

JIHOČESKÁ UNIVERZITA v ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2013

Bc. Šimon Škrabák

JIHOČESKÁ UNIVERZITA v ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Řízení a ekonomika podniku

Problematické aspekty ekonomické přidané hodnoty

Vedoucí diplomové práce

Ing. Antonín Šmejkal, Ph.D.

Autor

Bc. Šimon Škrabák

2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Šimon ŠKRABÁK**
Osobní číslo: **E11803**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Řízení a ekonomika podniku**
Název tématu: **Problematické aspekty ekonomické přidané hodnoty**
Zadávající katedra: **Katedra ekonomiky**

Zásady pro vypracování:

Cíl práce:

Definovat problematiku tvorby ekonomické přidané hodnoty, jejího výpočtu a konečné interpretace. Porovnat tento ukazatel s ostatními moderními měřítky výkonnosti podniku a uvést její výhody a nevýhody. U vybraného podniku provést výpočet ekonomické přidané hodnoty v časové řadě 5-ti let. Rozkladem na jednotlivé komponenty určit klíčové faktory ovlivňující tvorbu hodnoty u vybraného podniku.

Osnova:

1. Charakteristika ekonomické přidané hodnoty jako měřítka výkonnosti podniku
2. Podstata ekonomické přidané hodnoty, její vyjádření a determinující ukazatele
3. Problematické aspekty výpočtu ekonomické přidané hodnoty
4. Interpretace výsledku a použití ukazatele v oblasti řízení podniku, odměňování klíčových pracovníků a hodnocení investičních projektů
5. Ostatní moderní nástroje měření výkonnosti
6. Případová studie - výpočet ekonomické přidané hodnoty, interpretace a rozklad

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: 40 - 50 stran

Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam odborné literatury:

- KAPLAN, S. R.; NORTON, D. P.: Balanced scorecard, III. vydání. Praha: Management Press, 2002
- MAREK, P. A KOL.: Studijní průvodce financemi podniku. 1. vydání Praha, Ekopress, 2006
- MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, II. vydání. Praha: Ekopress, 2005
- MARINIČ, P.: Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vydání Praha, Grada Publishing, 2008
- NEUMAIEROVÁ, I. A KOL.: Řízení hodnoty podniku. Praha: Profess Consulting, 2005
- PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A.: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vydání Praha, Linde nakladatelství, 2005
- PETRÍK, T.: Ekonomické a finanční řízení firmy. 1. vydání Praha, Grada Publishing, 2005
- SEDLÁČEK, J.: Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy. 2. doplněné vydání Praha, Computer Press, 2001
- STROUHAL, J.: Finanční řízení firmy v příkladech. 1. vydání Brno, Computer Press, 2006
- SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. aktualizované a rozšířené vydání Praha, Grada Publishing, 2007

Vedoucí diplomové práce: Ing. Antonín Šmejkal, Ph.D.
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: 12. února 2012

Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013

doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.

děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (25)
370 05 České Budějovice

doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.

vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 12. března 2012

Prohlášení

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. V platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci s názvem: „Problematické aspekty ekonomické přidané hodnoty“ vypracoval samostatně pod vedením Ing. Antonína Šmejkal, Ph.D., s použitím literatury, uvedené na konci mé diplomové práce v seznamu použité literatury.

V Českých Budějovicích dne

.....

.....

Bc. Šimon Škrabák

Poděkování

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu své diplomové práce Ing. Antonínu Šmejkalovi, Ph.D., za odborné vedení a přínosné rady při vypracovávání diplomové práce.

Dále bych rád poděkoval Ing. Jiřímu Veverkovi za poskytnutí materiálů nutných k vypracování této diplomové práce.

Obsah:

1	Úvod.....	9
2	Charakteristika ekonomické přidané hodnoty jako měřítka výkonnosti podniku 10	
3	Podstata EVA, její vyjádření a determinující ukazatele	11
3.1	Podstata EVA	11
3.2	Determinující ukazatele	12
3.2.1	Operativní aktiva	12
3.2.2	Čistý operativní zisk po zdanění	16
3.2.3	Průměrné vážené náklady kapitálu.....	17
4	Problematické aspekty výpočtu EVA	23
4.1	Problémy vznikající z podstaty ukazatele	23
4.2	Problém vznikající díky převodu dat z českého účetního systému	24
5	Interpretace výsledku a použití ukazatele v oblasti řízení podniku, odměňování klíčových pracovníků a hodnocení investičních rozhodnutí.....	25
5.1	Intepretace výsledku	25
5.2	Použití ukazatele v oblasti řízení	26
5.3	Odměňování klíčových pracovníků.....	27
5.4	Hodnocení investičních rozhodnutí.....	28
6	Ostatní moderní nástroje měření výkonnosti	29
6.1	MVA.....	29
6.2	Balanced scorecard	29
6.3	Model diskontovaných peněžních toků ve variantě FCFE (Free Cash Flow for the Firm).....	29
7	Cíl práce a metodický postup.....	31
7.1	Cíl práce a hypotézy	31
7.2	Metodický postup	31

7.2.1	Metodika sběru dat	31
7.2.2	Metodika zpracování práce	31
8	Porovnání moderních nástrojů hodnocení s ekonomickou přidanou hodnotou..	33
8.1	Porovnání EVA a MVA	33
8.2	Porovnání EVA a BSC	33
8.3	Porovnání EVA a FCFF	33
8.4	Shrnutí srovnání ukazatelů	34
9	Případová studie – výpočet ekonomické přidané hodnoty, interpretace a rozklad	35
9.1	Popis vybraného podniku	35
9.2	Základní účetní data	36
9.3	Úprava účetních dat	36
9.3.1	Výpočet čistých operativních aktiv	36
9.3.2	Výpočet čistého operativního zisku po zdanění	37
9.3.3	Výpočet WACC	38
9.4	Výpočet EVA	40
9.5	Pyramidální rozklad EVA	41
9.6	Doporučení pro zkoumaný podnik	42
9.7	Problematické aspekty EVA v praktických příkladech	43
10	Závěr	49
	Seznam použité literatury:	52
	Seznam tabulek:	56
	Seznam obrázků:	56
	Seznam vzorců:	57
	Seznam příloh:	57
	Příloha 1	58

1 Úvod

Jak zjistit jestli je vložený kapitál do společnosti byl dostatečně zhodnocen? To je otázka, kterou si jistě klade ne jeden vlastník společnosti. Pro zhodnocení, zda byla naše investice do podniku výhodná, nám slouží celá řada ukazatelů měřících výkonnost podniku. Trendem dnešní doby není pozorovat firmu z hlediska tvorby zisku, ale z hlediska tvorby hodnoty. Proto jsou metody hodnocení, jako je například hodnocení firmy dle dosaženého zisku, nahrazovány moderními metodami jako jsou například tržní přidaná hodnota, balanced scorecard nebo ekonomická přidaná hodnota (EVA). Bohužel, stejně jako když je zaveden nový stroj, se projeví problémy vznikající s jeho využitím, stejně tak i použití moderních nástrojů s sebou nese určité problematické aspekty. Proto bude hlavním přínosem této práce zhodnocení ukazatele ekonomické přidané hodnoty a zjištění jeho nedostatků.

Tato práce se skládá ze dvou hlavních částí. První částí je literární rešerše, ve které jsou uvedeny všechny nutné informace potřebné k vypracování analýzy ekonomické přidané hodnoty pro vybraný podnik. Jedná se zejména o obecnou charakteristiku ekonomické přidané hodnoty, vyjádření podstaty ekonomické přidané hodnoty, teoretické zhodnocení problematických aspektů a interpretace výsledku ekonomické přidané hodnoty. V poslední kapitole literární rešerše jsou také uvedeny vybrané ostatní moderní metody hodnocení podniku, které jsou následně srovnány s ukazatelem ekonomické přidané hodnoty. Druhou částí práce je analýza zkoumaného podniku. V této analýze je provedeno vyčíslení ekonomické přidané hodnoty a srovnání vypočtených hodnot s výsledkem hospodaření. Závěr práce se zabývá zhodnocením výsledků práce.

Díky tomu, že většina moderních metod je koncipována tak, aby zobrazovala ekonomický zisk podniku, je pravděpodobné, že budou tyto metody využívány i do budoucna, protože hodnocení dle ekonomického zisku je v souladu se základními principy ekonomie. Dalším faktorem, který zvyšuje pravděpodobnost využití těchto metod v dalších letech je i lepší možnost zhodnocení efektivnosti společnosti.

Jelikož jsou moderní metody hodnocení relativně mladé a existují stále neprozkoumané aspekty těchto metod, je pravděpodobné, že analýza moderních nástrojů hodnocení bude aktuální i v příštích letech.

2 Charakteristika ekonomické přidané hodnoty jako měřítka výkonnosti podniku

Koncepci tohoto ukazatele, ale i jeho praktické využití lze datovat do 50. let 20. století, v souvislosti s teorií ekonomického zisku a ekonomické přidané hodnoty. Oficiálně tento ukazatel vznikl na začátku 90. Let 20. Století ve Spojených státech amerických. Byl vytvořen dvěma americkými ekonomy Joelem Sternem a Bennetem Stewardem a následně patentován společností Stern Steward & Co.

EVA může být na rozdíl od jiných ukazatelů výkonnosti podniku použita nejen na společnosti, které jsou obchodované na veřejných, aktivních a cenotvorných kapitálových trzích. Dalším rozdílem mezi EVA a ostatními, především staršími ukazateli, je, že EVA není založena na ziskovém pojetí firmy, ale na teorii maximalizace hodnoty podniku.[30]

Tento ukazatel je v praxi často používán, o čemž svědčí i hodnocení a následné řazení podniků podle velikosti EVA. V USA je to především „Stern Steward Performance 1000“, v ČR se jedná o „Czech Top 100“ nebo „The EVA Ranking Czech Republic.“ viz Příloha č. 1

3 Podstata EVA, její vyjádření a determinující ukazatele

3.1 Podstata EVA

Ekonomická přidaná hodnota je způsob měření konečných čistých ekonomických výnosů (po zdanění), získaných po odečtení celého investovaného kapitálu (bez ohledu na to, jakého je původu), jenž je adaptován v odvětvích, která se vyvíjejí po záměrných nebo naléhavých strategiích [24].

Podstatou EVA je, že se snaží měřit ne účetní, ale ekonomický zisk, který získává tak, že od účetního zisku odečítá oportunitní náklady, čili náklady obětované příležitosti.

Existuje několik modifikací základního vzorce. Ty lze vidět popsané ve vzorcích 1, 2 a 3.

Vzorec 1: První modifikace ekonomické přidané hodnoty

$$EVA = NOPAT - WACC * NOA$$

kde: EVA... ekonomická přidaná hodnota
NOPAT... čistý operativní zisk po zdanění
WACC... průměrné vážené náklady kapitálu
NOA... operativní aktiva [14]

Vzorec 2: Druhá modifikace ekonomické přidané hodnoty

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

kde: EVA... ekonomická přidaná hodnota
NOPAT... čistý operativní zisk po zdanění
WACC... průměrné vážené náklady kapitálu
C... kapitál [30]

Vzorec 3: Třetí modifikace ekonomické přidané hodnoty

$$EVA = \sum [EBIT_i * (1 - t) - C_i * WACC]$$

kde:	EVA...	ekonomická přidaná hodnota
	WACC...	průměrné vážené náklady kapitálu
	C...	kapitál
	EBIT _i ...	zisk před odečtením úroků a daní v daném roce
	t...	sazba daně právnických osob
	C _i ...	kapitál použitý v daném roce [11]

Pro potřeby této práce byla zvolena první modifikaci vzorce.

3.2 Determinující ukazatele

Ukazatel EVA má celkem 3 determinující ukazatele, mezi ně patří:

1. operativní aktiva (NOA);
2. čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT);
3. průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

3.2.1 Operativní aktiva

Pro zjištění operativních aktiv je nutné opravit údaje z podnikové rozvahy o:

- neoperativní aktiva;
- položky nevykazované v účetních aktivech;
- aktiva z neúročeného cizího kapitálu;

Neoperativní aktiva

Při vylučování neoperativních aktiv je nutné zjistit, která aktiva mají operativní charakter a jsou nezbytná pro základní činnost podniku a ty která nejsou. Při hodnocení zařazení různých aktiv do operativních či neoperativních se názory různí. Záleží na situaci konkrétního podniku a odborném posouzení analytika.

