

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ
HLAVNÍ SPECIALIZACE: FINANCE

**EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA A JEJ
SPÔSOBY VYUŽITIA
V PODNIKOHOSPODÁRSKEJ PRAXI**

Diplomant: Silvia Gallová, MAS
Vedúci diplomovej práce: prof. Ing. Josef Valach, CSc.

Prehlásenie:

Prehlasujem, že som diplomovú prácu vypracovala samostatne a všetky citácie a parafrázy riadne vyznačila v texte. Všetku použitú literatúru a podkladové materiály uvádzam v priloženom zozname literatúry

V Prahe, dňa 24.8.2009

Podpis diplomanta:

PodĎakovanie:

Rada by som sa na tomto mieste poĎakovala pánovi

prof. Ing. Josefovi Valachovi, CSc., vedúcemu mojej práce, za cenné rady, rodine a priateľom za podporu pri písaní diplomovej práce.

V Prahe, dňa 24.8.2009

Silvia Gallová

Úvod.....	6
1 Koncept EVA.....	7
1.1 EVA	7
1.2 Výpočet EVA.....	8
1.3 Vysvetlenie relevantných veličín pre výpočet EVA	9
1.3.1 Investovaný kapitál	9
1.3.2 Finančne orientovaný prístup.....	10
1.3.3 Prístup investične orientovaný	18
1.4 Operatívny výsledok hospodárenia (NOPAT)	21
1.4.1 Finančne orientovaný prístup.....	21
1.4.2 Investične orientovaný prístup	24
1.5 Kapitálové náklady	26
1.5.1 Náklady vlastného kapitálu.....	27
1.5.2 Náklady cudzieho kapitálu.....	29
1.5.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC- vážené náklady kapitálu).....	30
2 EVA ako nástroj oceňovania podniku	32
2.1 Prognóza budúcej EVA.....	35
2.2 Tržná hodnota vlastného kapitálu- Shareholder Value.....	36
2.3 Záverečné poznámky k oceneniu na základe metódy EVA a porovnanie EVA- DCF konceptov	37
3 EVA ako nástroj finančnej výkonnosti	40
3.1 Tradičné postupy k meraniu výkonnosti.....	41
3.1.1 Akciové kurzy ako nástroje merania výkonnosti.....	43
3.1.2 Zisk/Akcia.....	43
3.1.3 Ukazovatele rentability (ROI, ROE, ROA)	44
3.1.4 Vnútorne výnosové percento (IRR)	46
3.2 Meranie výkonnosti pomocou EVA	47
3.2.1 EVA ako absolútna veličina merania výkonnosti.....	47
3.2.2 Štandardizácia (normalizácia) EVA	47
3.2.3 Očistenie veličín prostredníctvom delenia cez pomerové veličiny.....	51
3.3 Ako môže byť zvýšená EVA?	53
3.4 Záverečné poznámky k meraniu výkonnosti pomocou EVA	55
4 EVA pre Shareholderov, Stakeholderov a ako základný nástroj pre Management	56
4.1 EVA ako nástroj zvyšovania akcionárskej hodnoty	56
4.2 Profitovanie Stakeholderov z EVA.....	59
4.3 EVA ako posudzovacie kritérium pre manažerské rozhodnutia.....	59
4.4 Porovnanie s ostatnými výkonnostne orientovanými ukazovateľmi	62
4.4.1 Economic Profit	62
4.4.2 Added Value (pridaná hodnota).....	64
4.4.3 Cash Value Added (CVA)	67
4.4.4 Záverečné zhodnotenie a aplikácia výkonnostne orientovaných ukazovateľov.....	70
5 Praktická časť.....	72
6 Záver	85
7 Príloha: EVA ako nástroj motivovania zamestnancov	87

7.1	Teória agenta.....	87
7.2	Motivačné systémy na báze EVA	88
7.2.1	Charakteristika systému odmien založeného na EVA	89
7.2.2	Objektívna cieľová hladina.....	89
7.3	Ostatné vzťahové veličiny pre hodnotenie podnikového výsledku	92
7.3.1	Akciové kurzy	93
7.3.2	Veličiny v účtovníctve	93
7.3.3	Ekonomická hodnota	94
7.4	Príklady EVA-bonusových plánov	95
7.4.1	Bonusové plány založené na EVA.....	95
7.4.2	Leveraged Stock Option (špekulatívna opcia na akciu)	95
7.5	Problémy pri zavádzaní motivačných systémov.....	97
7.6	Podniky s úspešne zavedenou EVA.....	98
8	Použité tabuľky a grafy.....	101
9	Literatúra.....	102

Úvod

Prevažná väčšina dostupných zdrojov k téme Ekonomická pridaná hodnota (EVA) pochádza v súčasnosti z amerického ekonomického prostredia. Tejto téme je na americkom kontinente venovaná výrazne väčšia pozornosť nielen v odborných kruhoch, ale aj v podnikovej sfére. Medzičasom ale objavuje stále viac európskych podnikov ukazovateľ EVA, a tým prispievajú k rozšíreniu odborných diskusií na túto tému aj v európskom prostredí.

Predložená diplomová práca prezentuje ukazateľ Ekonomická pridaná hodnota ako veličinu prakticky využiteľnú v podnikohospodárskej praxi, a to pri každodennom riadení podniku. Po krátkom uvedení do problematiky pristupuje k podrobnému vysvetleniu logiky výpočtu relevantných veličín (investovaný kapitál NOA, operatívny zisk NOPAT a kapitálové náklady WACC). Následne si práca kladie za cieľ bližšie sa venovať vytipovaným podnikovým oblastiam, v ktorých je možné EVA metódu uplatniť.

Využitie EVA v oblasti oceňovania podniku diskutuje o vzájomnom vzťahu medzi internou veličinou EVA a externou veličinou MVA (tržná pridaná hodnota) a súčasne sa dotýka úskalí výpočtu a predikcie jej jednotlivých zložiek. Ponúka sa i otázka, či existuje dostatočne silná argumentácia pre podporu EVA v oblasti oceňovania v porovnaní s výhodami použitia metódy diskontovaných peňažných tokov DCF.

Aplikácia EVA ako nástroja finančnej výkonnosti sa zameriava na porovnávanie EVA s tradičnými ukazateľmi merania výkonnosti, akými sú akciové kurzy, ukazatele rentability a vnútorné výnosové percento. Diskutuje aj o praktickom probléme ako doceliť zvýšenie EVA v podniku.

EVA ako nástroj akcionárov, managementu a záujmových skupín nie je jediným výkonnostne orientovaným ukazateľom. Ukazovatele ekonomický zisk, pridaná hodnota (added value) a cash value added majú svoje miesto v podnikovej praxi, a preto je nevyhnutné diskutovať o výhodách aplikácie EVA aj v oblasti merania výkonnosti.

Závěrečná praktická kapitola práce představuje aplikáciu EVA metódy ako nástroja oceňovania na reálnom podniku venujúcom sa výrobe špeciálnej zdravotníckej techniky. Bola prevedená na základe poskytnutých skrátených konsolidovaných účtovných výkazov podniku. Z dôvodu výslovnej žiadosti managementu podniku nie je v celom nasledujúcom texte uvedené skutočné meno firmy.

Príloha diplomovej práce pojednáva o využití ukazovateľa EVA ako nástroja motivovania zamestnancov podniku a porovnáva ho s vybranými vzťahovými veličinami pre hodnotenie podnikového úspechu.

