

VYPOVÍDACÍ SCHOPNOST UKAZATELE EVA VE VZTAHU K INFORMAČNÍMU OBSAHU TRADIČNÍCH VÝKONNOSTNÍCH UKAZATELŮ U PODNIKŮ ČESKÉHO POTRAVINÁŘSKÉHO PRŮMYSLU

G. Chmelíková

Došlo: 26. června 2006

Abstract

CHMELÍKOVÁ, G.: *The information content of Economic Value Added of food-processing firms in the Czech Republic in the comparison with the information content of traditional performance metrics.* Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2006, LIV, No. 6, pp. 77–84

The topic of this paper is motivated by the increasing popularity of Economic Value Added (EVA) and by the need to make the managing process of Czech agribusiness firms more efficient. Through adoption of EVA principle, the proponents of EVA argue, that EVA will lead to increased efficiency in the management and allocation of all assets and hence increased shareholder value. Though from the theoretical point of view EVA is seen as a superior performance metric, the results of the most empirical studies do not support this claim. One of the standard argument against EVA superiority results from the statistical survey of the relationship between EVA and traditional performance measures. Despite of the results of the most empirical studies this paper assumes (with regard to the specifics of Czech food processing sector) a difference in information content of EVA and traditional performance metrics. The intent of this article is to provide a simple regression test of the hypothesis that between EVA and traditional performance metrics is not tight linear dependency, which would point out that EVA has the same information content as traditional performance measures. The regression results indicate in all cases a positive correspondence between EVA and financial performance metrics with very low dependency of EVA on the financial metrics, which supports the examined hypothesis.

Economic Value Added, traditional performance metrics, information content

1 ÚVOD A MOTIVACE VOLBY TÉMATU

Reálný ekonomický vývoj klade na teorii finančního řízení stále intenzivněji požadavek na vyvinutí finančního ukazatele, jehož sledování by umožnilo růst efektivnosti alokace zdrojů ekonomických subjektů a potažmo i akcionářské hodnoty firem. Doposud vyvinuté ukazatele lze charakterizovat stejným „životním cyklem“. Nejprve jsou s nedůvěrou aplikovány, poté zaznamenají nekritické přijetí a nabudou širokého uplatnění, následuje jejich selhání v sou-

vislosti s výskytem podmínek, které nejsou schopny odrazit, až po jejich zavržení v hospodářské praxi. Nastíněný „životní cyklus“ finančních ukazatelů je výsledkem špatné interpretace jejich významu. Buď dochází k přecenění jejich možností – od jejich sledování jsou očekávány nereálné výsledky, nebo naopak zůstávají potenciální přínosy vypovídacích schopností těchto ukazatelů nedoceny. Tato tendence je ještě umocněna nedostatečnou empirickou verifikací teorií finančního řízení, která by příslušné teorie konfrontovala se specifickými podmínkami.

Přes všechny neshody panující na akademické půdě se ekonomická teorie v jednom bodě již po staletí shoduje – cílem chování každé firmy je vytváření bohatství, kterého může být dosahováno pouze za předpokladu, že výdělky firmy převyšují náklady na tyto výdělky vynaložené. Respektive za předpokladu, že náklady na vlastní a cizí kapitál zapojený do financování firmy jsou nižší než výnosnost tohoto kapitálu. Ekonomická teorie tuto skutečnost označuje jako vytváření ekonomického zisku. Koncept ekonomického zisku byl v nedávné době operacionalizován do podoby finančního ukazatele a mnoho společností přijalo jako nové paradigma finančního managementu ukazatel EVA (Economic Value Added, ekonomická přidaná hodnota). Koncept EVA ukládá manažerům maximalizovat rozdíl mezi rentabilitou vloženého kapitálu a použitými náklady na tento kapitál. Právě přijetí tohoto konceptu je spojováno s očekáváním růstu efektivnosti alokace zdrojů a následným zvyšováním akcionářské hodnoty.

