykazuje vazbu na tržní hodnotu podniku.
- Podnik nemusí dosahovat kladné EVA.
- Bonusová banka.
- Zaměstnanci dostávají odměny pouze, když bohatnou vlastníci.
- Nejsou min. / max. hodnoty bonusu, které obvykle vedou k manipulacím.

Ačkoliv vazba odměn na hodnotu EVA může přinést zlepšení v přijímaných rozhodnutí především z hlediska tvorby hodnoty pro vlastníky, jak bylo prokázáno na podnicích v zahraničí, existují v této oblasti jistá omezení.

- ***Odlišný přístup k riziku*** - manažeři mají větší averzi k riziku než vlastníci, protože do podniku investovali svůj lidský kapitál. Nižší manažeři mají větší averzi než vyšší manažeři, protože nejsou motivování tak vysokými bonusy. Přístup k riziku se mění také věkem a starší manažeři obvykle nejsou ochotni akceptovat vysoké riziko jako mladší kolegové. Všechny tyto důvody mohou vést k odmítání rizikových projektů s vysokým potenciálem tvorby EVA a tedy možností dosažení vysokých bonusů.

- ***Kulturní odlišnosti*** - některé kultury nemusí akceptovat pobídky založené pouze na tvorbě hodnoty pro vlastníky. Zejména u nadnárodních podniků, které se snaží vytvářet univerzální bonusový systém, může v některých zemích dojít k odmítání bonusů a pobídek založených na tvorbě EVA. Je nutné zohlednit základní charakteristiky dané země jako jsou význam peněz, přístup k autoritám, sklony k centralizaci a byrokracii, přijímání nejistoty a rizika, postoj k individualismu nebo kolektivismu, přístup k rovnoprávnosti žen, náboženské vlivy aj.

- ***Cyklická odvětví*** - v odvětvích, kde dochází k cyklickým výkyvům, je velmi těžké nastavit správně bonusový systém. V období růstu jsou bonusy velmi vysoké, v období poklesu hrozí demotivace zaměstnanců nízkými bonusy nebo penalizací do zůstatků v bonusové bance.

- ***Peníze nejsou všechno*** – nejenom finanční odměny jsou pobídky, které motivují zaměstnance k výkonům a dobrým pracovním výsledkům. Ačkoliv finanční bonusy jsou hlavním motivačním prvkem, podnik nesmí zapomenout na ostatní faktory jako – pracovní podmínky, pracovní tým, možnost kariéry a další podnikové výhody.

- ***Začínající podniky nebo trhy*** – v počátcích podnikání nebo umísťování na nových trzích dochází ke značným investicím a nákladům, které budou přinášet zisk až v budoucnu. Podniky tedy mohou po jistou dobu vykazovat nízké zisky a nezlepšující se zápornou hodnotu EVA.

5.5 Návrh metodiky aplikace ukazatele EVA v podniku

Disertační práce si klade za cíl přispět vhodnou metodikou nebo alespoň souborem doporučení k využívání moderních metod hodnocení a řízení výkonnosti podniku založených na ukazateli EVA. Na základě prostudované literatury, provedeného dotazníkového šetření a analýz výkonnosti vybraných podniků lze sestavit prvotní návrh základních charakteristik, kroků a doporučení pro implementaci ukazatele EVA v podniku.

Implementaci ukazatele EVA do finančního řízení podniku lze rozdělit na tři fáze:

1. Poznání tvorby hodnoty
2. Vytváření hodnoty
3. Řízení hodnoty

Poznání tvorby hodnoty

První fáze implementace ukazatele EVA do řízení podniku spočívá v poznání jeho současné situace a parametrů ve vztahu k tvorbě EVA. Aby bylo možné tvorbu hodnoty plánovat a řídit, musí být nejprve analyzována stávající výkonnost podniku ve vztahu k tvorbě hodnoty EVA. Hlavní kroky, jež by měly být provedeny jsou:

- analyzovat mikro a makro okolí podniku
- provést interní analýzy výkonnosti podniku
- spočítat dosavadní tvorbu EVA
- identifikovat hlavní generátory hodnoty

Vytváření hodnoty

Poté co podnik pozná stávající situaci ve vztahu k tvorbě EVA, je nutné podniknout opatření směřující k tomu, aby podnik hodnotu tvořil. Podstatnou částí této fáze je implementace hodnotového přístupu do strategického řízení a přijetí dlouhodobé tvorby EVA jako hlavního strategického cíle. Hlavní kroky této fáze jsou:

- definice strategie s hlavním cílem tvorby hodnoty EVA
- stanovení dílčích cílů pro generátory hodnoty
- provázání dosahování cílů se systémem odměňování

- přizpůsobení organizační struktury podniku, pravomocí a odpovědnosti dosahování tvorby hodnoty

Řízení hodnoty

Poté co podnik realizuje dvě předchozí fáze, je nutné začít tvorbu hodnoty kontinuálně sledovat a řídit. Veškeré rozhodování v provozním, finančním a investičním řízení podniku musí být činěna za podmínky tvorby hodnoty a v souladu se strategií a stanovenými cíly. Hlavní doporučení lze shrnout následovně:

- podnik sleduje a řídí hodnotu EVA prostřednictvím hodnoty NOA, NOPAT a WACC (ekonomický pohled místo účetního)
- EVA je řízena prostřednictvím identifikovaných generátorů hodnoty
- podnik prostřednictvím vhodně nastaveného informačního systému pravidelně sleduje, vyhodnocuje a odměňuje (penalizuje) zaměstnance za plnění (neplnění) stanovených cílů
- s hodnotovou koncepcí a ukazatelem EVA musí být seznámeni všichni kompetentní a zainteresovaní zaměstnanci
- parametry systému řízení hodnoty jsou pravidelně nebo průběžně aktualizovány

Pro úspěšnou implementaci EVA v řízení podniku lze využít nástroje a postupy prezentované v této DP včetně souboru pro výpočet a analýzu tvorby EVA (SATE) a odvozených vztahů pro výpočet parametrů moderního bonusového modelu založeného na ukazateli EVA a tržních očekáváních

5.6 Využití ukazatele EVA v hodnocení a řízení výkonnosti podniku TOMA, a.s.

V předchozí části DP jsme zjistili podstatné informace o ekonomické a zejména finanční situaci podniku, o jeho dosavadní tvorbě EVA a hlavních generátorech hodnoty EVA. Jak s těmito informacemi v praxi naložit a implementovat zjištěná fakta o minulosti do strategie a řízení nám ukáže následující detailní případová studie.

5.6.1 Základní údaje o podniku

Podnik TOMA, a.s. má sídlo v Otrokovicích. Základní kapitál je 1 477 266 tis.Kč. TOMA, a.s. (Továrna Obuvnických MAteriálů) vznikla dne 29.03. 1991 delimitací ze státního podniku Svit Zlín. V roce 1993 byl podnik zprivatizován formou kuponové privatizace. Součástí privatizačního procesu byl přímý prodej samostatných výrobních jednotek (koželužská, papírenská, textilní, strojírenská a chemická výroba) s tím, že se podnik TOMA, a.s. stal příjemcem splátek za prodej těchto jednotek a současně správcem průmyslového areálu. Z toho důvodu zůstaly ve vlastnictví podniku areálové komunikace, energetické rozvody, železniční vlečka, budovy a pozemky s touto činností související. Postupně nabyl podnik zpět část prodaného movitého a nemovitého majetku, který nebyl splacen, popř. investoval do dalšího vhodného majetku.

V současné době je podstatná část činnosti podniku zaměřena na poskytování služeb v průmyslovém areálu podniku, provozování čistírny odpadních vod, poskytování finančního leasingu a pronájem objektů ve Zlíně. V průmyslovém areálu podniká cca 130 podniků, ve kterých je zaměstnáno asi 2.000 pracovníků. Nejvýznamnější službou, kterou podnik poskytuje je nákup, výroba a rozvod energetických médií. Dalšími službami jsou poskytování finančního leasingu, pronájem nemovitostí, čištění odpadních vod, autoopravna, kolejová doprava, ochrana majetku a osob, poštovní služby a provoz akreditované laboratoře. Průměrný přepočtený počet zaměstnanců podniku v roce 2006 byl 171. Podnik má 1.477.266 kmenových akcií v nominální hodnotě 1.000 Kč/ks. Akcie jsou registrovány na trhu BCPP, a.s.

Odvětvové charakteristiky, trendy a cíle

Více jak polovinu tržeb podniku plyne z redistribuce tepla a elektrické energie. Hlavní charakteristiky průmyslového odvětví Kombinované výroby elektřiny a tepla (KVET) jsou následující.

Změny ve využívání primárních energetických zdrojů jsou čitelné a stabilní. Klesá podíl tuzemských uhlí, toto palivo je nahrazováno jadernou energií při výrobě elektřiny a zemním plynem při výrobě decentralizovaného tepla. V oblasti zásobování teplem došlo k významnému snížení spotřeby, a to z důvodu racionalizace výroby, distribuce a zejména spotřeby tepla. I když potenciál pro úspory tepla na straně spotřeby není dosud vyčerpán, trend poklesu se již zastavil. V oblasti spotřeby elektrické energie dochází k pozvolnému růstu v posledních několika letech, tento trend bude zřejmě pokračovat.

Tradičními a nejvýznamnějšími zdroji elektrické energie byly a jsou parní turboústrojí v uhelných elektrárnách a teplárnách. V posledních desetiletích se nově objevily technologie plynových turbín a plynových motorů, jejich podíl na trhu je stále relativně malý. Obecné cíle národní energetické politiky proklamují podporu KVET. Konkretizované cíle předpokládají využití všech pozitivních energetických i ekologických efektů, které sebou KVET nese. Stát si uvědomuje význam a přínosy KVET, což se projevuje při tvorbě a přijímaní základních hospodářských dokumentů.

V České republice jsou ceny některých energií a čištění odpadních vod regulovány. U cen zemního plynu a elektrické energie Ministerstvo financí uplatňuje úředně stanovené maximální ceny. U tepelné energie a čištění odpadních vod se uplatňují věcně usměrňované ceny. Věcně usměrňovaná cena zahrnuje ekonomicky oprávněné náklady, přiměřený zisk a daň.

Od 1.1.2001 navrhuje ceny energií Energetický regulační úřad, který vykonává působnost při uplatňování, regulaci, sjednávání a kontrole cen v oblasti energetiky. Vydává právní předpisy pro regulaci, sjednávání a kontrolu cen v oblasti energetiky. Vydává rozhodnutí o regulaci cen včetně pravidel pro klíčování nákladů, výnosů a hospodářského výsledku regulovaných a neregulovaných činností.

5.6.2 Shrnutí výsledků finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy podniku, která byla již popsána v předchozích částech DP, lze finanční situaci podniku shrnout do následujících charakteristik.

- Z hlediska majetku se jedná o velký podnik s vysokým základním kapitálem, přičemž hodnota majetku se ve sledovaném období nemění.
- V důsledku privatizace získal zkoumaný podnik morálně i fyzicky zastaralý a opotřebený hmotný majetek značné účetní hodnoty. Především nemovitý

majetek se nedaří plně využívat (pronajímat), přičemž jeho údržba či případná likvidace je spojena se značnými náklady, což má negativní vliv na celkovou hospodářskou situaci podniku.

- Objem tržeb a výnosů a výše hospodářského výsledku jsou vzhledem k objemu majetku nedostatečné a podnik vykazuje nízké hodnoty ukazatelů aktivity majetku a rentability tržeb a majetku. Během sledovaného období se tato situace mírně zlepšuje.
- Podstatnou část majetku tvoří dlouhodobá aktiva, na kterých má podstatný podíl DFM, který tvoří více jak 50 % aktiv. DFM nepřináší podniku výnosy ani s ním nejsou spojeny náklady a jedná se o strategické podíly v dceřiných společnostech v rámci koncernu, jehož je podnik součástí. Z dlouhodobého pohledu se hodnota a struktura dlouhodobých aktiv, vyjma poklesu DFM v roce 2002, podstatně nemění.
- Podstatnou část OA tvoří krátkodobé pohledávky z obchodního styku jejichž hodnota postupně klesá. Ani výrazný rozdíl mezi dobou splatnosti pohledávek a závazků z obchodního styku neovlivňuje solventnost podniku, který nemá problémy s peněžními toky, a ukazatele likvidity jsou vysoce nad doporučovanými hodnotami i nad průměry průmyslu.
- Pasiva jsou tvořena téměř výhradně VK. Podnik má minimální a v posledních letech téměř nulové zadlužení. Tato skutečnost svědčí o stabilitě a minimální hrozbě ze strany věřitelů, avšak také o ekonomicky nevýhodném využívání dražších vlastních zdrojů.
- Na VH podniku mají v některých letech významný vliv položky ostatních nákladů a výnosů, tvorba a rozpouštění OP. Tyto účetní operace mohou skutečnou výkonnost podniku významně zkreslovat.
- Struktura dalších nákladů podniku vykazuje odlišnosti od srovnávaného průměru odvětví, což je způsobeno širokou diverzifikací předmětu podnikání.
- Vysoká ztráta z hospodaření minulých let je postupně snižována kladnými VH jednotlivých let. Stejně je snižován i objem specifických pohledávek a závazků plynoucích z dřívějších aktivit podniku mimo běžný obchodní styk. Ozdravný proces zahájený novým vedení podniku v roce 1999 se projevuje v pozitivním vývoji všech základních ukazatelů FA.
- Volné prostředky podnik výhodně investuje formou finančního leasingu, který je významnou činností podniku a vyznačuje se vysokou rentabilitou.
- Podnik dosud nebyl zatížen daní z příjmů v důsledku vysoké neuhrazené ztráty z minulých let.
- Činnosti podniku jsou značně diverzifikované a vyznačují se náročností na odborné i praktické znalosti a zkušenosti jeho zaměstnanců. Také nároky na vybavenost hmotnými aktivy jsou u některých činností vysoké (rozvod energií, čistění odpadních vod). Produktivita podniku roste stejně jako průměrné mzdy jeho zaměstnanců.

- Některé zásadní činnosti podléhají regulaci ze strany státního aparátu, což negativně ovlivňuje ekonomickou výkonnost podniku.
- Vypočtená hodnota CFROI se ve sledovaném období pohybuje mezi 2 až 5 %. Přičemž značný vliv na postupné zlepšení ukazatele má i zkracování průměrné doby životnosti aktiv (resp. brutto investiční báze).

Celkově lze podnik považovat za finančně stabilní s mírným pozitivním růstovým trendem v hospodaření, avšak silně překapitalizovaný a nedostatečně využívající svěřený majetek. Významnou část majetku tvoří strategické finanční investice, které nepřináší podniku ekonomický zisk. Akcie podniku jsou obchodovány na BCPP, a.s. a ve sledovaném období vykázaly významný růst. Protože je však více jak 75 % akcií v držení majoritního vlastníka, je otázkou nakolik je růst cen znakem rostoucích tržních očekávání a hodnocení podniku a nakolik ovlivněn jinými důvody.

5.6.3 Porterův model pěti sil

Finanční analýza není jediným nástrojem zkoumání vlastností podniku. Jednou z metod poznání mikrookolí podniku je tzv. Porterova analýza nebo Porterův model pěti sil. Základem této metody zkoumání vlastností a okolí podniku je analýza pěti sil, kterými okolí na podnik působí (*rivalita mezi stávajícími konkurenty, hrozba vstupu do odvětví, dohadovací schopnost kupujícího, dohadovací schopnost dodavatelů, hrozba nových substitutů*). Vyhodnocuje se stávající situace a očekávání v budoucnosti.

Rivalita mezi stávajícími konkurenty

	Průměrné odhady (roky)	
(1 bod … nejnižší, 9 bodů … nejvyšší)	2005	2010
A Počet konkurentů a jejich konkurenceschopnost	2	4
B Růst odvětví	4	6
C Podíl čistého jmění/prodeje – velké fixní náklady	6	7
D Diferenciace výrobků/služeb	2	2
E Diferenciace konkurentů	5	4
F Intenzita strategického úsilí	6	7
G Náklady odchodu z odvětví	5	5
H Charakter konkurence, postoj k business etice	4	4
I Šíře konkurence	3	4
Celkem (z 90 bodů)	38	43
Průměr (celkem/9)	4,2	4,8

Podnik se zabývá převážně podnikáním uvnitř svého areálu, ve kterém vlastní komplex budov a tyto budovy pronajímá a poskytuje doprovodné služby (dodávky energií, ochrana majetku a osob, údržba komunikací, poštovní služby atd.). Konkurence uvnitř areálu neexistuje. Existuje však teoretická možnost, že v budoucnu se nějaký podobný podnik zaměří na poskytování podobných služeb a část stávajících zákazníků odejde. Na to musí podnik pamatovat a udržovat si výhodné monopolní postavení v areálu. Nejvýraznější je tato hrozba konkurence u činnosti finančního leasingu. V oblasti finančního leasingu nemá podnik výraznější podíl na trhu a jeho konkurenční výhodou je především orientace na specifické až okrajové segmenty trhu, které jsou mimo zájem velkých leasingových společností, a na zákazníky s nižší bonitou, kteří obvykle u velkých leasingových společností neuspějí. Konkurenční výhodou je také rychlost a nízké administrativní nároky při vyřizování leasingových smluv. Do budoucna se dá předpokládat růst odvětví, protože po nedávném vstupu do EU se otevírají možnosti pro zahraniční investory, kterým může podnik nabídnout k pronájmu své budovy a služby v areálu.

Hrozba vstupu do odvětví

	Průměrné odhady (roky)	
(1 bod … nejnižší, 9 bodů … nejvyšší)	2005	2010
A Úspory z rozsahu	4	4
B Kapitálová náročnost vstupu do odvětví	4	5
C Přístup k distribučním kanálům	4	6
D Potřeba vlastnit při vstupu do odvětví speciální technologie	5	3
E Přístup k surovinám, energiím, pracovní síle	2	3
F Schopnost existujících konkurentů snižovat náklady	3	3
G Diferenciace výrobků/služeb	2	2
H Vládní politika	4	4
I Vývoj po případném vstupu do odvětví	4	4
Celkem (z 90 bodů)	32	34
Průměr (celkem/9)	3,5	3,7

Hrozba vstupu do odvětví značně souvisí s diverzifikací činnosti podniku. Protože má podnik několik druhů činností, sledování konkurence a jejího vstupu do souvisejících průmyslových odvětví by bylo časově a finančně náročné. Ve vztahu k souvisejícím průmyslovým odvětvím, ve kterých podnikají podniky v areálu, je pro podnik vhodnější nechat tyto podniky ať samy sledují hrozby vstupu do jejich odvětví. Hrozba vstupu do odvětví zabývajícího se správou průmyslového areálu úzce souvisí s podporou podnikáni v ČR a vytvářením průmyslových zón a areálů. V okolí podniku nejsou podobné průmyslové zóny a ani nejsou známy záměry na jejich vybudování. Výhodou areálu podniku je připravenost přijmout i podniky s chemicky náročnou výrobou s vysokým

rizikem znečištění a dalších ekologických ohrožení. Vytvoření podobného areálu je velmi náročné jak technicky tak finančně a přitom tato činnost není vysoce perspektivní a rentabilní, proto se podnik této hrozby nemusí obávat.

Dohadovací schopnost kupujícího

	Průměrné odhady (roky)	
(1 bod … nejnižší, 9 bodů … nejvyšší)	2005	2010
A Počet významných zákazníků	5	4
B Význam výrobku/služby pro zákazníka	2	2
C Náklady přechodu zákazníka ke konkurenci	4	4
D Hrozba zpětné integrace	4	4
E Ziskovost zákazníka	4	3
Celkem (z 45 bodů)	19	17
Průměr (celkem/5)	3,8	3,4

Kdo jsou zákazníci podniku? Jsou to především podniky podnikající v budovách, které podnik pronajímá. Samozřejmě jsou i jiní zákazníci zejména v souvislosti s poskytovaným finančním leasingem, ale z pohledu celkových tržeb jsou tržby plynoucí ze zákazníků v areálu dominantní. Do budoucna by měl trend podniku směřovat především ke stavu, mít spíše více středních a menších zákazníků než jednoho velkého tzn. k rozšíření zákaznického portfolia. Tyto menší podniky by při náhodných problémech a výpadcích větších podniků byly schopny pokrýt chod podniku a zajistit jeho fungování. O co se dále musí podnik snažit do budoucna, je ziskovost strategických zákazníků. Když budou ziskoví tito zákazníci, poroste i zisk podniku.

Dohadovací schopnost dodavatelů

	Průměrné odhady (roky)	
(1 bod … nejnižší, 9 bodů … nejvyšší)	2005	2010
A Počet významných dodavatelů	8	8
B Existence substitutů – jsou hrozbou dodavatelů?	8	7
C Význam odběratelů pro dodavatele	4	4
D Hrozba vstupu dodavatelů do analyzovaného odvětví	1	1
E Organizovanost pracovní síly v odvětví	6	6
Celkem (z 45 bodů)	27	26
Průměr (celkem/5)	5,4	5,2

Počet významných dodavatelů představuje obdobný problém jako počet významných zákazníků. V současné době je nastaven takový trend, kdy se podnik neváže výhradně na jednoho dodavatele, ale má více větších dodavatelů. Tímto způsobem je zajištěna plynulost dodávek v případě nedodání ze strany

jednoho dodavatele. Hrozba vstupu dodavatelů do analyzovaného odvětví je dle vedení podniku malá vzhledem ke specifičnosti předmětu podnikání jako zejména redistribuce energií a čištění odpadních vod.

Hrozba nových substitutů

	Průměrné odhady (roky)	
(1 bod … nejnižší, 9 bodů … nejvyšší)	2005	2010
A Existence mnoha substitutů na trhu	3	4
B Konkurence v odvětví substitutů	3	4
C Hrozba substitutů v budoucnu	3	5
D Vývoj cen substitutů	3	4
E Užitné vlastnosti substitutů	6	7
Celkem (z 45 bodů)	18	24
Průměr (celkem/5)	3,6	4,8

V první řadě je třeba definovat substituty. Jsou to zboží nebo služby navzájem zaměnitelné. Různorodost podnikatelské činnosti automaticky naznačuje také různorodost substitutů. Jelikož mezi nejvýznamnější činnosti podniku patří služby spojené s výrobou a rozvodem energií a pronájem nemovitostí, můžeme konstatovat, že substituty existují a je třeba si jich všímat. Zejména s výhledem do budoucna se dá očekávat v těchto oblastech nárůst nejrůznějších technologií, které se dají označit jako substituty. U energií jsou to například nejrůznější formy alternativních zdrojů energie (zejména obnovitelné zdroje energie - sluneční, větrné, hybridní elektrárny). U pronájmu nemovitostí tyto substituty nejsou tolik významné a za takový substitut můžeme označit průmyslové zóny.

5.6.4 SWOT analýza

SWOT analýza představuje komplexní zhodnocení silných a slabých stránek podniku spolu s hodnocením příležitostí a ohrožení a stručně tak vystihuje všechny podstatné informace o podniku. Někdy se doporučuje, aby Porterova a také SWOT analýza předcházely finanční analýze.

Silné stránky

- Velikost podniku.
- Finanční stabilita.
- Zlepšující se ekonomická a finanční situace.
- Monopol v areálu.
- Nízké zadlužení.
- Kvalifikovaní a loajální zaměstnanci.

- Propracovaný systém samostatně hospodařících hospodářských středisek.
- Vlastní výroba energie.
- Vlastní infrastruktura.
- Strategické umístění.

V celém areálu má podnik monopol. Odchod podniků, které mají pronajaty budovy v areálu, by pro tyto podniky znamenal existenční problémy. Další bezesporu silnou stránkou je zásobování celého areálu vlastní energií prostřednictvím vlastní rozvodové sítě. Podnik má přiměřený počet kvalifikovaných a loajálních zaměstnanců. Fluktuace je minimální. Silnou stránkou je také propracovaný systém samostatně hospodařících hospodářských středisek, momentálně nákladové formy. Podnik v nedávné době započal vlastní výrobu elektrické energie v kogeneračních jednotkách, kterou distribuuje ve vlastních rozvodných sítích průmyslového areálu. Výhodou podniku je jeho umístění na hlavním tahu do Polska a napojení na železnici.