1 Koncept EVA

1.1 EVA

EVA (Economic Value Added) v skutočnosti nepredstavuje podľa Sterna (1999) žiaden nový objav. Tento inštrument nachádza uplatnenie v praxi už viac ako 200 rokov. Pojem „nadzisk“ (Residual Income) existuje skutočne už veľmi dlho. Pod pojmom „nadzisk“ sa rozumie podnikový výsledok po odčítaní nákladov za kapitál, ktoré by mal získať každý aj bez podstúpenia rizika. Reziduálny príjem je nulový v prípade, ak podnikový zisk je práve tak veľký ako očakávaná výnosnosť, ktorá zahrňuje riziko.¹ EVA predstavuje jeden typ „Residual Income“, pričom označenie EVA je chránenou verziou výpočtu tohto nadzisku, s ktorou prišla ako prvá poradenská firma Stern & Stewart Company. Economic Value Added sa dá preložiť doslova ako „ekonomická tvorba hodnoty“.

EVA predstavuje interný nástroj pre zvyšovanie hodnoty v podniku a vysvetľuje, či je podnikový zisk menší alebo väčší ako očakávaná výnosnosť a či v podniku s pomocou investovaného kapitálu je hodnota vytváraná alebo ničená.²

¹ Vid'. Stern, 1999, 100.

² Vid'. Rappaport, 1999, 144.

Nielen ukazovateľ EVA sa stal medzičasom známym, ale Stern & Stewart-ovi vyrástla konkurencia aj v podobe ďalších poradenských firiem, ktoré sa zaoberali tvorbou obdobných ukazovateľov, založených na princípe „Residual Income“ (zostatkový príjem).³

1.2 Výpočet EVA

EVA jednej periódy sa vypočíta ako rozdiel výnosnosti investovaného kapitálu a sadzby nákladov na kapitál, vynásobeným stavom investovaného kapitálu k počiatku daného obdobia:

$$EVA_{(t)} = (r_{(t)} - c_{(WACC)}) * EBV_{(t-1)} \quad (\text{vzorec 1})$$

EVA_t	EVA v čase t
r_t	výnosnosť investovaného kapitálu v čase t
c_{WACC}	sadzba vážených nákladov kapitálu
EBV_{t-1}	investovaný kapitál k počiatku obdobia

Stewart používa vo svojom výpočte stav kapitálu k počiatku obdobia, čím zdôrazňuje, že trvá celé jedno obdobie, kým nový investovaný kapitál začne produktívne pôsobiť na NOPAT.⁴ Stewart súčasne uvádza aj možnosť, kedy pri veľkých zmenách kapitálu v priebehu jedného obdobia sa použije aritmetický priemer medzi počiatočným a konečným stavom kapitálu daného obdobia.⁵

Výnosnosť investovaného kapitálu je definovaná ako podiel operatívneho výsledku pred úrokmi a po zdanení (NOPAT) a investovaného kapitálu (EBV_{t-1}):

$$r_t = NOPAT / EBV_{t-1} \quad (\text{vzorec 2})$$

³ Vid'. Economist, 1997, 57.

⁴ Hostettler, 1998, 110, vychádza tiež zo skutočnosti, že iba k začiatku obdobia sú k dispozícii zdroje pre tvorbu hodnoty.

⁵ Vid'. Stewart, 1999, 742.

r_t		výnosnosť investovaného kapitálu v období t
EBV_{t-1}		investovaný kapitál k počiatku obdobia
NOPAT		čistý operačný zisk po zdanení (Net operating profits after tax)

Po preformulovaní rovnice 1 dostaneme následnú rovnosť:

$$EVA_t = NOPAT - (C_{WACC} * EBV_{t-1})$$

Podľa Stewarta sa veľkosť veličín NOPAT a Economic Book Value získa z ročnej závierky. Aby EVA lepšie vyhovovala ekonomickým podmienkam, uvádza Stewart rozličné úpravy koncoročných bilančných položiek.⁶ Hoci existuje aj názor (Mckenzie, Shilling), že príliš veľa úprav môže spôsobiť, že EVA stratí svoj zmysel a potenciál.⁷

1.3 Vysvetlenie relevantných veličín pre výpočet EVA

Na tomto mieste je dôležité poznamenať, že vysvetlenie relevantných veličín pre výpočet EVA vychádza predovšetkým z výpočetných metód Sterna & Stewarta.

1.3.1 Investovaný kapitál

Stewart používa k vysvetleniu investovaného kapitálu „Economic Book Value“ namiesto „Accounting Book Value“. Transformácia môže vychádzať v rámci bilancie zo strany aktívnej- orientovanej na investora, ako aj zo strany pasívnej- orientovanej na financovanie.⁸ Economic Book Value predstavuje sumu vlastného a cudzieho- úrokmi zaťažného kapitálu (z pohľadu financovania) a zodpovedá operačne potrebným aktívam, oceneným podľa určitých metód (z pohľadu investičného).

⁶ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 379.

⁷ Vid'. Mckenzie/Shilling, 1998, 60.

⁸ Vid'. Stewart, 1999, 91.

Stewart sleduje cieľ „ekonomický“, ktorý je v protiklade k pesimistickému a na ochranu veriteľa orientovanému prístupu. Prístup „ekonomický“ zodpovedá pohľadu vlastníkov. V účtovníctve prevládajúce princípy opatrnosti a realizácie by mali byť nahradené agresívnejšími, na akcionára orientovanými a realite bližšími prístupmi. K tomuto účelu sú v bilančných položkách prevádzané určité úpravy, ktoré sa orientujú menej na účtovné hodnoty, ale naopak viac na skutočne vykonané platby. Economic Book Value, ktorá vznikla po úpravách, by nemala reprezentovať tržnú hodnotu podnikom vloženého majetku, ale každú sumu finančných prostriedkov vynaloženú podnikom na získanie potrebných majetkových položiek od vlastníkov vlastného aj cudzieho kapitálu, s ohľadom na úrokmi zaťažený cudzí kapitál.

*"Kapitál je sumou všetkých peňažných prostriedkov, ktoré boli investované do čistých aktív spoločnosti počas celej jej existencie a bez ohľadu na jej finančnú formu, účtovnícku formu alebo obchodný účel- ako keby samotná spoločnosť bola sporiacim účtom."*⁹

Pojem „net“ znamená v prípade „net assets“, že investovaný majetok bol očistený o odpisy a obežný majetok bol očistený o neúročené a krátkodobé záväzky.¹⁰

1.3.2 Finančne orientovaný prístup

Pri finančne orientovanom prístupe je kapitál definovaný na strane pasív. Celkový vlastný a cudzí úročený kapitál je zvyšovaný, poprípade znižovaný, o tzv. Rezervu ekvivalentov vlastného kapitálu (Equity Equivalent Reserves- EEs).¹¹

⁹ Vid'. Stewart, 1999, 86.

¹⁰ Vid'. Röttger, 1993, 29.

¹¹ Vid'. Röttger, 1993, 28-32.

Tabuľka č. 1: finančne orientované vysvetlenie Economic Book Value celkového kapitálu

splatený vlastný kapitál

$$\begin{aligned} &+ \text{ rezerva ekvivalentov vlastného kapitálu (Equity Equivalent Reserves)} \\ &- \text{ účtovná hodnota krátkodobých cenných papierov} \\ &= \text{ Economic Book Value (EBV) vlastného kapitálu} \end{aligned}$$

Úrokmi zaťažený cudzí kapitál

$$\begin{aligned} &+ \text{ súčasná hodnota záväzkov z operačného leasingu} \\ &= \text{ Economic Book Value (EBV) cudzieho kapitálu} \end{aligned}$$

Economic Book Value vlastného kapitálu

$$\begin{aligned} &+ \text{ Economic Book Value cudzieho kapitálu} \\ &= \text{ Economic Book Value celkového kapitálu} \end{aligned}$$

V nasledujúcich dvoch častiach budú predstavené a krátko vysvetlené položky, ktoré sú podstatné pre vysvetlenie Economic Book Value vlastného a cudzieho kapitálu.