Ukazatel vznikl v konzultační firmě Stern Stewart Management Services na počátku devadesátých let minulého století v New Yorku a poměrně rychle se rozšířil jak v USA, tak západní Evropě. Oblíbenost ukazatele potvrzuje jak rostoucí počet firem, které jej používají, tak rostoucí zájem na akademické půdě. Popularita ukazatele měřená počtem citací v odborném tisku rostla v devadesátých letech exponenciálně. Ukazatel EVA se dočkal poměrně nekritického přijetí. Autoři jej označují jako nejlepší nástroj pro měření tvorby hodnoty firmy: „EVA je téměř o 50 % lepší ve vysvětlování změn v akcionářské hodnotě než jí podobné, na účetní bázi konstruované ukazatele“ (Stewart, 1994), nebo: „Dříve pro různé účely byly používány různé ukazatele – diskontovaný cash flow pro investiční rozhodnutí, jiný ukazatel pro vyhodnocení výkonnosti, ..., nyní EVA představuje ukazatel, který je všechny integruje a nabízí tak výborné vodítko k tvorbě akcionářské hodnoty“ (Walbert, 1994).

2 CÍL

Výše uvedená prohlášení autorů ukazatele a jeho stoupců vybízejí k jejich ověření. Této výzvy se v minulosti chopilo několik autorů a vznikla řada empirických studií zabývajících se vypovídací schopností ukazatele EVA, např. Biddle, Bowen, Wallace (1996), Turvey, Lake, Duren, Sparling (2000) nebo Feltham, Issac, Mbagwu, Vaidyanathan (2004). Nicméně mezi manažery českých podniků (potravinářské firmy nevyjímaje) je využívání ukazatele EVA stále omezeno nízkou úrovní poznání chování tohoto ukazatele.

Tento příspěvek se věnuje chování ukazatele EVA v podmínkách českého potravinářského průmyslu a snaží se tak nezávisle posoudit výše uvedená tvr-

zení o jeho kvalitách. Autoři ukazatele EVA mu přiřazují výjimečné vlastnosti ve srovnání s tradičními výkonnostními ukazateli. Cílem je proto prozkoumat vztah ukazatele EVA a tradičních výkonnostních ukazatelů ROA a ROE v konkrétních podmínkách českého potravinářského průmyslu.

Příspěvek je strukturován následovně – první a druhá část objasňují motivaci volby tématu a záměr výzkumu, třetí část nabízí charakteristiku zkoumaného ukazatele. Čtvrtá část je věnována formulaci testované hypotézy a následné konstrukci empiricky testovatelného modelu. Pátá část potom obsahuje samotnou analýzu a šestá, závěrečná část shrnuje dosažené poznatky.

3 CHARAKTERISTIKA ZKOUMANÉHO UKAZATELE A ODVOZENÍ POUŽITÉ METODY

3.1 Charakteristika ukazatele EVA

Ukazatel je charakterizován rozdílem mezi ziskem z operativní činnosti podniku a jeho kapitálovými náklady. Popisuje tak schopnost podniku dosahovat ekonomického zisku. Na rozdíl od tradičních ukazatelů finančního řízení koncipovaných na účetní bázi EVA nabízí možnost reflexe skutečných nákladů vynaložených na podnikání. Standardní učebnice finančního řízení uvádějí následující přednosti EVA:

- vykazuje úzkou vazbu na hodnotu akcií,
- umožňuje využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím,
- zahrnuje kalkulaci rizika,
- umožňuje hodnocení výkonnosti podniku a zároveň jeho ocenění.

Základní podoba vzorce pro výpočet ukazatele EVA je:

$$EVA = NOPAT - \text{Kapitál} * WACC, \quad (1)$$

kde:

NOPAT ... zisk z operativní činnosti podniku po dani (Net Operating Profit After Taxes),

Kapitál ... kapitál vázaný v aktivech, která slouží operativní činnosti podniku,

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

(Zdroj: Maříková, P., Mařík, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, Ekopress, 2001)

Veličiny, které jsou používány pro výpočet ukazatele EVA, není možné přímo vyčíst z účetních výkazů. Pro jejich získání je nutné provést konverzi účetních

dat. Autory ukazatele (Stern, Stewart)¹ byl vypracován seznam úprav účetních dat, který byl později specifikován i pro český účetní systém. Koncept EVA pracuje výhradně s veličinami vztahujícími se k **operativní činnosti** podniku. Pojem operativní se v našem účetnictví blíží pojmu provozní, ale může vykazovat některé věcné rozdíly oproti účetnímu provoznímu hospodářskému výsledku, tak jak jej pojímá účetní systém České republiky. Podle Maříkové (2005) je za operativní činnost považována ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Za neoperativní činnost bývají považovány všechny, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Příkladem může být investování dočasně volných peněz do cenných papírů, nebo obchodování s dočasně volnými pozemky podniku – běžně se tedy může stát, že některý výnos ve výsledovce vykázaný jako provozní ve skutečnosti nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností.