Slabé stránky

- Záporná hodnota EVA.
- Nízká rentabilita.
- Nízká aktivita majetku.
- Nevyužité kapacity.
- Fyzické zastarávání budov v areálu.
- Přílišná orientace na podnikání pouze v areálu podniku.
- Lpění na tradičních účetních měřítcích.
- Absence projektového řízení a strategického řízení.

Nízká rentabilita tržeb a majetku, nízká aktivita majetku a tvorba záporné hodnoty EVA jsou hlavní slabé stránky plynoucí z provedené FA. Podnik má značné nevyužité kapacity především v DHM, který se vyznačuje značnou fyzickou zastaralostí a je nutné jej udržovat ve funkčním stavu. To však pro podnik znamená a do budoucna bude znamenat nemalé investice. Přílišná orientace na podnikání pouze v areálu (tzn. na velmi omezený trh) může do budoucna také znamenat značné problémy. Podnik využívá k řízení tradiční účetní model a účetní měřítka, chybí strategické nástroje řízení a moderní měřítka hodnocení výkonnosti.

Příležitosti

- Získání strategického investora.
- Volné kapacity.
- Vybavenost areálu na těžkou chemickou výrobu.
- Finanční leasing.

- Potenciál v areálu ČOV.

Příležitostí se může pro podnik stát získání investora, který by byl ochoten investovat do rekonstrukce budov, do modernizace technologií. Nejvýznamnější příležitostí jsou volné kapacity. Zde by byla vhodná přinejmenším informační kampaň, která by pomohla přitáhnout další podniky do volných objektů v areálu. Podnik je vybaven na těžkou chemickou výrobu, protože v minulosti byl celý areál zaměřen na koželužskou a kožedělnou výrobu. Zde ovšem narážíme na problém zastarávání technologií. Jako rentabilní se jeví poskytování finančního leasingu a vhodnou příležitostí je rozšíření aktivity v této oblasti. Další příležitosti nabízí areál ČOV, který umožňuje realizaci několika projektů zabývající se likvidací odpadů.

Ohrožení

- Závislost na strategických odběratelích.
- Značná cenová regulace – energetika a čištění odpadních vod.
- Malá dostupnost a zastarávání areálu.
- Neexistence pobídek pro investory ze strany státu.
- ČOV – zákon o chemickém čištění.
- Neustálé nové trendy v informačních technologiích a vysoké finanční investice na zabezpečení konkurenceschopnosti.

Největším ohrožením je především zastarávání areálu. Podnik se musí snažit udržet svůj areál konkurenceschopný a to představuje obrovské finanční investice do nejrůznějších technologií. Dalším ohrožením je např. závislost na strategických odběratelích, kdy se podnik může vlivem platební neschopnosti svého zákazníka dostat do druhotné platební neschopnosti. Nejrůznějších ohrožení je celá řada, dalším ohrožením může být vstup do EU, který přinesl nejrůznější legislativní změny.

5.6.5 Stanovení hodnoty EVA

Výpočet hodnoty EVA podniku TOMA, a.s. již byl prezentován v tabulce č.61 Nejvýraznější úpravou při konverzi aktiv je odečtení veškerého DFM, protože nepřispívá k tvorbě NOPAT a jedná se pouze o strategické investice. Dále byla hodnota NOA významně ovlivněna přičtením kumulovaných neobvyklých ztrát z minulosti. Protože se jedná o ztráty vzniklé v důsledku katastrofálních povodní v roce 1997 musí být považovány za neobvyklé a jedinečné. Rozhodně by tedy tato mimořádná skutečnost neměla mít vliv na hodnocení současné reálné výkonnosti podniku. Další významnější úpravy v dlouhodobém majetku pak byly provedeny rovněž v hodnotě DHM, kde byly

odečteny části neoperativních aktiv (nevyužívané budovy a pozemky) a zohledněn oceňovací rozdíl plynoucí z přecenění hmotného majetku reprodukční cenou, které podnik provedl dle norem IAS/IFRS.

V OA byly provedeny větší úpravy v hodnotě pohledávek, které byly sníženy o pohledávky nesouvisející přímo s podnikatelskou činností podniku. V převážné míře se jedná o dlouhodobé pohledávky za dceřinými podniky a ostatními podniky v koncernu a také starší nestandardní pohledávky z let 1990-1996, které vznikly z aktivit mimo běžný obchodní styk a nejsou tak součástí reálného obrazu výkonnosti podniku. Částečně byla v některých letech snížena nadbytečná hodnota KFM, přičemž měřítkem přiměřenosti byl ukazatel okamžité likvidity a jeho doporučovaná hodnota. Podnik drží na svých účtech nadměrné finanční prostředky, ačkoliv tyto prostředky tvoří peněžní rezervu a udržují vysokou likviditu podniku.

Při určení výše NOPAT měly největší podíl na úpravách položky neobvyklých výnosů a nákladů. Na VH podniku měly významný vliv účetní položky ostatních nákladů a výnosů. Při jejich konkrétním rozboru bylo zjištěno, že se v drtivé většině jedná o důsledky účetních operací, které nesouvisely s aktuální podnikatelskou činností podniku (odpisy pohledávek, výnosy z postoupení starších pohledávek, likvidace dceřiného podniku, odprodeje nevyužívaného majetku apod.).

Další významnou položkou úprav při stanovení NOPAT je položka tvorby a rozpouštění OP. Podnik ve sledovaném období vytvářel a rozpouštěl velké částky OP k pohledávkám a k DFM. Tyto operace rovněž významně ovlivňovaly výsledný VH. V drtivé většině se jednalo o OP ke starým pohledávkám, které nesouvisejí se současnou podnikatelskou činností podniku a k DFM, který byl v hodnotě NOA plně odečten. Z těchto důvodů byl vliv tvorby a rozpuštění OP zcela eliminován. Další položky úprav tvoří zpětně přičtené hodnoty placených úroků, náklady spojené s vyloučenými neoperativními aktivy (odpisy) a úpravy odpisových nákladů v souvislosti s přeceněním dlouhodobého majetku. Při výpočtu NOPAT za rok 2005 byl ještě odečten dividendový výnos z dceřiného podniku a došlo k úpravě výše placené daně z příjmů na základě změny v hodnotě operativního výsledku hospodaření před zdaněním.

Vypočtená hodnota WACC po celé sledované období klesá a to z 13,10 % v roce 2000 až na 7,12 % v roce 2005. Hlavními vnějšími příčinami snižování WACC jsou klesající hodnoty bezrizikové sazby a rizikové přirážky pro ČR. Vnitřní příčinnou snižování WACC je především pokles přirážky za podnikatelské riziko až na nulovou hodnotu v letech 2003-2005. Ostatní vlivy jako klesající podíl CK, rostoucí průměrné ROE průmyslu působilo na vývoj

WACC spíše opačným směrem, ale tento vliv nebyl natolik silný, aby se výrazně ovlivnil výsledný trend vývoje WACC.

Pokud srovnáme hodnotu podnikové r_e s průměrnou hodnotou dosahovanou v průmyslu, je v průběhu sledovaného období zřejmá výrazná změna. Zpočátku byly náklady vyšší než je průměrná hodnota v průmyslu (cca 13 ku 10 %), postupně se však náklady podniku snižují a v roce 2005 již byly nižší než průměr odvětví (cca 7 ku 9 %). Během sledovaného období došlo tedy k poměrně výraznému snížení nákladů na VK a to téměř na polovinu. Jedná se o důsledek snížení systematického rizika (pokles bezrizikové sazby a rizikové přirážky ČR) a rovněž i o důsledek poklesu nesystematického rizika (přirážka za podnikatelské riziko). Obecně lze konstatovat, že rizikovost podniku se během sledovaného období snížila z nadprůměrné až na podprůměrnou rizikovost ve srovnatelných průmyslových odvětvích.

Z vypočtených hodnot je zřejmé, že podnik po celé sledované období nevytváří kladnou hodnotu EVA a vlastníci ztrácejí. Pozitivně lze hodnotit dlouhodobý vývoj ukazatele, kdy meziročně hodnota ukazatele roste s výjimkou v roce 2004, kdy došlo k nárůstu bezrizikové sazby. Hodnota ukazatele EVA tak postupně roste z částky cca -64 mil.Kč v roce 2000 až na -21 mil.Kč v roce 2005. Z vývoje jednotlivých vstupních údajů vztahu se zdá, že růst EVA je způsoben především trvalým poklesem WACC. Hodnoty NOA a NOPAT ve sledovaném období mírně kolísají a nelze jednoznačně určit vliv jejich změn na celkový vývoj hodnoty EVA. Hodnotové rozpětí (RONA-WACC) se postupně zvyšuje a úměrně roste i hodnota EVA.

5.6.6 Pyramidální rozklady EVA

Změna EVA 2000/2001 (+ 17 292 tis.Kč)

Nejvyšší vliv na růst EVA v roce 2001 měl nárůst hodnotového rozpětí a pokles NOA. V důsledku záporného hodnotového rozpětí znamená snížení NOA nárůst hodnoty EVA. Investovaný kapitál byl výrazně snížen a to především v položce DFM, který je ve výkazu NOA tvořen pouze hodnotou kumulované ztráty minulých let. Na nárůstu hodnotového rozpětí se ve stejné míře podílely nárůst ukazatele rentability NOA (RONA) a pokles WACC. Na růst RONA měl kladný vliv růst PH a snížení ON. Naopak negativní vliv na RONA mělo snížení pozitivního vlivu položky ostatních nákladů a výnosů po úpravách na hodnotu NOPAT. V roce 2000 se tato položka projevila v hodnotě NOPAT pozitivně a navýšila jej více jak o 5 mil.Kč. Jednalo se především o pozitivní vliv úprav při konverzi nákladů a výnosů na NOPAT. Vzhledem k eliminaci téměř všech

ostatních nákladů a výnosů se v hodnotě této položky nejvíce projevily nazpět přičtené nákladové úroky CK. V hodnotě NOPAT za rok 2001 byl vliv této položky minimální a tato meziroční změna měla na změnu RONA a EVA negativní vliv. Pozitivní vliv na RONA měl nárůst obratovosti aktiv v důsledku poklesu majetku při zachování výše tržeb. Pokles WACC byl způsoben snížením r_e v důsledku poklesu bezrizikové míry a rizikové přirážky podniku.

Hlavní kladné vlivy na změnu EVA
- snížení NOA
- pokles bezrizikové úrokové míry
- snížení rizikové přirážky podniku
- růst rentability tržeb
- růst PH
- pokles ON

Hlavní záporné vlivy na EVA
- nárůst podílu dražšího VK v C
- nárůst podílu odpisů na celkových tržbách
- negativná změna položky ostatních N, V a úprav

Změna EVA 2001/2002 (+ 4.089 tis.Kč)

V roce 2002 nebyl nárůst EVA tak výrazný jako v roce 2001 a hlavní vlivy na změnu EVA byly odlišné. Výrazně poklesly krátkodobé cizí závazky, které jsou součástí neúročeného CK. To se projevilo v nárůstu hodnoty NOA a na straně kapitálu (C) v nárůstu VK v položce ekvivalentů. Pokles neúročeného CK měl tedy výrazný negativní vliv na změnu hodnoty EVA, protože došlo ke zvýšení hodnoty NOA při záporném hodnotovém rozpětí. V důsledku nárůstu RONA a poklesu WACC došlo ke zvýšení hodnotového rozpětí. WACC klesly především v důsledku snížení bezrizikové sazby, zatímco podniková přirážka za riziko naopak vzrostla a to především vlivem zvýšení přirážky za podnikatelské riziko. Nárůst rizikové přirážky však nebyl natolik vysoký, aby zastavil celkový pokles nákladů VK tedy i WACC. Pokles WACC měl příznivý vliv na změnu EVA a to i přes dílčí negativní vliv zvýšení podílu VK v celkovém kapitálu. Nárůst RONA je zapříčiněn především nárůstem hodnoty NOPAT vlivem zvýšení tržeb a PH a snížení poměru ON k celkovým tržbám. Také změna položky ostatních N, V a úprav měla pozitivní vliv na výslednou hodnotu NOPAT. Naopak růst poměru odpisů k tržbám meziroční změnu EVA ovlivňuje negativně.

Hlavní kladné vlivy na změnu EVA
- snížení bezrizikové sazby
- růst rentability tržeb

- nárůst PH
- snížení podílu ON na tržbách
- nárůst pozitivního vlivu ostatních N, V a úprav na hodnotu NOPAT

Hlavní záporné vlivy na EVA
- pokles neúročeného CK
- nárůst podílu dražšího VK v celkovém úplatném kapitálu
- nárůst podílu odpisů v tržbách
- nárůst podnikové přirážky za riziko (důsledek poklesu ROA)

Změna EVA 2002/2003 (+ 16.854 tis.Kč)

V roce 2003 došlo k výraznému nárůstu hodnoty EVA. Tato pozitivní změna je zapříčiněna pouze výrazným poklesem WACC. V důsledku snížení podnikové přirážky za riziko a bezrizikové úrokové míry došlo ke snížení r_e. Od roku 2003 podnik nevyužívá úplatný CK a hodnota WACC je určena pouze hodnotou nákladů na VK. Pokles RONA a nárůst NOA měly na změnu EVA naopak vliv negativní. Ačkoliv tržby meziročně vzrostly jejich rentabilita klesla s klesající hodnotou NOPAT. K poklesu rentability tržeb přispěl zejména pokles poměru PH k celkovým tržbám a nárůst osobních nákladů v souvislostí s přijetím nových zaměstnanců do provozu ČOV. Pozitivní vliv na RONA měl pokles poměru odpisů k tržbám. Pozitivního vliv úprav nákladů a výnosů při konverzi na hodnotu NOPAT působil kladně i na RONA. I přes tyto skutečnosti hodnota RONA klesla, protože negativní vlivy nárůstu osobních nákladů a poklesu PH měly výrazně větší vliv na hodnotu RONA. Hodnota NOA vzrostla především v důsledku dalšího poklesu neúročeného CK. I tato změna negativně ovlivňovala změnu EVA.

Hlavní kladné vlivy na změnu EVA
- snížení bezrizikové sazby
- snížení rizikové přirážky podniku
- nárůst pozitivního vlivu ostatních N, V a úprav na hodnotu NOPAT
- nárůst tržeb
- snížení poměru odpisů k tržbám

Hlavní záporné vlivy na EVA
- nárůst ON
- pokles NOPAT a rentability tržeb
- pokles neúročeného CK
- pokles poměru PH k tržbám

Změna EVA 2003/2004 (- 4.336 tis.Kč)

V roce 2004 došlo ke snížení celkové hodnoty EVA. Negativní vliv na změnu EVA měl jak pokles RONA tak i nárůst WACC. Náklady kapitálu vzrostly v důsledku zvýšení bezrizikové sazby, což mělo výrazně negativní vliv na změnu EVA, ačkoliv pokles rizikové přirážky tento negativní vliv částečně snížil. Pokles RONA byl způsoben především snížením rentability tržeb. Ačkoliv podíl PH na tržbách vzrostl, shodně vzrostl i podíl odpisových nákladů a oba vlivy na RONA se téměř eliminovaly. Nárůst poměru ON k tržbám a snížení pozitivního vlivu úprav při konverzi nákladů a výnosů na NOPAT měly negativní vliv na celkovou rentabilitu tržeb, která negativně ovlivňovala hodnotu RONA. Tržby vzrostly rovnoměrně s hodnotou NOA a obratovost investovaného kapitálu tak vykázala jen mírné zlepšení s menším pozitivním vlivem na změnu EVA.

Hlavní kladné vlivy na změnu EVA
- zvýšení poměru PH k tržbám
- snížení rizikové přirážky podniku
- nárůst tržeb

Hlavní záporné vlivy na EVA
- růst odpisů a jejich poměru k tržbám
- zvýšení bezrizikové sazby
- snížení pozitivního vlivu úprav na NOPAT
- pokles NOPAT a celkové rentability tržeb

Změna EVA 2004/2005 (+ 8.744 tis.Kč)

V roce 2005 se vývoj hodnoty EVA opět vrátil k pozitivnímu trendu a hodnota EVA vzrostla. Hodnota NOA se změnila jen minimálně a tak měl hlavní pozitivní vliv na změnu EVA růst hodnoty tržeb, NOPAT a snížení WACC. Náklady kapitálu výrazně klesly vlivem snížení bezrizikové sazby a to i přes menší nárůst rizikové přirážky podniku. Rentabilita tržeb se příliš nezměnila a neměla tak na změnu EVA významný vliv. Snížení poměru PH k tržbám bylo téměř plně kompenzováno snížením poměru odpisových a ON k tržbám. Absolutní hodnoty jednotlivých položek poměřovaných s tržbami se však výrazně neměnily a jednotlivé změny jsou způsobeny především nárůstem absolutní hodnoty tržeb. Vlivem zvýšení tržeb při téměř nezměněné hodnotě NOA vzrostl rovněž ukazatel obratovosti majetku a tato změna působila pozitivně na změnu EVA. I přes dlouhodobě pozitivní trend však podnik ani v roce 2005 nedosáhl kladného hodnotového rozpětí a kladné hodnoty EVA.

Hlavní kladné vlivy na změnu EVA

- snížení bezrizikové sazby
- snížení celkových WACC
- nárůst tržeb
- nárůst NOPAT
- snížení poměru odpisů k tržbám

Hlavní záporné vlivy na EVA

- zvýšení podnikové přirážky za riziko
- pokles poměru PH k tržbám
- pokles položky ostatních nákladů, výnosů a úprav

5.6.7 Citlivostní analýza

Citlivostí analýza ukazatelů, které tvoří pyramidální rozklad, za roky 2000 až 2005 jasně ukazuje na skutečnost, že se míra citlivosti ukazatele EVA na změnu dílčích ukazatelů v průběhu celého sledovaného období nemění a největší změny hodnoty EVA v jednotlivých letech způsobují změny u stejných ukazatelů. Nejvyšší dopad na změnu EVA mají pochopitelně změny hlavních položek při výpočtu EVA tzn. NOA, NOPAT a WACC. Zajímavý je výrazný vliv změny podílu VK v C. Ačkoliv je při navýšení podílu VK na C o 10 % dosaženo absurdní hodnoty větší jak 1, je přesto z tohoto propočtu zřejmé, že změna míry VK v celkovém kapitálu má výrazný vliv na změnu hodnoty EVA. Velmi vysoký vliv na změnu EVA má rovněž změna podílu PH na celkových tržbách. Také případné změny DHM mohou významně ovlivnit výslednou hodnotu EVA. Vzhledem k zápornému hodnotovému rozpětí ovlivňuje pozitivně hodnotu EVA snižování DHM potažmo snižování celé hodnoty NOA. V průběhu sledovaného období, zejména od roku 2003, vzrostla citlivost EVA na změny podílu osobních a odpisových nákladů na celkových tržbách. Z této skutečnosti plyne, že kontrola nepřímých a režijních nákladů je jednou z cest k růstu EVA. Ostatní ukazatele pyramidálního rozkladu nevykazují ve srovnání s uvedenými ukazateli výrazné působení na hodnotu EVA a ani intenzita jejich působení se v průběhu sledovaného období zásadně nemění.

Obecně je z konstrukce vzorce pro výpočet EVA zřejmé, že cestou ke zvyšování EVA je růst hodnoty RONA, snižování WACC a pokud je dosahováno kladného hodnotového rozpětí (RONA – WACC) rovněž i zvyšování NOA. Nejlépe pokud probíhají všechny tři změny současně. Zkoumaný podnik by se měl zejména zaměřit na růst podílu PH na tržbách, což lze v zásadě dvěma způsoby a to zvyšováním tržeb nebo snižováním podílu výrobní spotřeby na tržbách. Další cesty je možné hledat v úspoře osobních

nákladů (např. zvyšováním produktivity, modernizací, outsourcing) a odpisů (změna odpisové politiky). Při snaze o snižování odpisových nákladů je však nutno zvážit nakolik a kde je vhodné utlumovat investiční politiku podniku, protože například poskytování leasingu je pro podnik vysoce rentabilní. Také vysoký podíl VK na C je pro podnik nevýhodný a ukazatel EVA pozitivně reaguje na jeho snižování. Podnik by měl pro svoji investiční činnost využívat především levnější CK a to i za cenu snižování vlastního a případně i základního kapitálu. Je však třeba brát ohled i na možný nárůst nákladů finanční tísně. Další cesty ke zvyšování EVA, které naznačuje provedená citlivostní analýza, jsou ve snižování pohledávek a dalších OA a naopak v maximálně možném využití krátkodobých závazků jako bezúročných zdrojů kapitálu

Pro další vývoj podniku jsou vzhledem k zápornému hodnotovému rozpětí v zásadě dvě cesty. Jedna znamená rezignaci na růst a rozvoj a zaměření se na snižování hodnoty NOA na minimální udržitelnou míru, kdy ještě lze dosahovat současné úrovně tržeb. Dále zvyšovat rentabilitu tržeb a hodnotu EVA usilováním o maximální úsporu variabilních a především fixních nákladů. Druhá perspektivnější cesta je cesta rozvoje. Znamená zaměřit se na růst tržeb a RONA, což je vzhledem k předmětu podnikání obtížnější a riskantnější, ale tento směr nabízí budoucnost, perspektivu a růst. Pro podnik to znamená maximálně využívat stávající NOA, systematicky se zbavovat nevyužívaného majetku, zvyšovat kvalitu, objem a cenu poskytovaných služeb. Podnik se musí zaměřit se na investice včetně nových oblastí podnikání, s čímž úzce souvisí investiční a finanční politika podniku. Investiční politika musí být jednoznačně a nekompromisně podřízena jedinému kritériu a to je tvorba EVA u každého samostatného projektu. Finanční politika zase musí vzhledem k nulovému zadlužení jednoznačně upřednostňovat financování CK.

5.6.8 Charakteristika podnikových generátorů hodnoty

Tržby podniku

Podnik trpí zásadním nedostatkem v podobě nízké aktivity majetku, což může řešit dvěma způsoby. Jedním je minimalizace využívaného majetku při zachování výše tržeb a druhý je snaha o maximalizaci tržeb. Podnik je svojí činností silně orientován na průmyslový areál, kde vlastní velkou část nemovitého majetku včetně inženýrských sítí a má zde monopolní postavení na dodávky energií (pára, elektrická energie, voda, stlačený vzduch). Přibližně polovinu tržeb podniku tvoří tržby z prodeje energií podnikatelským subjektům v areálu. Zbývající část tržeb plyne z ostatních činností podniku: poskytování finančního leasingu, čištění odpadních vod, pronájem a správa nemovitostí,

provozování železniční vlečky v areálu, ochrana majetku a osob, poštovní služby a provoz akreditované laboratoře. Vyjma finančního leasingu je většina služeb poskytována podnikům v průmyslovém areálu. Podnik nemá vlastní výrobu.

Snaha o zvýšení tržeb naráží na několik překážek:

- Silná orientace na omezený a nasycený trh.
- Poptávka po službách silně závislá na produkčních funkcích jiných firem.
- Obecně špatná finanční situace některých významných odběratelů.
- Přes monopolní postavení nemůže podnik libovolně zvyšovat ceny, jednak z důvodu částečné regulace ze strany orgánů státní správy a také z důvodů zajištění životaschopnosti významných odběratelů v areálu.

Podnik má však také příležitosti**,** které mohou ke zvýšení tržeb vést:

- Monopol na dodávku energií a čištění odpadních vod v areálu.
- Část nemovitého majetku v areálu je nevyužitá.
- Kapacita rozvodných sítí je využívána asi na 40 %.
- Poskytování finančního leasingu je rentabilní i přes vyšší rizikovost.
- Podnik má dostatečný potenciál pro realizaci investičních projektů (nízká zadluženost, majetek není zatížen zástavními právy, zkušený team pracovníků, potřebná podnikatelská historie, volné kapacity).
- Technologie a areál čističky odpadních vod umožňuje provoz dalších činností jako zpracování průmyslových odpadů a výrobu el. energie.
- Na projekty spojené se zpracováním odpadů je možné čerpat dotace z fondů EU až do výše 46 % uznatelných nákladů.