Mezi aktiva, která se obecně mohou být zahrnuta do neoperativních, a tedy by měla být vyloučena aktiv zachycených v účetnictví lze zařadit:

- krátkodobý finanční majetek;
- dlouhodobý finanční majetek;
- ostatní.[14]

Při hodnocení krátkodobého finančního majetku je nutné zjistit, jaká část z něj má charakter strategické rezervy. Tento charakter lze odhadnout pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele peněžní likvidity, viz vzorec 4.

Vzorec 4: Peněžní likvidita

$$PeL = \frac{KFM}{KrP}$$

kde: PeL... peněžní likvidita

KFM... krátkodobý finanční majetek

KrP... krátkodobá pasiva [10]

Optimální výše peněžní likvidity by měla podle některých zdrojů být v intervalu mezi 0,2 a 0,5 [12].

Kislingerová však uvádí doporučenou výši peněžní likvidity 0,2 [11].

Pro potřeby této práce jsem se rozhodl použít doporučenou likviditu ve výši **0,4**.

Dlouhodobé finanční investice by měli být z operativních aktiv vyloučeny, pokud mají portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz). Pokud se charakter investice nedá určit, doporučuje se investici nezahrnout.

Mezi ostatní aktiva, u kterých se posuzuje, zda patří mezi operativní lze zařadit vlastní akcie, nedokončené investice nevyužité či pronajaté pozemky a budovy. Vlastní akcie jednoduše vyloučíme z vlastního jmění, neměly by tvořit součást NOA. Nedokončené investice by podle mezinárodního účetního standardu 16 měly být vykazována odděleně, pokud tomu tak je, je nutné posoudit její zařazení do NOA. Při hodnocení nevyužitých či pronajatých pozemků je pravděpodobné, že budou nejspíše rozprodávány. Proto je vhodné je z NOA vyloučit.

Položky nevykazované v účetních aktivech

Jedná se o:

- finanční leasing;
- operativní leasing a nájem;
- oceňovací rozdíly u oběžných aktiv;
- oceňovací rozdíly v dlouhodobém majetku;
- nehmotná aktiva;
- goodwill;
- krátkodobé, explicitně neúročené závazky.

Finanční leasing

Díky účetním předpisům v ČR je při zařazování majetku do aktiv podniku rozhodující formálně právní stav věci. Proto je v České republice jako majitel účetně veden pronajímatel. Podle mezinárodních účetních standardů je však rozhodující pohled ekonomický, čili majetek je řazen do aktiv toho podniku, který nese užitky a rizika z daného majetku. A to je v tomto případě nájemce.

Při začleňování předmětu finančního leasingu je nutné náklady rozdělit na odpisy z pronajatého majetku a na finanční náklady spojené s jeho pořízením. Finanční náklady by měly být ekonomickým vyjádřením úroků z úvěru. Při vlastním převedení se obvykle vychází z principů obsažených v Mezinárodním účetním standardu 17 a to tak, že simulujeme úvěr, který by odpovídal podmínkám leasingové smlouvy.

Operativní leasing a nájem

Na rozdíl od finančního leasingu se české a mezinárodní standardy shodují v tom, že operativní leasing nelze aktivovat. Přesto se však ekonomicky jedná pouze o druh cizího financování. Proto se i zde musíme rozhodovat o tom, zda a o jakou část operativního leasingu či nájmu upravit účetní výkazy. Stejně jako u finančního leasingu si musíme odpovědět na otázku: „Kdo má pod kontrolou užitky z tohoto aktiva?“ Pokud je to nájemce, je vhodné zařadit položku do NOA.

Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv

Tyto rozdíly se týkají pohledávek a zásob. U pohledávek se jedná o opravné položky tvořené podle daňových předpisů. Takto mohou vznikat tiché rezervy nebo může docházet k nadhodnocování výše pohledávek. Takto vniklé rozdíly mezi vykázanou a

skutečnou hodnotou je nutné zjistit a připočíst k NOA. U zásob může dojít k rozdílu mezi skutečnou a vykazovanou hodnotou pouze v zahraničí díky použití metody oceňování zásob LIFO (last in first out = poslední dovnitř první ven). Tato metoda není v České republice povolena.

Oceňovací rozdíly v dlouhodobém majetku

Hlavní problém při oceňování dlouhodobého majetku spočívá v tom, že jej oceňujeme pořizovacími cenami. Díky tomu nebereme v potaz vliv technologického pokroku a inflaci. To lze napravit dvěma způsoby. Buď použijeme index růstu cen (index spotřebních cen nebo cenové indexy výrobců) nebo tržní ceny, pokud jsou k dispozici. Dále nesmíme zapomenout na snížení reprodukčních cen o reálné opotřebení. V případě finančních investic je vhodné použít tržní ceny.

Nehmotná aktiva

Pro potřeby výpočtu EVA lze uznat především tato nehmotná aktiva:

- náklady spojené se vstupem na nové trhy;
- náklady na reklamu a vytváření nových odbytových cest;
- náklady spojené se školením pracovníků;
- náklady spojené s restrukturalizací podniku.

Pokud firma plánuje restrukturalizaci a za tímto účelem tvoří rezervy, je nutné je převést z cizího kapitálu do vlastního.

Goodwill

Goodwill je rozdílová položka, která vzniká při koupi podniku a to pouze tehdy pokud je zaplacená cena za 100% podíl na základním jmění vyšší než rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků. Goodwill je často chápán jako souhrnná hodnota všech nehmotných aktiv, která nejsou individuálně identifikovatelná a váží se k podniku jako celku. Pokud v podniku existuje goodwill, který je v českém účetnictví vykazován na účtu „Opravná položka k nabytému majetku“ doporučuje se odpisy vznikající k tomuto majetku nezahrnovat do výpočtu EVA.

Krátkodobé, explicitně neúročené závazky

Hlavní složkou krátkodobých závazků jsou dodavatelské úvěry. Tyto úvěry nejsou explicitně úročené, avšak finanční náklady jsou již zahrnuty v prodejních cenách a proto

musíme o tyto náklady operativní výsledek hospodaření snížit. A to tak, že zvýšíme NOPAT o skryté finanční náklady anebo snížíme NOA o neúročené závazky. Kromě dodavatelských úvěrů patří mezi krátkodobé závazky například závazky k zaměstnancům, závazky vůči státu či pasivní položky časového rozlišení (výdaje a výnosy příštích období) [14].

3.2.2 Čistý operativní zisk po zdanění

Po zjištění operativních aktiv (NOA), přejdeme ke zjištění čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT). Tento postup dodržujeme z toho důvodu, že náklady a výnosy činností, které jsme zařadili do operativních aktiv, musí být zahrnuty v NOPAT. Dále se musíme rozhodnout, jaký výsledek hospodaření vykázaný v účetnictví použijeme pro výpočet. V úvahu přicházejí výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření. Obecně se více používá výsledek hospodaření z běžné činnosti, který zahrnuje provozní a finanční výsledek hospodaření [14].

Dále provedeme tyto úpravy:

- k výsledku hospodaření zpět přičteme nákladové úroky, včetně implicitních úroků obsažených v leasingových smlouvách. Úrokovou míru těchto implicitních úroků zjistíme přes vzorec 5 z údajů obsažených v leasingové smlouvě:

Vzorec 5: Výpočet úrokové míry leasingu

$$H_{PL} = \sum_{t=0}^n \frac{LP_t}{(1 + i_L)^t}$$

kde: H_{PL} ... hodnota předmětu leasingu

LP_t ... celková leasingová platba v roce t trvání leasingové smlouvy

i_L ... implicitní leasingové procento obsažené v leasingových platbách

n ... celkový počet let leasingové smlouvy od jejího počátku [15]

- z výsledku hospodaření vyloučíme mimořádné položky. Zejména se jedná o změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody a nároky na jejich náhradu, náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku a mimořádné odpisy majetku;

- do výsledku hospodaření musíme také započítat vliv změn vlastního kapitálu. Patří sem náklady na výzkum a vývoj, které se musí vypustit a nahradit odhadem odpisů aktivovaných nákladů (doporučená doba odepisování je 5 let). Dále se do výsledku hospodaření započítá změna opravných položek na zásoby a pohledávky;
- dalším krokem je rozhodnutí o operativním charakteru finančních investic a krátkodobého finančního majetku. Pokud mají aktiva charakter rezervy, je vhodné vyloučit výnosy z těchto aktiv z výsledku hospodaření;
- poslední úpravou NOPAT je korekce daní. To znamená, že musíme zjistit tak zvanou upravenou daň, což je daň, která by se platila z operativního výsledku hospodaření. Tuto daň můžeme zjistit dvěma způsoby. Buď vydělíme splatnou daň účetním výsledkem hospodaření a výsledkem této operace vynásobíme NOPAT, čímž získáme upravenou daň. Anebo splatnou daň upravíme o daňovou povinnost a daňovou úsporu z položek, o které se NOPAT liší oproti výsledku hospodaření [14].

3.2.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu nejsou náklady v obecně chápaném smyslu, jedná se o vyjádření oportunitních nákladů, které nám určují, jakou výnosnost by mohl investor očekávat při vložení svých prostředků do podobně rizikových dluhopisů či akcií. Čím vyšší riziko, tím vyšší výnosnost je požadována.[11]

Při určování nákladů kapitálu rozlišujeme tři druhy EVA:

- EVA – entity;
- EVA – equity;
- EVA – APV (adjusted present value – upravená současná hodnota).

EVA entity je základní druh výpočtu. Je také nazývána metodou brutto. NOPAT zde zahrnuje jak výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu. Výše popsané úpravy prvních dvou ukazatelů (NOA a NOPAT) se vztahují k tomuto způsobu výpočtu. Varianta EVA entity se počítá podle vzorce 6.

Vzorec 6: EVA entity

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \times NOA_{t-1}$$

kde: EVA_t ... ekonomická přidaná hodnota v roce t počítaná variantou entity

$NOPAT_t$... čistý operační zisk po dani v roce t

NOA_{t-1} ... čistá operativní aktiva na začátku roku t

$WACC_t$... průměrné vážené náklady kapitálu v roce . [15]

EVA equity je rozdílná v tom, že diskontní míra je vyjádřena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Při úpravě NOPAT však musíme odečíst placené úroky. Je také nazývána metodou netto. Varianta EVA equity se počítá podle vzorce 7.

Vzorec 7: EVA equity

$$EVA_t = \left(\frac{EAT_t}{VK_{t-1}} - n_{VK(z)t} \right) \times VK_{t-1}$$

kde: EVA_t ... ekonomická přidaná hodnota v roce t počítaná variantou entity

EAT_t ... výsledek hospodaření po dani a úrocích, ovšem zahrnující stejné úpravy účetních dat, které vyžadoval NOPAT

VK_{t-1} ... hodnota vlastního kapitálu k začátku roku EVA_t ekonomická přidaná hodnota v roce t počítaná variantou entity, vypočítaná jako NOA - CK

$n_{VK(z)t}$... náklady vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení [15]

EVA APV určuje diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu stejně jako při postupu EVA equity, avšak počítá s nulovým zadlužením podniku. Varianta EVA APV se počítá podle vzorce 8.

Vzorec 8: EVA APV

$$EVA_t = \left(\frac{EAT_t}{VK_{t-1}} - n_{VK(z)t} \right) * VK_{t-1}$$

kde: EVA_t... ekonomická přidaná hodnota v roce *t* počítaná variantou APV
NOPAT_t... čistý operační zisk po dani v roce *t*
NOA_{t-1}... čistá operativní aktiva na začátku roku *t*
n_{VK(z)t} ... náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce *t*
[15]

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné znát průměrné vážené náklady kapitálu. WACC jdou spočítat podle vzorce 9.

