

UKAZATEL EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA) A SCHOPNOST FIRMY VYTVÁŘET AKCIONÁŘSKÉ BOHATSTVÍ

G. Chmelíková

Došlo: 30. června 2007

Abstract

CHMELÍKOVÁ, G.: *EVA measure and ability of the firm to create shareholder wealth*. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2007, LV, No. 6, pp. 65–74

This paper is devoted to the possibilities of Economic Value Added index usage in the conditions of Czech food-processing industry and is trying to provide independent empirical evidence on the indicator's qualities. The EVA proponents attach to it a superiority compared to other common performance measures. The aim of this article is to investigate the relationship between Economic Value Added, traditional performance measures (ROA and ROE) and ability of creation of shareholder wealth for food-processing firms in the Czech Republic. The way of intended comparison is not dissimilar to the main world studies, which are quoted in this paper. A critical point of the EVA's application in the conditions of Czech economy is a lack of good quality information from capital market, which at the same time, serve as an exogenous criterion for assessing the quality of the examined measures in the mentioned studies. In the absence of quality capital market information, a criterion for assessing the information content of performance measures suitable for conditions of Czech economy is developed in this paper. This also shows how to circumvent the handicap of the available data.

The intent of this article is fulfilled by providing a simple regression test of the hypothesis, that the EVA measure is more associated with improved shareholder wealth than traditional performance measures ROA and ROE. The results of regression analysis show higher quality information content of EVA indicator in the relationship to the ability of shareholder wealth creation than traditional performance measures. This fact supports the tested hypothesis as well as the conclusions of corporate finance theory, that from the theoretical point of view EVA is seen as a superior performance metric.

Economic Value Added, traditional performance metrics, information content, food-processing sector, shareholder wealth

Cílovým bodem chování každého podnikatelského subjektu je z dlouhodobého hlediska maximalizace jeho hodnoty. Maximalizace hodnoty má za následek růst bohatství vlastníků firmy. Pro řízení firmy v souladu s uvedeným tvrzením je ovšem nutné toto kritérium operacionalizovat. Je třeba najít nástroj, který z praktického hlediska umožňuje sledovat toto kritérium, který umožní procesy v podniku řídit tak, aby bylo dosaženo uvedeného cíle. Firmy jsou řízeny na základě kombinace strategických cílů a cílů finančních. Strategickými cíli se zpravidla rozumí např. rozvoj nových technologií, rozšíření obsluhovaných tržních segmentů, zvětšení

tržního podílu firmy atd. Finanční cíle potom umožňují kvantifikovat strategické cíle a transformovat je tak do měřitelné a tím i kontrolovatelné podoby. Finanční cíle jsou formulovány a sledovány pomocí finančních ukazatelů, které se opírají o datovou základnu účetních výkazů. Ve vztahu k hodnocení výkonnosti firmy se tradičně jedná především o různé úrovně hospodářských výsledků a z nich odvozené ukazatele rentability (zejména ROE a ROA). Slabina těchto tradičních ukazatelů ovšem spočívá v jejich neschopnosti zohledňovat jak rizikovost firmy, tak abstrahovat od mimořádných událostí v hospodaření podniku.

V poslední době se při hodnocení výkonnosti firem začal používat nově konstruovaný ukazatel, který výše uvedenými „neduhy“ netrpí. Jedná se o ukazatel označovaný jako ekonomická přidaná hodnota (EVA). *Cílem tohoto článku je posoudit kvalitu informačního obsahu tohoto ukazatele v konkrétních podmínkách českého potravinářského průmyslu ve vztahu ke schopnosti firmy vytvářet akcionářské bohatství.*

Příspěvek je strukturován následovně – první část objasňuje motivaci volby tématu a záměr výzkumu, druhá část nabízí charakteristiku zkoumaného ukazatele EVA. Třetí část je věnována hledání objektivního kritéria pro posouzení informačního obsahu ukazatele EVA a tradičních výkonnostních ukazatelů v podmínkách českého hospodářství. Čtvrtá část popisuje použité metody a data – zahrnuje formulaci testovaných hypotéz a následné konstrukce empiricky testovatelných modelů. Šestá část obsahuje analýzu a závěrečná část shrnuje dosažené poznatky.