1.3.2.1 Economic Book Value vlastného kapitálu

Economic Book Value vlastného kapitálu je vyjadrená ako vlastný kapitál, získaný z bilancie, ďalej upravovaný o niektoré položky, tzv. Equity Equivalent Reserves (EER - rezerva ekvivalentov vlastného kapitálu). Vo vzťahu k českým kapitálovým spoločnostiam pozostáva v bilancii vyjadrený vlastný kapitál zo základného kapitálu, kapitálových rezerv, rezerv zo zisku a bilančného zisku. Economic Book Value má predstavovať položku, ktorá je investorom podniku daná k dispozícii, preto musí byť bilančný vlastný kapitál zmenšený o ešte nesplatené súčasti vlastného kapitálu. Okrem toho sa musia rezervy vytvorené pre akcie a plánované rozdelenie zisku substrahovať.¹²

¹² Vid'. Wipfler, 1997, 13.

Tabuľka č. 2: splatený vlastný kapitál (z bilancie)

Základný kapitál

+	kapitálové rezervy
+	rezervy zo zisku
+	bilančný zisk
-	nesplatené vklady
-	akcie
-	<u>plánované rozdelenie zisku</u>
=	splatený vlastný kapitál

Equity Equivalent Reserves (rezerva ekvivalentov vlastného kapitálu) podľa Stewarta

Generally Accepted Accounting Principles (Všeobecne prijaté účtovné zásady) predpisujú podniku čiastočne nevýhodné postupy, ktoré spôsobujú vznik takého podnikového obrazu, ktorý sa ekonomickej realite silno vymyká. Z podnikohospodárskeho pohľadu by mali byť predovšetkým výdaje, ktoré prispievajú k neskorším výnosom, pripočítané ku kapitálu a nie uvádzané ako náklady. Jedná sa napríklad o výdaje na výskum a vývoj, ktoré by mali byť napriek základným bilančným pravidlám uvedené v rozvahe a v priebehu času by sa mali odpisovať, pretože predstavujú investíciu pre neskoršie vyrobené produkty a procesy výroby. Bilančná položka Goodwill by sa naopak podľa niektorých autorov vôbec nemal odpisovať.¹³ Odpisy Goodwillu sú plne v kompetencii účtovnej jednotky, ktorá majetok kupuje. Goodwill je možné vykazovať iba vtedy, ak podnik individuálne precenil každú zo zložiek majetku a takto zistená čiastka je vyššia ako kúpna cena, ktorú za majetok zaplatil. Pre daňové účely sa však goodwill odpisuje, a to po dobu 180 mesiacov.

V praxi českých spoločností sa s odpismi nákladov na výskum a vývoj či s odpismi nákladov na vzdelávanie zamestnancov bežne nestretávame. Jednou z možností ako pri odpisovaní postupovať, je rozložiť odpisy rovnomerne na managementom odhadnutý počet rokov, počas ktorých prinášajú firme úžitok.

¹³ Vid'. Erbar Al, 1998, 70.

Po vzatí týchto okolností do úvahy sa dole uvedené položky podľa Stewarta korigujú a Economic Book Value vlastného kapitálu sa upravuje následne o tieto položky:

- **Deferred Income Tax Reserve**
(rezerva na odloženú daň z príjmu)
- **LIFO Reserve**
(LIFO rezerva)
- **Cumulative Goodwill Amortization and Unrecorded Goodwill**
(kumulovaná amortizácia goodwillu a nezaznamenaný goodwill)
- **(Net) Capitalized Intangibles**
(čistý kapitalizovaný nehmotný majetok)
- **Full-Cost Reserve**
(rezerva úplných nákladov)
- **Cumulative Unusual Loss (Less Gain) After Tax**
(kumulovaná neobvyklá strata/zisk po zdanení)
- **Other Reserves**
(ostatné rezervy)

Deferred Income Tax Reserve (rezerva na odloženú daň z príjmu): Dôvodom započítania je existujúci predpoklad, že sa tieto budú kontinuálne zvyšovať a dlhodobo slúžiť podniku k dispozícií. Predpokladom pre tento postup je zohľadnenie „Going concern“ princípu.

LIFO rezervy: Táto položka udáva rozdiel medzi LIFO- „Last in first out“ a FIFO- „First in first out“ hodnotou zásob. Pre výpočet Economic Book Value by malo byť použité ocenenie zásob v reprodukčných cenách. FIFO postup oceňovania zásob poskytuje lepšie výsledky ako LIFO postup oceňovania, pretože pri LIFO postupe rastúce ceny zásob vedú k nadhodnoteniu zásob. Tento nedostatok by mal byť odstránený práve započítaním LIFO-rezervy.¹⁴

¹⁴ Podniky vo svete používali až do prvej polovice 70-tych rokov FIFO postup, keď chceli dosiahnuť vysoké zisky, a to predovšetkým v časoch vysokej inflácie. Obrátenou stranou dobre vyzerajúcich hospodárskych výsledkov bolo vysoké daňové zaťaženie. Práve preto v druhej polovici 70-tych rokov stále viac firiem začalo

Cumulative Goodwill Amortization and Unrecorded Goodwill (kumulovaná amortizácia goodwillu a nezaznamenaný goodwill): Po akvizíciách vznikajúce obchodné hodnoty by sa nemali odpisovať, pretože tieto hodnoty boli pri získaní zaplatené a sú vnímané ako dlhodobé investície podniku.¹⁵

(Net) Capitalized Intangibles (čistý kapitalizovaný nehmotný majetok): Podľa IAS¹⁶/IFRS existuje zákaz aktivácie podnikom vytvorených nehmotných majetkových položiek. Dôležitými súčasťami podnikom vytvorených nehmotných majetkových položiek sú výdaje na výskum a vývoj a výdaje na vzdelávanie zamestnancov podniku.

Z podnikohospodárskeho hľadiska je predsa zmysluplné takéto výdaje aktivovať a odpisovať ich podľa predpokladaného času úspešnosti projektov a s tým spojenými výnosmi. Aby sa zabránilo podhodnoteniu investovaného kapitálu, sú tieto majetkové položky pri vysvetlení Economic Book Value pripočítané k vlastnému kapitálu. „Net“ znamená v tejto súvislosti, že podnikom vytvorené nehmotné majetkové súčasti sú skrátené o odpisy.

Full Cost Reserve (rezerva úplných nákladov): Stewart vysvetľuje na príklade ropnej spoločnosti, že nielen každý úspešný výdaj na vyhľadanie nového ropného náleziska by mal podnik aktivovať, ale aj každý výdaj vynaložený na neúspešný pokus. V opačnom prípade by to viedlo k podhodnoteniu potrebného kapitálu. Podobne by mali postupovať aj ostatné podniky, ktoré neúspešné projekty okamžite odpisujú. Nejedná sa len o úspechom korunované výdaje na výskum a vývoj, zavedenie produktu, marketing etc., ktoré je nutné aktivovať a v priebehu životnosti úspešných projektov postupne odpisovať, ale v princípe o všetky výdaje.¹⁷

používať LIFO postup, pretože daňové úspory a zlepšenie Cash flow sú pre akcionárov veľmi dôležité. (viz. Ehrbar, 1999, 83)

¹⁵ Vid'. Stewart, 1999, 112-118; viz. Röttger, 1994, 31-33

¹⁶ International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards

¹⁷ Vid'. Stewart, 1999, 28-30, 112-118.

Cumulative Unusual Loss (Less Gain) After Tax (kumulovaná neobvyklá strata/zisk po zdanení): Pod touto položkou sa rozumejú mimoriadne zisky, poprípade straty. Keďže týmto sa nedá vyhnúť, musia byť nesené samotnými akcionármi.