Model EVA pracuje s následujícími účetními veličinami:

- hospodářský výsledek operativních činností NOPAT
- tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva NOA, respektive Kapitál
- průměrné vážené náklady na kapitál WACC.

Jednotlivé veličiny je třeba kvantifikovat s ohledem na potřeby modelu EVA – tedy do výpočtu zařadit pouze ty veličiny, které přímo souvisejí ze základním podnikatelským účelem.

Propočet operativních aktiv NOA (Kapitálu)

Podle Maříkové, Maříka (2005) se operativní aktiva skládají z následujících položek:

- Aktiva vykazovaná v rozvaze podniku očištěná o neoperativní složky, kterými jsou:
 1. Finanční majetek – finanční majetek je z operativního hlediska možné rozdělit do dvou skupin, a to na provozně nutný – představují jej především peněžní prostředky nutné pro zajištění plynulého chodu podniku – a finanční majetek, který hraje v rámci aktiv spíše roli rezervy; představují jej různé formy cenných papírů. V tomto případě se nejedná o operativní aktivum, jehož přítomnost je z hlediska provozu nutná, a proto je třeba v modelu EVA od něj abstrahovat.
 2. Finanční investice – k finančním investicím je z operativního hlediska možné zaujmout opět dva postoje. Pokud se jedná o investice mající portfoliový charakter, potom s operativní činnos-

ti nemají nic společného a z celkových aktiv je nutno je vyčlenit. Pokud ve spojení s investicí dochází i k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společností, do kterých bylo investováno, potom taková investice je součástí provozních aktiv.

3. Vlastní akcie – nejsou součástí operativního majetku podniku, a proto musí být v modelu EVA z celkových aktiv vyčleněny.
 4. Nedokončené investice – tento majetek je sice obvykle provozně potřebný, není ale k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků, a proto by neměl být součástí operativních aktiv.
- Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví
 - Finanční leasing – leasing obvykle tvoří podstatnou část dlouhodobého majetku nutného pro provoz podniku, ačkoliv v této výši nebývá vykazován v rozvaze. Z tohoto důvodu je žádoucí toto aktivum do NOA započítat, a to pokud možno v tržní hodnotě.

Operativní leasing a nájem – argument pro zařazení aktiv užívaných podnikem v rámci operativního leasingu a nájmu mezi operativní aktiva je stejný jako u finančního leasingu.

Ekvivalenty vlastního kapitálu – vznikají důsledkem ocenění aktiv analyzovaného podniku z pohledu vlastníka v konfrontaci s oceněním v účetnictví. Tento rozdíl je zpravidla nejmenší u aktiv oběžného charakteru, větší pak u stálých aktiv. U pohledávek vzniká oceňovací rozdíl v důsledku možnosti vytváření opravných položek, které mohou vést k podceňování pohledávek a vzniku tichých rezerv, nebo naopak nadhodnocování této složky oběžných aktiv. U zásob rozdíly v oceňování vyplývají z existence různých metod používaných při oceňování zásob a u investičního majetku jsou oceňovací rozdíly způsobeny zejména odhlážením od růstu cen a vlivu technického pokroku. Z uvedených důvodů je třeba pro potřeby modelu EVA cenu aktiv upravit na jejich skutečnou hodnotu.

Stejný problém se týká rovněž aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky – jedná se například o náklady na výzkum a vývoj, náklady spojené se vstupem na nové trhy, náklady na marketing, náklady spojené s restrukturalizací podniku, respektive náklady, které není možné (ačkoliv zvyšují tržní hodnotu podniku) podle účetních standardů aktivovat. Takové náklady je třeba mezi operativní aktiva zahrnout.