Ukazatel ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Vytváření hodnoty je podmíněno skutečností, že výdělků firmy převyšují náklady na tyto výdělků vynaložené. Neboli 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 v západní Evropě. 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.

Základní podoba vzorce pro výpočet ukazatele EVA je:

$$EVA = NOPAT - Kapitál * WACC^1, \quad (1)$$

kde:

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

Kapitál ... kapitál vázaný v čistých operativních aktivech (NOA – Net Operating Assets), která slouží operativní činnosti podniku,

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

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 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 (2001) je za operativní činnost považována ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Za neoperativní činnost bývají považovány všechny ty, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Příkladem může být investování dočasné 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.

Hledání objektivního kritéria pro posouzení informačního obsahu ukazatele EVA a tradičních výkonnostních ukazatelů v podmínkách českého hospodářství

Podle stoupenců tohoto ukazatele existuje rovněž statisticky prokazatelná vazba mezi hodnotou ukazatele EVA a schopností firmy vytvářet akcionářské bohatství. Tvorbou akcionářského bohatství se přitom rozumí příjmy vlastníků firmy plynoucí z vlastnictví akcií nebo jiných forem podílů na vlastním kapitálu. Autoři ukazatele Stern Stewart Management Services jej označují jako nejlepší nástroj pro měření tvorby hodnoty firmy: „EVA vybočuje z řady ukazatelů jako nejlepší jednoduchý ukazatel pro měření tvorby akcionářského bohatství“ (Stewart, 1994).

V posledním uplynulém desetiletí bylo vypracováno několik empirických studií, které na vzorku firem z různých oborů činnosti, operujících v podmínkách vyspělých tržních ekonomik, posuzovaly vypořádanost schopnost ukazatele EVA ve vztahu k růstu

1 Zdroj: Maříková, P., Mařík, M. (2001)

bohatství vlastníků (např. Biddle, Bowen, Wallace, 1996; Kramer, Pushner, 1997; nebo Turvey, Lake, Duren a Sparling, 2000). 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. Výsledky většiny studií dopadly v neprospěch ukazatele ekonomická přidaná hodnota.

Jak bylo již výše zmíněno, za cílový bod chování firmy je považováno vytváření bohatství akcionářů. Kvalita vypovídací schopnosti zkoumaných ukazatelů by proto měla být posuzována ve vztahu k tomuto kritériu. Protože proklamovaným cílem každého výkonnostního ukazatele je co nejlépe popisovat tvorbu akcionářské hodnoty, jeví se jako nejvhodnější kritérium pro posuzování zkoumaných ukazatelů jejich vztah k tvorbě akcionářského bohatství prostřednictvím výnosu na akcii. V případě ekonomik s rozvinutým kapitálovým trhem je nejvhodnější měřit akcionářskou návratnost prostřednictvím výdělků na kapitálovém trhu. Akcionáři dosahují výdělků dvěma cestami – přes dividendy a přes kapitálové zisky. Akcionářská návratnost $R_{j,t}$ firmy j za období t potom může být specifikována jako:

$$R_{j,t} = \frac{D_{j,t} + (P_{j,t} - P_{j,t-1})}{P_{j,t-1}}, \quad (2)$$

kde $D_{j,t}$ jsou vyplacené dividendy za období $t - 1$ až t a $P_{j,t}$ je cena akcie na konci období t .²

Výnos plynoucí z růstu cen akcií a dividend je beze sporu, z hlediska sledování zájmu vlastníků, objektivním kritériem pro hodnocení výkonnosti firmy. Žádný jiný výkonnostní ukazatel nemůže být lépe korelován s tvorbou akcionářské hodnoty, respektive s výnosem na akcii, než výnos sám. Je tedy nasnadě, aby za nejvhodnější ukazatel pro posuzování výkonnosti firmy byl považován výnos na akcii. Tradičně ovšem vyvstávají některá „ale“:

- Jedním z požadavků kladených na kvalitní výkonnostní ukazatel je schopnost věrně odrážet práci manažerů a umožňovat jejich efektivní odměňování. Vývoj výnosů z akcií se rovněž velmi často stává předmětem kontraktů mezi vlastníky a manažery podniků, kteří jsou na základě vyhodnocování zvoleného parametru odměňováni. Nevýhodou používání ukazatele výnosu z akcií jako univerzálního výkonnostního ukazatele je skutečnost, že vývoj akciových kurzů je ovlivňován celou řadou exogenních faktorů, které stojí mimo kontrolu manažerů³.

- Tradiční výkonnostní ukazatele jako ROA a ROE, ale i ukazatel EVA, mohou být aplikovány i pro hodnocení zaměstnanců na nižších úrovních. Tuto možnost akciový výnos nenabízí. Manažeři na středních a nižších pozicích mají ve srovnání s „top“ managementem ještě omezenější možnosti ovlivňovat vývoj cen akcií.
- V případě hledání vhodného výkonnostního ukazatele pro podniky českého potravinářského průmyslu jsou možnosti využití akciového výnosu omezené. Část zkoumaného vzorku potravinářských firem totiž tvoří podniky s právní formou společnosti s ručením omezeným, pro které je údaj o zhodnocení vlastního kapitálu na kapitálovém trhu nedostupný. Lepší situace ovšem není ani u podniků s právní formou akciová společnost, neboť většina těchto firem není, navzdory rozvíjejícímu se kapitálovému trhu, pravidelně obchodována na burze cenných papírů, eventuálně u jiného organizátora kapitálového trhu.
- Exogenní (např. spekulativní) a mimořádné vlivy působící na hodnoty ukazatele výnos na akcii výrazně omezují jeho predikční schopnosti. Přitom právě budoucí vývoj je pro podnikohospodářské rozhodování s cílem maximalizace hodnoty firmy zásadní. Přestože ukazatel EVA vychází rovněž z údajů o minulém vývoji, svou konstrukcí je výrazně očištěn nejen o exogenní faktory, ale zejména o vlivy mimořádného charakteru. To mu umožňuje lépe predikovat budoucí hodnoty na základě minulého vývoje.

Efektivní výkonnostní ukazatel by na jedné straně měl být co nejlépe korelován s tvorbou akcionářské hodnoty, na druhé straně by měl být oproštěn od výše uvedených nedostatků typických pro výnos na akcii. Tato dichotomie je primární výzvou pro každý dobrý výkonnostní ukazatel.

Z výše uvedených důvodů není vhodné ukazatel akcionářské návratnosti řadit mezi běžně používané výkonnostní ukazatele. Na druhou stranu jako hodnotící kritérium pro kvalitu vypovídací schopnosti těchto ukazatelů se jeví být ideálním, a proto byl v řadě výše zmíněných vědeckých studií použit jako indikátor kvality informačního obsahu těchto ukazatelů. Okolnosti rozvinutosti kapitálového trhu v České republice ovšem neumožňují použití tohoto přímočarého modelu. Většina potravinářských firem ve zkoumaném vzorku totiž neobchoduje své akcie na veřejném trhu. Některé firmy mají navíc právní uspořádání – společnost s ručením omezeným. Je proto třeba najít

2 Zdroj: Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., Thakor, A. V. (1997)

3 Viz Milbourn (1996)

alternativní způsob pro objektivní hodnocení výkonnosti firmy.

Problematickou alternativního vyjádření tržní hodnoty firmy se zabývá disciplína oceňování podniku. Při oceňování podniku se zpravidla vychází z předpokladu, že akcionářská hodnota a tržní hodnota vlastního kapitálu jsou dvě totožné hodnoty. Podle dnes převládajících teorií by tržní hodnota měla zároveň odpovídat současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie nebo jiného podílu na vlastním jmění. Jak uvádí Mařík (2003), tyto příjmy se skládají:

- z plateb podniku pro investora (dividendy),
- z plateb „třetích“ osob ve prospěch investora (např. plateb souvisejících s prodejem a nákupem akcií).