Řízení nákladů

V uplynulých letech se vedení podniku zaměřilo intenzivně na řízení nákladů s cílem o jejich minimalizaci. V podniku byl vytvořen systém samostatných hospodářských středisek, zavedeno vnitropodnikové účtování výnosů a nákladů mezi středisky a roční finanční plánování s dělením na měsíční intervaly. Podnik je rozdělen do 7 hlavních odborů (Ekonomicko-správní, Finanční leasing, Správa majetku, Ostraha, Doprava, Energie a Čistírna odpadních vod). Každý odbor se dále člení na několik dílčích středisek a celkem má organizační struktura 40 hospodářských středisek. Od roku 2000 funguje v podniku systém řízení a odměňování částečně provázaný s plněním měsíčních a ročních finančních plánů.

Náklady jsou účtovány na jednotlivá střediska kde vznikají tak, aby byla transparentní ekonomika střediska. Režijní podnikové náklady včetně nákladů středisek, které zajišťují činnosti pouze pro ostatní podniková střediska, jsou

prostřednictvím vnitropodnikového účetnictví rozúčtovány. Smyslem je dosáhnout tržního chování všech středisek v rámci podniku a odhalit tak případné rezervy v nákladech. Režijní středisko, které není schopno na sebe „vydělat“ musí hledat úspory ve svých nákladech, což může vyústit až v jeho zrušení a nákupu služeb zvenku.

Podnik měl v minulosti v řízení nákladů značné nedostatky a to byl jeden z důvodů jeho špatných ekonomických výsledků. Od roku 2000 se nový management začal nákladům podniku intenzivně věnovat. Zavedení systému samostatných hospodářských středisek a vnitropodnikového účetnictví začalo brzy přinášet výsledky v podobě zlepšujících se finančních parametrů podniku. Vlivem systému odměňování s vazbou na plnění finančního plánu vedoucí zaměstnanci brzy pochopili, že řízení a kontrola nákladů je nezbytným předpokladem pro dosahování plánovaných výsledků. Systém účtování je přehledný a srozumitelný a umožňuje operativní sledování a řízení nákladů všem kompetentním zaměstnancům.

Na základě konzultací s managemente byly shledány následující možnosti pro zvýšení pozitivního vlivu na tvorbu hodnoty v oblasti řízení nákladů:

- Implementovat controlling jako systém řízení a kontroly nákladů podniku.
- Stanovit podnikové WACC, čtvrtletně je aktualizovat a jejich hodnotu brát jako jedno z měřítek výkonnosti.
- Zavedení systému procesního řízení nákladů (ABC).
- Sledovat tvorbu krycího příspěvku jednotlivých středisek.
- Vyhodnocení efektivnosti středisek z pohledu možnosti outsorcingu.
- Získat prostředky na úhradu všech nákladů spojených se údržbou areálu od podniků v tomto areálu (odstranit „dotování“ některých činností).
- Motivovat zaměstnance pro vlastní návrhy ohledně úspory nákladů.
- Stanovit konkrétní cíle pro úsporu režijních nákladů středisek.
- Sledovat produktivitu zaměstnanců s cílem úspory osobních nákladů.

Zisk

Zisk středisek (včetně vnitropodnikových nákladů a výnosů) je hlavním měřítkem výkonnosti v podniku. Finanční plán pro každé samostatné hospodářské středisko je členěn po jednotlivých měsících. Proces tvorby a schválení plánu probíhá mezi odpovědnými vedoucími hlavních odborů a vrcholovým managementem. Na plnění finančního plánu je provázána část výkonnostních prémií a jsou stanoveny také bonusy za překročení plánu. Plnění plánu je vyhodnocováno měsíčně. Tento systém finančního řízení podniku přispěl k pozitivnímu vývoji hospodaření a zainteresovanosti všech zaměstnanců na finančních výsledcích podniku.

Tradiční řízení podle zisku má však některé nedostatky:

- Účetní hodnota zisku může být zkreslena specifickými účetními operacemi, tvorbou tichých rezerv, daňovou optimalizací.
- Zisk je absolutní hodnota a není poměřován vůči investovanému majetku či dosahovaným tržbám.
- Zisk je stanoven na základě dosavadního vývoje hospodaření a chybí vazba na strategické cíle podniku.
- Vyšší zisk vede k vyššímu plánu v následujícím roce a opačně, což demotivuje pracovníky k výraznějšímu překračování plánu a motivuje k přesouvání výnosů nebo nákladů mezi měsíci.

Hlavní návrhy v oblasti řízení podniku podle výše zisku jsou:

- Doplnit do finančního plánování a řízení ukazatel EVA.
- Za každý odbor sledovat NOPAT ve vztahu k hodnotě NOA.
- Provázat systém odměňování na hodnotu EVA nebo na generátory hodnoty.
- V systému hodnocení střediska podle EVA zvažovat náklady a výnosy, za které pracovník odpovídá a může je ovlivnit.
- Využívat EVA jako vrcholový finanční ukazatel podniku namísto zisku.

Využití majetku

Investovaný podnikový kapitál má na tvorbu EVA zásadní vliv. Podnik má velmi vysoký podíl majetku, který nepřispívá k tvorbě EVA (DFM, část DHM a část KFM). Účetní hodnota majetku neodpovídá jeho reálné ceně.

Podnik drží vysoké podíly v několika dceřiných společnostech především ze strategických důvodů. Tento majetek nemá žádný vliv na dosahované výsledky hospodaření, a proto byl při výpočtu EVA eliminován stejně jako náklady a výnosy s ním spojené. Problém využití dlouhodobého majetku se tedy týká DHM a to především budov, pozemků, technologických strojů a zařízení. Po konverzi účetní hodnoty aktiv na hodnotu NOA a srovnání s dosahovanou výší tržeb je zřejmá nízká aktivita majetku. Tato skutečnost negativně ovlivňuje tvorbu EVA. Některá střediska využívají pro své potřeby nadbytečně velký nemovitý majetek, který by bylo vhodnější pronajmout nebo odprodat. Jednou z možností zvýšení využití majetku je snaha o růst tržeb, další možností je eliminace nepotřebného, nedostatečně využívaného majetku.

Budovy a stavby podniku vykazují v průměru 75 % obsazenost a pozemky jsou pronajaty asi z 60 %. Při výpočtu EVA je hodnota tohoto neoperativního majetku eliminována a neovlivňuje výslednou hodnotu EVA. To však

neznamená, že se tímto problémem nemusí podnik zabývat. Nevyužitý majetek přináší podniku náklady (opravy, nutná údržba, daně a poplatky) bez adekvátních výnosů. Pokud by podnik tento majetek prodal, mohl by získané finanční prostředky investovat. Ušlý zisk z této možnosti tzv. implicitní náklady obětované příležitosti jsou také nákladem spojeným s tímto majetkem. Další možností zvýšení využití majetku je zajistit plnou obsazenost nemovitostí, což je však problém vzhledem k jejich morální i fyzické zastaralosti a neobejde se bez vysokých dodatečných investic. Zhodnocení přínosu a efektivnosti těchto investic je jedním z úkolů investičního rozhodování podniku.

Ze specifického charakteru podnikání plynou další příčiny nízké aktivity podniku. Součástí DHM jsou inženýrské sítě a technologické zařízení pro rozvod energetických médií v rámci celého areálu. Tato technologie je dimenzována na vysoké výrobní kapacity z 80. let, kdy byl areál plně obsazen. V současné době jsou tyto technologie využívány asi na 40 %. V minulosti provedl podnik značné investice do těchto sítí k zamezení ztrát na energetických médiích, ke kterým při jejich nízkém využití dochází.

Další ze specifických činností podniku je pronájem cca 190 bytů a provoz čističky odpadních vod (ČOV). U obou činností podléhá cena služby (nájemné, vodné a stočné) regulaci ze strany státních orgánů. Bytové domy i ČOV vyžadují značné náklady na údržbu a modernizaci, které si podnik nemůže plně promítnout do ceny svých služeb. Reprodukční hodnota bytových domů a hmotného majetku ČOV a náklady s jejich provozem jsou vysoké, avšak výnosy jsou mimotržně omezovány.

Hlavní příčiny nedostatečného využití majetku jsou:
- Nedostatečná obsazenost nemovitého majetku.
- Nevyužitá kapacita rozvodných sítí.
- Regulace cen a tržeb ve vztahu k výnosům z některého majetku.
- Nadbytečné obsazení nemovitostí některými podnikovými středisky.

Hlavní možnosti řešení jsou:
- Snaha o plnou obsazenost areálu (využít pomoc státu, investiční pobídky, dotace).
- Prodat nebo zbavit se nevyužívaného, neoperativního majetku.
- Analyzovat přiměřenost objemu dlouhodobého majetku využívaného pro vnitřní potřebu jednotlivých středisek.
- Opravy a modernizace dlouhodobého majetku provádět pouze u majetku s perspektivou budoucích tržeb a tvorby hodnoty.
- Evidovat DM dle středisek (v souladu s cílem vykazovat NOA střediska).

Investiční rozhodování

Tato oblast úzce souvisí s problematikou využití majetku. Jedním z hlavním nedostatků zkoumaného podniku s vlivem na tvorbu EVA je dosavadní minimální investiční činnost do nových projektů, zejména projektů orientovaných mimo průmyslový areál podniku. Podnik ve sledovaném období prováděl pouze investice do stávajícího majetku za účelem jeho regenerace a údržby. V minulosti nebyly vyjma koupě ČOV realizovány další významné investiční projekty. Hlavním důvodem byla orientace na stávající průmyslový areál a vlastněný majetek. Vzhledem k velkému objemu majetku a jeho nízké výkonnosti, je údržba svěřeného majetku pro podnik finančně náročná.

Výjimkou je poskytování finančního leasingu. Tato činnost je od roku 2000 výrazně na vzestupu a podnik dosahuje vysoké rentability investovaných prostředků. Investiční rozhodování při poskytování leasingu se řídí zásadami dosažení stanovené výše rentability investovaných prostředků a přiměřeného zajištění. Mimo zástavy v podobě pronajímaného předmětu, využívá podnik vlastní směnky nájemců s osobními avaly a u větších projektů také zástavy nemovitostí. Schvalování leasingových smluv se děje až po analýze bonity klienta. Podmínky smluv jsou stanoveny analogií s anuitním splátkovým kalendářem při požadované výnosnosti.

Investiční činnost podniku má zásadní a přímý vliv na budoucí prosperitu, je zdrojem konkurenční výhody a tím přispívá ke zvyšování hodnoty podniku. Špatná investiční rozhodnutí však mohou mít pro podnik fatální následky. Při veškerých investičních rozhodnutích musí být brán zřetel na tvorbu EVA a to nejen u nových investičních projektů, ale i u investic regeneračních. Pokud investice nepřinese nárůst EVA v budoucnu, nemá ekonomický smysl a vlastníci ztrácejí. Využití ukazatele EVA však může někdy vést ke snaze o minimalizaci investic, protože růst investovaného kapitálu snižuje okamžitou hodnotu EVA. Stejně tak i základní ukazatele rentability a měřítka jako EBIT nebo NOPAT mohou vést k poddimenzování investic, jelikož investice přinášejí v počátečním období více nákladů než výnosů, včetně vysokých odpisů. Je důležité orientovat se na hodnotu dlouhodobé budoucí tvorby EVA nebo využít ukazatele NPV.

V roce 2005 podnik zahájil několik nových investičních projektů – výstavba bytového domu, vybudování bowlingového centra, výstavba technologie komplexního zpracování biologicky rozložitelných odpadů. Při hodnocení očekávané efektivnosti těchto projektů byly z finančních nástrojů využity především ukazatele NPV, IRR, bodu zvratu a doby návratnosti.

Hlavní nedostatky v investičním rozhodování jsou:

- Přílišná orientace investic do údržby vlastněného DM.

- Minimální investice do nových projektů v minulosti.
- Nevyužívání ukazatele EVA, NPV a nefinančních měřítek při hodnocení efektivnosti investičních projektů v minulosti.
- Financování pouze z vlastních zdrojů.
- Nevyužívání investičního potenciálu podniku.

Možná opatření ke zlepšení situace:
- Hodnotit investice podle dlouhodobé tvorby EVA a NPV.
- Investovat do stávajícího majetku za předpokladu příspěvku k tvorbě EVA.
- Vyjma finančního hodnocení projektů využívat i nefinanční měřítka (BSC).
- Využívat investiční potenciál jež podnik má (zkušený team odborníků, finanční stabilita, minimální zadlužení).
- Investovat i mimo průmyslový areál.

Řízení ČPK

V této oblasti podnik vykazuje v průběhu sledovaného období největší aktivity a zlepšení s vlivem na tvorbu EVA. Čistý pracovní kapitál tvoří zásoby, pohledávky a KFM snížené o krátkodobé závazky. Vzhledem k tomu, že podnik nemá vlastní výrobní činnost, jsou jeho zásoby na zcela minimální úrovni. KFM tvoří pouze peněžní prostředky. Podnik nemá problémy s likviditou a na svých účtech udržuje peněžní rezervu. Z pohledu konverze na NOA byla část peněz odečtena jako nadbytečná podle doporučované hodnoty okamžité likvidity. Z pohledu operativního řízení musí podnik disponovat určitou finanční rezervou nutnou pro činnost finančního leasingu, aby nebyl nucen odmítat bonitní klienty.

Vzhledem k vysoké likviditě nemá podnik problémy se splatností svých závazků a jejich výše je vzhledem k hodnotě majetku zanedbatelná. Podnik nemá žádné závazky po splatnosti. Jak je zřejmé z analýzy EVA právě snižování krátkodobých závazků jako bezúročného zdroje kapitálu negativně ovlivňovalo hodnotu EVA. Teoreticky by tedy zhoršení platební morálky podniku přispělo k vyšší EVA. Zde je však nutno brát zřetel na další hrozby a rizika spojené s růstem krátkodobých závazků podniku jako jsou náklady finanční tísně, zhoršení dodavatelských vztahů a vyjednávací pozice, snížení bonity podniku, růst rizika a nákladů kapitálu atd.

Nejpodstatnější složkou ČPK zkoumaného podniku jsou pohledávky. Právě na oblast pohledávek se v minulosti management zaměřil nejintenzivněji. Podnik evidoval vysoký objem pohledávek po splatnosti, který mu způsoboval druhotnou platební neschopnost a přivedl jej téměř k bankrotu. Nový management zahájil intenzívní práci s pohledávkami a provázal změny jejich hodnoty na systém odměňování. Podnik měsíčně vyhodnocuje objem

pohledávek po splatnosti za každé středisko a prostřednictvím vnitropodnikových OP má objem pohledávek dopad do VH střediska. V důsledku těchto opatření se podařilo objem pohledávek razantně snížit a v posledních letech se drží na konstantní úrovni.

Stěžejním problémem pohledávek je opět silná orientace na průmyslový areál, ve kterém je část významných odběratelů z průmyslových oblastí, kteří se vyznačují značnými podnikatelskými problémy. Vzhledem k neustálým problémům se špatnou platební morálkou některých významných odběratelů a vzhledem k vysoké závislosti podniku na těchto odběratelích se tyto problémy přenáší také na podnik. Díky vysoké hodnotě provozního CF zatím podnik podstupuje bezúročné obchodní úvěrování těchto odběratelů bez významných problémů s vlastní likviditou. Pohledávky z obchodního styku tak nezpůsobují problémy s likviditou, ale mají negativní vliv na tvorbu EVA. Jsou totiž součástí NOA, která nepřispívá k tvorbě NOPAT, a finanční prostředky v nich vázané by mohly být investovány jinak.

Hlavní nedostatky řízení ČPK s vlivem na EVA:
- Vysoké pohledávky z obchodního styku.
- Nesoulad mezi průměrnou dobou splatnosti závazků a pohledávek.
- Nevyužívání bezúplatného CK.

Doporučení pro řízení ČPK
- Stanovit si cílovou hodnotu a strukturu ČPK.
- Zkrátit dobu splatnosti pohledávek (důsledné vymáhání, sankce, pobídky).
- Plánování CF, sestavování platebních kalendářů.
- Zvážit možnost využívání skont nebo faktoringu.
- Objem pohledávek samostatně provázat se systémem odměňování.
- Prodloužení doby splatnosti krátkodobých závazků (jednání s dodavateli).
- Růst investic volných finančních prostředků (finanční leasing).
- Nahradit finanční rezervu kontokorentním úvěrem.

Finanční politika podniku

Hodnota nákladů kapitálu podniku se po celé sledované období snižuje, což je pozitivní jev. Vzhledem k neexistenci úplatného CK v posledních letech je hodnota WACC určena hodnotou nákladů VK. Podnik nesleduje náklady VK, nevyužívá je ve finančním rozhodování ani jejich hodnotu neřídí.

Hodnota WACC je vzhledem k výhradnímu financování dražším VK vysoká a podnik by měl svoji finanční politiku zaměřit na snížení WACC a tedy i změnu kapitálové struktury. Náklady VK jsou určeny bezrizikovou mírou,

kterou podnik nemůže nijak ovlivnit, a rizikovou přirážkou. Jednou z cest snížení nákladů kapitálu je snížení přirážky za riziko, resp. snižování nesystematického podnikového rizika (podnikatelské riziko, finanční riziko). Další možností je optimalizace kapitálové struktury ve pospěch financování levnějším CK.

Podnik by měl přizpůsobit svoji kapitálovou strukturu struktuře majetku. Tedy DM financovat dlouhodobým kapitálem, přičemž VK by měl krýt pouze DM typický pro hlavní činnost podniku. OA by měla být kryta krátkodobými cizími zdroji a částečně i dlouhodobými zdroji v závislosti na přístupu managementu k financování (neutrální, konzervativní, agresivní). Cílem optimální kapitálové struktury je minimalizace WACC. Jakmile je určena optimální kapitáloví struktura je nutné, aby podnik tomuto cíli přizpůsobil svoji finanční politiku.

Jednou z možností podniku by bylo snížení hodnoty základního kapitálu (ZK). Podnik má však akcie obchodovány na BCPP, a.s. a více jak 14.000 drobných akcionářů. Snížení ZK je tak vysoce nákladné a komplikované. Další z možností je zvyšování podílu CK, což znamená investiční akce a projekty financovat především cizími zdroji a volné peněžní prostředky využít například k nákupu vlastních akcií s cílem snížit v budoucnu ZK nebo je vyplácet vlastníkům ve formě dividend. S ohledem na stávající legislativu a vysokou neuhrazenou ztrátu z minulých let to ale zatím není možné.

Stávající zdroje financování podniku plynou především z provozních peněžních toků (zisk, odpisy, prodej DM, snižování pohledávek). Podnik nevyužívá CK vyjma minimálního objemu krátkodobých závazků. Jako nejvhodnější způsob zvýšení podílu CK se jeví využití krátkodobých a dlouhodobých úvěrů. Podnik má vysoký potenciál v možnosti čerpání úvěrů, protože má nulové zadlužení, značný nezastavený nemovitý majetek, stabilní vývoj hospodaření a historii. Možnost je i v růstu krátkodobých závazků a faktoringu pohledávek. Dluhopisy a leasing jako poměrně drahé a komplikované zdroje financování a nejsou z hlediska stávající situace podniku vhodné.

Hlavní negativa finanční politiky podniku s vlivem na EVA jsou:

- Nevyužívání WACC jako měřítka.
- Značné překapitalizování podniku.
- Vysoký podíl drahého VK a minimální využívání CK.
- Vysoká přirážka za riziko.
- Podnik nemá stanovenu optimální kapitálovou strukturu.
- Podnik nemá finanční politiku směřující k optimální kapitálové struktuře a minimalizaci WACCC.

Hlavní doporučení pro finanční politiku podniku

- Průběžně sledovat a řídit hodnotu WACC.
- Využívat WACC jako základní diskontní míru.
- Stanovit si optimální kapitálovou strukturu.
- Finanční politiku směřovat k dosažení optimální kapitálové struktury a minimalizaci WACC.
- Využívat bankovní úvěry k financování investičních akcí.
- Využívat kontokorentní úvěr jako finanční rezervu.
- Vlastní volné zdroje použít k nákupu vlastních akcií s cílem snižování ZK.

Informační systém

Podnik využívá komplexní účetní software ABRA GOLD (dále jen USAG) a běžné aplikace MS Office. Všichni kompetentní pracovníci mají osobní PC, který má on-line připojení na účetní software a k internetu. Značná část komunikace se děje prostřednictvím e-mailové pošty. Podnik má vnitřní telefonní síť a většina zaměstnanců využívá podnikový mobilní telefon. Veškerá komunikace s peněžním ústavem se děje prostřednictvím internetového bankovnictví. USAG umožňuje elektronickou evidenci podvojného účetnictví, oddělené analytické evidence zásob, pohledávek, závazků, majetku a leasingových smluv. USAG umožňuje přístup k libovolně definovatelným výstupům (přehled nákladů, výnosů, vnitropodnikových položek, finančních ukazatelů, přehledy majetku, pohledávek, závazků atd.) Program je značně flexibilní a umožňuje kompetentním pracovníkům vytvářet definice výstupních sestav podle potřeby. Některé činnosti podniku (distribuce energetických médií, čištění odpadních vod, evidence nájemného a evidence mezd) využívají samostatný software a informace z těchto oddělených aplikací jsou jednou měsíčně exportovány do USAG. Všichni vedoucí pracovníci umí s tímto programem uživatelsky pracovat tak, aby si kdykoliv mohli získat veškeré potřebné informace. Program umožňuje za každé samostatné hospodářské středisko získávat relevantní informace. V současné době slouží program i pro sledování a vyhodnocování běžného a vnitropodnikového VH středisek za každý měsíc a umožňuje sledování plnění finančního plánu.

Tento účetní software je možné po úpravách společně s vytvořenou aplikací SATE využít také k vykazování hodnoty NOA, NOPAT, WACC a EVA a to za každé samostatné středisko. Zatím tedy není nutné investovat do nového informačního systému. Zavedení informačního systému umožňujícího sledování a vyhodnocování hodnoty EVA, stejně jako jeho provázání se systémem odměňování neznamená pro podnik problém nebo dodatečné náklady.

Shrnutí k informačnímu systému podniku

- Podnik má fungující informační systém a kompetentní pracovníci umí s tímto systémem pracovat.
- V podniku je zavedeno řízení podle finančního plánu, přičemž program USAG poskytuje kompetentním pracovníkům podklady pro hodnocení dosažených měsíčních výsledků.
- USAG je vhodným nástrojem pro průběžné měsíční sledování tvorby EVA za každé samostatné středisko (odbor).
- Definice potřebných výpočtů, přehledů a výstupních sestav zvládne podnik interně prostřednictvím vlastního správce IT.
- Zaškolení kompetentních pracovníků, jak získávat informace o tvorbě EVA ze stávajícího USAG neznamená větší překážku nebo náklady.
- Program umožňuje snadné propojení s aplikací MS Excel, která dokáže zpracovat data k hlubším a složitějším analýzám tvorby EVA.

Strategické a operativní řízení podniku

Podnik má definovánu strategii, která stanovuje základní, dlouhodobé cíle pro všechny hlavní činnosti podniku. Jednou ročně se vyhodnocuje plnění stanovených cílů, strategie se aktualizuje, upravuje a doplňuje. Strategii zpracovává vrcholový management podniku a vychází z návrhů vedoucích zaměstnanců podniku a z požadavků představenstva podniku. Strategie není přímo provázána s operativním řízením podniku. Plnění strategie je kontrolováno spíše formálně a stejně probíhají její aktualizace a úpravy. Strategie je formulována obecně a nemá jasně formulované cílové stavy, měřítka a hybatele. Plnění strategických cílů není provázáno na systém odměňování zaměstnanců. Podnik nevyužívá koncepci BSC.