- Krátkodobé, explicitně neúročené závazky – jedná se o typ krátkodobých závazků z obchodního styku, které jsou zpravidla dodavatelskými úv-

1 Stern, S. a kol.: EVA Financial Management, 1993

ry a nebývají explicitně úročené; finanční náklady s nimi spojené bývají zahrnovány do nákupních cen. V operativním hospodářském výsledku se tak objevují hodnoty, které nejsou předmětem operativní činnosti a stejně tak těmto závazkům odpovídající aktiva by neměla být součástí NOA. Proto je třeba majetek v hodnotě explicitně úročených závazků z operativních aktiv vyčlenit.

Propočet operativního hospodářského výsledku NOPAT

Důležitou zásadou při určení operativního hospodářského výsledku je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazeny do NOA, pak je nezbytně nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT. Pro dosažení uvedené symetrie je třeba v hospodářském výsledku z běžné činnosti provést zejména následující úpravy:

- vyloučení nákladových úroků, včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách – nejedná se o operace operativního charakteru,
- vyloučení mimořádných položek v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat; jedná se například o náklady na rekonstrukci, prodej investičního majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv a mimořádné odpisy majetku,
- zahrnutí vlivu změn vlastního kapitálu – položky, o které byl upraven vlastní kapitál, je třeba zohlednit i při výpočtu operativního provozního výsledku:
 - vliv aktivace nákladů s předpokládanými dlouhodobými účinky, tyto náklady je třeba vypustit a nahradit odhadem odpisovaných nákladů,
 - zohlednění zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky,
- vyloučení nákladových a výnosových operací, které plynou z existence krátkodobého finančního majetku a finančních investic, které mají charakter rezervy a jejichž přítomnost v majetku podniku není provozně nutná,
- odpočet daně z příjmu, která odpovídá výši zjištěného NOPAT.

Propočet nákladů na kapitál

Náklady na kapitál v modelu EVA určují minimální rentabilitu celkového vloženého kapitálu. Jsou počítány jako průměrné vážené náklady na kapitál za využití tradičního vzorce:

$$WACC = k_e E/V + k_d D/V (1-TR),^2 \quad (2)$$

kde:

- $D/V \dots$ je poměr dluhu k celkové hodnotě firmy,
- $E/V \dots$ je poměr vlastního jmění k celkové hodnotě firmy a je roven $1-D/V$,
- $k_e \dots$ je požadovaná míra výnosnosti vlastního kapitálu
- $k_d \dots$ je požadovaná úroková míra dluhu
- $TR \dots$ je daňová sazba
- $WACC \dots$ vážený průměr nákladů na kapitál s účinkem daňového štítu.

Při určování požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu je třeba na tuto hodnotu pohlížet jako na alternativní výnos investovaného kapitálu při stejné výši celkového rizika. Požadovaná výnosnost by měla zahrnovat odměnu za odklad spotřeby a odměnu za výši přijatého rizika – jak obchodního, tak finančního. Pro praktické vyjádření požadované návratnosti vlastního kapitálu při zohlednění rizikovosti investice většina autorů (např. Maříková, P., Mařík, M. (2005) nebo Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., Thakor, A. V. (1997)) doporučují model pro oceňování kapitálových aktiv CAMP (Capital Asset Pricing Model)³.

3.2 Odvození metody pro vyhodnocení kvality ukazatele EVA

3.2.1 Výběr výkonnostních ukazatelů pro porovnávání

Skupina ukazatelů finanční analýzy určených pro hodnocení výkonnosti podniku je standardně označována jako ukazatele rentability. Jedním z nejčastěji užívaných ukazatelů výnosnosti je rentabilita celkového vloženého kapitálu ROA. Ukazatel vyjadřuje celkovou efektivnost podnikání a bude proto jedním z konkurentů ukazatele EVA při vzájemné komparaci.

Druhým ukazatelem pro vzájemné srovnávání je ukazatel ROE – rentabilita vlastního kapitálu. Podstata uvedeného ukazatele, který vyjadřuje návratnost kapitálu investovaného výhradně vlastníky, je ukazateli EVA bližší než v případě ROA. Učebnice finanční analýzy uvádějí, že pro vlastníky podniku je tento ukazatel klíčovým měřítkem toho, jak byly prostředky, které do podniku vložili, zhodnoceny. Právě tuto ambici má i ukazatel EVA.