Other Reserves (ostatné rezervy): K týmto sa počítajú oprávky na hodnotu pohľadávok, rezervy na garančné záväzky a poskytovanie záruk etc. Základným predpokladom pre ich započítanie je, že sú stálou súčasťou bilancie a že rastú s veľkosťou podniku.¹⁸

Špeciálne „EEs“ (rezerva ekvivalentov vlastného kapitálu)

K úplnosti treba ešte uviesť niektoré položky, ktoré sa v americkej literatúre neuvádzajú z dôvodu nedostatku ich praktického významu a na základe iného prístupu k tvorbe amerických ročných uzávierok.

K hore uvedeným patria nezdanené rezervy, pri ktorých sa jedná o časti zisku, ktoré na základe daňových výhod môžu byť ponechané nezdanené. Z podnikohospodárskeho pohľadu sa jedná o položku, ktorá z hľadiska pôvodu kapitálu predstavuje niečo medzi vlastným a cudzím kapitálom. Súčasná hodnota v rezervách zadržaných latentných daní predstavuje cudzí kapitál, zvyšok sa prirátava k vlastnému kapitálu.¹⁹

Presne vzato by sa mali aj menejhodnotné hospodárske produkty započítavať k Economic Book Value. Tie sa totiž, hoci by sa vlastne mali pripočítavať k stálemu majetku keďže vykazujú viacročnú dobu užívania, v roku vytvorenia úplne preúčtujú na výdaje.²⁰

Po tretie by tu mali byť spomenuté výdaje na založenie a rozšírenie podniku. Pre tento účel obchodný zákonník vymedzuje slobodné právo aktivácie a vyžaduje pre prípad nárokovania tohto voliteľného práva separátne vykazovať túto položku a síce pred

¹⁸ Vid'. Stewert, 1999, 112-117; viz. Röttger, 1994, 31.

¹⁹ Vid'. Wipfler, 20.

²⁰ Vid'. Bertl/Mandl/Kofler, 1996, 98-101.

položkami stály majetok v bilancii. Ako príklady môžu byť použité výdaje na získanie pracovnej sily, výdaje na prieskum trhu alebo výdaje na skúšobnú prevádzku organizácie.²¹

Odčítateľné položky

Stewart ako posledné k vysvetleniu Economic Book Value používa krátkodobé cenné papiere a investície.

Marketable Securities- krátkodobé cenné papiere sú cenné papiere obežného majetku. Tieto sa odlišujú od cenných papierov stáleho majetku tým, že nie sú považované za trvalé investície podniku a v každom okamihu môžu byť predané bez toho, aby bola prevádzková činnosť priamo ohrozená.²² Krátkodobé cenné papiere (Marketable Securities) sa odčítajú pri výpočte Economic Book Value, aby sa dal lepšie vyjadriť výkonosť podniku.²³

Čo sa týka neukončených investícií navrhuje Stewart, aby boli od Economic Book Value odčítané, neudáva ale k tomu žiadne bližšie vysvetlenie.²⁴ Röttger vychádza z toho, že vykonané platby a neukončené investície síce nie sú ešte zapojené do procesu výroby, ale započítavajú sa k investovanému kapitálu, pretože sú cez ne viazané prostriedky z prevádzkovej činnosti.²⁵ Hostettler zastáva názor, že neukončené investície sú súčasťou investovaného kapitálu, keď sú skutočne k dispozícii podnikovej tvorbe výkonov, ale nie v prípade, ak ešte neprispeli k vytvoreniu podnikového zisku.²⁶ Z dôvodu názorovej odlišnosti uvedených autorov nebola doposiaľ uplatnená žiadna exaktná smernica, ktorá by definovala zaobchádzanie s nedokončenými investíciami.

²¹ Vid'. Bertl/Mandl/Kofler, 1996, 37.

²² Vid'. Hostettler, 1998, 112.

²³ Vid'. Stewart, 1999, 183.

²⁴ Vid'. Stewart, 1999, 744; vid'. Wipfler (1997), 22.

²⁵ Vid'. Röttger, 1993, 29.

²⁶ Vid'. Hostettler, 1998, 120.

1.3.2.2 Economic Book Value cudzieho kapitálu

Economic Book Value cudzieho kapitálu vychádza u Stewarta z úrokmi zaťaženého cudzieho kapitálu, ktorý sa vykazuje v bilancii a z kapitalizovaných leasingových záväzkov.

Spoplatnený cudzí kapitál

Pre vysvetlenie Economic Book Value cudzieho kapitálu sú zaujímavé iba úrok nesúce záväzky. Pod toto označenie spadajú úvery, obligácie, krátkodobé a dlhodobé záväzky voči banke a leasingové záväzky. Záväzky, ktoré nie sú zaťažené úrokmi, pozostávajú predovšetkým z tzv. NIBCLs- Non Interest Bearing Current Liabilities (neúročené krátkodobé záväzky), akými sú napríklad záväzky voči dodávateľom, prijaté zálohy voči odberateľom, rezervy a pasívne prechodné účty časové.²⁷

V americkej literatúre nie sú spomenuté sociálne kapitálové rezervy, pretože nemajú praktický význam. V iných štátoch, kde majú aj praktický význam, sa spomínajú predovšetkým penzijné fondy, ktoré predstavujú nezanedbateľný podiel na úrokmi spoplatnenom cudzom kapitále. Penzijné fondy vytvárajú podniky (podľa dohodnutých pravidiel) pre svojich zamestnancov za účelom tvorby prostriedkov na vyplácanie doplnkov k starobným dôchodkom, pričom za určitých podmienok je možné tieto prostriedky použiť ako zdroj financovania rozvojových potrieb podniku. Tieto rezervy musia byť následne zohľadnené pri výpočte Economic Book Value cudzieho kapitálu.²⁸

Operatívny leasing

Podnikom využívaný majetok, ktorý nie je viditeľný v rozvahe, musí byť tiež pripočítaný k investovanému kapitálu. Ako najčastejší prípad sú uvádzané leasované majetkové súčasti, kde musíme rozlišovať medzi finančným a operatívnym leasingom. Finančný leasing je

²⁷ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 348-349

²⁸ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 352

typický dlhou dobou prenájmu, nevypovedateľnosťou alebo ťažko vypovedateľným kontraktom, nákupnou opciou za nízku cenu, zákazom predaja alebo zákazom poskytnutia objektu leasingu k dispozícii tretej osobe. Podstatným znakom je, že riziká a úžitky ležia na strane príjemcu leasingu. Pri operatívnom leasingu ležia riziká a šance na strane poskytovateľa leasingu. Z podnikohospodárskeho hľadiska je prihliadnutie na predmety operatívneho leasingu zmysluplné, pretože sa jedná o ďalší druh cudzieho financovania podniku. Činnosti spojené s finančným leasingom sú na základe ich typických vlastností aktivované- uvedené na strane aktív, zatiaľ čo záväzky spojené s finančným leasingom sú uvedené na strane pasív. Tieto aktivity sú pri operatívnom leasingu, kedy je majetok evidovaný vo vlastníctve poskytovateľa leasingu, u príjemcu leasingu nedovolené.²⁹ V českej podnikovej praxi neexistuje možnosť aktivácie majetku získaného na základe finančného leasingu; náklady s ním spojené sú evidované ako finančné náklady podniku.

Aby sa zabránilo tomu, že Economic Book Value bude vykázaný ako príliš malý, pripočítava Stewart súčasnú hodnotu nepasivovaných leasingových záväzkov. Pri externých analýzach, kedy sú potrebné dáta veľmi ťažko získateľné, navrhuje Stewart, aby z dôvodu uľahčenia výpočtu bola kapitalizovaná hodnota leasingových záväzkov nasledujúcich 5-ich rokov k Economic Book Value pripočítaná.³⁰

1.3.3 Prístup investične orientovaný

Pri investične orientovanom výpočte sa investovaný kapitál z prevádzkového investičného majetku a z operatívneho netto obežného majetku spočíta.