Aproximací tržní hodnoty některou z moderních metod oceňování podniku se potom za předpokladu této definice dopracujeme k současné hodnotě čistých výnosů investora, neboli k charakteristice schopnosti firmy vytvářet akcionářské bohatství. Takto zjištěná charakteristika potom může být zvolena jako hodnotící kritérium pro schopnost výkonnostních ukazatelů popisovat tvorbu akcionářské hodnoty.

Metody zabývající se oceňováním podniku jsou zpravidla členěny do tří skupin:

- metody ocenění na základě analýzy výnosů
- metody založené na analýze kapitálového trhu
- metody ocenění na základě analýzy majetku.

S ohledem na datové možnosti výzkumu kvality vypovídací schopnosti výkonnostních ukazatelů u podniků českého potravinářského průmyslu se jako nejvhodnější pro aproximaci tržní hodnoty jeví skupina metod ocenění na základě analýzy výnosů. Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Jak bylo již výše uvedeno, v případě vlastníka se jedná o dividendy a výnosy plynoucí ze změny cen akcií. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jaká veličina je pod těmito výnosy konkrétně uvažována, jsou pak rozlišovány jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku.

Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy i reálným vyjádřením užitku z drženého statku a přesně tedy odrážejí teoretickou

definici hodnoty. Metoda diskontovaných peněžních toků se vyskytuje ve více variantách, z nichž pro aproximaci tržní hodnoty vlastního kapitálu se jako nejvhodnější jeví metoda DCF (Discounted Cash Flow) Equity⁴. Metoda DCF Equity vyčísluje bezprostředně hodnotu vlastního kapitálu a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky.

Podstatou metody DCF Equity je diskontování volného peněžního toku pro vlastníky, který je těmito vlastníky v budoucnu očekáván. V praxi je obvyklá standardní dvoufázová metoda ocenění, která vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze pak bývá označována jako pokračující hodnota. Při sestavování prognózy obvykle vyvstává problém s určením délky jednotlivých fází. V případě aplikace této metody na hodnocení kvality vypovídací schopnosti posuzovaných výkonnostních ukazatelů je rozhodnutí o rozdělení jednotlivých fází poměrně jednoduché. Délka první fáze je totiž determinována dostupností účetních výkazů pro jednotlivé zkoumané podniky po roce, ve kterém je u těchto podniků známa hodnota ukazatele EVA. U zamýšleného vzorku podniků pro testování vypovídací schopnosti ukazatele EVA je tato řada dlouhá pět účetních období, což je délka, která při oceňování bývá pro první fázi běžně používána.

Hodnota vlastního kapitálu podle dvoufázové metody se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$HVK = \sum_{t=1}^s FCFE_t \frac{1}{1+i} + \frac{PH}{(1+i)^s}, \quad (3)$$

kde:

HVK ... tržní hodnota vlastního kapitálu

i ... diskontní míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

PH ... pokračující hodnota

FCFE ... provozní peněžní tok pro vlastníky⁵.

Pro kvantifikaci pokračující hodnoty existuje několik technik. Nejčastěji používaná a pro potřeby této studie nejvhodnější je technika diskontování nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků. Pro fázi charakterizovanou pokračující hodnotou je předpokládán stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněž-

4 Klasifikace metod ocenění na základě výnosů a jejich charakteristika – viz Mařík, M. (2003).

5 Zdroj: Mařík, M. a kol. (2003)

ních toků. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec, který má následující podobu:

$$PH_5 = \frac{FCFE_5}{i - g}, \quad (4)$$

kde:

PH_5 ... pokračující hodnota v 5. roce

i ... diskontní míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

g ... předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

$FCFE$... provozní peněžní tok pro vlastníky.