3.2.2 Formulace testované hypotézy

V posledním uplynulém desetiletí bylo vypracováno několik empirických studií, které na vzorku firem z různých oborů činnosti, operujících v pod-

² Viz Kaen, F. R. (1995)

³ Viz Brealey, R. A., Myers, S. C. (1999)

mínkách vyspělých tržních ekonomik, posuzovaly vypovídací schopnost ukazatele EVA. (Např. Biddle, G., Bowen, R. M., Wallace, J. W., (1996), Kramer, Pushner, (1997), nebo Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., Thakor, A. V., (1997)). Jednotlivé studie si většinou kladly za cíl ukázat, že ukazatel EVA má v daných podmínkách užší vztah k výkonnosti firmy než tradiční ukazatele finanční analýzy. Ačkoli panuje poměrně široká shoda, že z teoretického hlediska EVA překonává tradiční výkonnostní ukazatele, závěry většiny empirických studií doposud neprokázaly exkluzivní postavení ukazatele EVA, tak jak jej proklamují Stern Stewart Management Services. Jeden ze standardně používaných empirických argumentů proti nadřazenosti EVA vychází ze statistického prozkoumání vzájemného vztahu mezi tradičními výkonnostními ukazateli na straně jedné a ukazatelem EVA na straně druhé. Předpokládá se přitom, že je-li zjištěna těsná lineární závislost, nenabízí EVA přes její vyšší teoretickou propracovanost pro vlastníky lepší vypovídací schopnosti.

V rámci předkládaného příspěvku bude tento argument prověřen na vzorku firem potravinářského průmyslu v České republice. Lze předpokládat, že právě tento vzorek umožní zdůraznit rozdíly mezi ukazatelem EVA a tradičními výkonnostními ukazateli a posoudit otázku, v jaké míře disponují tradiční výkonnostní ukazatele schopnostmi dostatečně uspokojivě vysvětlovat hodnoty EVA na základě lineární závislosti. Toto očekávání je motivováno dvěma okolnostmi, které se týkají výpočtu ukazatele EVA a prostředí českého potravinářského sektoru.

Firmy potravinářského sektoru jsou specifické svým postavením ve výrobné vertikále. Jelikož stojí na předposledním místě výrobné vertikály ve směru ke spotřebiteli, tvoří velkou část jejich nákladů výdaje na propagaci, marketing, vědu a výzkum. Jedním z hlavních argumentů autorů ukazatele EVA je, že právě tyto položky by měly být zahrnovány mezi investiční výdaje (nikoliv mezi běžné výdaje) a zohledňovat tak budoucí výkonnostní potenciál firmy. Autoři ukazatele EVA do jeho konstrukce tuto skutečnost promítli.

V průběhu posledního desetiletí se mezi českými firmami rozšířilo využívání alternativních forem externího financování jako je finanční a operativní leasing. Český účetní systém na rozdíl od IAS tyto formy financování nezahrnuje do celkové bilanční sumy. Konstrukce ukazatele EVA tyto formy financování zohledňuje a při výpočtu provádí příslušné účetní korekce.

Obě tyto skutečnosti představují pro podniky českého potravinářského průmyslu poměrně výrazné aspekty a vybízejí tak navzdory výsledkům předchozích studií ke statistickému prověření následující hypotézy:

Mezi ukazatelem EVA a tradičními výkonnostními ukazateli českých potravinářských podniků neexistuje těsná lineární závislost, která by poukazovala na shodné vypovídací schopnosti obou ukazatelů pro vlastníky firmy.

Pokud není empirická evidence v souladu s touto hypotézou, resp. pokud nejsou tradiční výkonnostní ukazatele schopny dostatečně uspokojivě vysvětlit hodnoty EVA, potom se není možné (za předpokladu teoretické nadřazenosti ukazatele EVA) ztotožňovat s doporučeními řady autorů, že vlastníkům firem postačí využívat pouze tradičních nástrojů posuzování výkonnosti.