Tabuľka 3: Investične orientované vysvetlenie EBV celkového kapitálu

	Economic Book Value investičného majetku
+	<u>Economic Book Value čistého obežného majetku</u>
=	Economic Book Value celkového kapitálu

²⁹ Vid'. Hostettler, 1998, 121-126

³⁰ Vid'. Stewart, 1999, 96-99; k vysvetleniu posledného tvrdenia je potrebné ešte dodať, že napríklad v amerických bilanciách musí byť v poznámkach operatívny leasing vykázaný.

Obidve zložky tabuľky č. 3 budú v nasledujúcej časti bližšie vysvetlené.

1.3.3.1 Economic Book Value investičného majetku

K Economic Book Value investičného majetku sa zaradzujú položky, ktoré sú v bilancii vykazované pod položkou dlhodobý majetok, nehmotné majetkové súčasti, vecné a finančné investičné majetkové súčasti, ako aj niektoré upravené ekvivalenty vlastného kapitálu EEs.³¹

Aktivované výdaje na zahájenie činnosti a rozšírenie podniku a neaktivované menejcenné hospodárske produkty sú v úpravách zachytené.³²

Tabuľka 4: Economic Book Value investičného majetku

Nehmotné investičné majetkové bilančné položky

+	vecný dlhodobý majetok z bilancie
+	finančný dlhodobý majetok z bilancie
+	aktivované výdaje na rozšírenie a zahájenie činnosti podniku
+	Cumulative Goodwill Amortization and Unrecorded Goodwill (kumulovaná amortizácia goodwillu a nezaznamenaný goodwill)
+	(Net) Capitalized Intangibles (čisté kapitalizované nehmotné aktíva)
+	Full Cost Reserve (rezerva úplných nákladov)
+/-	Cumulative Unusual Loss/Gain after Tax (kumulovaná neobvyklá strata/zisk po zdanení)
+	<u>neaktivované menejcenné hospodárske produkty</u>
=	Economic Book Value investičného majetku

³¹ Vid'. Röttger, 1994, 29-32.

³² Vid'. Wipfler, 1997, 20-21.

1.3.3.2 Economic Book Value čistého obežného majetku

Druhú zložku investovaného kapitálu predstavuje čistý obežný (pracovný) majetok (Net Working Capital). Net Working Capital sa skladá z prevádzkovo potrebného obežného majetku po odčítaní krátkodobých operatívnych dlhov.³³ Aby sme sa dostali k čistému obežnému majetku, musia byť prevedené korektúry v bilancii vykázanom obežnom majetku:

Tabuľka 5: Economic Book Value čistého obežného majetku

	Obežný majetok vykázaný v bilancii
+	aktívne prechodné účty časové
+	LIFO rezerva
-	pohľadávky voči spoločníkom z ešte nesplatených vkladov
-	akcie
-	záväzky z dodávok a výkonov
-	prijaté zálohy od odberateľov
-	ostatné krátkodobé záväzky
-	pasívne prechodné účty časové
-	daňové rezervy
-	<u>ostatné rezervy</u>
=	čistý obežný majetok

K obežnému majetku sa pripočítava, mimo v bilancii vykázaných aktívnych prechodných účtov časových, rozdiel medzi LIFO a FIFO ocenením zásob, aby poskytli ocenenie zásob k čo najviac aktuálnym reprodukčným cenám (vid'. 3.1.2.1). Akcie nie sú považované za prevádzkovo nutný majetok, a preto je nutné ich odčítať v účtovnej hodnote od celkovej bilančnej sumy. Predpokladom je avšak, že boli vykázané v obežnom majetku. Pre

³³ Vid'. Röttger, 1994, 29.

neaktivované akcie nie je potrebná žiadna korektúra.³⁴ Zvyšné odčítateľné položky pozostávajúce z krátkodobých cenných papierov, záväzkov k dodávateľom, záloh voči odberateľom, ostatných krátkodobých záväzkov, pasívnych prechodných účtov pasívnych, daňových rezerv a ostatných rezerv predstavujú tzv. „Non-Interest-Bearing Current Liabilities (NIBCLs- neúročené krátkodobé záväzky)“. Dôvodom pre ich odpočet je skutočnosť, že sú „viditeľne nezaťažené“ úrokmi.³⁵

1.4 Operatívny výsledok hospodárenia (NOPAT)

Operatívny výsledok hospodárenia NOPAT môže byť vypočítaný pomocou prístupu finančného ako aj prístupu investičného (nepriama metóda).

1.4.1 Finančne orientovaný prístup

Pri finančne orientovanom prístupe sa u výpočtu NOPATu vplyv kapitálovej štruktúry na výnosnosť nezohľadňuje. Pri výpočte sa berie ako vstupný predpoklad, že celý podnik je financovaný výlučne vlastným kapitálom. Rozdielne daňové efekty pri financovaní vlastným a cudzím kapitálom sa zohľadnia až pri výpočte kapitálových nákladov.³⁶

„ ..., výsledkom je zisk, ktorý bol vytvorený tak, že všetky kapitálové požiadavky boli financované výlučne vlastným kapitálom spoločnosti. NOPAT návratnosť kapitálu predstavuje v tom prípade návratnosť vlastného kapitálu, keďže predpokladáme iba zapojenie vlastného kapitálu do financovania. Je to zisk očistený o dôsledky finančnej páky. “³⁷

³⁴ Vid'. Hostettler, 1998, 119-120.

³⁵ Formulácia „zjavná nezaťažiteľnosť úrokmi“ bola na tomto mieste zvolená, pretože pri podrobnejšom pozorovaní za určitých okolností sú s niektorými NIBCL's spojené kapitálové náklady. Takto sú s niektorými dodávateľskými záväzkami často spojené finančné náklady, ktoré sa vo forme vyššej ceny objavujú na strane obstarávateľa. Podobne aj prijaté zálohy od odberateľa sú tiež spojené s protiplatbou. S krátkodobými rezervami sú spojené tiež kapitálové náklady v určitej výške. (vid'. Mandl/Rabel, 1997, 352).

³⁶ Vid'. Stewart, 1999, 87.

³⁷ Vid'. Stewart, 1999, 87.

Vplyv kapitálovej štruktúry je irelevantný; zisk je zvýšený o daňovo očistené úroky. Podobne ako pri výpočte investovaného kapitálu sú prevedené korektúry u rezervy ekvivalentov vlastného kapitálu (EEs). Aby sme sa vyhli deformáciám, ktoré vznikli na základe pesimistickej a veriteľsko-ochranárskej orientácie účtovníctva, pristupuje sa k pripočítaniu zvýšených EEs k účtovnej závierke, poprípade poklesy EEs sa podobným spôsobom odčítajú. Nakoniec sa pristúpi k odpočtu výnosov z krátkodobých cenných papierov.

Tabuľka 6: Finančne orientovaný výpočet NOPATu

	Ročný zisk/ ročná strata
+/-	zmeny v rezerve na odloženú daň z príjmu
+/-	zmeny v LIFO rezerve
+	zmeny v kumulovanej amortizácii goodwillu
+/-	zmeny v čistom kapitalizovanom nehmotnom majetku
+/-	zmeny v rezerve úplných nákladov
+/-	zmeny v kumulovanej neobvyklej strate/zisku po zdanení
+/-	zmeny v ostatných rezervách
-	výnosy z krátkodobých cenných papierov po zdanení
=	adaptovaný ročný zisk/strata
	Úrokové náklady z Výkazu ziskov a strát
+	úrokový náklad na operatívny leasing
+	časť kapitálových nákladov v podobe dotácie k sociálnemu kapitálu ³⁸
-	daňová výhoda z financovania cudzím kapitálom
=	náklady financovania po zdanení
	Adaptovaný ročný zisk/ strata
+	náklady financovania po zdanení
=	Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

Popri úrokoch, podľa Výkazu zisku a strát, musia byť pri výpočte cudzieho kapitálu zohľadnené položky operatívneho leasingu a dotácie do sociálneho kapitálu pripočítaním. Aby bol dosiahnutý predpoklad finančnej neutrality, musí byť ešte odčítaná daňová výhoda cudzieho financovania.