Operativní finanční řízení podniku se děje prostřednictví ročního finančního plánu. Po účetní uzávěrce daného měsíce je za všechny střediska a odbory controllingovým oddělením vyhodnoceno plnění měsíčního finančního plánu a jsou zjišťovány odchylky. Plnění plánu je systémem výkonnostních prémií a ročních cílových odměn provázáno na odměňování zaměstnanců. V podniku se stanovuje také plán hlavních investic a oprav jednak jako podklad pro tvorbu finančního plánu a také jako podklad pro řízení cash flow podniku.

Vyhodnocování plnění finančního plánu, stavu pohledávek a další podnikové záležitosti se projednávají na pravidelných měsíčních poradách vrcholového a středního managementu podniku. Stávající systém řízení využívá jako hlavní měřítko - účetní zisk.

Podnik pravidelně nesleduje ani nevyhodnocuje ukazatele finanční analýzy ani tvorbu EVA. Hodnotová koncepce a měřítka nejsou ve finančním řízení podniku využívána a přetrvává orientace na tradiční účetní ukazatele. Značná část rozhodnutí je přijímána vrcholovým managementem podniku na základě osobních zkušeností a intuice.

Základní charakteristiky strategického a operativního řízení podniku

- Strategie nemá jasně definované vize, cíle a způsoby jejich dosažení, stejně jako měřítka a jejich vyhodnocování.
- Strategie je obecná a formální bez přímé vazby na operativní řízení.
- Operativní finanční řízení pracuje s účetní hodnotou zisku, jeho srovnání s plánem a s tradičními účetními ukazateli.
- Plnění finančního plánu je přímo provázáno se systémem odměňování.
- Podnik má komplexně zpracován systém vnitropodnikového účetnictví.
- Podnik je členěn na samostatná hospodářská střediska, u kterých sleduje a hodnotí měsíční výnosy, náklady a zisk.
- Podnik nesleduje základní hodnotové ukazatele (WACC, NOA, NOPAT, EVA) ani neřídí tvorbu hodnoty.

Z uvedených skutečností plynou pro podnik následující hlavní doporučení:

- Využití koncepce BSC s hlavním finančním měřítkem EVA k provázání strategie s operativním řízením.
- Plánování a sledování tvorby EVA za všechny hlavní podnikové odbory ve čtvrtletních nebo měsíčních cyklech.
- Provázání tvorby hodnoty se systémem odměňování.
- Využití ukazatele EVA a dalších hodnotovým měřítek v investičním a finančním rozhodování podniku.

5.6.9 Doporučení pro implementaci EVA v podniku

Na základě získaných teoretických poznatků, skutečností zjištěných výzkumem českých podniků, údajů finanční analýzy, konzultací s managementem podniku a získaných zkušeností lze doporučení pro implementaci hodnotového koncepce v zkoumaném podniku shrnout do hlavních bodů:

- Podnik po celé období netvoří kladnou hodnotu EVA a jeho vlastníci tak ztrácejí. Vývoj ukazatele EVA je však pozitivní a jeho hodnota ve sledovaném období roste. Vhodným nástrojem pro růst bohatství vlastníků je implementace hodnotové koncepce do řízení podniku.

- Podnik využívá k řízení systém samostatných hospodářských středisek a měsíčně sleduje a vyhodnocuje výkonnost dosažený VH, který srovnává s plánem. Tento systém funguje, je v podniku dobře zavedený, ale z pohledu řízení hodnoty je zastaralý a nedostatečný.
- Pro potřeby vykazování a sledování tvorby EVA lze využít stávajícího účetně-informačního systému, který po vhodných úpravách umožňuje rovněž sledování hodnoty NOPAT, NOA za každé samostatné středisko.
- Do systému řízení a hodnocení výkonnosti podniku musí být implementovány průměrné náklady kapitálu, aby bylo možné sledovat tvorbu EVA u jednotlivých středisek. Hodnotu WACC lze stanovit za podnik jako celek a čtvrtletně ji aktualizovat, přičemž v informačním systému je vhodné tuto hodnotu používat v daném období jako konstantu.
- Pro vykazování WACC, NOA, NOPAT a EVA lze využít v této DP prezentovaný způsob úprav účetních dat, který je srozumitelný, přehledný a snadno aplikovatelný (SATE).
- Ve stávající účetní evidenci podniku musí být zohledněn požadavek správného vykazování hodnoty EVA. Účetní evidence musí umožnit snadnou konverzi účetních dat. Pro vykazování EVA lze využít také stávající vnitropodnikové účetnictví. Majetek podniku musí být přiřazen těm jednotkám, které jej využívají ke své činnosti.
- Na některých střediscích a nižších úrovních řízení podniku bude vhodnější místo hodnoty EVA vykazovat a řídit konkrétní generátory hodnoty.
- Při hodnocení a schvalování investičních projektů musí být využíváno kritéria tvorby EVA a dosahování kladné NPV.
- Finanční politika podniku v souladu s tvorbou EVA musí preferovat využívání levnějšího CK. Jedním ze strategických cílů finanční politiky musí být dosažení optimální kapitálové struktury a minimalizace WACC.
- Do stávajícího systému odměňování zaměstnanců je nutné implementovat ukazatel EVA a generátory hodnoty. Nejvhodnější metodou odměňování vrcholového managementu je moderní bonusový model. Na nižších úrovních musí být odměny provázány s generátory hodnoty. Pro stanovení cílových hodnot, měřítek a hlavních hybatelů pro řízení výkonnosti a odměňování na všech úrovních podniku by měla být využita koncepce BSC s vrcholovým finančním cílem - dlouhodobá tvorba EVA.
- Jedenkrát ročně by měla být provedena finanční analýza tvorby EVA v podniku, identifikace generátorů hodnoty a analýza hlavních vlivů na změnu v hodnotě EVA. Tato analýza bude sloužit jako zpětná vazba pro případné aktualizace a změny v systému řízení.

5.6.10 Návrh Balanced Scorecard podniku

Strategické cíle podniku vychází ze strategie, která je definována pro celou podnikovou strukturu. V následujícím výčtu jsou uvedeny základní dlouhodobé cíle podniku. Činnosti podniku jsou značně diverzifikovány, a proto jsou jednotlivé dílčí cíle vypracovány s ohledem na jednotlivé podnikové útvary.

Strategické cíle podniku jsou:
1. Zvýšit hodnotu podniku (EVA).
2. Zvýšit objem tržeb.
3. Dosáhnout konkurenceschopné struktury nákladů.
4. Zvýšit NOPAT.
5. Optimalizovat strukturu DHM (NOA) a kapitálu.
6. Získávat nové zákazníky a udržet stávající.
7. Zvýšit investiční činnost.
8. Optimalizovat ČPK.

Podnik na svém posledním jednání schválil strategické cíle a úkoly, které předložil vedoucím zaměstnancům podniku, aby dále rozpracovali navrženou strategii. Na základě workshopu potom byly navrženy tyto dílčí cíle, které byly vytvořeny rozvinutím základních strategických cílů:

- vykazovat, plánovat a řídit EVA za každý odbor a čtvrtletí
- zvýšit tržby z pronájmu nemovitostí
- zvýšit tržby z prodeje energií
- zvýšit tržby z čištění odpadních vod
- zvýšit tržby z finančního leasingu
- zavést controlling pro sledování a řízení nákladů, zavést vnitropodnikový systém řízení nákladů - ABC
- snížit podíl výkonové spotřeby na tržbách
- provázat odměňování s ukazatelem EVA
- snížit ostatní a režijní náklady
- optimalizovat odpisovou politiku
- minimalizovat neoperativní náklady
- snížit neoperativní dlouhodobý majetek
- zvýšit využití budov
- využívat jako zdroj financování bankovní úvěry
- snížit hodnotu nákladů kapitálu (WACC)
- zvýšit počet zákazníků a segmentů trhu finančního leasingu
- zpracovávat odpady v rámci ČOV
- rozvíjet vlastní výrobní a obchodní aktivity
- snížit podíl ztracených zákazníků
- aktivněji pečovat o nejvýznamnější zákazníky

- zvýšit úspěšnost obchodních jednání
- zkrátit dobu odezvy na požadavek nebo stížnost zákazníka
- zrychlit zpracování leasingových smluv
- zvýšit objem prostředků investovaných prostřednictvím leasingu
- investovat do stávajícího majetku pouze při splnění kriteria tvorby EVA
- investovat do nových projektů mimo areál
- snížit rozdíl mezi průměrnou splatností závazků a pohledávek
- snížit objem krátkodobých pohledávek z obchodního styku
- snížit objem volných peněžních prostředků na bankovních účtech
- zvýšit produktivitu práce
- snížit objem přesčasů
- snížit prostoje a opravy zařízení
- snížit ztráty při rozvodu tepla
- zachovat a zlepšit organizaci údržby
- udržet klíčové zaměstnance
- motivovat zaměstnance
- udržet a propracovat vzdělávací systém
- podporovat kreativitu zaměstnanců

Výše uvedené cíle jsou v následující části zkompletovány a rozděleny do základních měřitelných perspektiv BSC.

Finanční perspektiva

Tabulka 74: Finanční perspektiva TOMA

Strategický cíl	Měřítko	Současný stav	Cílový stav
Zvýšit podnikovou hodnotu	EVA (tis. Kč)	- 20 962	0
Zvyšování tržeb	Tržby (tis. Kč)	301 387	330 000
Dosažení konkurenceschopné struktury nákladů	Snížení podílu výkonové spotřeby na celkových V (%)	41 %	38 %
	Snížení podílu osobních nákladů na celkových V (%)	17 %	16 %
	Snížení podílu odpisů a ostatních nákladů na celkových V (%)	32 %	29 %
Zvýšení NOPAT	NOPAT (tis. Kč)	23 039	42 000

Optimalizace majetku a kapitálu	Podíl úplatného CK v C (%)	0 %	11 %
	NOA (tis.Kč)	621 846	650 000
Snížit WACC	WACC (%)	7,12 %	6,50 %
Zvýšit objem investic	Celkové investice do DHM (tis.Kč)	107 444	140 000

Současný stav vychází z hodnot za uzavřený rok 2005 a cílový stav je plánován na konec roku 2007, ale bude záviset na rychlosti implementace hodnotové koncepce a BSC v podniku TOMA.

1. **Zvýšit podnikovou hodnotu** – základním cílem podniku je zvyšování podnikové hodnoty. Tento cíl je logicky nadřazen, protože se v něm odrážejí všechny ostatní podnikové cíle. Cíl je měřen prostřednictvím ukazatele EVA, který se ve sledovaném období pohyboval v záporných číslech. Hlavním finančním cílem podniku je nedosahovat zápornou hodnotu EVA, přičemž současná hodnota se pohybuje okolo –21 mil. Kč. Podnik toho chce dosáhnout především zvyšováním NOPAT, optimalizací NOA, zvýšením využití CK (70 mil.Kč investičních úvěrů) a snižováním WACC. Při splnění všech uvedených finančních cílů by podnik měl podle simulačního propočtu dosáhnout nulové nebo mírně kladné hodnoty EVA.

2. **Zvýšit tržby** – v současné době je pro podnik nejaktuálnější zvyšovat tržby několika způsoby. Podnik se zaměří na zvýšení tržeb z pronájmu nemovitostí, zejména zvýšením obsazenosti budov a také změnami ve výši nájemného spojenými se zkvalitněním doprovodných služeb. Tržby poplynou také z odprodejů nevyužívaných budov a pozemků. Další oblast, kde bude podnik usilovat o vyšší tržby, je prodej energií. Jedna z možností je prodávat energie i mimo areál a druhou je vhodná cenová politika spočívající v nastavení tarifního systému a optimálních cenových sazeb a pásem. Třetí oblastí, na kterou se podnik zaměří bude čištění odpadních vod. Zde je možnost ke zvýšení tržeb opět ve změně stávající cenové politiky, avšak s ohledem na regulační omezení v podobě věcně usměrňované ceny. Nárůst tržeb z provozu ČOV by měl být spojen rovněž se zahájením likvidace odpadů v tomto areálu. Poslední významnou oblastí pro zvyšování tržeb je činnost finančního leasingu. Zde se podnik zaměří jak na nové segmenty trhu (trh SK) tak i na oslovení stávajících klientů s cílem dosáhnout většího objemu investovaných peněz.

3. **Snížit náklady** – finanční analýzou byly zjištěny podíly hlavních složek nákladů, jejich vývoj a srovnání s odvětvím. Podnik má významné rozdíly oproti odvětví, které jsou dány jeho vysokou diverzifikací a specifičností. Podnik nebude schopen zásadně změnit strukturu nákladů, avšak jako cíl si

stanovil usilovat o snížením nákladů. Možnost jak snížit náklady odpisové je ve volbě vhodné odpisové politiky, která je koncipována v souladu s kriteriem tvorby EVA. Náklady výkonové spotřeby lze snížit usilováním o vyjednání lepších dodavatelský cen. V položkách osobních nákladů podnik hodlá provázáním systému odměňování na tvorbu EVA a tlakem na růst produktivity dosáhnout snížení podílu ON na výnosech. Implementace controllingu a procesního řízení nákladů (ABC) by měla přinést úspory také v položkách ostatních a režijních nákladů.

4. **Zvýšit NOPAT** – zvýšení provozního zisku je cíl, který je spojen s růstem tržeb a úsporou nákladů. Pakliže budou dodrženy cíle stanovené pro hodnoty tržeb a nákladů měl by podnik dosáhnout plánované výše NOPAT cca 42 mil.Kč.

5. **Optimalizace majetku a kapitálu** – podnik bude usilovat o maximální možné snížení neoperativního majetku. Především se bude jednat o odprodeje nevyužívaných budov a pozemků. Zvýšenou investiční činností, která bude financována investičními bankovními úvěry, pak hodlá dosáhnout celkového navýšení hodnoty NOA přinášející nárůst EVA a rovněž zvýšení podílu CK v celkových zdrojích.

6. **Snížit WACC** – podnik neočekává další pokles bezrizikové úrokové míry podle makroekonomické predikce MFČR by měla být v roce 2006 cca 3,9 a v roce 2007 4,5 % p.a. Cílem je dosáhnout snížení rizikové přirážky podniku. Zejména přirážky v souvislosti s nízkou rentabilitou jeho aktiv, což by mělo být dosaženo zvýšením tržeb a NOPAT a optimalizací NOA. Také nárůst zadlužení byl měl v podobě levnějšího CK přispět také k celkovému snížení nákladů kapitálu ze současné hodnoty 7,12 na 6,5 %.

7. **Zvýšit investice** – podnik v současné době připravuje nebo již zahájil realizaci několika investičních projektů jako je výstavba obchodního centra, výstavba bytového domu a projekt komplexního zpracování biologicky rozložitelných odpadů. Tyto projekty budou investičně náročné a budou z větší části financovány bankovními úvěry. Projekty byly přijaty za podmínek rentability, NPV a příspěvku k tvorbě EVA. Podnik hodlá také zvýšit objem finančních prostředků investovaných formou finančního leasingu. Část investic již byla realizována v roce 2005 a projevila se ve vysoké hodnotě realizovaných investic (107 mil.Kč).

Zákaznická perspektiva

Tabulka 75: Zákaznická perspektiva TOMA

Strategický cíl	Měřítko	Současný stav	Cílový stav
Snížení „ztracených“ zákazníků	% ztracených zákazníků ze stávajících	5 %	3 %
Získávání nových zákazníků	Objem tržeb nových zákazníků/tržby celkem (%)	4 %	6 %
Zkrácení odezvy na požadavky zákazníka	Doba odezvy na požadavek, stížnost (hodiny)	24	16
Zvýšit úspěšnost obchodních jednání	Nově získané zakázky za měsíc (nově získané zakázky/počet kontaktů ; v %)	60 %	75 %
Zrychlit zpracování leasingových smluv	Průměrná doba od oslovení podniku zákazníkem po předání předmětu leasingové smlouvy (počet prac. dnů)	8	5

1. **Snížení „ztracených“ zákazníků** – v současné době podnik ztrácí až 5 % svých zákazníků. Je to způsobeno tím, že zákazníci nejsou buď spokojeni s nabízenými službami, podmínkami nebo se sami zákazníci dostanou do existenčních problémů. Cílem je snížit tyto ztráty na 3 % z celkových zákazníků ročně. Podnik hodlá více spolupracovat se stávajícími zákazníky, zlepšit vzájemnou komunikaci a zpětnou vazbu. V případě existenčních problémů strategických odběratelů je připraven nabídnout pomoc v podobě splátkových kalendářů nebo odložených plateb.

2. **Získávání nových zákazníků** – tržby nových zákazníků tvoří přibližně 4 % z celkových tržeb podniku. Cílem podniku je zvýšit tyto tržby až na 6 % z celkových příjmů podniku. Podnik toho nechce dosáhnout tím, že zvýší ziskovou marži na jednoho zákazníka, ale chce se pokusit získat si více nových zákazníků. Toho dosáhne především zlepšením své image, rozšířením nabídky svých služeb, příznivou cenovou politikou (nový systém tarifů a sazeb za odběry energií) a také zlepšenou kvalitou. Důležitá bude také volba vhodné marketingové strategie činnosti finančního leasingu, kde se podnik chystá oslovit nové segmenty trhu. Získání nových zákazníků by mimo zvýšení kvality služeb a vhodné cenové politiky měla přinést rovněž realizace nových investičních projektů.

3. **Zkrácení odezvy na požadavky zákazníka** – snížení doby odezvy na zákaznický podnět by bylo pozitivním signálem. Cílem je přinutit a

motivovat zaměstnance k tomu, aby se systematicky a rychle zabývali podněty ze strany zákazníků. Neřešení těchto zákaznických podnětů může znamenat pro zákazníka impuls k tomu, aby o podniku šířil spíše negativní informace. V současné době je podnik připraven řešit požadavky, které se týkají stížností a připomínek do 3 pracovních dnů (tj. 24 pracovních hodin) od jejího zaznamenání. Cílem je zkrátit tuto dobu na pracovních 8 hodin (1den). Pro výpočet rychlosti řešení podnětu (požadavek, stížnost) můžeme použít vztah:

$$Us = \left(\frac{P_{S48}}{P_{SC}} \right) \times 100\% \qquad (5.30)$$

kde: Us = ukazatel rychlosti řešení stížnosti, P_{s48} = počet vyřešených stížností do 48 hodin od jejich první registrace, P_{sc} = počet celkem zaregistrovaných stížností ve stejném čase

4. **Zvýšit úspěšnost obchodních jednání** – každý měsíc vykazuje podnik cca 60 % úspěšnost svých obchodních jednání. Cílem podniku je dosáhnout toho, že tři ze čtyř obchodních jednání povedou k podepsání obchodní nebo jiné smlouvy. Bude nutné zavést kvalitní systém vzdělávání svých zaměstnanců pro vedení obchodních jednání. Podnik musí zvážit vytvoření pracovních pozic několika obchodních zástupců, kteří budou prodávat a nabízet služby podniku. Také bude potřeba vybudovat kvalitní systém odměňování těchto zástupců.

5. **Zpracování leasingových smluv** – poskytování finančního leasingu je specifická činnost. V této oblasti podnikání je na trhu v ČR velká konkurence a trh je poměrně nasycen. Při boji o zákazníka hrají roli všechny faktory. Podnik využívá jako konkurenční výhody především nízkou administrativní náročnost pro klienty, přijímání i méně bonitních klientů a rychlost zpracování leasingové smlouvy (cca 8 dní). V současné době se na trhu objevily další konkurenční podniky, které rovněž nabízí velmi rychlé vyřízení požadavku zákazníka. Aby podnik v konkurenci uspěl, musí usilovat o další zkrácení doby realizace, která začíná prvním kontaktem se zákazníkem a končí v případě schválení předáním předmětu leasingové smlouvy, až na dobu pracovního týdne (tj. 5 dní).

Perspektiva procesů

Tabulka 76: Perspektiva procesů TOMA

Strategický cíl	Měřítko	Současný stav	Cílový stav
Optimalizace řízení ČPK	Rozdíl mezi průměrnou dobou splatnosti pohledávek a závazků (počet dnů)	50	25
	Snížit průměrných stav volných peněž na bankovních účtech (tis.Kč)	25 000	10 000
	Snížit průměrnou hodnotu krátkodobých pohledávek (tis.Kč)	70 000	40 000
Intenzivní využití budov	Využití kapacity budov (obsazené budovy/celkem budov; %)	75 %	85 %
Zvýšit produktivitu práce	Tržby na zaměstnance (tis.Kč)	1 754	1 900
Snížit objem přesčasů	Průměrný počet hodin přesčasů na zaměstnance a měsíc	11	5
Snížit prostoje	Průměrný časový fond zařízení na čištění odpadních vod a kompresorů na výrobu stlačeného vzduchu (počet hodin denně)	22	23
Snížit opravy zařízení	Průměrný počet větších oprav technologických zařízení (počet oprav / rok)	0,3	0,2
Zachovat a zlepšit organizaci údržby	Průměrná doba odstranění poruch zařízení (hodiny)	8	6

1. **Optimalizace ČPK** – řízení složek ČPK ovlivňují především podnikové procesy. Při finanční analýze bylo zjištěno, že podnik významně dotuje své odběratele. Hlavním cílem je tedy zkrátit průměrnou dobu splatnosti pohledávek, případně prodloužit splatnost závazků tak, aby se časový rozdíl snížil alespoň na polovinu. Dalším cílem je snížení celkového

objemu krátkodobých pohledávek. V podniku to znamená pro všechny kompetentní zaměstnance větší důslednost při kontrole, správě a vymáhání neuhrazených pohledávek z obchodního styku. Dalším cílem při řízení ČPK je snížit objem volných peněz na účtech podniku, které nepřispívají k tvorbě hodnoty, což je úkol pro finanční útvar podniku.

2. **Intenzivní využití budov** – podnik vlastní velké množství nevyužitých budov, které představují především náklady spojené s údržbou. V současné době je efektivně využito cca 75 % budov. Cílem je nárůst o 10 % až na celkové využití (obsazenost budov) ve výši 85 %. Podnik musí nevyužité budovy prodat nebo zajistit nové investory, nájemce.

3. **Zvýšení produktivity práce** – podnik má nyní 171 zaměstnanců a průměrné roční tržby na zaměstnance jsou cca 1,7 mil.Kč. Jedním z projevů vyšší produktivity je zvýšení objemu tržeb na zaměstnance. Podnik si stanovil cíl v objemu ročních tržeb 1,9 mil.Kč na zaměstnance. Pokud dosáhne plánovaného navýšení celkových tržeb (viz. finanční perspektiva) při nezměněném počtu zaměstnanců, měl by být tento cíl splněn. V opačném případě je třeba hledat úspory v počtu zaměstnanců.

4. **Snížit objem přesčasů** – v současné době je průměrná hodnota přesčasů zaměstnanců v provozech cca 11 hodin měsíčně na jednoho zaměstnance. Přesčasová práce přináší podniku nadbytečné osobní náklady. V souladu s cílem snížit náklady je tedy i snaha o snížení přesčasové práce. Nabízí se několik způsobů, přičemž hlavním nástrojem zůstává především zlepšení organizace práce a čerpání náhradního volna. Cílem je snížit průměrnou hodnotu měsíčních přesčasů na jednoho zaměstnance na 5 hodin.