3.2.3 Statistický test

Pro zjištění vztahu mezi zkoumanými ukazateli bude využito statistického modelu jednoduché lineární regrese dané následující rovnicí:

$$EVA_i = a + b * X_i$$

kde za EVA_i budou dosazovány příslušné hodnoty ekonomické přidané hodnoty jednotlivých zkoumaných firem za konkrétní účetní období, X_i představuje závislou proměnnou, za kterou budou dosazovány hodnoty příslušných tradičních výkonnostních ukazatelů ROA a ROE , označení a a b jsou použita pro odhady koeficientů regresní přímky. Hypotéza bude testována na hladině významnosti 5 %.

3.2.4 Data

Zkoumaný soubor zahrnuje 31 údajů o vztahu ekonomické přidané hodnoty a ukazatelů rentability u potravinářských podniků České republiky. Pro účely této studie budou využita data získaná z projektu „The EVA™ Ranking Czech Republic“, který je společným projektem společností Stern Stewart & Co., Central European Capital CZ, s. r. o. a Čekia, a. s. a každoročně zveřejňuje žebříček 100 společností v České republice s nejlepší schopností vytvářet ekonomickou přidanou hodnotu. Kritériem pro zařazení do zkoumaného souboru je příslušnost firmy do sektoru výroby potravin a nápojů. Datovým zdrojem pro výpočet ukazatelů rentability vybraných firem je převážně Obchodní věstník, eventuelně on-line verze obchodního rejstříku a na ní přístupné výroční zprávy zkoumaných společností.

4 ANALÝZA A ZHODNOCENÍ JEJÍCH VÝSLEDKŮ

Empirickou část tohoto příspěvku je pro ilustraci vhodné uvést tabulkou ukazující pořadí jednotlivých potravinářských podniků ve výkonnosti hodnocené podle zkoumaných výkonnostních ukazatelů. Jed-

notlivé společnosti jsou v tabulce uvedeny v pořadí od společností s nejlepší schopností tvořit ekonomickou přidanou hodnotu po společnosti s nejhorší ekonomickou přidanou hodnotou. Podle výše provedené úvahy by ve prospěch shodné vypovídací schopnosti zkoumaných ukazatelů svědčilo stejné pořadí jednotlivých firem řazených podle obou skupin výkonnostních ukazatelů. Výsledky uvedené v tabulce č. I ovšem poukazují na značné rozdíly v informačním obsahu jednotlivých ukazatelů. Firmy, jejichž schopnost vytvářet ekonomickou přidanou hodnotu

je hodnocena jako nejlepší, se zpravidla v hodnocení výkonnosti podle tradičních výkonnostních ukazatelů pohybují mezi průměrnými podniky. Určitou shodu je možné pozorovat mezi nejhoršími podniky, které jsou v žebříčku úspěšnosti shodně řazeny na poslední místa jak podle ukazatele EVA, tak podle tradičních výkonnostních ukazatelů. Rozdíl v pořadí při hodnocení úspěšnosti podniků podle ukazatelů ROA a ROE je způsoben rozdíly v kapitálové struktuře a následnému účinku finanční páky.

I: Seřazení potravinářských podniků podle dosažených hodnot ukazatelů EVA, ROA a ROE

Pořadí podle EVA	Potravinářské podniky	Pořadí podle ROA	Pořadí podle ROE
1	Opavia–LU, a. s. (2003)	10	15
2	Wrigley, s. r. o. (2000)	1	1
3	Karlovarské minerální vody, a. s. (2002)	12	16
4	Opavia–LU, a. s. (2001)	6	12
5	Stock Plzeň, a. s. (2000)	3	3
6	Stock Plzeň, a. s. (1999)	7	13
7	Karlovarské minerální vody, a. s. (1999)	11	17
8	Opavia–LU, a. s. (2000)	14	19
9	Wrigley, s. r. o. (1999)	2	7
10	Danone, a. s. (2003)	17	18
11	Karlovarské minerální vody, a. s. (2000)	18	20
12	Vitana, a. s. (2003)	23	24
13	Kofola, a. s. (2003)	13	8
14	Povltavské mlékárny, a. s. (2001)	5	11
15	Pivovar Radegast, a. s. (2000)	26	23
16	Jihočeská drůbež, a. s. (2001)	15	6
17	Pivovar Velké Popovice, a. s. (2000)	8	10
18	Karlovarské minerální vody, a. s. (2001)	19	21
19	Carla, s. r. o. (2003)	4	4
20	Pivovar Velké Popovice, a. s. (1999)	9	5
21	Jihočeská drůbež, a. s. (2002)	21	14
22	AGRO CS, a. s. (1999)	16	2
23	Povltavské mlékárny, a. s. (1999)	20	22
24	AGRO CS, a. s. (2000)	22	9
25	Povltavské mlékárny, a. s. (2000)	24	25
26	Sladovna Hodonice, a. s. (1999)	27	29
27	Jihočeská drůbež, a. s. (2000)	29	28
28	Česká droždářská společnost, a. s. (2002)	25	26
29	Maso Planá, a. s. (2000)	30	30
30	Plzeňský prazdroj, a. s. (2000)	28	27