³⁸ Pozitívne ľudské vzťahy, dôvera, spolupráca, ktoré vznikajú ako výsledok, resp. pridaná hodnota každej aktivity alebo procesu. Sociálny kapitál má formu štruktúr alebo inštitúcií, ktoré jednotlivcom pomáhajú udržiavať a rozvíjať svoj ľudský kapitál v partnerstve s inými. Je predpokladom spolupráce a zahŕňa rodiny, komunity, podniky, odbory, školy a neziskové organizácie.

Predpokladom pre zohľadnenie ročných zmien rezervy ekvivalentov vlastného kapitálu EEs je, že sú v priamej súvislosti s podnikovým výsledkom. Postup pri výpočte je taký, že zo všetkých EEs sú odčítané tie, ktoré podnikový výsledok priamo neovplyvnili.³⁹

Zohľadnenie zmien Deferred Income Tax Reserve (rezerva na odloženú daň z príjmu) spôsobuje, že NOPAT je zaťažený iba tými daňami, ktoré musia byť skutočne zaplatené. Zohľadnenie zmien LIFO rezerv by malo zabezpečiť, že NOPAT bude upravený o každý taký zisk, ktorý by dodatočne vznikol použitím FIFO postupu. Čo sa týka zmien v položke Cumulative Goodwill Amortization (kumulovaná amortizácia goodwill), mali by byť spätne vykonané odpisy na aktivované podnikové hodnoty.

NOPAT sa zvyšuje vo výške aktivácie (Net) Capitalized Intangibles (čisté kapitalizované nehmotné aktíva) a o čiastku odpisov sa znižuje. Práve tak plynú zmeny Full Cost Reserve (rezerva úplných nákladov) a mimoriadne zisky a straty do výpočtov NOPATu, aby sa z „účtovníckej výnosovej miery“ prešlo k „ekonomickej výnosovej miere“.

Zohľadnenie Other Reserves (ostatných rezerv) spočíva v už hore spomenutom predpoklade, že nepriame odpisy k pohľadávkam a zásobám, tak ako aj niektoré druhy rezerv, sa paralelne k obratu zvyšujú, napriek strate svojej opodstatnenosti zostávajú zachované a nie sú spojené so žiadnym peňažným tokom. Ročné zvýšenie sa pripočíta k NOPATu.⁴⁰

1.4.2 Investične orientovaný prístup

Výpočet investične orientovaného NOPATu začína pri položke tržby z obratu. V prvom kroku sa odpočítavajú výrobné náklady, prevedené výkony slúžiace k dosiahnutiu tržieb z obratu, odpisy, správne a odbytové náklady.⁴¹ Aby bola zaistená zhoda pri výpočte investovaného kapitálu, musia byť kapitálové náklady zahrnuté v leasingových sadzbách

³⁹ Vid'. Hostettler, 1997, 152-153.

⁴⁰ Vid'. Röttger, 1994, 30-32; vid'. Stewart, 1999, 112-117.

⁴¹ Vid'. Stewart, 1999, 103.

pripočítané k NOPATu.⁴² Ako už bolo vyššie uvedené, dotácie k sociálnemu kapitálu sa zohľadňujú práve na tomto mieste. Zmeny v ekvivalentoch vlastného kapitálu EEs sú pri investične orientovanom výpočte NOPAT vzaté do úvahy len do tej miery, do akej sa vzťahujú na nákladové položky, ktoré sú zahrnuté vo výrobných alebo v administratívnych a prevádzkových nákladoch. Aby sme sa dostali k Net Operating Profit Before Taxes (NOPBT- čistý operatívny výsledok pred zdanením), musia byť ostatné zisky, poprípade straty, pripočítané resp. odpočítané k získanému upravenému čistému operatívemu zisku (Adjusted Net Operating Profit). V ostatných ziskoch, poprípade stratách, musia byť zachytené všetky v bilancii vykázané výnosové a nákladové položky podniku, ktoré sa pri výpočte hore uvedených položiek, nákladov cudzieho kapitálu, či pri finančne orientovanom výpočte nedajú zachytiť pod zmenami EEs.⁴³ Ako posledné Stewart odčítava ešte „Cash Operating Taxes (COT- dane z prevádzkovej činnosti)“.

Tabuľka 7: Investične orientovaný výpočet NOPAT⁴⁴

	Tržby z obratu
-	výrobné náklady na dosiahnutie tržieb z obratu prevedených výkonov
-	odpisy
-	administratívne a prevádzkové náklady
+	kapitálové náklady na zmluvy týkajúce sa operatívneho leasingu
+	kapitálové náklady na dotácie k sociálnemu kapitálu
+/-	<u>zmeny v rezerve ekvivalentov vlastného kapitálu (EEs)</u>
=	Adjusted Net Operating Profit (upravený čistý operatívny zisk)
+/-	ostatné zisky a straty
=	<u>Net Operating Profit Before Taxes (čistý zisk z operat. činnosti pred zdanením)</u>
-	<u>Cash Operating Taxes (dane z operatívnej činnosti)</u>
=	Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

⁴² Vid'. Hostettler, 1997, 126-152.

⁴³ Ako príklad sa uvádzajú náklady na nájom, patriace pod vlastnú provoznú činnosť a uvedené vo výnosoch z obratu. Úrokové výnosy a výnosy z účasti predstavujú ďalšie príklady, ktoré sa radia k zvyšným ziskom a stratám. (vid'. Wipfler, 1997, 33)

⁴⁴ Vid'. Stewart, 1999, 103-107.

Ku daniam z operatívnej činnosti je nutné ešte poznamenať, že predstavujú teoretické dane, ktoré majú pôvod v zdanení prevádzkového zisku. Teoretické preto, lebo vychádzame z nerealistických predpokladov, že financovanie podniku je zabezpečené výlučne vlastným kapitálom a z predpokladu, že podnik vykonáva iba operatívne činnosti. Pri vysvetľovaní daní z operatívnej činnosti vychádza Stewart z výnosového daňového nákladu výkazu zisku a strát a odčítava každú daň, ktorá je síce vykázaná v bilancii, ale ktorá v priebehu prebiehajúceho roku nebola vyplatená. Keďže, ako už bola uvedené, vychádzame zo 100% vlastného financovania podniku, musí byť daňová úspora z cudzích zdrojov následne pripočítaná.

Tabuľka 8: Výpočet Cash Operating Taxes (COT-dane z operatívnej činnosti)

	Daňový náklad získaný z výkazu zisku a strát
+/-	zníženie/zvýšenie odloženej dane z príjmu
+/-	odpisy
+/-	daňová úspora/daňový náklad na zmeny kumulatívnej neobvyklej straty/zisku po zdanení
+	daňová úspora z financovania cudzím kapitálom
-	<u>daňový náklad z výnosov z krátkodobých cenných papierov</u>
=	dane z operatívnej činnosti (COT)

1.5 Kapitálové náklady

Vážené náklady kapitálu c_{WACC} (weighted average cost of capital) spĺňajú v metóde EVA dvojité funkcie. Po prvé slúži ako minimálna výnosnosť pre poskytovateľov kapitálu, ktorí ju požadujú ako odškodnenie za podstúpené riziko, po druhé spĺňa funkciu základne k diskontovaniu budúcich EVA v rámci oceňovania podniku. Kapitálové náklady predstavujú oportunistické náklady, ktoré sú ekvivalentné výnosnosť, ktorú môže investor očakávať pri vklade s rovnakým rizikom.