Vzorec 9: Vážené průměrné náklady kapitálu

$$i(WACC) = r_e * \frac{E}{(E + D)} + r_d * \frac{D}{(E + D)} * (1 - t)$$

kde: i(WACC)... průměrné vážené náklady na kapitál
r_e... náklady na vlastní kapitál
r_d... náklady na cizí kapitál
E... vlastní kapitál
D... cizí, explicitně úročený kapitál
E+D... kapitál celkem
t... daňová sazba daně z příjmů právnických osob [11]

Při stanovení WACC musíme uskutečnit následující kroky:

- stanovit váhy jednotlivých složek kapitálu;
- určit náklady na cizí kapitál;
- určit náklady na vlastní kapitál;
- vypočítat WACC.

Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu

Nejdůležitější je stanovovat váhy z tržních hodnot. Při tom však dochází k paradoxu, protože zjistit tržní hodnotu je výsledkem oceňovacího procesu a proto musíme před stanovením vah znát konečný výsledek. Nabízí se nám dvě možnosti:

- můžeme zvolit na celé plánovací období neměnnou cílovou strukturu kapitálu, což je však často nereálné, protože změna zadlužování podniku je obvykle založena na potřebách podniku a nikoliv na stanovené struktuře;
- druhou možností je pomocí iterativních propočtů sladit výchozí a propočtenou kapitálovou strukturu.

Určení nákladů na cizí kapitál

Výše těchto nákladů lze získat buď ze smluvních podmínek, nebo použitím tržních údajů. Tržní údaje se určí z kapitálového trhu, který má stejnou bonitu, jako má oceňovaný podnik.

Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál nejsou obvykle pevně stanoveny. Tyto náklady jsou obvykle odvozeny u akciových společností od dividend a u ostatních právních forem podíly na zisku.

Výše označované náklady vlastního kapitálu jsou finanční náklady. Tyto náklady jsou důležité z hlediska managementu. Kromě toho se však musí vzít v úvahu oportunitní náklady, čili náklady důležité pro vlastníka. Ty nám říkají, jaký výnos by mohl investor získat, pokud by investoval mimo podnik. Čili jakou minimální výnosnost musí podnik poskytnout, aby bylo pro vlastníky vhodné do něj investovat.

Pokud podnik zvyšuje výnosnost, zvyšuje se souběžně i riziko. Toto riziko lze rozdělit na:

- obchodní;
- finanční.

Obchodní riziko

Zahrnuje dva faktory:

- předpokládanou nestabilitu obratu, která je způsobena fluktuací poptávky nebo změnami ve vývoji konkurence;
- provozní páku, ta nám říká, že při výkyvech poptávky se náklady nemění proporcionálně, protože část nákladů je fixní.

Obchodní riziko lze spočítat jako poměr NOPAT/NOA.

Finanční riziko

Finanční riziko je vyjádřeno finanční pákou.

K určení nákladů na vlastní kapitál, lze použít model oceňování kapitálových aktiv. Tento model je popsán vzorcem 10.

Vzorec 10: Model oceňování kapitálových aktiv

$$r_e = r_f + \beta [E(R_m) - r_f]$$

kde: r_e ... náklady vlastního kapitálu, z pohledu investora pak požadovaná výnosnost

β ... koeficient beta, který vyjadřuje, zda riziko konkrétního aktiva je větší ($\beta > 1$) nebo menší ($\beta < 1$) než riziko kapitálového trhu jako celku

$E(R_m)$... očekávaná výnosnost kapitálového trhu

r_f ... výnosnost quasi bezrizikových aktiv

$E(R_m) - r_f$... rizikové prémie kapitálového trhu odpovídající systematickému riziku tohoto trhu [14]

Výnosnost quasi bezrizikových aktiv lze zjistit skrze navrženou hodnotu bezrizikové výnosové míry, která je k dispozici na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

Rizikovou prémie kapitálového trhu lze určit skrze hodnocení ratingových agentur pro danou zemi.

Koeficient beta lze zjistit třemi způsoby:

- získat informace o výnosnosti cenných papírů ze stejného odvětví jako oceňovaná firma a ty následně upravit o vliv kapitálové struktury;
- expertním odhadem, což znamená určit výši koeficientu beta podle zvolených kritérií, například: Citlivost na hospodářský cyklus, pozice vůči partnerům, zadluženost podniku. Čím lepší je odhadnutá síla podniku v daném kritériu, tím nižší je hodnota koeficientu beta. Pro průměrné hodnoty je uváděn koeficient $\beta = 1$; [11]
- použitím podobných podniků obchodovaných na trhu

Jak je patrné první a třetí způsob lze použít pro akciové společnosti, na druhou stranu druhý způsob lze použít i u ostatních právních forem [13].

4 Problematické aspekty výpočtu EVA

Problematické aspekty výpočtu EVA lze rozdělit do dvou skupin:

1. problémy vznikající z podstaty ukazatele;
2. problém vznikající díky převodu dat z českého účetního systému.

4.1 Problémy vznikající z podstaty ukazatele

Pravděpodobně nejvýznamnějším problémem vznikajícím při použití ekonomické přidané hodnoty je úprava účetních dat. Už i autorská dvojice (Joel M. Stern a Bennett Stewart) se rozchází v názoru kolik a jaké množství úprav je nutné provést pro zobrazení skutečného čistého provozního zisku. Díky tomu, že i autoři zpracovávající tuto problematiku se také nedokáží shodnout na jednotném postupu úprav, vytváří se při korekci účetních dat prostor pro manipulaci výchozích údajů, které v konečném důsledku zásadním způsobem mění výsledek výpočtu.

Problém může také vzniknout při určování tržní hodnoty. Kapitál by měl být vykazován v tržních cenách. To lze jednoduše provést u společností obchodovaných na burze, čili akciových společnostech. U ostatních právních forem je však přecenění kapitálu na tržní hodnotu obtížnější a často s sebou nese určitou míru subjektivity.

Jak už bylo zmíněno výše, v části zahrnující úpravu účetních dat při výpočtu pro určení průměrných vážených nákladů na kapitál musíme znát také výši nákladů na kapitál, a to jak na cizí, tak na vlastní. Náklady na cizí kapitál jsou většinou explicitně stanoveny, proto může být problémem spíše stanovení nákladů na vlastní kapitál. Mařík uvádí, že náklady na vlastní kapitál jsou: *“Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosových očekáváním příslušných investorů [15].“* Už zde však dochází k problému, jelikož různé skupiny investorů mohou a velmi často i mají různá výnosová očekávání.

Dalším problémem může být v osobě provádějící úpravu dat. Mnoho úprav účetních údajů má pouze formu doporučení, které dávají hodnotiteli „volnou ruku“, zda danou úpravu provede či nikoliv. Díky této míře subjektivity je zde určitý požadavek na odbornou úroveň hodnotitele, proto je pravděpodobné, že několik hodnotitelů by mohlo provést různé opravy účetních dat, a tím dospět k jinému výsledku. Na hodnotitele jsou také kladeny požadavky na morální kvality, jelikož je zde díky množství úprav účetních dat možnost silné manipulace výsledku.

Jak je zřejmé z výše uvedeného, dalším problémem ukazatele EVA je jeho náročnost. A to nejen z časového, ale i z procesního hlediska. Díky veškerým nutným úpravám účetních údajů a zjišťování nákladů na vlastní kapitál je tento ukazatel oproti většině ostatních ukazatelů hodnotících hodnotu podniku mnohem složitější a zdoluhavější.

4.2 Problém vznikající díky převodu dat z českého účetního systému

Problémy vznikající specificky v českém prostředí jsou způsobeny díky rozdílům v principech, na kterých je založeno české a zahraniční účetnictví.

Jako hlavní rozdíl lze označit problematiku finančního leasingu. Ten je v zahraničním účetnictví veden jako majetek nájemce, jelikož nájemce z něj má ekonomický zisk. V českých podmínkách je však předmět leasingu veden jako majetek pronajímatele, jelikož k němu má během doby pronajímání vlastnická práva. Jelikož EVA počítá s operativními aktivy je nutné leasing nejdříve zařadit do majetku podniku a dále z něj pomocí implicitní úrokové míry spočítat jeho náklady.

Další položkou, u které se úpravy v českém a zahraničním prostředí mění, je goodwill. Ten se sice v obou systémech přičítá, avšak v americkém prostředí doporučuje Steward vykazovat goodwill bez oprávek. V českém prostředí se však mohou ke goodwillu vytvářet oprávkky, a pokud ve skutečnosti existuje rozdíl mezi účetní a reálnou hodnotou goodwillu je vhodnější uvést jej v netto hodnotě.

Na druhou stranu v českém prostředí odpadá problém sledování skrytých rezerv tvořených pomocí zásob při účtování metodou last in first out, jelikož české účetní standardy tuto metodu neumožňují [1].

5 Interpretace výsledku a použití ukazatele v oblasti řízení podniku, odměňování klíčových pracovníků a hodnocení investičních rozhodnutí

5.1 Intepretace výsledku

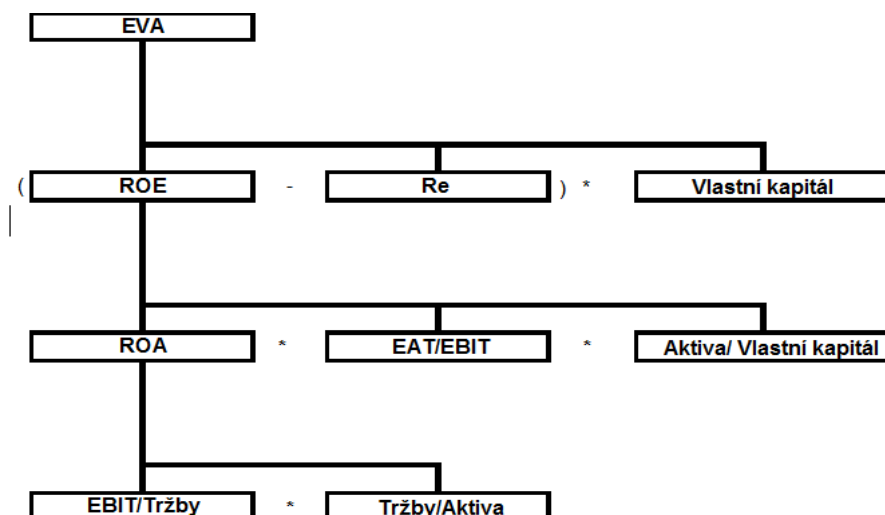
Po upravení účetních údajů a následném dosazení do vybraného vzorce EVA, můžeme získat buď kladný, nulový nebo záporný výsledek. Z tohoto výsledku lze jednoduše zjistit, jak se mění bohatství vlastníků. Pokud byl výsledek:

- kladný = vlastníci zvyšují své bohatství;
- nulový = bohatství vlastníků se nemění;
- záporný = vlastníci snižují své bohatství [7].

Pokud je ekonomická přidaná hodnota kladná, znamená to také, že výnosy z kapitálu jsou vyšší než oportunitní náklady [19].

Dále lze po této prvotní interpretaci zjišťovat, dle rozkladu EVA, jakými dílčími ukazateli byl tento výsledek způsoben. Rozklad ukazatele je uveden v obrázku 1.

Obrázek 1: Pyramidální rozklad ekonomické přidané hodnoty



Zdroj:[5]

Jednotlivé determinanty pyramidálního rozkladu se dají popsat následovně

- **ROE** je rentabilita vlastní kapitálu, která nám vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu se počítá jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu; [27]
- **Re** jsou náklady na vlastní kapitál. Ty byly popsány v kapitole 3.2.3;
- **ROA** je rentabilita aktiv, která nám vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Rentabilita aktiv se počítá jako podíl zisku před zdaněním a nákladovými úroky a celkovými aktivy; [26]
- **EAT/EBIT** je podíl zisku po zdanění a provozním výsledkem hospodaření čili výsledkem hospodaření před odečtení úroků a zdaněním;
- **Aktiva/Vlastní kapitál** je ukazatel finanční páky; [29]
- **EBIT/Tržby** je ukazatelem rentability tržeb, který nám vyjadřuje, kolik korun tržeb připadá na jednu korunu vlastního kapitálu; [6]
- **Aktiva/Vlastní kapitál** je ukazatel obratu celkových aktiv. Vypovídá, kolikrát se veškerá aktiva podniku obrátí za rok [31].

Navíc lze označit rozdíl ROE a Re jako Spread. Ten nám určuje, jestli firma tvoří ekonomický zisk.