Výsledky regresní analýzy uvedené v tabulce č. II indikují v obou případech existenci pozitivní závislosti ukazatele EVA na účetních ukazatelích výkonnosti (ROA, ROE). Jak parametr b , tak i koeficient determinace R^2 vykazují v obou případech požadovanou statistickou významnost (v případě ukazatele ROA je regresní model statisticky významný na hladině 0,001 %). Zjištěné hodnoty R^2 (v případě ROA 0,44 a u ROE dokonce pouhých 0,17) však svědčí jen o velmi omezených vypovídacích schopnostech ukazatelů ROA a ROE při vysvětlování hodnot ukazatele EVA. Tato skutečnost je v souladu s testovanou hypotézou. Podle empirická evidence výkonnosti podniků potravinářského průmyslu v České republice EVA sice závisí na tradičních výkonnostních ukazatelích, míra této závislosti je však natolik nízká, že

ji nelze považovat z hlediska zastupitelnosti nebo nahrazení ukazatele EVA tradičními ukazateli výkonnosti za dostačující. Naopak, zvláště pokud je z hlediska teorie firemních financí ukazatel EVA považován za komplexnější ukazatel výkonnosti firmy pro její vlastníky, výsledky analýzy jednoznačně vybízejí k dalšímu ekonometrickému výzkumu za účelem odhalování toho, co zůstává tradičními výkonnostními ukazateli nevysvětleno. Přestože se ve zkoumaném vzorku prosazovala celkově pozitivní závislost ukazatele EVA na tradičních výkonnostních ukazatelích jako ROA a ROE, nabízí se věnovat pozornost – nejlépe formou případových studií – těm podnikům, u nichž došlo k nejvýraznějším odchylkám v předpovědi ukazatele EVA na základě tradičních výkonnostních ukazatelů.

II: Lineární regrese $EVA_i = a + b * ROE_i$ a $EVA_i = a + b * ROA_i$

Nezávislá proměnná	R2	Koeficient b	F-statistika	
			Hranice	naměřená hodnota
ROA	0,44850	600233,6	4,2	22,77103
ROE	0,17188	214241,2	4,2	5,811525

5 DISKUSE

Ukazatel EVA nemůže představovat odpověď na volání po komplexním ukazateli, jehož sledováním by vlastníci firem za všech okolností maximalizovali hodnotu svých investic. Takové očekávání zřejmě nemůže naplnit žádný ukazatel, který se nutně musí opírat o modelové zjednodušování mnohostranné a stále se měnící reality firemních financí. Na druhou stranu, jak bylo v příspěvku ukázáno, nelze ukazatel EVA jednoduše zavrhnout a nahradit tradičními ukazateli. I když v celkovém souhrnu existuje pozitivní korelace mezi těmito ukazateli a ukazatelem EVA, zůstává příliš mnoho variability nevysvětleno. V řadě případů jsou vyšší hodnoty ROA a ROE dokonce spojeny s nižší úrovní EVA.

Na význam tohoto ukazatele ve finanční praxi ukazuje například transformace českého formátu účetních výkazů, která bývá standardně prováděna v rámci finanční analýzy v úvěrovém procesu a která přesouvá řadu položek právě ve směru, který je zapotřebí pro výpočet ukazatele EVA.