5. **Snížení prostojů výrobního zařízení** – tato oblast se týká především zařízení, které pracuje nepřetržitě a to je v podniku technologie čištění odpadních vod a zařízení „kompresorovny“, které produkuje stlačený vzduch. Snížit prostoje zařízení lze například zvýšením odolnosti proti vadám. Odolnost proti vadám představuje schopnost zachovat určitou úroveň výkonu při selhání. Jde o to, aby závady působily pouze anomálie či defekty, ale ne havárie. Je jasné, že stroje a zařízení nejsou bezporuchové. Je potřeba vychovávat zaměstnance schopné odstranit okamžité drobné vady nebo poruchy, které vzniknou při provozu. Odstraněním poruch vstupních zařízení také odstraníme nedostatky při výstupu. Pro sledování závažných poruch, které způsobí výpadky celého systému můžeme použít vztah:

$$X = 1 - \frac{A}{B} \tag{5.31}$$

kde: X= celková míra zamezených výpadků, A = počet výpadků zařízení, B = počet registrovaných poruch systému

6. **Snížení nutných oprav** – průměrná délka mezi většími opravami u technologického zařízení podniku je 3 roky. Cílem je dobu prodloužit až na 5 let. Menší četnost větších oprav přináší úsporu nákladů a prostojů. Jedním ze způsobů jak tohoto cíle dosáhnout je zavést systém preventivních kontrol a prohlídek, které mohou zjistit menší závady a odstranit je dříve než se z nich stanou závady velké. Metodou je tedy preventivní údržba. Je nutné zohlednit náklady této prevence, aby ve svém důsledky nepřevýšily nákladové úspory z pozitivních dopadů prevence.

7. **Zachovat a zlepšit organizaci údržby** – tento strategický cíl úzce souvisí s předchozím cílem. Podnik musí zavést systém preventivní údržby. Další nutností je sledovat rychlost odstranění závad na zařízení. V současné době je běžná závada nebo porucha odstraněna průměrně za 8 hodin. Zlepšení organizace údržby a zavedení preventivních kontrol by měly případné poruchy a závady vykazovat nižší nároky na opravy a průměrná doba opravy by se měla zkrátit v průměru o čtvrtinu tj. na 6 hodin.

Perspektiva potenciálů (učení a růstu)

Tabulka 77: Perspektiva potenciálů TOMA

Strategický cíl	Měřítko	Současný stav	Cílový stav
Udržet klíčové zaměstnance	Počet klíčových zaměstnanců, kteří opustili podnik/celkový počet klíčových zaměstnanců (%)	15 %	10 %
Podporovat kreativitu zaměstnanců	Průměrný počet návrhů 1 zaměstnance za 1 rok	2	4
Propracovat vzdělávací systém	Počet školení na 1 zaměstnance	2 x ročně	4 x ročně
Schopnost inovace	Podíl nákladů na výzkum a vývoj na celkových tržbách podniku (%)	0,3 %	1 %

1. **Udržet klíčové zaměstnance** – udržení klíčových zaměstnanců je základem úspěšnosti podniku. Dobrý podnik, který si své zaměstnance

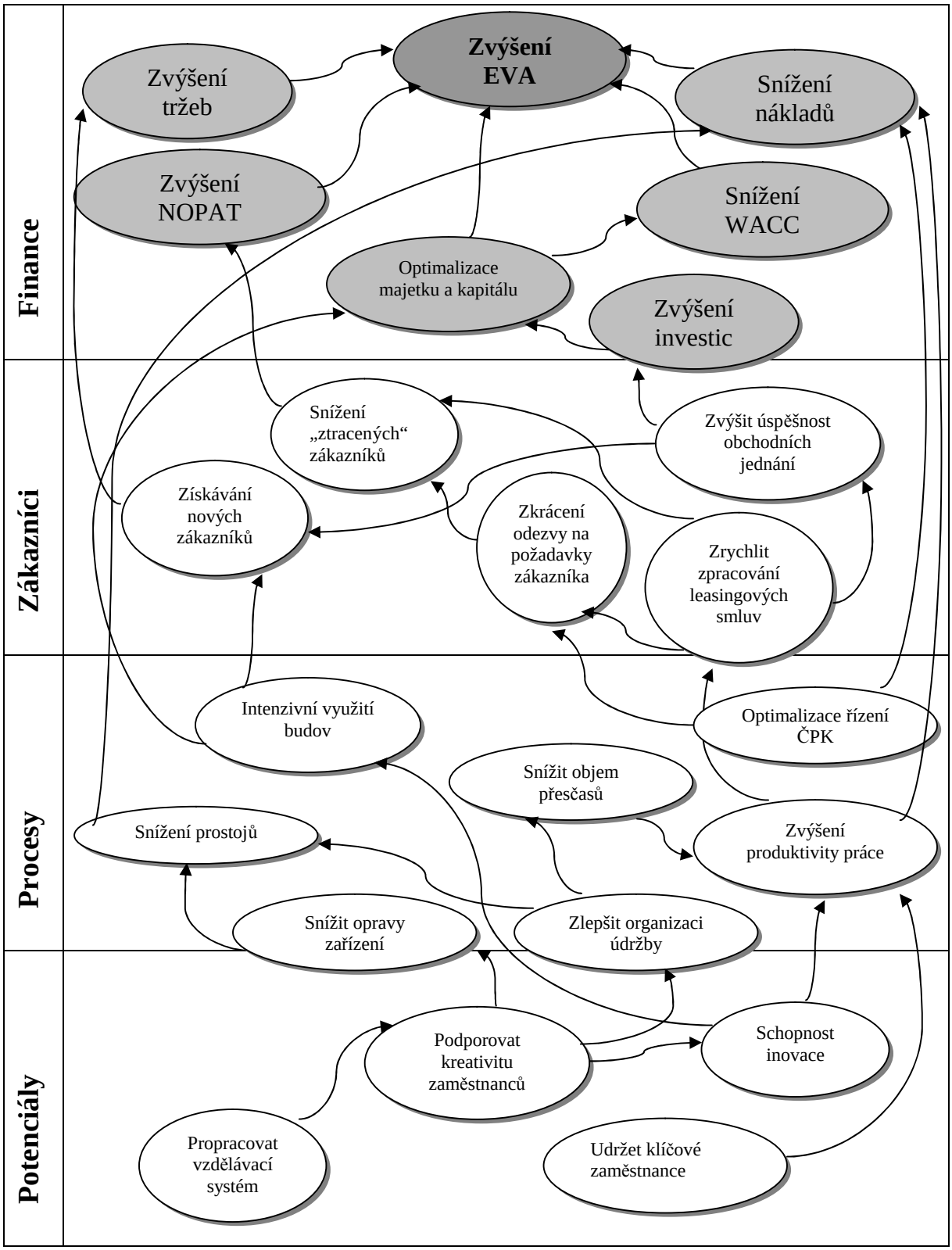
vychová, si je musí také udržet. Za prvé tedy bude důležité definovat tyto klíčové zaměstnance a za druhé nabídnout jim výhodné platové podmínky a další pobídky jako je možnost učení se, profesního růstu apod. Vhodný systém odměňování a bonusů provázaný na výkonnostní měřítka je důležitým nástrojem motivace klíčových zaměstnanců.

2. **Podporovat kreativitu zaměstnanců** – zvyšování kreativity vede ke zlepšení výrobního procesu nebo také ke zlepšení pracovního prostředí. Podpora kreativity může být uskutečňována např. týmovou prací, brainstormingem, brainwrittingem apod.

3. **Propracovat vzdělávací systém** – propracovat vzdělávací systém umožní podniku výchovu svých vlastních odborníků, o kterých bude podnikové vedení vědět, že svoji práci zvládají. Podnik tak mimo bonusový systém investuje do svých zaměstnanců, jejich znalostí a kvalifikace. Tyto investice, pakliže si kvalifikované zaměstnance dokáže udržet a zamezit jejich odchodu, se mu v budoucnu mnohonásobně vrátí. V dnešní době, která bývá spojována s přívlastkem informační, to platí o to víc.

4. **Schopnost inovace** – schopnost inovovat představuje v současné době jeden ze zdrojů konkurenční výhody. Prioritou je především zvýšení výdajů na výzkum a vývoj v oblasti úpravy vod a nových zdrojů energie. Podnik v současné době investuje malé prostředky na výzkum a vývoj. V souvislosti s očekávaným ekonomickým úspěchem realizace projektu komplexního zpracování biologických odpadů, kde podnik uplatňuje vlastní výsledky výzkumu a vývoje, hodlá podnik v budoucnu investovat do vývoje a výzkumu větší finanční prostředky než tomu bylo dosud.

Zobrazení vztahů příčin a následků



Obrázek 18: Strategická mapa TOMA

Strategická mapa zachycuje hlavní kauzální vztahy mezi perspektivami a cíly, které mají být dosaženy. V podniku, který je velmi složitým systémem, existuje mnoho dalších vazeb a vztahů, které uvedená strategická mapa nezachycuje. Podrobná strategická mapa se všemi vztahy a vazbami včetně vyjádření jejich intenzity, významnosti a chronologie může být pro podnik předmětem dalšího zpracování. Při implementaci BSC je důležité zohlednit co možná nejvíce podnikových specifik a známých vazeb, aby koncepce BSC byla podniku tzv. *„ušita na míru*“. Neexistuje jedna univerzální koncepce BSC, jsou pouze obecnější doporučení a návody, jak správnou BSC sestavit.

Celá strategie podniku je postavena především na zvýšení ukazatele EVA. Na jeho zvýšení má vliv:

- zvýšení tržeb
- snížení nákladů
- zvýšení NOPAT
- snížení WACC
- optimalizace NOA a C
- nárůst investic

Ze strategické mapy a předchozí FA jsou zřejmé například tyto vazby:

Zlepšením vzdělávacího systému dojde k posílení kreativity zaměstnanců Ü
Ü kreativita se může projevit ve zvýšení inovační aktivity zaměstnanců Ü
Ü inovace se mohou projevit v nových možnostech využití stávajících budov Ü
Ü inovované budovy budou obsazeny novými zákazníky Ü
Ü noví zákazníci přinesou další tržby Ü
Ü nárůst tržeb má kladný vliv na celkovou hodnotu EVA.

Zde je zřejmé, jak mohou cíle v perspektivě potenciálů přes perspektivy procesů a zákazníků mít vliv až hlavní finanční cíl tvorbu EVA. Všechny cíle stanovené koncepcí BSC mají jako hlavní a konečný cíl zvýšení hodnoty podniku a nárůst tvorby EVA. Při větším množství strategických cílů v jednotlivých perspektivách a množství měřítek těchto cílů existuje mnoho vzájemných vazeb. Protože nemusí být všechny tyto vazby a vztahy ihned čitelné ze strategické mapy doporučuje se zpracovat jednoduchou matici, která zachycuje existenci vzájemných vazeb mezi jednotlivými strategickými cíly všech perspektiv a měřítky, kterými se dosažení cílů sleduje.

Strategické cíle	Měřítka	EVA	Tržby	NOPAT	Náklady	NOA	WACC	kapitál	Investice	Zákazníci	Požadavky, stížnosti	Tržby z nových zákazníků	Doba zpracování leasingových smluv	Doba splatnosti pohl. a závazků	Objem peněžních prostředků	Objem pohledávek	Kapacity budov	Tržby na zaměstnance	Počet přesčasových hodin	časový fond stroje	Počet oprav	Délka odstranění poruch	Klíčoví zaměstnanci	Počet nových návrhů	Počet školení	Náklady na výzkum a vývoj
Zvýšit podnikovou hodnotu		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Zvýšit tržby		x	x	x					x	x		x					x	x						x		
Zvýšit NOPAT		x		x	x				x				x				x		x	x	x	x	x	x		
Optimalizovat majetek a kapitál		x			x	x	x	x	x					x	x	x	x									
Zvýšit investice		x	x			x			x	x		x			x											x
Snížit WACC		x					x	x																		
Snížit náklady		x		x	x														x	x	x	x	x	x		
Získávat nové zákazníky		x	x	x					x	x	x	x	x				x							x		
Snížit "ztracené" zákazníky		x	x	x					x	x	x		x							x		x				
Zkrátit dobu odezvy na požadavky zákazníka		x			x					x	x		x											x		
Zrychlit zpracování leasingových smluv		x								x		x	x											x		
Zvýšit úspěšnost obchodních jednání		x								x		x	x													
Snížit prostoje		x			x															x	x	x		x		
Intenzivně využívat budovy		x	x	x	x	x			x			x					x									
Snížit opravy zařízení		x			x															x	x	x		x		
Snížit objem přesčasů		x			x														x					x		
Zlepšit organizaci údržby		x			x														x	x	x	x		x	x	
Zvýšit produktivitu práce		x	x	x									x					x	x				x	x	x	
Optimalizovat řízení ČPK		x		x	x	x								x	x	x										
Propracovat vzdělávací systém		x																					x	x	x	
Podporovat kreativitu zaměstnanců		x			x	x			x		x		x						x				x	x		
Schopnost inovace		x	x	x		x			x		x		x				x		x			x	x	x		x
Udržet klíčové zaměstnance		x	x	x	x								x					x					x			

Obrázek 19: Vazby mezi cíli a měřítky TOMA

V obrázku jsou znázorněny veškeré vztahy mezi strategickými cíly a zvolenými měřítky. Jak z tabulky vyplývá, je základní strategický cíl v podobě růstu podnikové hodnoty – růst EVA, ovlivňován všemi dílčími cíli.

Někdy se může stát, že koncept BSC zdánlivě nefunguje pro množství různorodých a odlišných měřítek. Hlavní příčinnou je většinou skutečnost, že

vedení podniku zapomnělo na to, že celý koncept má jediný hlavní cíl – **tvorbu EVA**, kterému musí být všechny ostatní dílčí cíle podřízeny. Může totiž docházet ke stavům, kdy jsou preferovány cíle snázeji dosažitelné (např. výše tržeb), ačkoliv dosažení těchto cílů za každou cenu nemusí přispívat k naplnění hlavního cíle nebo dokonce může mít opačný efekt. Například jsou realizovány projekty, které přinášejí vysoké tržby, ale vzhledem k nutným investicím a nákladům nepřinášejí nárůst hodnoty EVA nebo naopak ve svém důsledku vykazují záporný vliv na hodnotu EVA. Pakliže je systém nastaven tak, že tuto skutečnost nezohlední a odmění manažery jen podle absolutního nárůstu tržeb, musí dojít ke korekci, třeba vhodnou úpravou systému odměňování.

Někdy bývá vhodné přiřadit jednotlivým strategickým cílům míru významnosti, která navazuje na systém odměňování. Na celopodnikové úrovni jsou nejdůležitější finanční strategické cíle. V případě analyzovaného podniku je to tvorba EVA. Na nižších úrovních se však nedoporučuje provázat odměňování přímo na hodnotu EVA. Jednak někdy není možné na nižších úrovních EVA spočítat a pak také odměňovaní zaměstnanci nemusí mít možnost ze své pozice ovlivňovat všechny faktory, které mají na tvorbu EVA vliv. Na nižších úrovních bývá systém odměňování provázán na dílčí faktory, které hodnotu EVA ovlivňují (generátory hodnoty). Kriteriem významnosti jednotlivých faktorů je míra jejich vlivu na hodnotu EVA.

Časový harmonogram implementace BSC

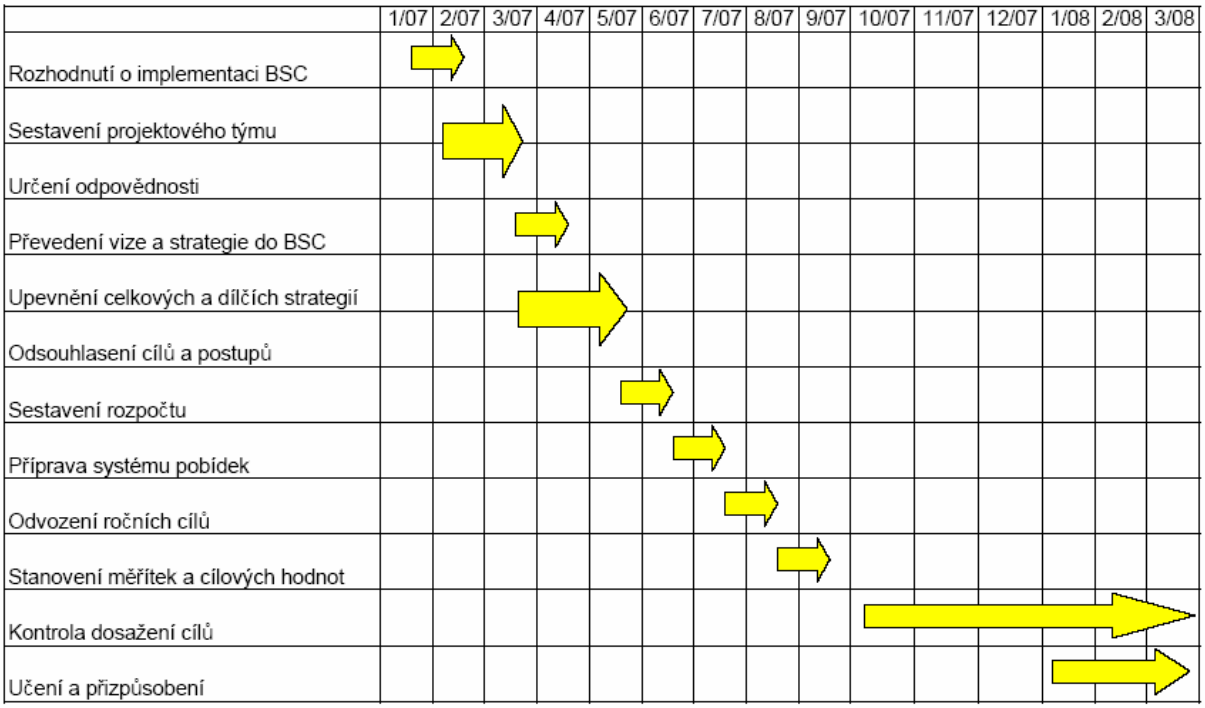
Základem projektu implementace BSC v podniku je vytvoření projektového týmu. Projektový tým se musí skládat z nejvyšších představitelů podniku, kteří jsou obeznámeni se strategií podniku. V podniku bude projektový tým tvořen generálním ředitelem a vedoucími jednotlivých odborů. Vzhledem ke značné odlišnosti podnikových činností lze očekávat, že bude docházet ke střetům jednotlivých návrhů.

Harmonogram implementace BSC lze rozdělit do těchto kroků.

1. Sestavení projektového týmu.
2. Stanovení vize podniku na základě požadavků a očekávání vlastníků.
3. Tvorba strategie vrcholovým managementem.
4. Projednání a schválení strategických cílů a akčních plánů na nižších úrovních řízení.
5. Stanovení řetězce příčin a následků.
6. Stanovení měřítek a cílových hodnot pro oblasti sledované prostřednictvím BSC.
7. Zavedení BSC v podniku.

Obrázek 20: Postup při tvorbě BSC podniku

Při implementaci konceptu BSC do podnikového systému řízení je vhodné stanovit si časových harmonogram:



Obrázek 21: Časový harmonogram implementace BSC

Projekt implementace BSC v podniku je časově rozvržen na 9 měsíců. Implementace začne v lednu 2007 a plánovaný konec je devátý měsíc roku 2007. Poté by měla následovat kontrola dosažených cílů a zároveň by měl být nastartován proces učení. Tento jednoduchý harmonogram má za úkol sloužit

managementu, který bude celý projekt řídit. Součástí implementace je také sestavení rozpočtu plánovaných nákladů spojených s implementací BSC.

Aby bylo možné úspěšně implementovat systém BSC, bude zapotřebí zajistit podmínky, které umožní správnou a úspěšnou implementaci. V následujících bodech jsou stručně popsány faktory vedoucí k úspěšné implementaci BSC.

Integrace BSC do systému řízení

K propojení BSC s manažerskými systémy řízení bude zapotřebí:

- Integrace BSC do systému plánování.
- Integrace do systému lidských zdrojů.
- Integrace do systému reportingu.

Při integraci BSC do systému plánování bude nutné propojit strategické cíle, dlouhodobé záměry a rozpočty s cíly a plány operativními. Finanční a nefinanční ukazatele tak budou přímo vstupovat do operativního plánování, které tak bude více zaměřeno na strategické cíle.

Účinnost BSC roste s mírou vzájemné integrace se systémem vedení zaměstnanců. Je nutné odsouhlasit se zaměstnanci individuální cíle, čímž dojde ke zvýšení míry osobní angažovanosti. Je potřeba vytvořit systém, kdy každý zaměstnanec bude chápat individuální cíle jako něco, co přispívá k úspěchu celého podniku, a tedy i jeho. Procesu rozšíření BSC by mělo předcházet seznámení všech zaměstnanců s BSC, kteří by měli porozumět strategii dosažení strategických cílů. K tomu by podnik mohl využít vzdělávací programy. V první fázi realizace BSC je provedeno definování strategie, vytvořena BSC a vše schváleno. Podnikovým organizačním jednotkám, na které je podnik z hlediska tvorby hodnoty rozčleněn, jsou přiřazeny dílčí strategické cíle, stanoveny termíny splnění a je definováno provázání se systémem odměňování.

Oblast reportingu, bude muset podávat vedení podniku všechny potřebné informace týkající se všech prvků BSC. Tyto informace se shromáždí v elektronické podobě a budou k dispozici zaměstnancům podniku. Informace a zprávy vyplývající z BSC potom budou podkladem pro čtvrtletní diskuse nad dosavadním vývojem a dalším postupem při realizaci strategie.

Podpora BSC prostředky IT

Využití IT je významným podpůrným nástrojem při zavádění BSC. Specifické požadavky na softwarovou podporu pro BSC mohou být tyto:

- Uživatelský komfort.
- Schopnost síťového propojení.
- Dokumentace každého kroku projektu.
- Možnost simulace různých rozhodovacích situací.
- Rozdělování na dílčí submodely.
- Možnost simulací při změnách.
- Možnost strategické zpětné vazby.
- Průhlednost strategického rozpočtování.

Mezi softwarové nástroje podporující BSC se řadí např. Gentia Software, Arcplan – inSight, SAS, QPR – QPR Scorecard. Podnik využívá účetní software ABRA GOLD. Tento systém v kombinací s aplikacemi MS Office lze také využít při reportingu měřítek a strategických cílů BSC, stejně jako lze pomocí tohoto software sledovat samotnou tvorbu EVA za podnik i za jeho střediska. Je však nutné zvážit zda podnik rezignuje na komfort, rychlost a interaktivitu, které nabízí aplikace podporující BSC. To se doporučuje pouze v případě, že je možné a relativně jednoduché využít v stávající účetní software. V případě koncepce BSC je však vhodnější a efektivnější implementovat specializované softwarové produkty.

5.6.11 Návrh systému odměňování

Podnik TOMA, a.s. má zavedený systém organizačního členění s definovanou strukturou, hierarchií a kompetencemi. Podnik je rozčleněn do několika hlavních odborů podle druhů činností, které podnik vykonává. Tyto organizační jednotky, které podnik označuje jako odbory, lze z pohledu řízení EVA označit za tzv. SBU (Strategic Business Unit) jedná se o:

- SBU - Ekonomicko-správní
- SBU - Finanční leasing
- SBU - Správa majetku
- SBU - Ostraha
- SBU - Doprava
- SBU - Energie
- SBU - Čištění odpadních vod

Každá SBU má hlavního manažera a tvoří je několik dílčích oddělení, která jsou rozdělena podle činností v rámci SBU. Podnik je již několik let řízen podle ročního finančního plánu, který zachycuje výnosy a náklady za každé oddělení, včetně vnitropodnikových výnosů a nákladů. Každý měsíc je vyhodnocováno plnění plánovaného měsíčního výsledku hospodaření. Formou měsíčních, čtvrtletních a ročních bonusů je odměňováno plnění a případné překračování plánovaných výsledků. Stávající systém je zavedený a v podniku se v posledních letech osvědčil. Přesto má toto řízení podniku několik nedostatků:

- Řízení probíhá pouze podle jediného tradičního měřítka – účetního zisku.
- Účetní zisk nezobrazuje reálnou výkonnost SBU, potažmo celého podniku.
- Nejsou zohledněny náklady kapitálu.
- Systém odměňování je pozitivní – nejsou záporné bonusy.
- Podnik nesleduje ani nevyhodnocuje nefinanční strategická měřítka.
- Základem řízení jsou pouze krátkodobé roční finanční plány.
- Podnik systémově neřídí ani neplánuje hodnotu operativního majetku.