V případě zjišťování pokračující hodnoty podniků v zamýšleném zkoumaném vzorku můžeme předpo-

kládat nulové tempo růstu, neboť nám při porovnávání nejde o stanovení absolutní tržní hodnoty kapitálu, nýbrž o její relativní vyjádření ve vztahu ke zkoumaným ukazatelům. S předpokladem nulového tempa růstu použijeme výpočet tzv. věčné renty:

$$PH_5 = \frac{FCFE_5}{i}. \quad (5)$$

Východiskem pro kvantifikaci volného peněžního toku pro vlastníky FCFE je provozní peněžní tok, který je třeba očistit o investice, které jsou podmínkou pro udržení určité výše peněžních toků v budoucnosti, a dále o peněžní tok náležející věřitelům. Schéma výpočtu FCFE (Free Cash Flow to Equity) je podle Maříka (2003) následující:

Korigovaný provozní hospodářský výsledek po upravených daních (ZP)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
– Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
– Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky
– Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít
– Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

(6)

FCFE je počítáno nepřímou metodou, kde východiskem je výsledek hospodaření – v uvedeném schématu se jedná o korigovaný provozní výsledek hospodaření. Kategorie korigovaný provozní hospodářský výsledek se v terminologii českého účetnictví nejvíce blíží provoznímu hospodářskému výsledku, který je následně upravován do žádoucí podoby. Při provádění úprav je doporučována platnost následujících zásad:

- Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se pravidelně neopakují, protože hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru.
- Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným.

Konkrétní doporučení pro postup při úpravě hospodářského výsledku pro výpočet FCF je uveden v řadě publikací, např. Mařík (2003).

Validita výsledku oceňování vlastního kapitálu na základě analýzy budoucích výnosů plynoucích vlastníků je, podobně jako všechny metody ocenění na základě výnosů, deformována nepřesností odhadů zkoumaných budoucích výnosů. Odhad této veli-

činy je totiž postaven na kvalitním provedení prognózy tržeb, která vyžaduje jednak analýzu a prognózu relevantního trhu zkoumaného podniku a pak také analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly samotného podniku. Kvantifikace uvedených kategorií ovšem připouští určitou míru subjektivního přístupu k řešení úkolu, což má za následek omezenou exaktnost prognózy tržeb a následně odhadu budoucích výnosů. V případě aplikace této metody k hodnocení kvality výkonnostních ukazatelů na zkoumaném vzorku potravinářských podniků je tento nedostatek z větší části potlačen. U všech zkoumaných podniků jsou totiž k dispozici údaje o jejich hospodářském vývoji i po roce, pro který je známa hodnota posuzovaných ukazatelů a to v relativně dlouhém časovém období. Ve většině případů je časová řada dlouhá pět účetních období, což umožňuje poměrně přesné zpětné určení tržní hodnoty vlastního kapitálu.

Aproximací tržní hodnoty vlastního kapitálu metodou diskontování budoucích výnosů plynoucích z tohoto kapitálu tak získáme vhodné kritérium pro posuzování kvality výkonnostních ukazatelů z pohledu vlastníka podniku.

Data, hypotéza a statistické testy

Data

Testování bude provedeno na vzorku vybraných potravinářských podniků. 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.

Zkoumaný vzorek potravinářských podniků byl sestaven z 18 firem (Bestfoods CZ, a. s.; Carla, s.r.o.; Cukrovary TTD, a. s.; Česká droždářská společnost, a. s.; Danone, a. s.; Jihočeská drůbež, a. s.; Karlovarské minerální vody, a. s.; Kofola, a. s.; Maso Planá, a. s.; Opavia-LU,a.s.; Pivovar Radegast, a. s.; Pivovar Velké Popovice, a. s.; Plzeňský prazdroj, a. s.; Povltavské mlékárny, a. s.; Sladovna Hodonice, a. s.; Stock Plzeň, a. s.; Vitana, a. s.; Wrigley, s.r.o.), které se objevily na seznamech podniků s nejlepší schopností tvořit ekonomickou přidanou hodnotu. Tyto seznamy jsou v rámci výše zmíněného projektu „The EVA™ Ranking Czech Republic“ zveřejňovány od roku 2000. Některé firmy se svou schopností tvořit ekonomickou přidanou hodnotu dostaly mezi 100 nejlepších ve více sledovaných obdobích, některé pouze v jednom. Tato skutečnost determinovala podobu zkoumaného vzorku, který je tvořen 42 pozorováními a zahrnuje tak firmy z různých účetních období a v různých četnostech. Některé firmy jsou ve zkoumaném vzorku zastoupeny pouze jednou a některé naopak vícekrát v jednotlivých zkoumaných obdobích. Tato skutečnost nijak nesnižuje kvalitu zvoleného vzorku pro účely tohoto výzkumu. Smyslem výzkumu je provést analýzu vztahu mezi ukazatelem EVA a vybranými veličinami, které budou vždy časově i místně (myšleno příslušenství k dané firmě) odpovídat zvolenému ukazateli EVA.