Vzhledem k tomu, že EVA je absolutní veličinou, v hodnotě, která nám vyjde po dosazení do vzorce, tedy není vhodná pro mezipodnikové srovnání. Pokud chceme použít ukazatel EVA k mezipodnikovému srovnání, musíme hodnotu EVA srovnávaných společností vydělit jejich příslušným vlastním kapitálem [21].

5.2 Použití ukazatele v oblasti řízení

Ukazatel EVA lze využít v oblasti řízení primárně pro plánování hodnoty podniku. Při plánování zvýšení hodnoty podniku má z hlediska EVA management primárně čtyři možnosti:

- změna proporce vlastního a cizího kapitálu. Tím se sníží vážené průměrné náklady kapitálu, což zapříčiní zvýšení EVA;
- snížení kapitálu. Nesmí se však jednat o náhlé rozhodnutí. Z kapitálu by se měly pouze po důkladné analýze vyloučit ty složky, které mají neoperativní charakter, čili ty složky, které nejsou nutné pro provoz podniku;

- zvýšení provozního zisku. Toho musí být dosaženo při nezměněných nákladech a velikosti kapitálu;
- realizací nových investic s kladnými hodnotami EVA [7].

5.3 Odměňování klíčových pracovníků

Odměňování klíčových pracovníků skrze metodu EVA se ukázalo jako vhodný prostředek. Jelikož management podniku může být zvolen pouze na určité období, může se hodnocení managementu na základě toho, jak vysoký zisk vytvořil ukázat jako velmi krátkozraké. Pokud je manažer hodnocen tímto způsobem může se rozhodnout neúměrně zvýšit či snížit kapitálovou vybavenost tak, aby dokázal v daném období, na které je zvolen, maximalizovat zisk. Po skončení tohoto období se však mohou zisky podniku neúměrně snížit. Jako příklad lze uvést náklady na výzkum a vývoj. Pokud se manažer rozhodne nevynaložit náklady na výzkum a vývoj nových výrobků, logicky bude mít v kratším období větší zisky, protože bude mít nižší náklady. V delším období však produkt podniku zastará a zhorší se jeho postavení na trhu a tím se podniku zhorší tržby a tím i zisk.

Pokud chtějí vlastníci změnit chování managementu, je pravděpodobně nejrychlejší a nejefektivnější zavést metody odměňování tak, aby byli manažeři hodnoceni podle takových kritérií, která dokáží změnit jejich chování. Lze postupovat změnami podnikové kultury, to však trvá podstatně déle [2].

EVA se tak ukazuje jako vhodný nástroj hodnocení, jelikož počítá s ekonomickým ziskem, čili od zisku ještě odečítá oportunitní náklady. To nutí manažery rozhodovat se pro takové investiční varianty, které jsou v souladu s požadavky vlastníků [20]. Goldberg doporučuje odměňování manažerů na základě jednotného plánu, ne krátkodobého a dlouhodobého, protože to zajistí jejich sepletí s firmou [9].

Ukazatel EVA lze také využít k motivaci pracovníků. Pokud jsou pracovníci motivováni skrze EVA je zřejmé, že při zvyšování EVA zlepšují pracovníci svou jistotu zaměstnání. Společnosti s vysokou EVA totiž nejen vytvářejí zisk, ale také využívají efektivně své prostředky. To lze vidět na tom, že společnost dokáže vytvořit vyšší zisk při stejné rizikovosti vloženého kapitálu [30].

5.4 Hodnocení investičních rozhodnutí

Pokud chceme využít ukazatel EVA k hodnocení investice, postupujeme tak, že vypočteme EVA za jednotlivé roky trvání investice. NOPAT zde tvoří zisk z investice po zdanění a NOA tvoří hodnota kapitálu investice k začátku roku (hodnota se může měnit v závislosti na opotřebení). Po vypočtení EVA za jednotlivé roky diskontujeme tyto hodnoty na současné a sečteme je. Tento postup je podobný výpočtu čisté současné hodnoty. Tehdejší viceprezident Stern Steward & Co Al Ehrbar dokonce označil EVA jako: *“Čistá současná hodnota s pamětí”* [28] Diskontování jednotlivých let lze provést pomocí obecného vzorce 11.

Vzorec 11: Odúročitel

$$\frac{1}{(1+i)^n}$$

kde: i ... úroková míra za období

n ... počet období [22]

Nebo lze využít přesnější, ale složitější způsob výpočtu, kdy odúročujeme jednotlivé vypočítané hodnoty EVA podle vzorce 12.

Vzorec 12: Odúročitel průměrných vážených nákladů na kapitál

$$\frac{1}{\prod_{t=1}^T (1+WACC_i)^t}$$

kde: T ... počet let na které je projektována EVA

$WACC_i$... průměrné vážené náklady v i -tém roce [15]

Pokud vyjde tento součet kladný, je investice přijatelná. Pokud se rozhodujeme mezi několika investicemi, vybereme tu, která má sumu diskontovaných EVA nejvyšší.

Tento postup je velmi podobný výpočtu čisté současné hodnoty, avšak s tím rozdílem, že při použití EVA jsou sjednoceny zájmy vlastníků a manažerů [30].

6 Ostatní moderní nástroje měření výkonnosti

Mezi ostatní moderní nástroje měření výkonnosti patří například:

- MVA (market value added) = tržní přidaná hodnota;
- balanced scorecard (BSC);
- model diskontovaných peněžních toků ve variantě FCFE.

6.1 MVA

MVA je ukazatelem, který stejně jako EVA vytvořili Joel Stern a Bennet Steward. Teoreticky, je hodnota MVA rovna současné roční hodnotě EVA, kterou firma očekává vytvořit. [8] Tento ukazatel lze na rozdíl od EVA použít pouze pro akciové společnosti. Pro MVA lze použít vzorec 13.

Vzorec 13: Tržní přidaná hodnota

$$MVA = \text{tržní hodnota akcií} - \text{vlastní kapitál vložený akcionáři} \quad [30]$$

6.2 Balanced scorecard

Úkol tohoto nástroje je sladování zájmů managementu, zaměstnanců, strategického a operativního řízení. Zabývá se čtyřmi okruhy otázek:

- pohled zákazníka (rychlost dodávky, kvalita produktu, náklady produktu);
- vnitropodnikovou perspektivou (délka výrobního cyklu, technologie);
- perspektivou budoucího růstu (inovace, nové výrobky);
- finanční perspektivou (zaměření na tvorbu hodnoty) [30].

6.3 Model diskontovaných peněžních toků ve variantě FCFE (Free Cash Flow for the Firm)

V tomto modelu se nerozlišují peněžní toky (neodděluje se akcionář a věřitel). Zabývá se otázkou jaký volný peněžní tok je možno z firmy odebrat bez narušení její další existence. Pokud vyjde kladný má společnost po odečtení výdajů k dispozici určitý obnos peněžních prostředků, které jsou možné rozdělit mezi akcionáře a věřitele. Tento model lze spočítat podle vzorce 14.

Vzorec 14: Diskontované peněžní toky

$$FCFF = NOPAT + Odpisy - Investice - Změna pracovního kapitálu$$

kde: NOPAT... Čistý operativní zisk po zdanění [11]

7 Cíl práce a metodický postup

7.1 Cíl práce a hypotézy

Cílem této diplomové práce je:

Definovat problematiku tvorby ekonomické přidané hodnoty, jejího výpočtu a konečné interpretace. Porovnat tento ukazatel s ostatními moderními měřítky výkonnosti podniku a uvést její výhody a nevýhody. U vybraného podniku provést výpočet ekonomické přidané hodnoty v časové řadě 5-ti let. Rozkladem na jednotlivé komponenty určit klíčové faktory ovlivňující tvorbu hodnoty u vybraného podniku.

Z tohoto cíle byla odvozena následující hypotéza H1:

Vývoj ekonomické přidané hodnoty za jednotlivé roky analýzy koresponduje s klesajícím trendem vývoje dosaženého výsledku hospodaření po zdanění.

7.2 Metodický postup

7.2.1 Metodika sběru dat

Data potřebná k teoretickému zpracování problematiky byla čerpána z domácí i zahraniční literatury a internetových stránek zabývajících se danou problematikou. Podklady potřebné ke zpracování praktické části byly poskytnuty jednatelem analyzované společnosti.

7.2.2 Metodika zpracování práce

Prvním krokem při tvorbě práce byl sběr a třídění podstatných pramenů pro zpracování teoretické části. Již v této části byly pomocí dedukce vyvozeny problematické aspekty ekonomické přidané hodnoty.

V literární rešerši byly popsány následující vzorce:

- v podkapitole 3.1 byly popsány obecné vzorce pro výpočet ekonomické přidané hodnoty (vzorce 1-3);
- v podkapitole 3.2.1 použit vzorec pro výpočet peněžní likvidity (vzorec 4) který je nutný pro výpočet čistých operativních aktiv;
- podkapitola 3.2.2 obsahuje vzorec pro výpočet úrokové míry (vzorec 5), nutný při zahrnování leasingu do účetních dat;

- v podkapitole 3.2.3 jsou uvedeny vzorce pro metody ekonomické přidané hodnoty entity, equity a APV (vzorce 6-9), stejně jako vzorec modelu oceňování kapitálových aktiv (vzorec 10);
- podkapitola 5.4 obsahuje dva vzorce, a to obecný vzorec pro odúročitel (vzorec 11) tak vzorec pro odúročitel průměrných vážených nákladů na kapitál (vzorec 12);
- podkapitola 6.1 obsahuje vzorec tržní přidané hodnoty (vzorec 13);
- posledním vzorcem model diskontovaných peněžních toků (vzorec 14) nacházející se v podkapitole 6.3.

Po zpracování teoretické části byla z cíle stanovena hypotéza H1. Po zpracování metodické části bylo v následující kapitole pomocí komparace vytvořeno srovnání ekonomické přidané hodnoty s ostatními moderními nástroji hodnocení podniku. Poté byly od jednatele analyzované společnosti obstarány podklady pro praktickou část práce (jmenovitě rozvahy a účty zisku a ztráty za roky 2007 až 2011, dále bylo zjištěno, že za sledované období neměla společnost žádný finanční leasing) a provedeny výpočty nutné ke zjištění determinantů ekonomické přidané hodnoty a zjištění ekonomické přidané hodnoty samotné. Na základě výsledků provedené analýzy byl pomocí komparace zjištěn vztah výsledné ekonomické přidané hodnoty a výsledku hospodaření za analyzované období. Dále bylo navrženo doporučení společně s výpočtem dopadů na ekonomickou přidanou hodnotu. V poslední podkapitole praktické části byly pomocí experimentů rozebrány problémy týkající se výpočtu ekonomické přidané hodnoty [16].

8 Porovnání moderních nástrojů hodnocení s ekonomickou přidanou hodnotou

8.1 Porovnání EVA a MVA

Jelikož oba ukazatele byly vytvořeny stejnou konzultační společností Stern Stewart & Co mají tyto ukazatele určité stejné aspekty. Tržní přidaná hodnota má oproti ekonomické přidané hodnotě tyto výhody:

- jednoduchý výpočet;
- jasně vymezená pravidla pro výpočet.

Hlavní nevýhodou tržní přidané hodnoty oproti ekonomické přidané hodnotě je, že lze využít pouze pro akciové společnosti, což značně omezuje jeho využití.

8.2 Porovnání EVA a BSC

Tyto dva ukazatelé jsou velmi odlišné. Ekonomická přidaná hodnota se zaměřuje pouze na měření ekonomického zdraví podniku, oproti tomu v balanced scorecard je tvorba hodnoty pouze jednou ze čtyř priorit. Při srovnání s ekonomickou přidanou hodnotou můžeme vypořádat následující výhody balanced scorecard:

- rozpracování strategií společnosti do dílčích cílů srozumitelných celou společností;
- sledování společnosti z jiného než finančního pohledu;
- pružné a operativní sledování plnění podnikové strategie.