Při implementaci ukazatele EVA a koncepce BSC lze zachovat stávající organizační členění podniku, protože je v podniku zavedeno a funkční. Po určitou přechodnou dobu je vhodné zachovat stávající řízení podle finančního plánu. Souběžně s účetní hodnotou zisku však budou sledovány také další ukazatele a jejich plnění bude mít rovněž vazbu na odměňování zaměstnanců.

Pokud chce podnik provázat koncepci BSC se systémem odměňování, musí vyřešit několik otázek:

- Hodnotit splnění jen finančních nebo i nefinančních měřítek?
- Která měřítka vybrat?
- Dát přednost měřítkům jen v některé perspektivě?
- Mají být na plnění cílů navázány odměny pouze u vrcholového managementu nebo všech zaměstnanců?
- Mají být odměny navázány na výkon jednotlivce nebo týmu?

Provázání určitých konkrétních ukazatelů s organizačními jednotkami, frekvence jejich vyhodnocování a vazba na odměňování je plně na managementu podniku. Systém odměňování musí být přizpůsoben podnikovým charakteristikám a zvyklostem a nelze doporučit nějaký univerzální a obecně platný postup. Stejně jako u celé tvorby BSC je to záležitost vysoce individuální, která musí zohlednit podniková specifika, což nejlépe dokáží výkonní manažeři podniku.

Tato studie předkládá jednu z variant, kterou lze shrnout do následujících bodů:

- Podnik vyjde z navržených měřítek koncepce BSC s vrcholovým ukazatelem plánované hodnoty EVA.
- Nefinanční cíle BSC budou přiřazeny příslušným SBU, popř. konkrétním oddělením.
- Finanční cíle budou rozděleny mezi všechna SBU. Podkladem pro rozdělení mohou být parametry dosavadní výkonnosti jednotlivých SBU v konfrontaci s budoucími očekáváními managementu a vlastníků.
- Za každou SBU se bude čtvrtletně sledovat a vyhodnocovat tvorba EVA, která bude provázána na odměňování zaměstnanců SBU.
- Ostatní finanční měřítka budou průběžně sledována a vyhodnocována přičemž vazba na odměňování bude buď pouze prostřednictvím hodnoty EVA nebo samostatně.
- Plnění nefinančních měřítek bude sledováno individuálně, nejméně však 1x ročně.
- Budou vytvořena pravidla odměňování podle ukazatele EVA za každé SBU a individuálně podle ostatních nefinančních měřítek BSC.
- K vykazování finančních měřítek za SBU bude využit stávající účetní software po provedení potřebných úprav.
- Plnění některých měřítek bude provázáno s odměňováním týmů pracovníků (oddělení nebo SBU). Některá měřítka budou provázána pouze s odměňováním středního managementu - vedení SBU.
- Odměny budou stanoveny pevnými částkami, % hrubé mzdy a ve vztahu k hodnotě EVA pomocí moderního bonusového systému EVA tak, aby byly pro zaměstnance motivující a pro podnik ekonomicky efektivní.

Výpočet parametrů moderního bonusového systému EVA

V kapitole 5.4 byly odvozeny postupy a vztahy pro výpočet parametrů moderního bonusového systému založeného na EVA. Jejich aplikací na podnik dojdeme k následujícím výsledkům:

Tržní cena = 1.477.266 akcií x 400Kč/ks = 590.906 tis.Kč
WACC = 7,12 %
IC=NOA= 621.846 tis.Kč (k 31.12.2005)
EVA = -20.962 tis.Kč
NOPAT = 23.039 tis.Kč

SH budoucích EVA je:

$$\frac{\text{EVA}}{\text{WACC}} = \frac{-20.962}{0{,}0712} = -294.410 \text{ tis.Kč}$$

Použijeme vztah (5.12)

$$\text{FGV} = \text{Tržní cena} - \text{IC} - \frac{\text{EVA}}{\text{WACC}} = 590.906 - 621.846 + 294.410 = 263.470 \text{ tis.Kč}$$

Podnik má kladnou hodnotu růstových příležitostí FGV a trh tedy očekává růst EVA v budoucnu. Předpokládáme, že růst ΔEVA bude konstantní. Pak podle (5.22) vypočteme očekávanou ΔEVA:

$$\text{OZE} = \Delta\text{EVA} = (\text{WACC} \times \text{Tržní cena} - \text{NOPAT}) \times \left\{ \frac{\text{WACC}}{(1 + \text{WACC})} \right\}$$

$$\text{OZE} = \Delta\text{EVA} = (0{,}0712 \times 590.906 - 23.039) \times \left\{ \frac{0{,}0712}{(1 + 0{,}0712)} \right\} = 1.265 \text{ tis.Kč}$$

Dále musíme určit EVA Interval.

Konečný bod intervalu je:

$$\text{EVA}_k = \text{EVA}_0 + \text{OZE} = -20.962 + 1.265 = -19.697 \text{ tis.Kč}$$

Počátek intervalu vypočteme:

$$\text{EVA}_p = \text{EVA}_0 + \Delta\text{EVA}_p$$

přičemž podle vztahu (5.28):

$$\Delta\text{EVA}_p = -\left[\frac{(\text{Tržní cena} \times \text{WACC})}{\left\{ \frac{(1 + \text{WACC})}{\text{WACC}} \right\}} \right]$$

$$\Delta EVA_p = -\left[\frac{(590.906 \times 0{,}0712)}{\left\{\frac{(1+0{,}0712)}{0{,}0712}\right\}}\right] = -2.796 \text{ tis.Kč}$$

pak

EVA_p = -20.962 - 2.796 = -23.758 tis.Kč

EVA interval je:

< **- 23.758 tis.Kč; - 19.697 tis.Kč** > jeho velikost je **4.061 tis.Kč**

Cílový bonus =1/3 základního ročního platu = 250 tis.Kč

Obecně bývá doporučován cílový bonus až v hodnotě ročního základního platu manažera. Pro analyzovaný podnik je navržen cílový bonus nižší. Podnik bude v prvním roce procházet etapou poznávání a implementace hodnotového přístupu v řízení a odměňování a souběžně bude pokračovat ve stávajícím řízení podle účetní hodnoty zisku, na který se stále váže část odměn managementu. V dalších letech se plánuje, pakliže se koncept osvědčí, úplný přechod na hodnotovou koncepci a pak také dojde k navýšení bonusů provázaných na tvorbu EVA.

Podle vztahu (5.29) zjistíme hodnotu y %:

$$y\,\% = \left(\frac{\text{Cílový bonus}}{\text{VEI}}\right) \times 100\,\%$$

$$y\,\% = \left(\frac{250}{4.061}\right) \times 100\,\% = 6{,}15\%$$

Vztah pro podnik tedy vypadá:

Bonus = 250 tis.Kč + 6,15 % x (ΔEVA – 1.265 tis.Kč)

Hlavní cíl představeného podnikového konceptu BSC, byl stanoven v podobě dosažení EVA = 0 tzn. ΔEVA = + 20.962 tis.Kč. Je zřejmé, že vedení podniku si stanovilo cíl, který je vysoko nad očekáváním trhu. Jak ale ukázala simulace budoucího ekonomického výsledku, který by měl být dosažen při splnění všech dílčích cílů BSC, je tento cíl ambiciózní, ale reálný. Další skutečností, která

hovoří ve prospěch reálnosti stanoveného cíle BSC, je fakt, že v minulých letech již bylo meziročně dosaženo podobně vysokých změn EVA a přitom v té době nebyla v podniku tvorba EVA nijak řízena ani sledována.

Bonus při splnění cíle BSC (tzn. EVA=0) :

$$\text{Bonus} = 250 + 0{,}0615 \times (20.962 - 1.265) = 1.461 \text{ tis.Kč}$$

Pokud se podaří splnit ambiciózní plán v podobě nezáporné EVA obdrží zodpovídající manažer vysokou odměnu v podobě dvojnásobku ročního platu.

Možným zdrojem nepřesnosti při stanovení hodnot moderního EVA bonusového systému může být výše tržní ceny podniku, ze které se při propočtech vychází. Jak již bylo zmíněno, kapitálový trh ČR neplní dostatečně svoji funkci a tržní cena akcií podniku nemusí zobrazovat skutečnou hodnotu výkonnosti ani reálně očekávané změny. Aby byl model bonusového systému EVA přesnější, je v tomto případě vhodné stanovit hodnotu podniku také některými z doporučovaných metod oceňování podniku a místo tržní ceny vyjít potom třeba z váženého průměru oceňovacích hodnot podniku.

Stanovení tržní ceny podniku zjednodušenou výnosovou metodou

Pro použití výnosové metody oceňování podniku založené na EVA musíme stanovit hlavní položky určující výslednou částku. Hodnota podniku založená na EVA se skládá z:

- Hodnota NOA
- Hodnota neoperativních aktiv
- Současná hodnota budoucích EVA
- Cizí zdroje (odečítají se)

Pro analyzovaný podnik vyjdeme z těchto údajů:

1. Hodnota NOA je k 31.12.2005 celkem 621.846 tis.Kč
2. Hodnota neoperativních aktiv je 89.095+53.458+676.003 = 818.556 tis.Kč
3. Dále je třeba odečíst od NOA aktivovanou ztrátu z minulých let ve výši 150.649 tis.Kč, o kterou byla při konverzi navýšena hodnota NOA, avšak její hodnota při určení ceny podniku je nulová.
4. Současná hodnota budoucích EVA je – 20.962 / 0,0712 = - 294.410 tis.Kč
5. Pro zjednodušení nepředpokládáme v budoucnu změny v hodnotě EVA nebo WACC. Jako diskontní míra byla použita hodnota WACC za rok 2005 ve výši 7,12 % p.a.
6. Hodnota cizích zdrojů k 31.12.2005 je 35.081 tis.Kč

Pak:

Hodnota podniku = NOA + neoperativní aktiva – aktivovaná ztráta minulých let + SH budoucích EVA – CK = 621.846 + 818.556 – 150.649 – 294.410 – 35.081 = **960.262 tis.Kč**

Pomocí zjednodušeného propočtu hodnoty podniku výnosovou metodou založenou na EVA byla celková hodnota podniku stanovena na 960.262 tis.Kč. Vzhledem k tržní ceně 590.906 tis.Kč je to hodnota výrazně vyšší. Pokud bychom při stanovení moderního bonusového systému EVA vyšli z této hodnoty podniku, vypadal by vztah pro výpočet bonusu následovně

$$\text{Bonus} = 250 \text{ tis.Kč} + 3{,}31\ \% \times (\Delta\text{EVA} - 3.013 \text{ tis.Kč})$$

Je patrné, že tento vztah je pro manažery přísnější. Pro vyplacení cílového bonusu je třeba dosáhnout vyššího zlepšení hodnoty EVA. Také odměna z překročení očekávaného zlepšení EVA je nižší. Vlivem zvýšení ocenění podniku je bonusovým systémem od managementu požadováno vyšší zlepšení EVA a vzhledem k očekávaným vyšším absolutním hodnotám EVA je podíl na případném překročení OZE nižší.

Bude záležet na rozhodnutí vlastníků, pro kterou variantu se rozhodnou nebo zda zvolí jistý kompromis mezi oběma návrhy. Důležité je, aby byl bonus pro manažery dostatečně motivující a současně zohledňoval vlastníky očekávanou výnosnost.

Kompromisní návrh může vypadat následovně:

$$\text{Bonus} = 250 \text{ tis.Kč} + 4{,}5\ \% \times (\Delta\text{EVA} - 2.000 \text{ tis.Kč})$$

Odměňování na nižších úrovních řízení podniku

Výše uvedeným postupem byl pro analyzovaný podnik stanoven propočet ročního bonusu vrcholového managementu v závislosti na hodnotě dosažené EVA. V podniku však nestačí provázat hodnotu EVA pouze s odměnami vrcholového vedení, ačkoliv se tomu tak často děje, ale je vhodné nastavit vazby také na nižší úrovně řízení podniku.

Základem je možnost vykazovat EVA za každou samostatnou SBU s častější než roční frekvencí. Určení výše EVA musí být standardizováno a měl by je provádět nezávislý podnikový útvar. Způsob stanovení a vykazování hodnoty EVA za SBU nesmí být příliš komplikovaný a administrativně zatěžující.

Vhodné je vybrat hlavní podstatné úpravy, které budou prováděny na výstupních datech poskytovaných podnikovým informačním systémem. Stávající účetní systém umožňuje vytvořit definice výstupních sestav a výkazů, které budou sloužit jako podklad pro výpočet hodnoty EVA. V prvním roce bude dostačující vykazovat a hodnotit tvorbu EVA za čtvrtletí.

Základní **východiska** pro sledování EVA v TOMA, a.s.:

1. Hodnota WACC bude stanovena čtvrtletně pro celý podnik jako konstanta.
2. Hodnota NOA vyjde z stávající hodnoty aktiv SBU. Aktiva podniku budou vyjma DFM, který je stejně z NOA vyloučen, rozlišena po střediscích. Pomocí doporučených úprav budou aktiva za každou SBU konverzována do hodnoty NOA.
3. Hodnota NOPAT vyjde z hodnoty výsledku hospodaření SBU a to včetně vnitropodnikového výsledku a bude podrobena úpravám v souladu s konverzí aktiv na NOA. *Vnitropodnikový výsledek je vhodné do hodnocení výkonnosti SBU zahrnout, protože je významnou charakteristikou některých SBU a vnitropodniková činnost je pro fungování podniku nezbytná.*
4. Za hodnotu úplatného kapitálu bude dosazena hodnota NOA snížená o krátkodobé závazky SBU.

Pro podnik existují dvě nejvhodnější východiska řízení SBU podle EVA:

1) **Sledovat hodnotu EVA** - rozdělit plánovanou hodnotu EVA na jednotlivá SBU. Plánovanou EVA je třeba rozdělit podle vhodného klíče stanoveného na základě analýzy tvorby EVA, hodnoty NOA, NOPAT, potenciálů a očekávání od jednotlivých SBU. Roční hodnotu EVA pro SBU je nutné dále rozdělit na jednotlivá čtvrtletí s ohledem na případné sezónní výkyvy s vlivem na hospodaření SBU. V systému odměňování by měl podnik zavést čtvrtletní bonusy pro zaměstnance SBU v závislosti na plnění plánované hodnoty EVA.

2) **Sledovat změny EVA** – v analyzovaném podniku dochází k tvorbě záporné hodnoty EVA. V tomto případě je doporučováno provázat odměňování na změny v hodnotě EVA. Podnik vyjde z očekávané změny EVA, kterou vhodným klíčem rozdělí na jednotlivá SBU. Za každé SBU bude čtvrtletně vykazována změna EVA, která bude porovnávána s očekávanou změnou EVA pro danou SBU a čtvrtletí. Modifikovanou formou moderního bonusového plánu EVA (s ohledem na SBU a čtvrtletí) bude vypočítán čtvrtletní bonus SBU. Tento bonus bude prostřednictvím podnikové bonusové banky poukázán na bonusový účet SBU. Podle uvedené metodiky pro bonusovou banku pak bude část bonusu SBU rozdělena a vyplacena mezi vedoucí a zaměstnance SBU.

To jsou dvě z možných variant jak provázat odměňování SBU na EVA. Záleží především na managementu podniku, zda zvolí jednu ze dvou uvedených možností nebo vytvoří vlastní způsob odměňování s vazbou na tvorbu EVA. Hlavním cílem je dostatečná motivace zaměstnanců, aby usilovali o tvorbu EVA za SBU. Součet dílčích hodnot EVA za všechna SBU dává podnikovou hodnotu EVA a na tu jsou provázány bonusy vrcholového managementu.

Mimo vrcholový ukazatel EVA stanovil koncept BSC také další měřitelné cíle. Tyto cíle je nutné přiřadit podobným způsobem jako EVA jednotlivým SBU nebo přímo konkrétním oddělením. V průběhu roku je nutné plnění těchto cílů sledovat a průběžně nebo na konci roku za výsledky odměňovat nebo sankcionovat.

V níže uvedené tabulce je představena možná koncepce odměňování podle ostatních měřítek BSC v podniku TOMA, a.s. na základě konzultací s managementem podniku.

Tabulka 78: Návrh systému odměňování ve vazbě na BSC (TOMA)

Cíl	Přiřazení	Odměňovaní zaměstnanci	Četnost vykazování a odměňování	Forma odměňování
EVA	SBU	Všichni zaměstnanci	Čtvrtletně	Modifikovaný moderní bonusový plán (bonusová banka)
Tržby	SBU	Všichni zaměstnanci	Měsíčně	% z hrubé mzdy při dosažení stanovené výše + % z přesahu
Snížení podílu výkonové spotřeby na celkových V (%)	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
Snížení podílu ON na celkových V (%)	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus

Snížení podílu odpisů a ostatních nákladů na celkových V (%)	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
NOPAT	SBU	Všichni zaměstnanci	Čtvrtletně	% z hrubé mzdy při dosažení stanovené výše + % z přesahu
Podíl úplatného CK v C (%)	Podnik	Finanční ředitel	Ročně	Pevný bonus
NOA	SBU	Vedoucí	Ročně	Pevný bonus
WACC (%)	Podnik	Finanční Ředitel	Čtvrtletně	Bonus v závislosti na poklesu WACC
Celkové investice do DHM	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Individuální bonusy podle efektivnosti investičních akcí
% ztracených zákazníků ze stávajících	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
Objem tržeb nových zákazníků/tržby celkem (%)	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
Doba odezvy na požadavek, stížnost (hodiny)	Podnik	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
Nově získané zakázky za měsíc (nově získané zakázky/počet kontaktů - %)	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Bonus v závislosti na objemu nových zakázek
Průměrná doba od oslovení podniku zákazníkem po předání předmětu leasingu (počet prac. dnů)	SBU - Leasing	Vedoucí SBU - Leasing	Ročně	Pevný bonus

Rozdíl mezi průměrnou dobou splatnosti pohledávek a závazků (dny)	SBU	Určení zaměstnanci	Měsíčně	% z hrubé mzdy při dosažení stanovené výše + % z přesahu
Snížit průměrných stav volných peněz na bankovních účtech	Podnik	Finanční ředitel	Ročně	Pevný bonus
Snížit průměrnou hodnotu krátkodobých pohledávek	SBU	Určení zaměstnanci	Měsíčně	% z hrubé mzdy při dosažení stanovené výše + % z přesahu
Využití kapacity budov (obsazené budovy/celkem budov - %)	SBU– Správa majetku	Vedoucí SBU	Ročně	Bonus v závislosti na míře využití budov
Tržby na zaměstnance	SBU	Vedoucí SBU	Čtvrtletně	Celkový bonus pro SBU v závislost na výši tržeb na zaměstnance se rozděluje podle výše hrubé mzdy
Průměrný počet hodin přesčasů na zaměstnance a měsíc	SBU	Vedoucí SBU	Měsíčně	Pevný bonus
Průměrný časový fond zařízení na čištění odpadních vod a kompresorů (počet hodin denně)	SBU – ČOV a Energie	Vedoucí SBU – ČOV a Energie	Měsíčně	Pevný bonus
Průměrný počet větších oprav technologických zařízení (počet oprav / rok)	SBU – ČOV a Energie	Vedoucí SBU – ČOV a Energie	Ročně	Pevný bonus

Průměrná doba odstranění poruch zařízení (hodiny)	SBU – ČOV a Energie	Vedoucí SBU – ČOV a Energie	Ročně	Pevný bonus
Počet klíčových zaměstnanců kteří opustili podnik/celkový počet klíčových zaměstnanců (%)	Personální oddělení	Příslušní vedoucí	Ročně	Pevný bonus
Průměrný počet návrhů zaměstnance za rok	SBU	Vedoucí SBU	Ročně	Pevný bonus
Počet školení na 1 zaměstnance	Personální oddělení	Vedoucí personálního oddělení	Ročně	Pevný bonus
Podíl nákladů na výzkum a vývoj z celkových tržeb podniku (%)	Podnik	Ředitel pro strategii a rozvoj	Ročně	Bonus v závislosti na efektivnosti vynaložených nákladů

Při přepočítání hodnot měřítek na SBU (oddělení) lze postupovat poměrně. Na základě poměru výchozí a cílové hodnoty měřítka (např. tržeb) stanovené jako součást BSC pro celý podnik, lze vypočítat plánovaný index změny a pomocí tohoto indexu aplikovaného na dílčí výchozí hodnotu měřítka za dané SBU lze vypočítat cílovou hodnotu daného měřítka pro SBU.

Výše uvedený návrh odměňování podle měřítek vychází ze zásady, že s plněním cílů BSC v podobě stanovených měřítek musí být spojena odměna nebo sankce, jinak zaměstnanci nemají důvod snažit se o splnění cíle.

Základem nového systému odměňování v podniku by měla být hodnota EVA za SBU, která bude sledována čtvrtletně a také odměny vázané na tvorbu EVA by měly mít největší roli v podnikovém systému odměňování. V kratších cyklech bude sledována výše tržeb, pohledávek a také zatím zůstane zachováno stávající měsíční odměňování podle dosaženého VH. Množství bonusů by mělo být stanoveno pevnou částkou, která bude vyplacena při splnění cíle. Některé bonusy budou stanoveny podle výše základní hrubé mzdy zaměstnance a podle velikosti případného pozitivního přesahu nad plánovanou hodnotu.

Systém bonusů musí být provázaný a vyvážený tak, aby nemotivoval zaměstnance pouze k plnění vybraných ukazatelů na úkor jiných (např. vedoucí se soustředí na absolutní nárůst tržeb a bonusy s tím spojené, i přes vysoký nárůst pohledávek po splatnosti). Jeden ze způsobů, jak tomu předejít, je zavedení záporných bonusů (penalizací) za neplnění cíle. Potom se za dané období (měsíc, čtvrtletí, rok) jednotlivé bonusy a penalizace vzájemně sčítají a je vyplacen bonus ve výsledné hodnotě. V případě celkového záporného bonusu není žádná odměna vyplacena nebo lze o zápornou hodnotu snižovat účet v bonusové bance, která slouží k odměňování v závislosti na hodnotě EVA.

Nelze stanovit univerzální ani obecně použitelný konkrétní systém odměňování platný pro každý podnik. Při jeho sestavování je důležité, aby management rozuměl hodnotovému přístupu a na základě důkladné analýzy tvorby EVA v podniku věděl, které faktory tvorbu EVA ovlivňují. V období implementace hodnotové koncepce v podniku není možné vyhnout se všem chybám a omylům, což se týká i bonusového systému. Proto je v počátcích vhodné zvolit tzv. pozitivní systém odměňování, kdy jsou zaměstnanci odměňováni za plnění ukazatelů, ale sankce za nesplnění jsou malé nebo žádné, aby zaměstnanci nedopláceli na chybně nastavený systém. Po určité době, kdy dojde k „doladění“ bonusového systému (6 měs až 1 rok) a také zaměstnanci plně systém odměňování pochopí, lze do systému zavést také negativní odměny v podobě penalizací, záporných bonusů a bonusové banky.

V době dokončování DP již v podniku TOMA, a.s. začala implementace hodnotového přístupu a BSC v čele s ukazatelem EVA. Většina návrhů, údajů a výsledků analýz prezentovaných v této případové studii byla vedením podniku přijata a bude využita.

6 SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ DISERTAČNÍ PRÁCE

6.1 Doporučení pro implementaci EVA

Tato disertační práce si kladla za cíl přispět vhodnou metodikou nebo alespoň souborem doporučení k využívání moderních metod hodnocení a řízení výkonnosti podniku založených na ukazateli EVA.

V průběhu zpracovávání DP a zejména při zpracovávání případových studií v konkrétních podnicích byly prakticky ověřovány poznatky získané kritickou literární rešerší a navržené postupy pro vykazování a měření hodnoty EVA. Dotazníkovým šetřením byla zmapována současná situace v českých podnicích ve vztahu k měření a řízení výkonnosti, k hodnotovému řízení, ukazateli EVA a ke koncepci BSC. Formou případových studií na vybraném vzorku podniků byly aplikovány a ověřovány navržené postupy a doporučení. Byly prezentovány nástroje tradiční finanční analýzy a hodnocení jejích výsledků, které tvoří východisko pro využívání ukazatele EVA.