Fundace otázky výzkumu a stanovení testované hypotézy

Z pohledu vlastníka kontrolujícího práci manažera prostřednictvím ukazatele EVA je klíčovou otázkou, zda sledování ukazatele EVA skutečně vede k tvorbě akcionářské hodnoty a zda tvorba akcionářského bohatství je ukazatelem EVA vysvětlována lépe než jinými výkonnostními ukazateli.

Biddle (1995) při porovnávání vypovídací schopnosti ukazatelů rozlišuje mezi relativním a přírůstkovým srovnáváním. Pokud se od výsledků srovnávání očekává seřazení ukazatelů podle výkonnosti (posuzované stanoveným kritériem), je postačující provedení relativního srovnání samotných ukazatelů. Doplňující analýzu nabízí přírůstkové srovnání, které na základě dekompozice ukazatele provede vyhodnocení jeho komponent ve vztahu ke stanovenému kritériu. Takové přírůstkové srovnání umožňuje porovnat pouze takové ukazatele, které tvoří komponenty rozkladu výchozího ukazatele. Toto ovšem není případ vztahu ukazatelů EVA, ROE a ROA, což implikuje realizaci pouze relativního srovnání. Analýza relativního srovnání vypovídací schopnosti by potom měla přinést odpověď na následující empiricky testovatelnou otázku:

Má ukazatel EVA lepší vypovídací schopnost při posuzování schopnosti firmy vytvářet bohatství akcionářů než tradiční výkonnostní ukazatele ROE a ROA?

Otázka je postavena pro relativní vyhodnocení vypovídací schopnosti ukazatelů. Očekávaná forma odpovědi má podobu zjištění, který z ukazatelů, EVA, ROE nebo ROA, vykazuje užší vazbu ke schopnosti firmy tvořit akcionářské bohatství.

Jak již bylo zmíněno výše, většina autorů zabývajících se podobnou otázkou posuzovala kvalitu výkonnostních ukazatelů ve vztahu k výkonnosti firmy na kapitálovém trhu. Omezená kvalita informací z kapitálového trhu ovšem neumožňuje použití tak přímočarého modelu v našich podmínkách. Z tohoto důvodu bylo vyvinuto jiné srovnávací kritérium, které umožňuje transformovat klíčovou otázku do podoby, jestli ukazatel EVA vykazuje užší vazbu s růstem hodnoty vlastního kapitálu než tradiční výkonnostní ukazatele.

Rovnice (3) vyjadřuje absolutní tržní hodnotu vlastního kapitálu. Předmětem zkoumání je vztah mezi ukazatelem EVA, tradičními výkonnostními ukazateli a *růstem* akcionářského bohatství. Při vyjádření změny v hodnotě vlastního kapitálu je třeba pracovat buď se změnou v tržní hodnotě vlastního kapitálu, nebo s jejím relativním vyjádřením ve vztahu k účetní hodnotě vlastního kapitálu. Omezení, která jsou dána kvalitou datové základny a rovněž způsobem determinace tržní hodnoty vlastního kapitálu, předurčují použití druhé z možností. Ekonomický obsah takto vzniklého podílu HVK/VK je možné, s ohledem na potřeby tohoto výzkumu, interpretovat jako schopnost firmy vytvářet hodnotu (tržní hodnota vlastního kapitálu) z původní investice (účetní hodnota vlastního kapitálu).