Na druhou stranu má balanced scorecard oproti ekonomické přidané také určité nevýhody, mezi hlavní patří:

- nutnost BSC neustále vylepšovat a kontrolovat;
- požadavky na technologické prostředí podporující komunikaci a sdílení informací;
- absence jednotného vzorce popisujícího finanční zdraví podniku. [32]

8.3 Porovnání EVA a FCFF

Oba tyto ukazatele poměřují finanční zdraví podniku, avšak každý jiným způsobem. FCFF nám zjišťuje, jaký obnos finančních prostředků firmě zůstane po odečtení

daňových nákladů a nákladů na investice. Naproti tomu ekonomická přidaná hodnota nám vyjadřuje, jakého ekonomického zisku společnost dosáhla. FCFF má oproti modelu EVA následující výhody:

- jednodušší výpočet;
- jasně vymezená pravidla pro výpočet;
- lépe interpretovatelný výsledek pro osoby bez ekonomického vzdělání.

Hlavní nevýhodou modelu FCFF je oproti modelu EVA nezahrnování oportunitních nákladů do výpočtu.

8.4 Shrnutí srovnání ukazatelů

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je obecně nejvšestrannějším modelem pro výpočet ekonomického zisku podniku. Bohužel díky své komplexnosti je jeho výpočet složitější než u mnoha jiných ukazatelů. Další nevýhodou tohoto ukazatele oproti jiným ukazatelům mohou být nejasně stanovená pravidla v určité fázi výpočtu, díky čemuž může docházet ke zkreslení výsledku.

9 Případová studie – výpočet ekonomické přidané hodnoty, interpretace a rozklad

9.1 Popis vybraného podniku

Podnik, jehož údaje jsou zpracovávány praktické části práce, je společnost PVKP, s. r. o. Tato společnost lze charakterizovat následujícími údaji:

Obchodní firma:	PVKP stavební, s. r. o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
IČ:	272 03 964
Sídlo:	Praha 8, OP Ládví, Střelničná 1660
Založeno:	24. 08. 2004, Zakladatelskou listinou
Vznik (Zápis do OR):	27. 01. 2005
Statutární orgán:	Jiří Veverka jednatel, Ladislav Veverka jednatel
Základní kapitál:	200 000,- Kč, 100 % Splaceno
Společníci:	Jiří Veverka, vklad: 200 000,- Kč, 100 % Splaceno
Předmět podnikání:	- přípravné práce pro stavby - specializované stavební činnosti - realitní činnost - provádění staveb jejich změn a odstraňování

Společnost podniká na základě tří živnostenských oprávnění a to:

- provádění staveb, jejich změn a odstraňování;
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona;
- silniční motorová doprava;
 - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně;
 - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně,

- taxislužba [23].

V současnosti má společnost 33 zaměstnanců, z čehož jsou 2 jednatelé, 1 účetní, 1 zaměstnanec přípravy výroby, 1 zaměstnanec organizace dopravy, 2 stavbyvedoucí a 27 dělníků a zaměstnanců obsluhující stroje. Přičemž jeden z jednatelů vykonává také funkci stavbyvedoucího [25].

9.2 Základní účetní data

Analýza podniku byla zpracovávána v rozmezí od roku 2007 do roku 2011. Základní účetní data podniku za dané období, která jsou nutná pro výpočet EVA lze vidět v tabulce 1.

Tabulka 1: Základní účetní data (v tis. Kč)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva celkem	29998,67	30225,62	29047,30	54577,37	36156,31
Výsledek hospodaření	4953,34	2619,94	2381,6	2109,61	198,44

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3 Úprava účetních dat

Prvním krokem, který musí být proveden při výpočtu ekonomické přidané hodnoty je úprava účetních dat. Tato úprava má tři kroky:

- úprava aktiv na čistá operativní aktiva (NOA);
- úprava účetního výsledku hospodaření na čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT);
- výpočet vážených nákladů na kapitál (WACC).

9.3.1 Výpočet čistých operativních aktiv

Nejdříve je nutné upravit aktiva na čistá operativní aktiva. Krátkodobá finanční aktiva lze zařadit do výpočtu pouze v míře nepřesahující peněžní likviditu. Vzhledem k tomu, že při určování doporučené výše se autoři různí byla pro potřeby této práce doporučená výše určena na 0,4. Výpočet peněžní likvidity lze vidět v tabulce 2.

Tabulka 2: Peněžní likvidita společnosti za analyzované roky

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Kr. finanční aktiva (v tis. Kč)	11931,67	4450,64	8665,20	3835,50	6307,40
Kr. závazky (v tis. Kč)	16071,82	20221,18	17688,32	12729,1	35513,47
Peněžní likvidita	0,74	0,22	0,48	0,30	0,18

Zdroj: Vlastní zpracování

Během analyzovaného období neměla společnost žádná jiná aktiva, u kterých by byla nutnost zkoumat, zda mají operativní charakter. Velká část pasiv byla zahrnuta však v krátkodobých závazcích, proto musí být o tyto snížena kromě pasiv i aktiva. V tabulce 3 jsou vyčíslena čistá operativní aktiva za analyzované období.

Tabulka 3: Čistá operativní aktiva

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva celkem	21646,57	29504,59	29096,51	26516,1	51408,5
Neoperativní aktiva	5502,94	0,00	1589,87	0,00	0,00
Krátkodobé závazky	16071,82	20221,18	17688,32	12729,1	35513,47
NOA	71,80	9283,41	9818,31	13787,00	15895,03

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3.2 Výpočet čistého operativního zisku po zdanění

Jako základ pro výpočet NOPAT slouží výsledek hospodaření, který je upravován o neoperativní položky. Po upravení o neoperativní položky se musí přepočítat splatná daň z příjmu na úroveň NOPAT. Úpravy a konečnou výši NOPAT lze nalézt v tabulce 4.

Tabulka 4: Čistý operativní zisk po zdanění

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Výsledek hospodaření	4953,34	2619,94	2381,60	2109,61	198,44
Mimořádné položky nákladů	254,87	77,82	3,00	39,13	0,24
Mimořádné položky výnosů	-39,90	-265,04	-68,40	-162,66	-504,47
Úroky výnosové	-3,30	-5,70	-12,40	-1,18	-1,85
Mezisoučet	5165,01	2427,02	2303,80	1984,90	-307,64
Původní daň	1702,80	782,88	604,20	559,17	59,09
Upravená daň	1775,565	725,2333	584,4625	526,1146	0,00
NOPAT	5092,24	2484,67	2323,54	2017,96	-307,64

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3.3 Výpočet WACC

K výpočtu WACC budeme potřebovat tři mezivýpočty:

1. výpočet nákladů na kapitál věřitelů;
2. výpočet nákladů na vlastní kapitál;
3. poměr vlastního a cizího kapitálu k celkovému kapitálu.

9.3.3.1 Výpočet nákladů na kapitál věřitelů

Díky úpravám rozvahy o neoperativní části nám vyšel cizí kapitál ve sledovaném období nulový.

9.3.3.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Nejsložitější úpravou je výpočet nákladů na vlastní kapitál. Tyto náklady byly počítané podle vzorce 10.

Bezriziková přírážka byla určena z průměru měsíčních hodnot dlouhodobých státních dluhopisů za jednotlivé roky analýzy [20]. Koeficient beta byl použit z internetových stránek Aswatha Damodarana, kde rozebíral beta koeficient pro jednotlivá odvětví v Evropě [18]. Konečně očekávaná prémie za riziko byla zjištěna ze stránek ratingové agentury Moody's [17]. Přesné číselné hodnoty těchto tří ukazatelů potřebných k výpočtu nákladů na vlastní kapitál jsou uvedeny v tabulce 5.

Tabulka 5: Determinanty nákladů na vlastní kapitál (v procentech)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Bezriziková přírážka	4,30	4,63	4,84	3,88	3,71
Vážená beta	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Prémie za riziko	6,55	6,55	6,55	6,55	6,55

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledný koeficient nákladů na vlastní kapitál v procentech je pro jednotlivé roky lze vidět v tabulce 6.

Tabulka 6: Náklady na vlastní kapitál (v procentech)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady na vlastní kapitál	12,03	12,36	12,56	11,61	11,43

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3.3.3 Poměr vlastního a cizího kapitálu k celkovému kapitálu

Při výpočtu cizího kapitálu bylo zjištěno, že společnost měla ve sledovaném období velkou část cizího kapitálu v položkách krátkodobých závazků. Bylo proto důležité určit, zdali tyto položky vyloučíme z čistých operativních aktiv, nebo zvýšíme čistý operativní zisk po zdanění o skryté finanční náklady. Nakonec byly tyto položky vyloučeny z operativních aktiv. Konečný stav cizího kapitálu za sledované období zobrazuje tabulka 7.

Tabulka 7:Upravený cizí kapitál

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	20221,18	17688,32	12729,1	35513,47	16224,71
Dodavatelské úvěry	16168,71	12151,25	9913,6	14862,36	7102,63
Závazky k zaměstnancům	412,75	477,91	481,8	453,66	454,17
Závazky ze SZ a ZP	240,86	275,52	252,9	391,93	258,48
Závazky státu	2638,71	1495,80	310,00	1528,52	864,43
Závazky ke spol.	6600,00	2880,00	1700,00	18210,00	7480,00
Doh. Ú. Pas.	48,70	54,90	70,80	67,00	65,00
Jiné závazky	51,45	0,00	0,00	0,00	0,00
Kr. příj. Zál.	0,00	352,94	0,00	0,00	0,00
Upravený cizí zdroj	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: Vlastní zpracování

Po upravení lze vypočítat poměry vlastního a cizího kapitálu k celkovému kapitálu, které je nutné znát pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál.

9.3.3.4 Konečný výpočet WACC

Po připravení všech potřebných podkladů k výpočtu stačí pouze dosadit do vzorce.

Vážené náklady kapitálu nám vyšly pro jednotlivé roky analýzy dle tabulky 8.

Tabulka 8:Průměrné vážené náklady na kapitál (v procentech)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
WACC	12,03	12,36	12,56	11,61	11,43

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je vidět vážené náklady kapitálu vyšly na úrovni nákladů na vlastní kapitál, což je samozřejmé, jelikož po úpravách nezbyl žádný cizí kapitál.

9.4 Výpočet EVA

Po úpravě účetních dat a zjištění vážených nákladů kapitálu je možné přistoupit k výpočtu samotné ekonomické přidané hodnoty. Jelikož po úpravě nezbyl v podniku žádný cizí kapitál, ekonomická přidaná hodnota byla vypočtena variantou equity. V tabulce 9 lze vidět konečné hodnoty EVA.

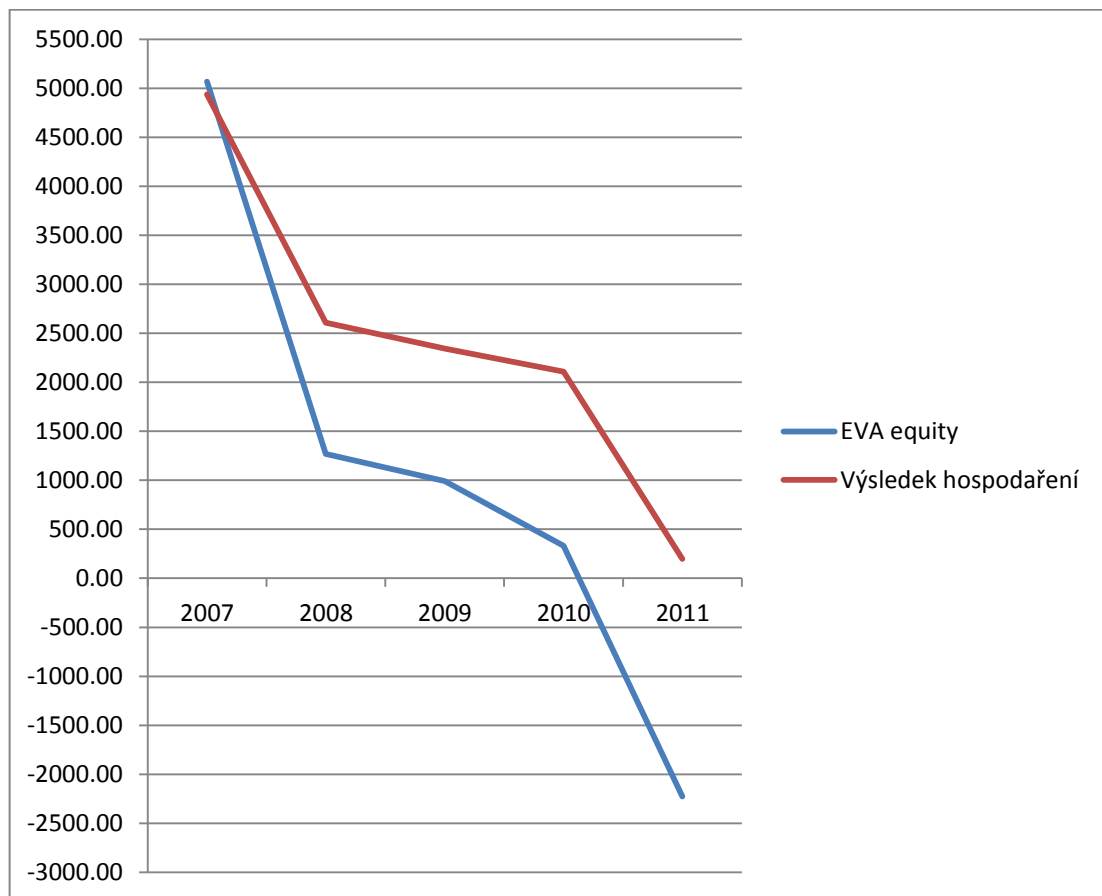
Tabulka 9: Ekonomická přidaná hodnota za jednotlivé roky analýzy (v tis. Kč)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EVA equity	5083,61	1337,57	1090,30	417,66	-2124,54

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výsledků ekonomické přidané hodnoty je zřejmé, že se kromě prvního roku analýzy liší od výsledku hospodaření. Graficky lze tyto rozdíly vidět v obrázku 2.