Na základě poznatků získaných z prostudované domácí i zahraniční literatury byly shromážděny podstatné charakteristiky ve vztahu k využití ukazatele EVA a byly navrženy a zkompletovány postupy pro konverzi účetních dat a vykazování hlavních složek tvořících hodnotu EVA – NOA, NOPAT a WACC. Na prezentovaných výsledcích případových studiích bylo prakticky ukázáno, jak navržené nástroje pro konverzi účetních dat **(program SATE)** v praxi využít a jak hodnotit získané výsledky. Pomocí analytických nástrojů v podobě pyramidálních rozkladů tvorby EVA a citlivostních analýz byla provedena identifikace podstatných faktorů, které ovlivňují tvorbu hodnoty. V kapitole 4.3 byly charakterizovány všechny hlavní podnikové oblasti, kde faktory hodnoty hledat. V práci byly navrženy základní doporučení, jak na tyto faktory působit a jaké nástroje používat s cílem řídit - zvyšovat hodnotu.

Na základě poznatků získaných při studiu problematiky byly odvozeny postupy a vztahy pro výpočet parametrů **moderního bonusového modelu odměňování** založeného na hodnotě EVA, tržní hodnotě podniku a výši tržně očekávaného zlepšení tvorby EVA. Na detailní případové studii podniku TOMA, a.s. byla prezentována praktická ukázka implementace ukazatele EVA do řízení výkonnosti podniku s využitím konceptu BSC a nastavení systému odměňování vrcholového i nižšího managementu ve vazbě na plánovanou hodnotu EVA a faktory hodnoty ze všech čtyř perspektiv konceptu BSC.

Na základě literární rešerše, výsledků dotazníkového šetření, provedených případových studií v konkrétních českých podnicích a ostatních získaných

zkušeností s ukazatelem EVA lze pro využití tohoto ukazatele v podnikové praxi shrnout ***hlavní doporučení***, která by měl podnik realizovat, do níže uvedených bodů.

Poznání tvorby hodnoty

1. Východiskem k tvorbě hodnoty EVA je komplexní finanční analýza k poznání podstatných finančních charakteristik činnosti podniku ve vztahu k tvorbě EVA. *Pro tento účel byl sestaven soubor SATE, který je součástí příloh DP v elektronické podobě (Příloha B).*
2. Podle potřeb a specifik podniku a jeho činností je vhodné využít dalších interních analýz. Podnik musí rovněž poznat a analyzovat své okolí (konkurence, dodavatelé, zákazníci) a makroprostředí včetně predikce jeho vývoje. *Některé z těchto metod byly prezentovány v této DP (finanční analýza, Porterův model pěti sil, SWOT analýza, analýza makroprostředí). Další analytické metody je možné nalézt v mnoha odborných publikacích.*
3. Podnik musí vytvořit nebo převzít vhodný metodický nástroj, který umožní konverzi účetních a ostatních dat podniku na ekonomický model zejména ve vztahu k tvorbě hodnoty. *Ke konverzi dat podvojného účetnictví lze využít soubor SATE.*
4. Je nutné, aby podnik identifikoval podnikové generátory hodnoty na základě analýzy dosavadní tvorby hodnoty. Využít lze analytické nástroje jako pyramidální rozklad souhrnného ukazatele a citlivostní analýza. *Hlavní oblasti, kde generátory hodnoty hledat, byly prezentovány v kapitole 4.3. Analytické nástroje jsou také součástí souboru SATE.*

Vytváření hodnoty

5. Podnik si musí stanovit strategii s jasně definovanou vizí, strategickými cíli a způsoby jejich dosažení. Hlavním strategickým cílem musí být tvorba hodnoty.
6. Strategické cíle podniku je vhodné prostřednictvím konceptu BSC a identifikovaných generátorů hodnoty implementovat do všech úrovní řízení. Musí být jasně definovány dílčí cíle, cílům přiřazena měřítka a pro každé měřítko musí být určen vlastník. *Možný způsob vytvoření podnikového konceptu BSC byl prezentován v detailní případové studii (kapitola 5.6)*
7. Podnik musí vytvořit vhodný systém odměňování s vazbou na hodnotu EVA. Důležitá je vazba na dlouhodobou tvorbu EVA oproti krátkodobé hodnotě EVA, přičemž jedním z nástrojů dlouhodobé motivace je bonusová banka. *Pro odměňování podle výše EVA je vhodné využít moderní bonusový model EVA prezentovaný v kapitolách 4.4 a 5.4.*

Konkrétní ukázka modelu odměňování podle EVA a generátorů hodnoty i na nižších úrovních řízení podniku byla prezentována v detailní případové studií (kapitola 5.6).

8. Větší podniky je vhodné organizačně rozdělit na samostatné celky (SBU), za které je možné samostatně vykazovat, plánovat a řídit EVA. Nižší složky jsou poté řízeny prostřednictvím generátorů hodnoty. *Vhodná organizační struktura přizpůsobená požadavkům řízení EVA a konceptu BSC s delegovanými pravomocemi a přiřazenou odpovědností je základním předpokladem úspěšného řízení hodnoty.*
9. Hodnota EVA by měla být plánována stejně jako hodnota dílčích faktorů hodnoty. Dlouhodobé strategické plány a cíle musí být postupně realizovány prostřednictvím krátkodobých (ročních) plánů s konkrétně stanovenými cílovými hodnotami a způsoby jejich dosažení. Strategie podniku nesmí být považována za neměnné dogma, ale je vhodné ji průběžně aktualizovat v závislosti na změně podmínek.
10. Definovaná měřítka, způsoby odměňování a přijaté úpravy účetních dat musí být stručné, srozumitelné a přehledné pro všechny zainteresované zaměstnance. Stanovená pravidla je vhodné po jistou dobu neměnit (alespoň 3 roky), aby nedocházelo k demotivaci zaměstnanců.

Řízení hodnoty

11. Prostřednictvím provozního rozhodování řídí podnik hodnotu NOPAT, prostřednictvím investičního rozhodování hodnotu NOA a prostřednictvím finančního rozhodování hodnotu WACC.
12. EVA je vrcholový ukazatel, jeho řízení v podniku je implementováno přes řadu dílčích měřítek a ukazatelů prostupujících kaskádovitě celou podnikovou hierarchií. Je velmi důležité aby nedocházelo k rozporům a protichůdnostem jednotlivých podnikových rozhodnutí a to jak v různých oblastech řízení nebo různých organizačních jednotkách. Veškeré rozhodování v podniku (provozní, investiční a finanční) musí být podřízeno jedinému kritériu – tvorbě hodnoty (měřítkem je EVA).
13. Podnik musí mít vytvořenu metodiku a pravidla pro průběžné vykazování (reporting) hodnoty EVA (za celý podnik i jednotlivé SBU) a ostatních měřítek (faktorů hodnoty). Reporting musí být provázán s provozním řízením podniku a systémem odměňování. Klíčová měřítka by měla být reportována minimálně čtvrtletně, pokud to systém umožňuje pak měsíčně. *Je vhodné, aby reporting prováděl nezávislý podnikový útvar, jelikož metodika pro zjišťování EVA umožňuje jistou míru subjektivity.*
14. Podnik musí disponovat vhodným informačním systémem. Zpočátku stačí účetní evidence, která umožňuje propojení s aplikací MS Excel. Později je vhodnější využití některých ze specielních softwarových nástrojů, které jsou dostupné na trhu informačních systémů. *Pro počáteční seznámení a*

zavádění hodnotového přístupu do podniku je dostačující aplikace SATE (pod MS Excel), která je součástí této DP.

15. Tradiční účetní ukazatele mohou být nadále využívány tam, kde je to vhodné, ale je nutné přihlédnout k jejich nedostatkům a kritériu tvorby hodnoty. Zejména v počátečních fázích implementace ukazatele EVA je vhodné ponechat v systému řízení souběžně i dosavadní tradiční ukazatele. Je však třeba dodržet několik hlavních zásad:
    - sledujeme EVA jako vrcholový a komplexní ukazatel,
    - nesledujeme zisk, ale NOPAT,
    - nesledujeme aktiva, ale NOA,
    - nesledujeme pasiva ale C,
    - nesledujeme pouze nákladové úroky, ale WACC,
    - odměňujeme podle toho, co přispívá k tvorbě EVA,
    - nesledujeme okamžitou, ale dlouhodobou hodnotu EVA.
16. S hodnotovým přístupem a ukazatelem EVA musí být seznámeni a proškoleni všichni zaměstnanci, jejichž rozhodovací pravomoc má dopad na tvorbu hodnoty. Velmi podstatným faktorem úspěchu implementace hodnotového přístupu a ukazatele EVA je pochopení a přijetí principů a podstaty ukazatele EVA na všech úrovních řízení, jinak se implementace nemůže setkat s úspěchem.
17. Ačkoliv je hodnotová koncepce ve světě přijata jako jedna z progresivních moderních metod hodnocení a řízení výkonnosti a na empirických studiích bylo prokázáno, že vede ke zvýšení výkonnosti a konkurenceschopnosti podniků, má i své nedostatky a nemusí být použitelná pro všechny podniky a každou situaci. Při využívání ukazatele EVA je třeba vždy přihlédnout i k těmto nedostatkům *(viz. kapitola 5.4.4).*

6.2 Zhodnocení řešených otázek

Hlavní **otázky,** které měla disertační práce řešit, byly:

- Jaké jsou hlavní charakteristiky a specifika českých podniků a to zvláště ty skutečnosti, které jsou podstatné ve vztahu k využívání hodnotového přístupu? *Na tuto otázku odpovídá část věnovaná výsledkům dotazníkového šetření (kapitola 5.2) a také výsledky případových studií podniků prezentované v této DP (kapitola 5.3).*
- Jaké jsou hlavní nutné úpravy účetních dat při vykazování tvorby EVA a nakolik je možné vykazování zjednodušit s ohledem na praktické využití? *Na základě kritické literární rešerše, shromáždění a roztřídění všech odbornou literaturou doporučovaných úprav účetních údajů byl vytvořen prakticky využitelný postup, jak provést konverzi účetních dat podniku pro*

potřeby řízení hodnoty. Postupy jsou popsány v části věnované případovým studiím podniků (kapitola 5.3.6) a algoritmizovány v programu SATE.

- Jaké jsou jednotlivé faktory ovlivňující tvorbu EVA a intenzita jejich vlivu v praxi českých podniků? *Identifikace faktorů hodnoty v konkrétních podnicích je popsána v kapitole 5.3.7. Obecné shrnutí nejpodstatnějších faktorů tvorby hodnoty včetně základních doporučení pro jejich řízení je náplní kapitoly 4.3.*
- Jakými zásadami a postupy je nutné se řídit při zavádění systému řízení založeném na hodnotovém přístupu s jediným vrcholovým ukazatelem EVA do praxe středních a větších podniků? *Hlavní výsledky této DP jsou věnovány právě řešení této otázky. Jde zejména o části DP věnované případovým studiím konkrétních podniků, detailní případové studii podniku TOMA, a.s. a souhrnu doporučení pro implementaci ukazatele EVA (kapitola 6.1).*
- Jak ukazatel EVA v řízení podniků propojit s konceptem BSC? *Této otázce je z velké části věnována detailní případová studie podniku TOMA, a.s., která na ukázce způsobu využití konceptu BSC pro implementaci ukazatele EVA do řízení podniku, přináší konkrétní odpověď.*
- Jak provázat odměňování na hodnotu EVA? *Při zpracování DP byl na základě studia dostupné zahraniční literatury odvozen postup a vztahy pro stanovení a výpočet parametrů moderního bonusového systému založeného na EVA (kapitola 5.4). Detailní případová studie pak přináší ukázku praktického použití těchto postupů a dále přináší návrh komplexního modelu odměňování s vrcholovým ukazatelem EVA a dílčími ukazateli a měřítky, které vychází z faktorů hodnoty a perspektiv BSC.*

6.3 Ověření hypotéz

Základní hypotézy

- Prostřednictvím vhodné metodiky a souboru doporučení, jež budou podloženy výzkumem v praxi českých podniků a zohledňují české účetní předpisy a zvyklosti, lze implementovat ukazatel EVA do řízení českých podniků. *Na provedených případových studiích českých podniků a zejména na detailní případové studii podniku TOMA, a.s. bylo dokázáno, že lze prostřednictvím navržených doporučení a postupů ukazatel EVA implementovat do finančního řízení podniku. Pro následné vyhodnocení dlouhodobé úspěšnosti implementace by bylo třeba delší časové období. Na základě této DP i s přihlédnutím k výsledkům empirických studií však nebyla dosud hypotéza plně potvrzena.*

- Koncepce hodnotového řízení zaměřeného na ukazatel EVA při správné implementaci vede k zajištění dlouhodobého růstu výkonnosti a hodnoty podniku a naplňuje jeho hlavní poslání v podobě tvorby bohatství pro vlastníky. *Tuto hypotézu nelze ani potvrdit ani vyvrátit. Kritická literární rešerše potvrdila, že v dnešní době je za základní ekonomický cíl podniku považována především tvorba hodnoty pro vlastníky a obecně akceptovaným ukazatelem tvorby hodnoty je EVA. V zahraničních podnicích je tato koncepce přijímána ve finančním řízení jako nástroj pro naplňování hlavního cíle podniku – tvorby hodnoty. Bylo shledáno, že tradiční ukazatele výkonnosti (ROE, ROA, EPS), které jsou v praxi českých podniků stále velmi rozšířené, jsou nedostačující a mohou poskytovat zavádějící informace. Hodnotový přístup s ukazatelem EVA vyjadřuje ekonomickou realitu podniku podstatně přesněji. Řízení hodnoty (EVA) bylo značnou částí odborné veřejnosti přijato za nástroj pro zajištění dlouhodobé výkonnosti. Zda tato koncepce zajistí dlouhodobý růst výkonnosti také podniků ČR, může potvrdit až dlouholetý výzkum na mnoha podnicích. Na základě výsledků dosahovaných v zahraničních podnicích a vzhledem k tomu, že se ekonomika ČR stává součástí nadnárodních ekonomik (EU), se lze domnívat, že výsledky v ČR budou podobné.*

Dílčí hypotézy:

- České podniky dosud převážně setrvávají na využívání tradičních účetních ukazatelů, které jsou považovány za nedostatečné a mohou poskytovat zavádějící informace. České podniky minimálně využívají moderní metody a přístupy k řízení výkonnosti (EVA, BSC, CFROI) a také nesledují náklady vlastního kapitálu. *Tuto hypotézu potvrdily výsledky dotazníkového průzkumu (kapitola 5.2)*

- Při řízení hodnoty EVA je nutné identifikovat a řídit faktory (generátory hodnoty), které tvorbu EVA významně ovlivňují. *Hypotézu lze potvrdit. Ukazatel EVA lze přijmout jako vrcholový a hlavní ukazatel, jako měřítko dosahování strategických cílů. Podnik je složitý a komplexní systém a na tento ukazatel působí mnoho faktorů. Není možné řídit samotnou hodnotu ukazatele EVA, protože ta je jen měřítkem. Je nutné působit na podnikové faktory, které ji ovlivňují. Na nižších úrovních řízení podniku je problém vůbec ukazatel EVA vykázat a také zaměstnanci těchto jednotek nemohou svojí činností ovlivňovat všechny faktory působící na EVA. Platí zásada, že zaměstnanci mají být odměňováni pouze podle faktorů které svojí činností mohou ovlivňovat a řídit.*

- Při využívání ukazatelů EVA v řízení výkonnosti podniku je nutné provázat tento ukazatel se systémem odměňování a zohledňovat jej nejen při provozním, ale také při investičním a finančním rozhodování. *Tuto hypotézu lze potvrdit. Jak bylo prezentováno v DP, není možné plánovat a řídit hodnotu, aniž by dosahování stanovených cílů a jejich měřítek nebylo propojeno s motivačním systémem. Hypotézu potvrzuje i obecně akceptovaný fakt, že zaměstnanci (vč. managementu) usilují o dosažení těch cílů a měřítek, za jejichž splnění jsou odměňováni nebo naopak při jejichž nesplnění jsou sankcionováni.*

- Ukazatel EVA vykazuje minimálně stejnou nebo užší vazbu na tržní hodnotu podniku než tradiční ukazatele finanční výkonnosti (např. ROE). *Tuto hypotézu nelze potvrdit ani vyvrátit. V DP (kapitola 5.3.9) byla prokázána vyšší korelace EVA s tržní cenou než u ukazatele CFROI a ROE, ale vzhledem k diskutabilní reálnosti tržních cen akcií vybraných podniků a malému vzorku podniků nelze považovat dosažený výsledek za důkaz. Jak vyplynulo z mnoha empirických studí v zahraničí, lze konstatovat, že ukazatel EVA koreluje s tržní cenou podniku lépe nebo srovnatelně s tradičními ukazateli výkonnosti.*

- Zavedení hodnotové koncepce a ukazatele EVA nemusí být při dostatečné kvalifikaci manažerů komplikované a složité a podniky si jej mohou zajistit samy a ušetřit tak náklady za služby renomovaných poradenských firem. Ke sledování a řízení hodnoty EVA není nutné využití speciálního software, ale lze využít běžně rozšířené softwarové aplikace (MS Excel, MS Word, účetní software). *Hypotézu lze potvrdit, jak dokázala detailní případová studie TOMA, a.s. (kapitola 5.6).*

7 PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI

Disertační práce a výzkum byly zaměřeny na možnosti využití hodnotové koncepce s ukazatelem EVA v praxi českých podniků. Práce se zaměřila na studium a kritickou literární rešerši dostupné domácí i zahraniční literatury, která se zabývá touto problematikou. Na základě prostudované literatury byly shromážděny a popsány hlavní doporučované úpravy účetních údajů při konverzi účetního modelu podniku na model ekonomický. Práce také prezentuje všechny podstatné metody a postupy tradiční finanční analýzy výkazů, která slouží jako východisko při implementaci EVA do řízení podniku. Bylo provedeno dotazníkové šetření s cílem poznání současné praxe českých podniků v oblasti finančního řízení, měření a řízení výkonnosti ve vztahu k moderním metodám (s důrazem na EVA a BSC).

Hlavní výsledky, které disertační práce přináší, jsou: charakteristika stávajícího přístupu českých podniků k řízení a hodnocení výkonnosti, shromáždění hlavních nástrojů finanční analýzy, kompletace a návrh postupů při úpravách účetních dat na hodnoty NOA, NOPAT, WACC pro výpočet EVA, prezentace nástrojů k identifikaci faktorů hodnoty (pyramidální rozklad a citlivostní analýza). Práce získané poznatky soustřeďuje do obecně využitelného programu SATE. Přínosem DP je také odvození metodiky pro stanovení moderního bonusového systému založeného na EVA a praktická ukázka implementace ukazatele EVA prostřednictvím konceptu BSC do řízení podniku a jeho systému odměňování. DP uvádí souhrn hlavních doporučení českým podnikům pro poznání, tvorbu a řízení hodnoty. Získané poznatky a doporučení, navržené postupy a výpočty, vychází ze studia dostupné literatury a případových studí provedených na konkrétních českých podnicích. Okrajově se práce dotýká využití EVA při oceňování podniku a hodnocení investičních projektů. Této problematice jsou však více věnovány jiné odborné studie a publikace.

Hlavním přínosem práce pro **vědu** je propojení metod a teoretických postupů pro využití hodnotového přístupu s ukazatelem EVA. Byly identifikovány hlavní rizika a nedostatky účetnictví a tradičních ukazatelů výkonnosti, které jsou na neupravovaných účetních datech založeny. Na základě prostudované literatury byly shromážděny a prezentovány hlavní doporučované úpravy účetních dat nutné pro měření a řízení tvorby EVA v podniku. Byly odvozen postup a vztahy pro stanovení parametrů moderního bonusového systému založeného na hodnotě dosažené EVA. Disertační práce přináší obecně využitelný soubor hlavních doporučení pro úspěšnou implementaci ukazatele EVA v řízení podniku.

Hlavním přínosem disertační práce pro **praxi** je shromáždění dostupných teoretických poznatků ve vztahu k ukazateli EVA a jejich transformace do

prakticky využitelných postupů. Součástí výsledků DP je program SATE, který je určen širokému spektru podniků. Práce nabízí pro podnikatelskou praxi nejen vlastní aplikaci SATE, ale také ukázky jejího využití na vybraném vzorku konkrétních podniků. Práce se snaží srozumitelnou formou prezentovat hlavní charakteristiky hodnotové koncepce a ukazatele EVA, způsoby jeho výpočtu a analýzy včetně konkrétních ukázek. Celá DP tak představuje praktický návod pro implementaci ukazatele EVA v řízení podniku. Její přínos pro praxi potvrzuje také skutečnost, že výsledky a navržené postupy obsažené v DP jsou využitelné při implementaci ukazatele EVA v řízení podniku, jak bylo prezentováno na případové studii podniku TOMA, a.s.. DP se snaží o sblížení teorie zabývající se hodnotovým přístupem s praxí v českých podnicích. Práce by měla přispět k poznání principů a postupů hodnotové koncepce u managementu podniků a může přispět k úspoře nákladů za služby drahých konzultačních společností. Odborná literatura zabývající se hodnotovým přístupem je poměrně teoretická a pro využití manažery podniků místy příliš odborná a složitá. Management podniku potřebuje srozumitelně a stručně prezentované postupy a návody pro implementaci ukazatele EVA v řízení podniku a DP se snaží tento požadavek splnit.

Přínosem DP pro **výuku** je využití výsledků dotazníkového šetření, analýz a závěrů DP v akademické činnosti fakulty, zejména pro zkvalitnění výuky v magisterském studijním programu.

Výsledky práce byly prezentovány na odborných konferencích a v odborném časopise.

Práce také odhaluje náměty pro další výzkum. Zejména dlouhodobá úspěšnost implementace ukazatele EVA v praxi a její příspěvek ke dlouhodobému růstu výkonnosti českých podniků by měla být podrobena dalšímu zkoumání.

ZÁVĚR

Od doby ukončení svého studia na FaME ve Zlíně v r. 1998 pracuji v podniku TOMA, a. s. a podílím se na jeho finančním řízení. Při zpracovávání této disertační práce jsem vycházel ze svých zkušeností z praxe. Účelem práce bylo především přiblížit vědecký výzkum praxi a věnovat se problematice a otázkám, jejichž potřeba řešení plyne právě z potřeb českých podniků.

V našich podnicích stále silně přetrvává využívání tradičních ukazatelů výkonnosti jako jsou účetní zisk, tržby, ROE nebo ROA. Jak bylo prokázáno, tyto ukazatele mohou poskytovat zavádějící informace a nemusí vždy přispívat k růstu výkonnosti podniku. V současné době rostou tlaky konkurenčního prostředí, ekonomika a kapitálové trhy se sjednocují a globalizují, přenos a dostupnost informací mnohonásobně roste. Investoři mají včas dostatek relevantních informací a mohou rychle reagovat na změny finančních charakteristik podniku a volit mezi alternativními příležitostmi. Všechny tyto faktory přinášejí větší tlak na měření a především řízení výkonnosti a konkurenceschopnosti podniku, na kterých záleží jeho dlouhodobé přežití a rozvoj.

Hodnotový přístup již ve světě dokázal, že jeho aplikace přináší zvýšení výkonnosti. V současné době v ČR chybí dostatek relevantních nástrojů založených na praktických zkušenostech s hodnotovou koncepcí, které by byly zaměřeny na využití a implementaci této koncepce do praxe českých podniků. Věřím, že výsledky mé práce přispějí ke zlepšení tohoto stavu.

LITERATURA

[1] AMEELS, A., BRUGGEMAN, W., SCHEIPERS, G. *Value-based management kontrol processes to create value through integration a literature review.* [on-line], 2003. [cit. 15.3.2003]. Dostupné na: <www. corporateddecisionmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf >.