Výpočet predpokladá existenciu kapitálového trhu, a preto sa využívajú v prvom rade u podnikov, ktoré sú kótované na burze. Pre podniky, ktoré nie sú kótované na trhu, môžu

byť použité pre výpočet hodnoty porovnateľných podnikov umiestnených na burze, v prípade že také existujú.

Celkové náklady kapitálu sa vypočítajú na základe vlastných a cudzích kapitálových nákladov vážených ich podielom na cieľovej kapitálovej štruktúre.

1.5.1 Náklady vlastného kapitálu

Náklady vlastného kapitálu sú vysvetlené pomocou modelu Capital Asset Pricing Models (CAPM). V tomto modeli narážame na radu obmedzujúcich predpokladov:

- Existuje neobmedzená bezriziková možnosť uloženia a zapožičania peňažných prostriedkov
- Všetky rizikové cenné papiere sa obchodujú na kapitálovom trhu a sú ľubovoľne deliteľné
- Keďže všetky transakcie sa odohrávajú na dokonalom trhu, neexistujú žiadne transakčné náklady a žiaden investor nemôže svojimi rozhodnutiami ovplyvniť ceny na trhu (akciové kurzy, poprípadne úrokové sadzby). Všetci účastníci trhu majú rovnaký neobmedzený prístup na trh.
- Všetci účastníci trhu sú riziko averzní
- Všetci účastníci trhu majú homogénne očakávania
- Plánovací horizont sa týka jedného obdobia

Ďalším predpokladom je, že riziko sa dá rozložiť na riziko systematické a riziko nesystematické. Zatiaľ čo riziko systematické predstavuje riziko trhu, ktoré sa nedá odstrániť, nesystematické riziko predstavuje riziko špecifické pre daný cenný papier, ktoré môže byť diverzifikované cez portfólio.

Riziko jednotlivého cenného papiera je vyjadrené koeficientom „ β “.

$\beta = 1$: akcia sa pohybuje rovnako ako trh

$\beta > 1$: akcia sa pohybuje silnejšie ako trh

$\beta < 1$: akcia sa pohybuje slabšie ako trh

$\beta < 0$: akcia sa pohybuje proti trhu

Matematicky je β vyjadrená ako podiel kovariancie medzi výnosnosťou jedného cenného papiera s výnosnosťou tržného portfólia a varianciou výnosnosti tržného portfólia.

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(r_m, r_j)}{\sigma^2_m}$$

β_j systematické riziko cenného papiera j

$\text{cov}(r_m, r_j)$ kovariancia medzi výnosnosť cenného papiera j a výnosnosť tržného portfólia

σ^2_m smerodatná odchýlka výnosnosť tržného portfólia

$$\beta_j = \text{zmena výnosnosť akcie} / \text{zmena indexu}$$

Pre podnik, ktorý je činný vo viacerých odvetviach, by bolo neprijateľné vychádzať z jednej rovnako vysokej minimálnej výnosnosť. V tomto prípade môžu byť aplikované tzv. priemyselné a odvetvové bety.

Faktor β rovný 1 znamená, že výnosnosť cenného papiera r_j sa správa proporcionálne k tržnej výnosnosť r_m . Ak má cenný papier $\beta > 1$, reaguje nad proporcionálne v porovnaní s vývojom tržnej výnosnosť. Ak β leží v intervale 0 a 1, vykazuje papier menšie riziko v porovnaní s tržným rizikom. Akcia, ktorá sa pohybuje proti všeobecným tržným trendom, vykazuje negatívnu β .

Z vyššie uvedených vzťahov sa vyjadria náklady vlastného kapitálu r_{ek} nasledovne:

$$r_{ek} = r_f + \beta_j[\mu(r_m) - r_f]$$

μ_{rm} očakávaná tržná výnosnosť

r_f bezriziková sadzba

Očakávaná výnosnosť r_{ek} sa vyjadrí zo sumy bezrizikovej úrokovej sadzby r_f a prirážky k riziku $\beta_j[\mu_{rm} - r_f]$.

Technicky vzaté, β predstavuje sklon priamky cenných papierov. So stúpajúcou β rastú tiež očakávania výnosnosti a naopak.

Problémové oblasti pri CAPM:

- Pri výpočte β je základným obdobím jedna perióda, najčastejšie jeden rok. Tým, že toto obdobie je príliš krátke, ležia niektoré dlhodobé hodnoty pod priamkou cenných papierov. Naproti tomu ležia často akcie s relatívne nízkou tržnou kapitalizáciou (small caps) nad priamkou cenných papierov.
- Predpokladá sa, že peniaze je možné vypožičať si a uložiť za bezrizikovú úrokovú sadzbu r_f . Hodnota pokladničných poukázok (treasury bonds), ktoré radíme k bezrizikovým cenným papierom, môže kolísať. Aj inflácia môže mať vplyvy na r_f .
- Problematická je tiež tržná výnosnosť a vôbec vnímanie trhu. Otázne je, čo sa pokladá za trh. Je to najväčších 500 európskych alebo najväčších 50 nemeckých podnikov? Ktoré indexy je vhodné používať?
- Je skutočne vzťah medzi výnosnosťou a rizikovým faktorom β lineárny?⁴⁵

1.5.2 Náklady cudzieho kapitálu

⁴⁵ Vid'. Schmidt/Terberger, 1997, 345-375; vid'. Copeland/Koller/Murrin, 1998, 277-279; vid'. Mandl/Rabel, 1998, 288-310.

Úroková sadzba cudzieho kapitálu sa dá v normálnom prípade určiť o niečo jednoduchšie ako úroková sadzba vlastného kapitálu. Pri cudzom kapitáli uzatvorené zmluvné dohody pozostávajú z úrokových nárokov a splátok kapitálu. Sadzba cudzieho kapitálu môže byť vysvetlená aj cez priemernú sadzbu cudzieho kapitálu.⁴⁶ Vo vzorci pre výpočet váženej priemernej sadzby cudzieho kapitálu môžu byť zahrnuté rozličné kategórie cudzieho kapitálu so samostatnými nákladovými sadzbami.

Jednou z relevantných položiek cudzieho kapitálu pre vysvetlenie r_f je úroky nesúci cudzí kapitál, pod ktorým sa myslia predovšetkým pôžičky, úvery, krátkodobé a dlhodobé bankové úvery a financovanie leasingom.⁴⁷ Napríklad Röttger (1994) zahrňuje pri svojom výpočte sadzby cudzieho kapitálu úrokovú sadzbu na pôžičky, dlhodobé bankové záväzky a penzijné rezervy. Penzijné rezervy sú pritom tou časťou interne vytvoreného cudzieho kapitálu, ktorá sa pokladá za skutočne dlhodobú.⁴⁸

Hostettler (1998) pridáva k bezrizikovej úrokovej sadzbe okrem zvyčajnej trhnej rizikovej prirážky pre cudzí kapitál ešte jednu individuálnu prirážku, resp. zrážku, ktorá má primerane zohľadniť pre podnik špecifické finančné pomery, akými sú napríklad prevažujúce krátkodobé financovanie alebo finančný leasing.⁴⁹

Okrem iného by sme mali brať do úvahy aj náklady cudzieho kapitálu, ktoré sú v danom okamžiku obvyklé na trhu cudzieho kapitálu. Toto platí aj vtedy, ak sa nami zjednané náklady cudzieho kapitálu odchyľujú od nákladov typických pre trh.⁵⁰

1.5.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC- vážené náklady kapitálu)

Vážené náklady kapitálu predstavujú zmiešanú úrokovú mieru, pri ktorej je požadovaná výnosnosť vlastného a cudzieho kapitálu, zodpovedajúca ich podielu na cieľovej

⁴⁶ Vid'. Hostettler, 1998, 170.