Obrázek 2: Porovnání ekonomické přidané hodnoty a výsledku hospodaření (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

9.5 Pyramidální rozklad EVA

Pyramidální rozklad se provádí z důvodu analýzy dílčích příčin vedoucích k výsledné hodnotě ekonomické přidané hodnoty. V tabulce 10 lze vidět hodnoty jednotlivých ukazatelů tohoto rozkladu.

Tabulka 10: Pyramidální rozklad ekonomické přidané hodnoty

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	70,91	0,27	0,24	0,15	-0,02
Náklady na vlastní kapitál	0,12	0,12	0,13	0,12	0,11
Spread	70,79	0,14	0,11	0,03	-0,13
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	71,808	9283,41	9818,318	13787	15895,03
ROA	96,07	0,35	0,30	0,19	-0,02
EAT/EBIT	0,74	0,76	0,79	0,77	1,00
Finanční páka	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ROS	0,13	0,06	0,04	0,03	-0,01
Obrat celkových aktiv	5,86	5,81	5,78	5,05	2,75

Zdroj: Vlastní zpracování

Před samotnou analýzou jednotlivých ukazatelů se soustředíme na tři extrémní hodnoty v tabulce. Jsou to hodnoty ukazatelů ROE, ROA a Vlastního kapitálu za rok 2007. Tyto hodnoty jsou způsobeny velmi vysokou hodnotou okamžité likvidity v daném roce. Ta způsobila vysoký podíl neoperativních aktiv, která musela být odečtena. Z toho důvodu byla operativní aktiva a vlastní kapitál ve sledovaném roce velmi nízká, což zapříčinilo velmi vysokou hodnotu rentabilit vlastního kapitálu a aktiv.

Prvním ukazatelem, který se v pyramidálním rozkladu objevuje, je ROE, čili rentabilita vlastního kapitálu. Jak je vidět rentabilita vlastního kapitálu má během analyzovaného období klesající tendenci, což bylo způsobeno jak rostoucím vlastním kapitálem, tak klesajícím výsledkem hospodaření.

Dalším ukazatelem jsou náklady na vlastní kapitál. Tyto hodnoty byly již rozebírány v části 9.3.3.2, a proto přistoupíme rovnou k ukazateli Spread. Hodnota Spread, čili rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál, nám v prvních čtyřech letech vychází kladná, což nám značí, že v těchto letech tvořila společnost ekonomický zisk. V posledním roce analýzy byla hodnota Spread záporná. Toto byl tedy jediný rok, ve kterém tvořila společnost podle účetnictví zisk, avšak díky zohlednění oportunitních nákladů byla v ekonomické ztrátě.

Dalším ukazatelem je hodnota vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele jako jediná roste. Přesto můžeme v letech růstu sledovat klesající tendenci výše přírůstku, jelikož růst vlastního kapitálu souvisí ve sledovaném období ve sledované společnosti s výší účetního zisku.

Rentabilita vlastních aktiv kopíruje průběh rentability vlastního kapitálu. Stejně jako rentabilita vlastního kapitálu postupně klesá a v posledním roce má zápornou hodnotu.

Poměr EAT a EBIT byl v prvních čtyřech letech relativně podobný, jelikož vyšší sazba daně z příjmu byla kompenzována vyšším ziskem. V posledním roce analýzy byl poměr roven jedné, protože po úpravě byl výsledek hospodaření záporný. Z tohoto důvodu byla přepočtená daň nulová a společnost neměla nákladové úroky.

Hodnota finanční páky je během celé doby analýzy rovná jedné. To je způsobeno tím, že po úpravách nezbyl žádný cizí kapitál. Aby byla zachována bilanční rovnováha, musela se samozřejmě aktiva rovnat vlastnímu kapitálu a z tohoto důvodu byl ukazatel roven jedné.

Pro hodnotu rentability tržeb platí to samé jako pro rentabilitu aktiv. Klesající průběh se zápornou hodnotou v posledním roce analýzy.

Posledním ukazatelem pyramidálního rozkladu je obrat celkových aktiv. Tento ukazatel vychází během celé doby analýzy jako jediný v doporučených hodnotách. (Pokud by byla použita celková aktiva, namísto operativních aktiv, byla by hodnota v posledním roce pod doporučenou hodnotou a tak by korespondovala s ostatními ukazateli).

9.6 Doporučení pro zkoumaný podnik

Z pyramidálního ukazatele je jasně zřejmé, že podnik nevyužívá finanční páku. Proto je zde očividné, doporučit společnosti využití úročeného cizího kapitálu. Pro lepší představu srovnáme skutečný stav s hypotetickým stavem, kdy by měla společnost každý analyzovaný rok strukturu kapitálu změnit tak, že kapitál by byl tvořen z poloviny cizím zpoplatněným kapitálem úročeným 7 % p.a. Počítáme s nesníženou rentabilitou aktiv.

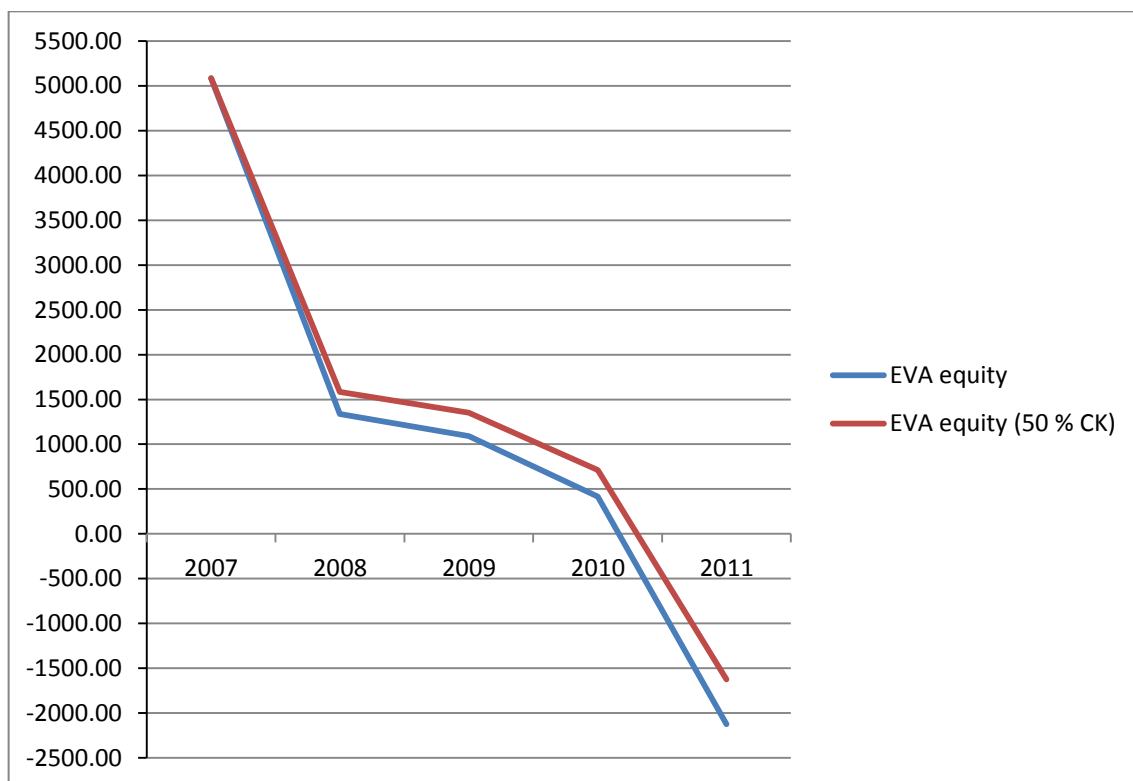
Výsledné hodnoty, počítané stejně jako v analýze metodou equity, jsou společně s obrázkem 3 ukazujícím rozdíl oproti původním hodnotám analýzy vidět v tabulce 11.

Tabulka 11: Ekonomická přidaná hodnota s polovičním podílem cizího kapitálu

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EVA equity (50 % CK)	5085,571	1585,652	1352,83	713,1297	-1623,49

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 3: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty s polovičním podílem cizího kapitálu (v tis. Kč)

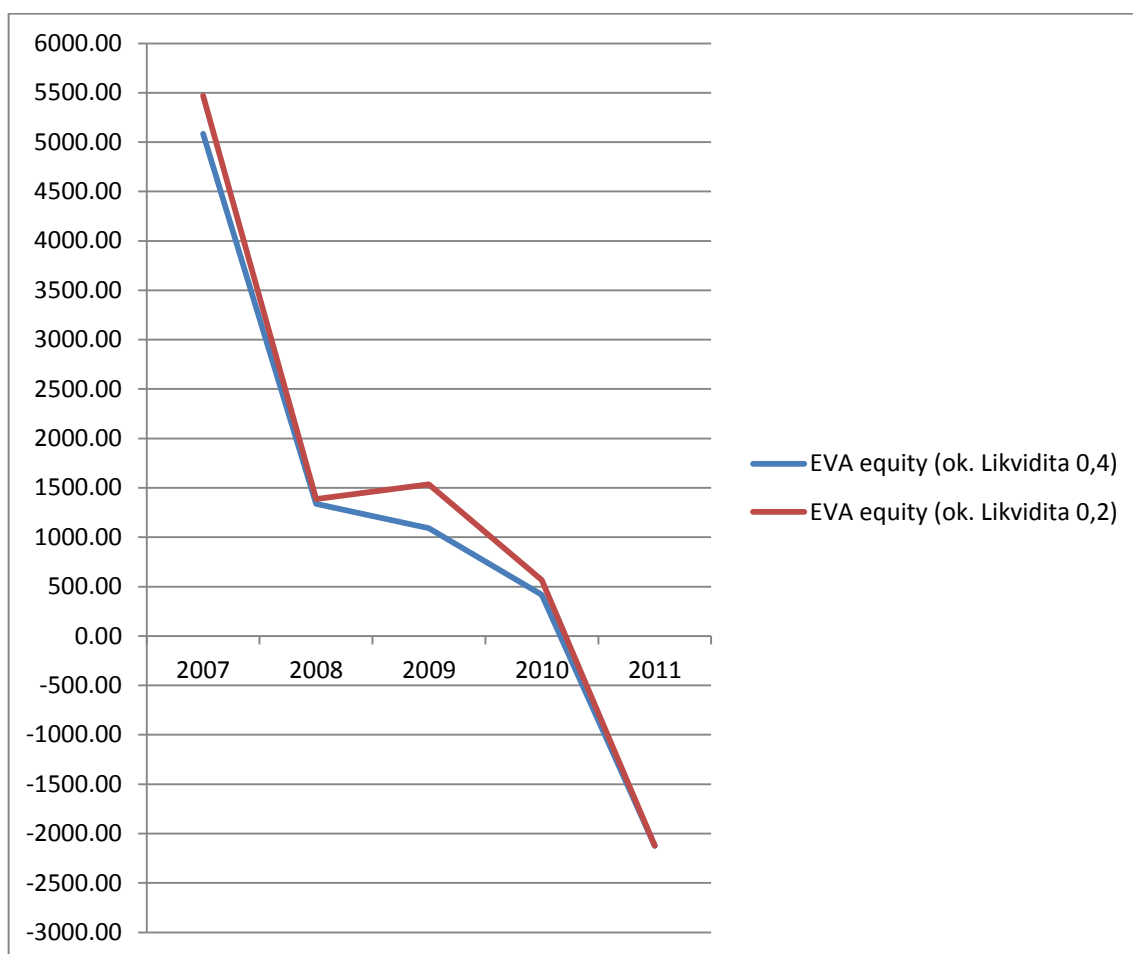


Zdroj: Vlastní zpracování

9.7 Problematické aspekty EVA v praktických příkladech

Prvním problémem, kterým se budeme zabývat, je otázka subjektivity při provádění převodu účetních dat na operativní. Například při určení, zdali jsou finanční prostředky operativní je používána okamžitá likvidita. Bohužel autoři se neshodují na jednotné výši doporučené hodnoty. Doporučená hodnota této likvidity je obvykle uváděna v intervalu od 0,2 do 0,5. V analýze byla vybrána hodnota 0,4. Obrázek 4 nám ukazuje porovnání, jak by vypadaly hodnoty za jednotlivé roky, pokud by byla zvolena jako maximální přípustná hodnota likvidity hodnota 0,2.