[2] BACIDORE, J.M., BOQUIST, J.A., MILBOURN, T.T., THAKOR, A.V. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal,* February 1998, s.11-20. ISSN 0015-198X.

[3] BIDDLE, G. C., BOWEN, R. M., WALLACE, J. S. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics.* March 1997, vol. 24, no. 3, s. 301-336. ISSN 0165-4101.

[4] BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1993. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.

[5] BOWMAN, C. *Strategický management.* 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1996. 152 s. ISBN 80-7169-230-1.

[6] CAPON, N., FARLEY, J. U., HOENIG, S. *Toward an integrative explanation of corporate financial performance.* 1st ed. Boston (Massachusetts): Kluwer Academic Publishers, 1996. 405 s. ISBN 07-9239-8319.

[7] CONDON, J., GOLDSTEIN, J. Value based management - the only way to manage for value. *Accountancy Ireland*, October 1998, s. 10-12. ISSN 0001-4699.

[8] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, T. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1991. ISBN 80-85605-41-4.

[9] DeVILLIERS, J. The distortions in Economic Value Added. *Journal of Economics and Business.* May/June 1997, vol. 49, no 3, s. 285-300. ISSN 0148-6195.

[10] FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 149 s. ISBN 80-7159-694-3.

[11] GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: VŠE, 2001. 197 s. ISBN 80-7079-587-5.

[12] HELFERT, A. E. *Wrong number* [online], 2001. Helfert Associates. [cit. 11.2.2006]. Dostupné na World Wide Web:<www.heleassoc.net/_ downloads/ EAHValue1.pdf>

[13] HORVÁTH & PARTNERS. *Balanced Scorecard v praxi*. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, 2002. 336 s. ISBN 80-7259-018-9.

[14] JENSEN, M., MECKLING W. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976, s. 305 - 360. ISSN 0304 – 405X.

[15] JINDŘICHOVSKÁ, I., BLAHA, Z. S. *Podnikové finance*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2001. 316 s. ISBN 80-7261-025-2.

[16] KAPLAN, R. S. NORTON, D. P. *The Balanced Scorecard: translating strategy into action*. 1st ed. Boston (Massachusetts): Harvard Business School Press, 1996. 322 s. ISBN 0-87584-651-3.
[17] KAPLAN, R. S. NORTON, D. P. *Balanced Scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2002. ISBN 80-7261-063.
[18] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku.* 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
[19] KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku.* 1. vyd. Praha: VŠE, 1996. 242 s. ISBN 80-7079-641-3.
[20] KNAP, P. Znásobte hodnotu vašeho podniku! *Ekonom.* Říjen 2002, č. 40, s. 48 – 50. ISSN 1210-0714.
[21] KNÁPKOVÁ, A. *Identifikace faktorů ovlivňujících ekonomickou přidanou hodnotu v plastikářském průmyslu ČR.* Disertační práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně (FaME), Zlín, 2005. 203 s.
[22] KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví v kontextu současného vývoje.* 2. vyd. Praha: Polygon, 1999. 428 s. ISBN 80-85967-98-7.
[23] KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví.* 4. vyd. Praha: Polygon, 1999. 303 s. ISBN 80-85967-88-X.
[24] LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 1999. 920 s. ISBN 80-7169-504-1.
[25] MACÁKOVÁ, L. a kol. *Mikroekonomie – základní kurz*. 7. vyd. Praha: Melandrium, 2002. 271 s. ISBN 86-86175-20-0.
[26] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
[27] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku.* 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
[28] MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review.* 1958, no. 48, s. 261-297. ISSN 0002-8282.
[29] MODIGLIANI, F., MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *American Economic Review*. June 1963, s. 433 – 443. ISSN 0002-8282.
[30] MYERS, S. C. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics.* 1977, no. 5, s. 147-76. ISSN 0304 – 405X.
[31] MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance.* July 1984, no. 39, s. 581-582. ISSN 0022-1082, 1540 – 6261.
[32] MYERS, S. C., MALUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics.* 1984, no. 13, s. 187-221. ISSN 0304 – 405X.

[33] NEUMAIER, I. EVA očima analytika. *Ekonom.* Listopad 2001, č. 45, s. 36 – 41. ISSN 1210-0714.
[34] NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty.* 1. vyd. Praha: VŠE, 1998. 137 s. ISBN 80-7079-921-8.
[35] NEUMAIEROVÁ, I. *Aplikace řízení hodnoty.* 1. vyd. Praha: VŠE, 2003. 95 s. ISBN 80-245-0536-3.
[36] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Využití teorie hodnoty v praxi podnikání. *Moderní řízení.* Červen 2000, s.75-78. ISSN 0026-8720.
[37] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
[38] PAVELKOVÁ, D. Válka ukazatelů. *Moderní řízení*. Červen 2004, roč. 39, č. 6, s. 44 - 46. ISSN 0026-8720.
[39] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera.* 1. vyd. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
[40] 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 2004, Chicago (Illinois, USA). ISBN 0-9753707-1-5.
[41] 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.* Athens (Greece): Athen Institute for Education and Research, 2004, s. 81-95. ISBN 960-88331-4-0.
[42] PAVELKOVÁ, D., SÁHA, T., DROBNÝ, J. G., SKOV H. R. Economic Value Added in Plastic Processing Industry. In *Conference Proceedings ANTEC 2002*. May 2002, San Francisco. ISBN 0-9716435-0-4.
[43] PORTER, M. E. *Konkurenční strategie*: *metody pro analýzu odvětví a konkurentů.* 1. vyd. Praha, Victoria Publishing, 1994. 403 s. ISBN 80-85605-11-2.
[44] RONTE, H. Value based management, *Management Accounting.* January 1998, s. 38. ISSN 0025-1690.
[45] RAPPAPORT, A. Chcete zvýšit akcionářskou hodnotu firmy? *Moderní řízení*. Prosinec 2006, roč. 41, č.12, s. 46-49. ISSN 0026-8720.
[46] SAMUELSON, P. A., NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1991. 1011 s. ISBN 80-205-0192-4.
[47] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: Finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
[48] SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2000. ISBN 80-7179-422-8.
[49] SOUKUP, J. *Mikroekonomická analýza*. 3. vyd. Praha, MELANDRIUM, 2003. 256 s. ISBN 80-86175-30-8.

[50] SOUKUPOVÁ, J. a kol. *Mikroekonomie*. 2. vyd. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2000. 548 s. ISBN 80-7261-005-8.
[51] SOUKUPOVÁ, J. a kol. *Mikroekonomie pro inženýrské studium*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1995. 265 s. ISBN 80-7079-303-1.
[52] STEWART, G. B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. 1st ed. New York: Harper Business, 1991. 800 s. ISBN 0-88730-418-4.
[53] STEWART, G. B. EVA: Fact and fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1993, s. 6-19. ISSN 1078-1196.
[54] TRNKA, F a kol. *Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců*. Souhrnná zpráva o řešení výzkumného záměru a dílčích úkolů za období 1999-2004. Otrokovice: HART PRESS, 2004. 160 s. ISBN 80-7318-219-X.
[55] VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-9001991-6-X.
[56] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 447 s. ISBN 80-86119-38-6.
[57] VOSÁTKA, J. Hodnocení výkonnosti podniků. In *Sborník interních doktorandských projektů na FPH*. Praha: VŠE, květen 2001. ISBN 80-245-0173-2.
[58] WAWROSZ, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. 1. vyd. Praha: Sagit, 1999. 336 s. ISBN 80-7208-106-3.
[59] WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1995.748 s. ISBN 80-7179-014-1.
[60] YOUNG, S. D., O´BYRNE, S. F. *EVA and Value-Based Management*. 1st ed.New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

Internetové adresy:

www.cnb.cz

www.czso.cz

www.damodaran.com

www.evanomics.com

www.mfcr.cz

www.mpo.cz

www.pse.cz

www.sternstewart.com

www.shareholdervalue.com

www.valuebasedmanagement.net

PUBLIKAČNÍ ČINNOST

[1] KOLAŘÍK, R. Blížící se vstup ČR do eurozóny. In *Sborník příspěvků z konference Předpoklady a podmínky zapojení ČR do eurozóny*. [CD-ROM] Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně), prosinec 2003, s. 13 (součástí sborníku je CD-ROM s plnými znění příspěvků). ISBN 80-7318-160-6.

[2] PAVELKOVÁ, D. a kol. Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců, část Ekonomické (hodnotové) procesy a konkurenceschopnost podniku. *Dílčí výzkumná zpráva za období 2000 – 2004.* Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně), 2004.

[3] KOLAŘÍK, R. Aplikace moderních metod řízení a hodnocení výkonnosti podniku založených na EVA v praxi. In *Sborník příspěvků z mezinárodní Baťovi doktorandské konference*. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně), duben 2005, s.161 (součástí sborníku je CD-ROM s plnými znění příspěvků). ISBN 80-7318-257-2.

[4] KOLAŘÍK, R. Management compensations models based on EVA. In *Sborník příspěvků z mezinárodní konference Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně), duben 2005, s.88 (součástí sborníku je CD-ROM s plnými znění příspěvků). ISBN 80-7318-288-2.

[5] KOLAŘÍK, R. Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA) v podnikové praxi (případová studie). *Sborník příspěvků z mezinárodní Baťovi doktorandské konference*. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně), duben 2006, s.161 (součástí sborníku je CD-ROM s plnými znění příspěvků). ISBN 80-7318-384-6.

[6] KOLAŘÍK, R. Ekonomická přidaná hodnota a mikroekonomie. *Ekonomie a management (E+M).* Říjen 2006, č. 3. ISSN 1212-3609.

[7] KOLAŘÍK, R., PAVELKOVÁ, D. Měření a řízení výkonnosti v podnicích v ČR. In. *Sborník příspěvků z konference Hradecké ekonomické dny 2007*. Hradec Králové: Fakulta informatiky a managementu (Univerzita Hradec Králové), únor 2007. Gaudeamus, 2007. ISBN 978-80-7041-812-3

[8] KOLAŘÍK, R. Doporučení pro využití ukazatele EVA k měření a řízení výkonnosti v podnicích ČR. *Moderní řízení*. (leden 2007 - odesláno k publikaci). ISSN 0026-8720.

CURRICULUM VITAE

R O S T I S L A V K O L A Ř Í K

Velkomoravská 737, Staré Město u Uherského Hradiště 68603
mobil: 737 207 784; e-mail: rkolarik@tomaas.cz

OSOBNÍ ÚDAJE

- **Datum a místo narození:** 6.5.1975 Uherské Hradiště
- **Národnost:** česká
- **Stav**: ženatý

VZDĚLÁNÍ

2003 – dosud UTB, FaME Zlín
doktorské studium (kombinované)
obor: management a ekonomika
školitel: doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
téma disertační práce:
Využití moderních metod řízení a hodnocení výkonnosti podniku založených na EVA

2001 Program centrum, s.r.o. Zlín
Odborný kurz: Daně pro ekonomy

1998 – 1999 Uniworld Business College Sydney, Austrálie
Certificate IV in Business, Economy and Management

1996 - 1998 VUT, FaME Zlín
inženýrské studium
specializace: podniková ekonomika
téma diplomové práce:
Projekt zvýšení efektivnosti finančního hospodaření podniku COLORLAK, a.s.

1993 – 1996 VUT, FaME Zlín
bakalářské studium
obor: management a ekonomika
téma bakalářské diplomové práce:
Marketingové plánování

1989 – 1993 Gymnasium Uherské Hradiště Uherské Hradiště

1981 – 1989 Základní škola Staré Město Staré Město
2. stupeň
třída s rozšířenou výukou matematiky a přírodovědných předmětů

PRŮBĚH ZAMĚSTNÁNÍ

TOMA, a.s. Otrokovice
1999 – dosud
pracovní zařazení:
2003 – dosud Vedoucí útvaru controllingu
2001 – 2002 Asistent generálního ředitele pro plán a controlling
1999 – 2001 Vedoucí finančního oddělení

JAZYKOVÉ ZNALOSTI

anglický jazyk – aktivně
německý jazyk, ruský jazyk – pasivně

VÝUKA

UTB, FaME Zlín
září 2003 - leden 2004
Řízení hodnoty podniku (2 přednášky)

UTB, FaME Zlín
září 2004 - leden 2005
Finance podniku (přednáška)

UTB, FaME Zlín
září 2005 - leden 2006
Finance podniku (přednáška)

UTB, FaME Zlín
září 2006 - leden 2007
Finance podniku (přednáška)

VÝZKUMNÁ ČINNOST

2003 – dosud UTB, FaME Zlín
Řešitel: doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková.
Výzkumný projekt: Faktory ovlivňující tvorbu ekonomické přidané hodnoty v plastikářském a gumárenském průmyslu GAČR *402/03/0555*

PŘÍLOHA A

Dotazník pro podniky ČR

Název:
(nemusíte
uvádět)

Převažující předmět činnosti:
☐ jiný, uveďte jaký: .....
(případně OKEČ)

Počet zaměstnanců: ☐ do 10 ☐ 11-50 ☐ 51-250 ☐ nad 250

Obrat (v mil. Kč): ☐ do 50 mil. ☐ 50-100 mil. ☐ 101-250 mil. ☐ nad 250 mil.

Máme zájem o zaslání výsledků: ☐ email:

---

1. Máte stanovený dlouhodobý cíl (cíle) podniku? V kladném případě uveďte, co je Vaším cílem.

☐ Ano

Naším cílem je:

☐ Ne

2. Které výkonnostní měřítko (měřítka) využíváte k měření stanoveného cíle (cílů)?

☐ ziskovost (rentabilita) investovaného kapitálu
☐ absolutní výše zisku
☐ zisková marže
☐ velikost obratu
☐ velikost vyplácených podílů na zisku
☐ tvorba hodnoty pro vlastníky
☐ velikost exportu
☐ podíl na trhu

☐ jiné, uveďte jaké: .....

3. Jak byste charakterizovali systém měření výkonnosti ve Vašem podniku?

☐ je sestaven a využíváme jej
☐ je sestaven, ale nevyužíváme jej
☐ jsme ve fázi jeho tvorby nebo implementace
☐ není sestaven, ale jeho nasazení plánujeme

☐ jiné, uveďte: .....
☐ výkonnost neměříme

<u>Pokud výkonnost neměříte, otázky 4-7 lze vynechat.</u>

4. Jaký systém měření výkonnosti ve Vašem podniku používáte?

☐ na základě finančních ukazatelů
☐ srovnání se stanoveným plánem
☐ na základě norem
☐ Balanced Scorecard
☐ management kvality (Total Quality Management)

5. Charakterizujte vztah měření výkonnosti a strategie ve Vaší společnosti:

☐ měření výkonnosti vychází ze strategie a cílů společnosti
☐ měření výkonnosti nevychází ze strategie a cílů společnosti, které jsou formulovány
☐ strategie a cíle nejsou formulovány, měření výkonnosti je prováděno u konkrétních činností a procesů
☐ jiné, uveďte: .....

6. Používáte systém hodnocení výkonnosti k hodnocení (odměňování) zainteresovaných osob?

- ☐ ano, výsledky systému jsou provázány se systémem odměňování
- ☐ ne, výsledky hodnocení výkonnosti nemají vliv na odměňování
- ☐ ne, ale chceme provázat výsledky s odměňováním

7. Pokud žádný systém měření výkonnosti ve Vaší společnosti nevyužíváte, zaškrtněte hlavní námitky proti jeho nasazení:

- ☐ není důvod výkonnost vyhodnocovat
- ☐ stávající systém nám vyhovuje,

uveďte proč:

- ☐ nedostatek zdrojů (personálních, finančních, atd.)
- ☐ vysoké náklady na tvorbu a zavedení
- ☐ neochota vedení společnosti
- ☐ vytížení pracovníků společnosti
- ☐ jedná se o módní trend, který opět odejde
- ☐ jiné, uveďte: .....

8. Využívá Váš podnik nástroje finanční analýzy?

- ☐ ano, ale pouze k hodnocení minulého a současného vývoje finančního zdraví podniku
- ☐ ano, i pro hodnocení plánovaného budoucího vývoje podniku
- ☐ nepoužívá vůbec

9. Znáte ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA)?

- ☐ ano
- ☐ ne

<u>Pokud koncept ekonomické přidané hodnoty (EVA) neznáte, otázky 10 - 12 lze vynechat.</u>

10. Využíváte koncept ekonomické přidané hodnoty (EVA) k řízení Vašeho podniku?

- ☐ ano, jako nástroj k měření výkonnosti podniku (jako součást finanční analýzy)
- ☐ ano, jako nástroj řízení podniku a motivování zaměstnanců
- ☐ ano, jako nástroj ocenění podniku, akvizic
- ☐ ano, jako nástroj pro hodnocení investičních projektů
- ☐ ne, ale hodláme v budoucnu tuto koncepci využít
- ☐ ne, stávající systém nám vyhovuje a považujeme jej za dostatečný
- ☐ ne, tuto koncepci nepovažujeme za vhodný nástroj ke zvýšení výkonnosti našeho podniku

11. Domníváte se, že je v současné době dostatek použitelných metodik a souborů doporučení k implementaci systému řízení a hodnocení podniku založeném na ukazateli EVA s ohledem na specifika ČR?

- ☐ ano, takových nástrojů je dostatek
- ☐ ne, v současné době takové nástroje chybí
- ☐ nevíme

12. Pokud by nám byla známa vhodná metodika sloužící pro praktickou implementaci hodnotového přístupu a ukazatele EVA v řízení našeho podniku:

- ☐ rozhodně bychom se pokusili tuto koncepci sami implementovat
- ☐ zvážili bychom možnost implementace
- ☐ pokud bychom se rozhodli implementovat, najali bychom externí firmu
- ☐ s největší pravděpodobností bychom o implementaci neuvažovali

13. Využíváte metodu Balanced Scorecard (BSC) k řízení Vašeho podniku?

- ☐ ano
- ☐ ne, ale právě BSC zavádíme
- ☐ ne, ale uvažujeme o zavedení BSC
- ☐ ne, metodu BSC známe, ale o jejím zavedení neuvažujeme
- ☐ ne, nikdy jsme o BSC neslyšeli

Pokud Balanced Scorecard (BSC) nepoužíváte, otázky 14 a 15 lze vynechat.

14. Kolik ukazatelů používáte v jednotlivých perspektivách BSC?

Finanční perspektiva	.....	ukazatelů
Zákaznická perspektiva	.....	ukazatelů
Interní podnikové procesy	.....	ukazatelů
Perspektiva učení se a růstu	.....	ukazatelů

15. Které z uvedených ukazatelů máte zastoupeny ve finanční perspektivě BSC?

- ☐ ekonomická přidaná hodnota (EVA)
- ☐ EBITDA (zisk před úroky, zdaněním a odpisy)
- ☐ volné CF (free CF – FCF)
- ☐ celkové cash flow
- ☐ rentabilita vlastního kapitálu
- ☐ rentabilita celkového kapitálu
- ☐ likvidita podniku
- ☐ zadluženost
- ☐ jiné, uveďte které: .....

16. Uveďte, prosím, procentní podíl jednotlivých úvěrů, které jste měli k dispozici k čerpání nebo jste je spláceli v uplynulém roce a uveďte jejich průměrnou úrokovou sazbu:

..... %	krátkodobých (splatnost do 1 roku),	jejich průměrná úroková sazba:	..... % p. a.
..... %	střednědobých (splatnost 2-5 let),	jejich průměrná úroková sazba:	..... % p. a.
..... %	dlouhodobých (splatnost více než 5 let),	jejich průměrná úroková sazba:	..... % p. a.

17. Seřaďte faktory, které dle Vašeho názoru mají vliv na náklady cizího kapitálu (1 - nejdůležitější, 6 – nejméně důležitý).

- ..... minulé a očekávané cash flow
- ..... zadluženost
- ..... politika ČNB
- ..... kvalita a velikost zástav
- ..... kvalita managementu
- ..... podnikatelské riziko

18. Kalkulujete ve Vašem podniku náklady na vlastní kapitál?

- ☐ ano
- ☐ ne

19. Jestliže ano, kolik činí náklady na vlastní kapitál a jaký způsob využíváte k jejich stanovení?

☐ náklady na vlastní kapitál činí: ..... %

využíváme metodu:
- ☐ model CAPM
- ☐ kvalifikovaný odhad
- ☐ k bezrizikové sazbě přičteme rizikové přirážky

jiný způsob, uveďte: .....

20. Seřaďte faktory, které dle Vašeho názoru mají vliv na náklady vlastního kapitálu (1 - nejdůležitější, 3 – nejméně důležitý).

podnikatelské riziko

minulé a očekávané cash flow

zadluženost

21. Seřaďte faktory ovlivňující tvorbu finanční struktury (podíl vlastního a cizího kapitálu) ve Vašem podniku podle důležitosti (1 - nejdůležitější v procesu rozhodování). Pokud některý z faktorů neovlivňuje Vaše rozhodování, vyškrtněte jej, případně doplňte další:

náklady kapitálu (cena, kterou je nutné zaplatit ve formě úroků nebo podílů na zisku)

majetková struktura podniku

dostupnost zdrojů

negativní postoj k riziku, které souvisí se zadlužením podniku

obavy vlastníků ze zředění jejich majetkových podílů

průměrné hodnoty zadlužení v odvětví

jiný faktor,
uveďte jaký: .....

22. Hodnotíte-li efektivnost investičního záměru, využíváte metodu:

☐ čistá současná hodnota
☐ doba návratnosti
☐ výnosnost (rentabilita, vnitřní výnosové procento) investice
☐ srovnání s obdobnými příležitostmi
☐ kvalifikovaný odhad (intuice)
☐ jiná metoda, uveďte jaká:

23. Využíváte-li k hodnocení investičních záměrů metodu čisté současné hodnoty, jakým způsobem stanovujete diskontní sazbu?

☐ vycházíme z běžných úrokových sazeb na finančních trzích
☐ vycházíme z rentability dosahované v našem podniku
☐ vycházíme z nákladů na kapitál
☐ kvalifikovaný odhad (intuice)
☐ jinou metodou, uveďte jakou: .....

24. Seřaďte, prosím, následující faktory, které dle Vašeho názoru mají vliv na zvýšení hodnoty podniku (1 - nejdůležitější, 7 – nejméně důležitý):

zisková marže

náklady na podnikový kapitál

růst tržeb

efektivnost investic

dlouhodobost dosahování zisku

efektivnost řízení zásob, pohledávek, krátkodobých závazků

daňové sazby

PŘÍLOHA B

(CD-ROM)

Další přílohy DP tvoří soubory aplikace MS Excel. Z důvodu velkého rozsahu byly umístěny na CD o označeny jako Příloha B. Tato příloha je tvořena následujícími soubory:

- ***Vyhodnocení_dotazníků.xls***
  tabulka obsahující vyhodnocení odpovědí všech vrácených dotazníků, které byly rozeslány v rámci dotazníkového šetření v souvislosti tématem DP (viz. kapitola 5.2)

- ***SATE.xls***
  nevyplněný soubor pro analýzu tvorby EVA, který umožňuje po zadání vstupních a doplňujících dat podniku finanční analýzu a analýzu tvorby EVA.

- ***TOMA.xls***
  vyplněný soubor SATE za podnik TOMA, a.s.

- ***ALFA.xls***
  vyplněný soubor SATE za podnik ALFA.

- ***BETA.xls***
  vyplněný soubor SATE za podnik BETA.

- ***GAMA.xls***
  vyplněný soubor SATE za podnik GAMA.

- ***DELTA.xls***
  vyplněný soubor SATE za podnik DELTA.

- ***LS_anuita.xls***
  nevyplněný soubor pro výpočet vnitřní úrokové míry (anuitní přístup) leasingové smlouvy po zadání potřebných vstupních dat.

- ***ALFA_LS.xls***
  výpočty vnitřních úrokových měr leasingových smluv podniku ALFA.

- ***DELTA_LS.xls***
  výpočty vnitřních úrokových měr leasingových smluv podniku DELTA.