Za využití uvedeného hodnoticího kritéria může být vyvozena následující testovaná hypotéza:

H: Ukazatel EVA lépe vypovídá o schopnosti firmy vytvářet akcionářské bohatství, určené jako podíl tržní hodnoty vlastního kapitálu HVK a vlastního kapitálu VK, než tradiční výkonnostní ukazatele ROA a ROE.

Statistické testy

Pro zjištění vztahu mezi zkoumanými ukazateli bude využito statistických modelů jednoduché lineární regrese dané následujícími rovnicemi:

$$HVK/VK_{t,i} = a + b * ROA_{t,i} \quad (7)$$

$$HVK/VK_{t,i} = g + h * ROE_{t,i} \quad (8)$$

$$HVK/VK_{t,i} = l + m * EVA_{t,i} \quad (9)$$

kde za vysvětlovanou proměnnou $HVK/VK_{t,i}$ budou dosazovány ve všech třech rovnicích příslušné podíly tržní hodnoty vlastního kapitálu a účetní hodnoty vlastního kapitálu dané firmy i v čase t určené dle výše uvedené metodiky. Tržní hodnota vlastního kapitálu HVK bude tedy pro každé pozorování spočtena podle rovnice (3). Jednotliví činitelé této rovnice, provozní peněžní tok pro vlastníky FCFE a pokračující hodnota PH, budou určeny na základě dosažených hospodářských výsledků příslušných firem v příslušném období dosazením účetních hodnot do rovnic (5) a (6). Informačním zdrojem pro výpočet těchto hodnot jsou účetní výkazy, které jsou pro drtivou většinu pozorování dostupné v časové řadě delší než pět let po čase pozorování, což umožňuje poměrně přesnou zpětnou determinaci tržní hodnoty vlastního kapitálu HVK.

Vysvětlující proměnné v modelu představují jednotlivé komparované výkonnostní ukazatele vybrané firmy i rovněž v čase t . Informačním zdrojem pro výpočet výkonnostních ukazatelů ROE a ROA jsou účetní výkazy zkoumaných podniků. Hodnoty ukazatele EVA jsou převzaty z databáze společnosti Čekia, a. s., která je zpracovala v rámci zmíněného projektu „The EVA™ Ranking Czech Republic“.

Označení a, b, g, h, l, m jsou použita pro odhady koeficientů regresní přímky jednotlivých rovnic. Hypotéza bude testována na hladině významnosti 5 %.

Z důvodů lepší komparace výkonnostních ukazatelů budou absolutní hodnoty ukazatele EVA převedeny do relativního vyjádření vztahením k účetní hodnotě vlastního kapitálu – bude tak zároveň kontrolována rozdílná velikost zkoumaných podniků.

ANALÝZA A JEJÍ VÝSLEDKY

Výsledky regresní analýzy uvedené v tabulce č. I podporují stanovenou hypotézu o lepších vypovídacích schopnostech ukazatele EVA ve srovnání s tradičními výkonnostními ukazateli (ROA, ROE).

Model s vysvětlující proměnnou EVA vykazuje jednoznačně nejvyšší hodnotu koeficientu determinace (téměř 80 %) a současně je ze všech uvedených modelů statisticky nejvíce signifikantní. Rovněž parametr m vyjadřující sklon přímky je statisticky signifikantní na požadované hladině významnosti 0,05.

V případě regresních rovnic s tradičními výkonnostními ukazateli ROA a ROE nebylo dosaženo uspokojivých hodnot koeficientu determinace (u modelu s ROE koeficient determinace nepřekročil 56 % a u ROA dokonce činil pouhých 16,5 %). Dle výsledků testování modelu s ROA (jako vysvětlující proměnnou) je navíc parametr b statisticky nevýznamný.