Obrázek 4: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty s peněžní likviditou 0,2 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je z grafu vidět, hodnoty v letech, kdy měla společnost vysokou likviditu, se mohou pouze díky této změně výrazně změnit. Nejmarkantnější relativní rozdíly jsou v letech 2010, kdy se hodnota EVA liší o 35,67 % a v roce 2009 kdy se hodnota liší dokonce o 40,3 %.

Dalším příkladem bude vliv leasingu na ekonomickou přidanou hodnotu. Jelikož v českém prostředí není leasing vykazován v majetku společnosti, existuje možnost velmi jednoduché manipulace. V následujícím příkladu si názorně ukážeme, že nevykázání leasingu má značný dopad na výslednou hodnotu ekonomické přidané hodnoty.

Budeme počítat s tím, že společnost by od 1. 1. 2007 využívala finanční leasing na nákladní automobil v pořizovací hodnotě 2 miliony Kč s pravidelnými splátkami 600 000 Kč po dobu pěti let. Společnost využívá lineární daňové odpisy. Jelikož se

leasing převádí do majetku společnosti jako složka pořizovaná úvěrem prvním krokem je vypočet úrokové míry. Ta se spočítá podle vzorce 5. Po dosažení nám vyšla úroková míra ve výši 15 %. Dále je nutné zjistit, jaký vliv bude mít leasing na NOA, NOPAT a WACC.

Abychom byli schopni vypočítat tyto vlivy, musíme nejdříve zjistit výše úroků, úmorů závazku, konečných stavů závazku, odpisů a konečných stavů majetku za jednotlivé roky. Tyto hodnoty nám ukazují níže uvedené tabulky 12 a 13.

Tabulka 12: Odpisy a konečná hodnota majetku

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Odpis	220,00	445,00	445,00	445,00	445,00
Konečná hodnota	1780,00	1335,00	890,00	445,00	0,00

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 13: Úrok, úmor a konečná hodnota závazku vůči leasingové společnosti

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Úrok	304,76	259,78	207,93	148,19	79,34
Úmor	295,24	340,22	392,07	451,81	520,66
Konečná hodnota závazku	1704,76	1364,54	972,47	520,66	0,00

Zdroj: Vlastní zpracování

Po provedení výpočtů hodnot potřebných k výpočtu determinantů ekonomické přidané hodnoty lze vypočítat jednotlivé determinanty. Hodnoty jednotlivých determinantů společně s položkami, které měnily jejich výši lze vidět v tabulkách 14, 15 a 16.

Tabulka 14: Vliv leasingu na operativní aktiva (v tis. Kč)

Počátek roku	2007	2008	2009	2010	2011
Původní NOA	71,81	9283,41	9818,32	13787	15895,03
Změna DHM	2000,00	1780,00	1335,00	890,00	445,00
Změna peněžních prostředků	0,00	-600,00	-600,00	-600,00	-600,00
Snížení neoperativních aktiv	0,00	0,00	600,00	0,00	0,00
Upravená NOA	2071,81	10463,41	11153,32	14077	15740,03

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 15: Vliv leasingu na operativní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
NOPAT	5074,86	2474,21	2285,70	2017,96	-307,64
Odpisy	-220,00	-445,00	-445,00	-445,00	-445,00
Úroky	-305,00	-260,00	-208,00	-148,00	-79,00
Upravený NOPAT	4550,10	1769,43	1632,77	1424,77	-831,98

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 16: Vliv leasingu na vážené náklady na vlastní kapitál

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
WACC (v %)	12,49	12,87	13,13	12,24	12,06
Cizí zdroje/celkový kapitál	0,16	0,12	0,07	0,03	0,00
Vlastní zdroje/celkový kapitál	0,84	0,88	0,93	0,97	1,00
Upravené WACC (v %)	10,71	11,40	12,32	11,85	12,06

Zdroj: Vlastní zpracování

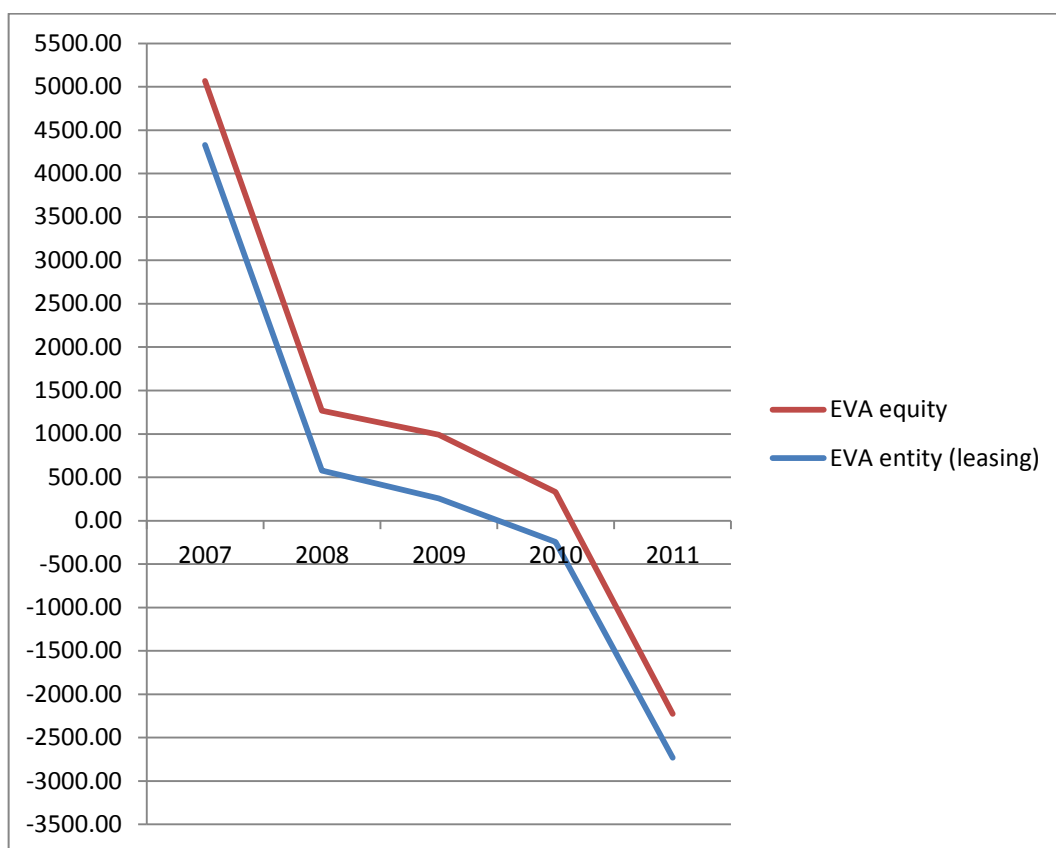
Po vypočtení všech determinantů již stačí dosadit do vzorce pro výpočet EVA. Výsledné hodnoty jsou vidět v tabulce 17 společně s obrázkem 5, ukazujícím porovnání s hodnotami ekonomické přidané hodnoty bez leasingu.

Tabulka 17: Ekonomická přidaná hodnota upravená o leasing (v tis. Kč)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EVA entity (leasing)	4328,182	576,2915	258,3757	-243,412	-2730,53

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 5: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty upravené o leasing (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Posledním příkladem, na kterém budou ilustrovány problematické aspekty ekonomické přidané hodnoty, je hodnota vlastního kapitálu a vážené náklady na vlastní kapitál. Jedním z principů ekonomické přidané hodnoty je, že vlastní kapitál by měl být vykazován v tržních hodnotách. Toho lze jednoduše dosáhnout u akciových společnostech, kde se zjistí tržní hodnota akcie, která se vynásobí počtem emitovaných akcií. Problém však nastává u ostatních právních forem. Ty nejsou obchodovány na trhu, proto je obtížné zjistit hodnotu vlastního kapitálu. Bohužel příklady používané v odborné literatuře se omezují na výpočet ekonomické přidané hodnoty pouze pro akciové společnosti. Možností zjištění tržní hodnoty u ostatních právnických forem by mohlo být přičtením součinu Spread a vlastního kapitálu k účetní hodnotě vlastního kapitálu, jelikož společnosti s kladnou hodnotou Spread mají vyšší než průměrnou rentabilitu vlastního kapitálu vzhledem k ostatním společnostem v odvětví. Problém s náklady na vlastní kapitál nastává u koeficientu beta. Ten počítá s poměřováním s kapitálovým trhem vůči výnosnosti cenných papírů společnosti. Bohužel ne všechny společnosti mají možnost porovnávat výnosnost cenných papírů, jelikož vzhledem ke své právní formě

žádné nevydávají. Možností je sice expertním odhadem určit výši koeficientu beta, avšak tento způsob má za předpoklad určitý stupeň zkušeností a znalostí hodnotitele a vyžaduje další analýzu společnosti z hlediska kritérií zvolených hodnotitelem.

10 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo: „*Definovat problematiku tvorby ekonomické přidané hodnoty, jejího výpočtu a konečné interpretace. Porovnat tento ukazatel s ostatními moderními měřítky výkonnosti podniku a uvést její výhody a nevýhody. U vybraného podniku provést výpočet ekonomické přidané hodnoty v časové řadě 5-ti let. Rozkladem na jednotlivé komponenty určit klíčové faktory ovlivňující tvorbu hodnoty u vybraného podniku.*“

Z tohoto cíle byla vytvořena hypotéza H1 jejímž předpokladem bylo potvrdit, že vývoj ekonomické přidané hodnoty koresponduje s klesajícím trendem vývojem výsledku hospodaření po zdanění.

Na základě výsledků komparace ukazatele EVA a ostatních moderních měřítek výkonnosti podniku (MVA, BSC, FCFE) bylo zjištěno, že ukazatel EVA se jeví jako nejkompexnější měřítko hodnocení výkonnosti podniku z hlediska tvorby hodnoty. Na druhou stranu bylo zjištěno, že tento ukazatel je v poměru k ostatním měřítkům výkonnosti mnohem složitější na výpočet a nemá tak přesně definovaná pravidla při tvorbě výpočtu.

Z provedené analýzy podniku jsem zjistil tyto dvě hlavní skutečnosti.

Zaprvé, ekonomická přidaná hodnota je v prvních čtyřech letech analýzy kladná, čili společnost v této části analyzovaného období tvořila ekonomický zisk.

Zadruhé, přestože je v posledním roce analýzy v účetnictví společnosti vykázán zisk náklady na kapitál převyšují rentabilitu vlastního kapitálu a proto byla společnost v posledním roce analýzy v ekonomické ztrátě.