Ukazatel EVA si proto zaslouží pozornost dalšího výzkumu. Komparace jeho vypovídacích schopností s tradičními ukazateli by měla sledovat především kritérium užítku pro vlastníky. V této oblasti však bude výzkum muset čelit zejména nedostatku vhodných dat o podnicích potravinářského průmyslu v České republice. Inspirativní závěry však rovněž slibuje zevrubná finanční analýza těch potravinářských podniků, které zaznamenaly největší odchylky v předpovědi ukazatele EVA na základě hodnot ROA, respektive ROE.

SOUHRN

Volba tématu předkládaného příspěvku je motivována rostoucí popularitou ukazatele EVA a potřebou zefektivnit řídicí proces firem českého potravinářského průmyslu. Podle stoupenců ukazatele přijetí principu ekonomické přidané hodnoty na všech úrovních podniku povede ke zvýšení efektivnosti řízení, alokace kapitálu a tím zvýšení hodnoty firmy. Ačkoli panuje poměrně široká shoda, že z teoretického hlediska EVA překonává tradiční výkonnostní ukazatele, závěry většiny empirických studií doposud neprokázaly exkluzivní postavení ukazatele EVA. Jeden ze standardně používaných empirických argumentů proti nadřazenosti EVA vychází ze statistického prozkoumání vzájemného vztahu mezi tradičními výkonnostními ukazateli na straně jedné a ukazatelem EVA na straně druhé. Navzdory většině výsledků realizovaných studií je (vzhledem ke specifikám českého potravinářského průmyslu) v tomto

příspěvku testována hypotéza, že mezi ukazatelem EVA a tradičními výkonnostními ukazateli českých potravinářských podniků neexistuje těsná lineární závislost, která by poukazovala na shodné vypovídací schopnosti zkoumaných ukazatelů pro vlastníky firmy. Použitý regresní model podporuje uvedenou hypotézu a ukazuje, že nelze ukazatel EVA jednoduše zahrnout a nahradit tradičními ukazateli.

ekonomická přidaná hodnota, tradiční výkonnostní ukazatele, informační obsah

Tento příspěvek vznikl v rámci řešení grantového projektu GAČR č. 402/06/P206 „Výzkum možností a mezi využití ukazatele EVA ve finančním řízení potravinářských podniků ČR“.

LITERATURA

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. East Publishing Praha, 1999. ISBN 80-85605-24-4
- BACIDORE, J. M., BOQUIST, J. A., MILBOURN, T. T., THAKOR, A. V.: The search for the best financial performance measure. *Financial Analysis Journal* 53(3): 11–20. 1997.
- BIDDLE, G., BOWEN, R. M., WALLACE, J. W.: Does EVA beat earnings: Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 1996.
- BIDDLE, G., SEOW, G., SIEGEL, A.: Relative versus incremental information content. *Contemporary accounting research* 12, 1995.
- FELTHAM, G. D., ISAAC, G. E., MBAGWU, C. AND G. VAIDYANATHAN: Perhaps EVA Does Beat Earnings – Revisiting Previous Evidence. *Journal of Applied Corporate Finance* 16(1): 83–88, 2004.
- KAEN, F. R.: *Corporate Finance, Concepts and Policies*. Cambridge, 1995. ISBN 1557865124
- KRAMER, J. K., PUSHNER, G.: An empirical analysis of economic value added as a proxy for market value added. *Financial Practice and Education*, Spring/Summer, 41–49, 1997.
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-36-X
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*, Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0
- STEWART, S.: EVA Roundtable. *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 1994.
- WALBERT, L.: The Stern Steward performance 1000: Using EVA to build market value. *Journal of Applied Corporate Finance* 6, 1994.
- TURVEY, C. G., LAKE, L., DUREN, E., SPARLING, D.: The Relationship between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms. *Agribusiness*, Vol. 16, No. 4., 2000.
- Obchodní věstník
www.justice.cz
Česká kapitálová informační agentura, a. s. (ČEKIA)

Adresa

Ing. Gabriela Chmelíková, Ph.D., Ústav podnikové ekonomiky, Mendelova lesnická a zemědělská univerzita v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno, Česká republika, e-mail: chmelikova.gabriela@seznam.cz