I: Lineární regrese: vysvětlovaná proměnná HVK/VK

Nezávislá proměnná	R2	Koeficient b,h,m	F-statistika	
			Naměřená hodnota	Hladina významnosti
ROA	0,165	0,778	7,726	0,008
ROE	0,556	0,051	48,892	< 0,0001
EVA	0,786	0,364	143,444	< 0,0001

Empirická evidence výkonnosti podniků potravinářského průmyslu v České republice tak svědčí ve prospěch vypovídacích schopností ukazatele EVA z hlediska jeho přínosu k vysvětlování schopnosti tvorby akcionářského bohatství ve srovnání s tradičními výkonnostními ukazateli. Tato skutečnost je v souladu s testovanou hypotézou i závěry teorie firemních financí, která považuje EVA za komplexnější ukazatel výkonnosti firmy pro její vlastníky.

ZÁVĚR

Příspěvek nabízí jeden z možných postupů, jak empiricky řešit problém komparace vypovídacích schopností ukazatele EVA s tradičními výkonnostními ukazateli v podmínkách podniků potravinářského průmyslu České republiky. Zavádí objektivní kritérium opírající se o moderní metody oceňování podniků, které umožňuje překonat nedostatek vhodných dat z českého kapitálového trhu.

Výsledky regresních analýz přirozeně není možno interpretovat jako odmítání významu tradičních výkonnostních ukazatelů ROE a ROA pro finanční analýzu či jako obhajobu ukazatele EVA jakožto postačujícího instrumentu vlastníků podniku pro sle-

dování maximalizace budoucí hodnoty firmy. Představují však významný empirický argument postavený na datech podniků českého potravinářského průmyslu do diskuse o postavení ukazatele EVA, doposud vedené převážně v teoretické rovině.

SOUHRN

Příspěvek se věnuje možnostem používání ukazatele EVA v podmínkách českého potravinářského průmyslu. Stoupenci ukazatele EVA mu ve srovnání s tradičními výkonnostními ukazateli přisuzují určitou nadřazenost, příspěvek se proto snaží nabídnout nezávislou empirickou studii kvality tohoto ukazatele. Cílem příspěvku je prozkoumat vztah mezi EVA, tradičními výkonnostními ukazateli (ROA a ROE) a schopností firmy tvořit akcionářské bohatství v podmínkách českého potravinářského průmyslu. Postup při komparaci je obdobný jako u řady v článku citovaných zahraničních studií. Kritickým místem aplikace v českých podmínkách je ovšem absence informací, které jsou produkovány rozsáhlým a dobře fungujícím kapitálovým trhem a které zároveň slouží jako objektivní kritérium pro vyhodnocení kvality zkoumaných ukazatelů. V tomto příspěvku je vyvinuto srovnávací kritérium pro posouzení vypovídací schopnosti výkonnostních ukazatelů vhodné pro použití v podmínkách české ekonomiky a ukázán tak způsob, jak obejít handicap disponibilní datové základny.

Prostředkem k naplnění cíle je testování hypotézy, že ukazatel je více korelován s tvorbou akcionářské hodnoty než tradiční výkonnostní ukazatele ROA a ROE. Výsledky modelu jednoduché lineární regrese poukazují na kvalitnější informační obsah ukazatele EVA z hlediska jeho přínosu k vysvětlování schopnosti tvorby akcionářského bohatství. Tato skutečnost je v souladu s testovanou hypotézou i závěry teorie firemních financí, která považuje EVA za komplexnější ukazatel výkonosti firmy pro její vlastníky.

ekonomická přidaná hodnota, tradiční výkonnostní ukazatele, vypovídací schopnost, potravinářský sektor, akcionářské bohatství

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 VAIDYANATHAN, G.: 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 výkonosti a oceňování podniku*, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-36-X
- MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku*. Ekopress. Praha 2003 ISBN 80-86119-57-2
- MILBOURN, T. T.: *The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence*. IFA Working Paper No.235, London Business School. 1996
- 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 zemědělská a lesnická univerzita v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno, Česká republika, e-mail: chmelikova.gabriela@seznam.cz