Hypotéza H1 byla potvrzena, jak je vidět z obrázku 2.

Na základě účetních dat a pravidel pro tvorbu ekonomické přidané hodnoty jsem navrhl zvýšení podílu explicitně úročeného cizího kapitálu, tak aby tento kapitál tvořil polovinu celkového kapitálu společnosti. Daná struktura kapitálu byla doporučena jednak kvůli dobré ilustraci efektu finanční páky a též kvůli standartní struktuře kapitálu v rozvinutých zemích. Dopady tohoto opatření na výši ekonomické přidané hodnoty lze vidět v obrázku 3. V obrázku 3 lze vidět nárůst ekonomické přidané hodnoty při

zavedení navrhovaného opatření, průměrné zvýšení ekonomické přidané hodnoty je 29 %.

Při zpracování jsem došel k názoru, že největším problémem ukazatele ekonomické přidané hodnoty je nejednotná úprava účetních údajů, díky které hrozí vysoká variabilita výsledku. Dalším závažným problémem je zjišťování tržní hodnoty vlastního kapitálu u společností, které nemají právní formu akciové společnosti, jelikož přesné zjišťování tržní hodnoty vlastního kapitálu je složité a časově náročné.

Jasným protiopatřením proti těmto problémům by bylo zavést jednotnou úpravu účetních dat respektive vytvořit jednoduchý návod na konverzi účetní hodnoty vlastního kapitálu na tržní hodnotu. Návrh těchto úprav je však velmi komplexní, a proto přesahuje rámec této diplomové práce.

Summary

This thesis aims to give the reader general overview of Economic value added (later EVA) and is focused on analysis of problematic aspects of EVA. Firstly there are some theoretical materials regarding EVA following the analysis of chosen company. In the end there is a summary of the analysis.

In the first part there are theoretical materials from home and foreign authors describing the problematic of EVA together with the formulas used in the second part.

The second part is the analysis of the chosen company. Building on the theoretical materials in the first part author adjust the accounting data, calculate the EVA for the years of the analysis and compare them with the accounting data in accordance with the goal of the thesis. Then he makes a suggestion for improvement and calculates its benefits. Lastly he makes some examples of problematic aspects of EVA.

The thesis ends with summary of the analysis and with the contribution of the author.

Key words: Economic value added, problematic aspects, analysis

Seznam použité literatury:

1. BERANOVÁ, Michaela, Marcela BASOVNÍKOVÁ a Dana MARTINOVÍČOVÁ. PROBLEMATICKÉ ASPEKTY UKAZATELE EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY V PODMÍNKÁCH ČR. *Acta Mendelovy zemědělské a lesnické univerzity v Brně* [online]. Brno: Ediční středisko MZLU v Brně, 2010, č. 6 [cit. 2013-02-28]. ISSN 1211-8516. Dostupné z: http://www.mendelu.cz/dok_server/slozka.pl?id=45392;download=71983
2. BOOTH, Rupert. Economic value added as a management incentive. *Management accounting* [online]. 1997, č. 9 [cit. 2013-03-04]. ISSN 0025-1682. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/195660321?accountid=9646>
3. Článek. *IPOINT.cz - akcie, investice, analýzy, ekonomické zprávy, informace o firmách* [online]. 2010 [cit. 2013-02-28]. Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/zpravy/23650545-cekia-v-hodnoceni-eva-top-100-za-rok-2009-cez-jednoznacnym-vitezem-ale-i-porazenym/>
4. Článek. *IPOINT.cz - akcie, investice, analýzy, ekonomické zprávy, informace o firmách* [online]. 2012 [cit. 2013-02-28]. Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/zpravy/1125832111-cekia-skoda-auto-se-po-ستي-letech-vratila-do-cela-zebricku-eva-top-100/>
5. DLUHOŠOVÁ, D. Aplikace funkcionální metody při pyramidálním rozkladu ukazatele EVA. In *Ekonomika a management 2003 - bez hranic*. Praha : VŠE Praha, 2003. s. 1-10. ISBN 80-239-1538-X.
6. Finanční analýza a vzorce. *INBOOX - analýzy, informace, průzkumy a knihy. A inbox cz* [online]. 2012 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://www.inboox.cz/news/financni-analyza-a-vzorce-pro-humanitni-typy/>
7. FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 356 s. ISBN 80-247-0939-2.
8. FOUNTAINE, Drew. Using Economic Value Added as a Portfolio Separation Criterion. *Quarterly journal of finance and accounting* [online]. 2008, č. 2 [cit. 2013-03-04]. ISSN 1939-8123. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/194739744?accountid=9646>
9. GOLDBERG, Stephen R. Economic Value Added: A Better Measure for Performance and Compensation?. *The journal of corporate accounting* [online].

- 1999, č. 1 [cit. 2013-03-04]. ISSN 1097-0053. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/201613375?accountid=9646> Economic
10. HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza firmy*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2008, 208 s. ISBN 978-807-3573-928.
 11. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, xl, 745 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7179-903-0.
 12. Likvidita. *Finanční analýza* [online]. 2011 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://financni-analyza.webnode.cz/ukazatele-likvidity/>
 13. MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
 14. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
 15. MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1936-X.
 16. Metodika závěrečné práce. *Miroslav Lorenc* [online]. 2012 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://lorenc.info/zaverecne-prace/metodika.htm>
 17. Moody's - credit ratings, research, tools and analysis for the global capital markets [online]. 2013 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <https://www.moody.com/>
 18. *Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran* [online]. 2013 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
 19. MPO | Průmyslová politika a vybraná legislativa EU | Odvětví zpracovatelského průmyslu v datech a grafech. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2006 [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument9385.html>
 20. My Selected Search Results - ECB Statistical Data Warehouse. *ECB Statistical Data Warehouse* [online]. 2013 [cit. 2013-08-09]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?type=series&node=SEARCHRESULT&S&q=IRS.M.BG.L.L40.CI.0000.BGN.N.Z+IRS.M.CZ.L.L40.CI.0000.CZK.N.Z+IRS.M.DK.L.L40.CI.0000.DKK.N.Z+IRS.M.LV.L.L40.CI.0000.LVL.N.Z+IRS.M.LT.L.L40.CI.0000.LTL.N.Z+IRS.M.HU.L.L40.CI.0000.HUF.N.Z+IRS.M.PL.L.L40.CI.0000.PLN.N.Z+IRS.M.RO.L.L40.CI.0000.RON.N.Z+IRS.M.SE.L.L4>

0.CI.0000.SEK.N.Z+IRS.M.GB.L.L40.CI.0000.GBP.N.Z&SERIES_KEY=229.I
RS.M.CZ.L.L40.CI.0000.CZK.N.Z

21. NEUMAIEROVÁ, Inka. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
22. Odúročitel. *Business.center.cz* [online]. [2008] [cit. 2013-03-03]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pojmy/p1326-odurocitel.aspx>
23. *Obchodní rejstřík a Sbirka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. 2011 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$)
24. PANTEA, Marius Ioan, Valentin MUNTEANU, Delia GLIGOR a Daria SOPOIAN. The Managerial Performances Evaluation through the Economic Value Added. *European research studies: an international multidisciplinary journal with topics in European integration* [online]. 2008, č. 4 [cit. 2013-03-04]. ISSN 1108-2976. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/89157562?accountid=9646>
25. *Pvkp.cz* [online]. 2011 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://pvkp.cz>
26. Rentabilita aktiv (ROA – Return on Assets) - ManagementMania.com. *Sociální síť pro business - ManagementMania.com* [online]. 2011 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/rentabilita-aktiv>
27. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011, v, 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
28. SHAND, Dawne. Economic value added. *Computerworld* [online]. Praha: IDG Czech, a.s, 2000, č. 44 [cit. 2013-03-04]. ISSN 0010-4841. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/216073118?accountid=9646>
29. Studijní materiály předmětu VSFS:BP_FAP /BP_FAP/ Popis: VSFS:BP_FAP Finanční analýza podniku (Enterprise Financial Analysis), léto 2006. *Veřejné služby Informačního systému* [online]. 2006 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2006/BP_FAP/FA_LS06_4.pr.txt
30. SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
31. Zdraví firmy si může podnikatel vyšetřit sám - Podnikatel.cz. *Podnikatel.cz - průvodce vaším podnikáním* [online]. 2011 [cit. 2013-09-06]. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/clanky/zdrava-firmy-si-maa34e-podnikatel-vyaeta-it-sam/>

32. ZOULOVÁ, Jitka. *Metody měření výkonnosti podniků*. Brno, 2011. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Přírodovědecká fakulta

Seznam tabulek:

Tabulka 1: Základní účetní data (v tis. Kč)

Tabulka 2: Peněžní likvidita společnosti za analyzované roky

Tabulka 3: Čistá operativní aktiva

Tabulka 4: Čistý operativní zisk po zdanění

Tabulka 5: Determinanty nákladů na vlastní kapitál (v procentech)

Tabulka 6: Náklady na vlastní kapitál (v procentech)

Tabulka 7: Upravený cizí kapitál

Tabulka 8: Průměrné vážené náklady na kapitál (v procentech)

Tabulka 9: Ekonomická přidaná hodnota za jednotlivé roky analýzy (v tis. Kč)

Tabulka 10: Pyramidální rozklad ekonomické přidané hodnoty

Tabulka 11: Ekonomická přidaná hodnota s polovičním podílem cizího kapitálu

Tabulka 12: Odpisy a konečná hodnota majetku

Tabulka 13: Úrok, úmor a konečná hodnota závazku vůči leasingové společnosti

Tabulka 14: Vliv leasingu na operativní aktiva (v tis. Kč)

Tabulka 15: Vliv leasingu na operativní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

Tabulka 16: Vliv leasingu na vážené náklady na vlastní kapitál

Tabulka 17: Ekonomická přidaná hodnota upravená o leasing (v tis. Kč)

Seznam obrázků:

Obrázek 1: Pyramidální rozklad ekonomické přidané hodnoty

Obrázek 2: Porovnání ekonomické přidané hodnoty a výsledku hospodaření (v tis. Kč)

Obrázek 3: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty s polovičním podílem cizího kapitálu (v tis. Kč)

Obrázek 4: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty s peněžní likviditou 0,2 (v tis. Kč)

Obrázek 5: Porovnání původní ekonomické přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty upravené o leasing (v tis. Kč)

Seznam vzorců:

- Vzorec 1: První modifikace ekonomické přidané hodnoty
- Vzorec 2: Druhá modifikace ekonomické přidané hodnoty
- Vzorec 3: Třetí modifikace ekonomické přidané hodnoty
- Vzorec 4: Peněžní likvidita
- Vzorec 5: Výpočet úrokové míry leasingu
- Vzorec 6: EVA entity
- Vzorec 7: EVA equity
- Vzorec 8: EVA APV
- Vzorec 9: Vážené průměrné náklady kapitálu
- Vzorec 10: Model oceňování kapitálových aktiv
- Vzorec 11: Odúročitel
- Vzorec 12: Odúročitel průměrných vážených nákladů na kapitál
- Vzorec 13: Tržní přidaná hodnota
- Vzorec 14: Diskontované peněžní toky

Seznam příloh:

- Příloha 1: Porovnání prvních 10 míst v EVA TOP 100 v letech 2007-2011

Příloha 1

Porovnání prvních 10 míst v EVA TOP 100 v letech 2007-2011

Rok/Pořadí					Název společnosti
2007	2008	2009	2010	2011	
2.	4.	71693.	5.	1.	ŠKODA AUTO a.s.
3.	3.	2.	2.	2.	T-Mobile Czech Republic a.s.
8.	6.	5.	4.	3.	Continental HT Tyres, s.r.o.
76.	59548.	32.	6.	4.	Continental výroba pneumatik, s.r.o.
10.	9.	7.	7.	5.	Philip Morris ČR a.s.
-	-	71690.	-	6.	Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o.
-	-	71696.	8.	7.	OKD, a.s.
-	-	71646.	15.	8.	SYNTHOS Kralupy a.s.
-	-	71606.	47915.	9.	GREENVALE a.s.
5.	2.	3.	1.	10.	Telefónica Czech Republic, a.s.

Zdroj: [3,4]