⁴⁷ Vid'. Mandl/Rabel, 1998, 327.

⁴⁸ Vid'. Röttger, 1994, 113-115.

⁴⁹ Vid'. Hostettler, 1998, 170-172.

⁵⁰ Vid'. Mandl/Rabel, 1998, 327.

kapitálovej štruktúre, vážená, pričom je pri výpočte zohľadnená daňová výhoda cudzieho financovania.

$$C_{WACC} = r_{FK} * (1-s) * \frac{FK}{GK} + r_{EK} * \frac{EK}{GK}$$

C_{wacc}	 sadzba vážených nákladov kapitálu
r_{FK}	 sadzba cudzieho kapitálu
r_{EK}	 sadzba vlastného kapitálu
s	 podniková daňová sadzba
FK	 tržná hodnota cudzieho kapitálu
EK	 tržná hodnota vlastného kapitálu

Vzorec vychádza iba z dvoch odlišných foriem financovania: z vlastného kapitálu a z úročeného cudzieho kapitálu. V prípade, že v rámci vlastného alebo cudzieho kapitálu rozlišujeme viacero kategórií, môže byť rovnica o tieto ľubovoľne rozšírená. Každá samostatná kategória financovania je potom zahrnutá do výpočtu so svojou nákladovou sadzbou a faktorom váhy.

Miller a Modigliani tvrdia, že celkové náklady kapitálu firmy nemôžu byť znížené tým, že podnik bude substituovať vlastný kapitál dlhom, hoci dlh sa zdá byť lacnejším zdrojom financovania ako vlastný kapitál (Ross, 2005). Dôvodom je, že keď sa podnik viac zadlžuje, viazaný vlastný kapitál sa stáva riskantnejším. Výhodou dlhu je zvýšenie cash flow počas doby kapitalizácie nového projektu a skutočnosť, že úrok z dlhu je daň redukujúcim výdajom.⁵¹

Z dôvodu zjednodušenia sa vychádza z konštantnej cieľovej kapitálovej štruktúry, založenej na tržnej báze. To znamená, že pomer vlastného a úrokmi spoplatneného cudzieho kapitálu všetkých do vysvetlenia WACC zahrnutých finančných zdrojov zostáva v priebehu času nemenný. V realite sa môžu vyskytovať odchýlky od cieľovej kapitálovej štruktúry vďaka zmenám tržných hodnôt akcií v obehu alebo vo vzťahu k emisiám cenných

⁵¹ Shapiro, 2007, 82.

papierov. Napriek tomu je žiaduce poznať tržnú hodnotu vlastného kapitálu, aby sme mohli vypočítať WACC a opačne, nemôžeme spočítať tržnú hodnotu vlastného kapitálu bez toho, aby sme poznali WACC. Použitie konštantnej cieľovej kapitálovej štruktúry rieši problém tejto cirkularity.⁵²

Fisherova (1930) klasická rovnica pre nominálne a reálne finančné sadzby zo zisku po aplikácii na vážené náklady kapitálu (WACC):

$$WACC = (1 + WACC^*)(1 + \pi) - 1$$

Kde WACC a WACC* reprezentujú nominálne a reálne vážené náklady kapitálu⁵³, π predstavuje infláciu.

Ak by spoločnosť zvýšila EVA iba v súčasnom období, v prípade rastúcich WACC by budúce nemenné CF spoločnosti boli následne diskontované vyšším WACC. Podobne zvýšenie EVA v jednom období nezabezpečí úspešný obrat vo vývoji podniku v strednom- a dlhodobom období.⁵⁴

2 EVA ako nástroj oceňovania podniku

EVA ako nástroj oceňovania podniku môže byť využitá k oceňovaniu jednotlivých investícií, ako aj k oceneniu samotného podniku. Dôraz je pritom kladený na tržné ocenenie podniku.⁵⁵ Aby mohol byť vysvetlený vzťah medzi konceptom EVA a hodnotou podniku, je nutné objasniť Market Value Added (MVA- tržná pridaná hodnota). Tržná pridaná hodnota predstavuje súčasnú hodnotu budúcich EVA a označuje sa ako prevádzkový goodwill podniku. MVA predstavuje pohľad do budúcnosti a odráža očakávanie trhu ohľadom perspektív podniku, zatiaľ čo EVA meria úspech spoločnosti

⁵² Vid'. Mandl/Rabel, 1998, 321-322; vid'. Copeland/Koller/Murrin, 1998, 261-263.

⁵³ Vid'. Vid'. Blazenko, 2003, 325.

⁵⁴ Vid'. Chikashi Tsuji, 2006, 1202.

⁵⁵ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 67.

behom minulého roka.⁵⁶ MVA práve preto meria úspech k určitému časovému okamihu (napr. na konci roka), naproti tomu EVA meria úspech určitého časového obdobia (napr. jedného roka).⁵⁷

MVA môžeme vypočítať dvoma spôsobmi⁵⁸:

1. *Ex post*: ako rozdiel medzi tržnou hodnotou celkového majetku podniku a hodnotou jeho vykázaných aktív (NOA- čisté operatívne aktíva)⁵⁹. Tržná hodnota vlastného kapitálu je určená ako tržná kapitalizácia- súčin počtu akcií a ich aktuálnej tržnej ceny.

MVA = tržná hodnota kapitálu – čisté operatívne (prevádzkovo potrebné) aktíva

2. *Ex ante*: ako súčasná hodnota všetkých budúcich podnikových prevádzkových nad ziskov EVA.

$$MVA = \sum EVA / (1 + c_{wacc})^t$$

Ak sa k MVA pripočíta k dátumu ocenenia podnikom vložený kapitál, dostaneme tržnú hodnotu podniku.

Tržná hodnota podniku = vložený kapitál + MVA

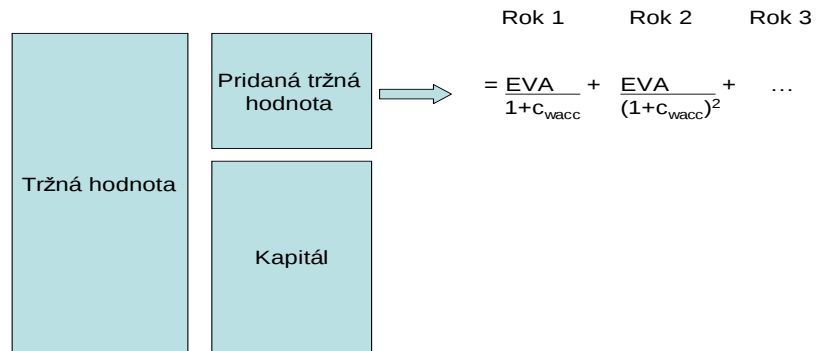
⁵⁶ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 68.

⁵⁷ Vid'. Hostettler, 1997, 183-184.

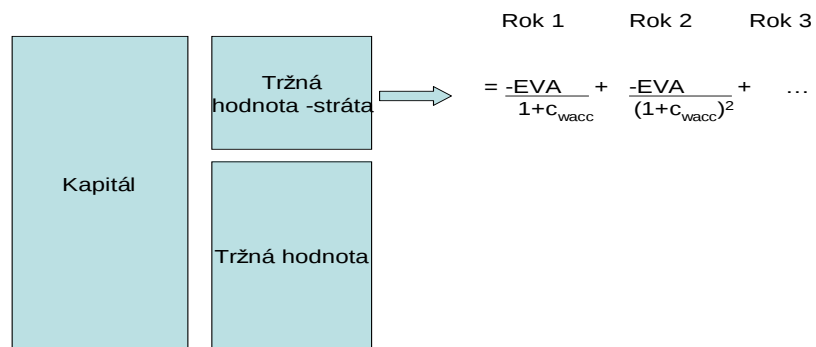
⁵⁸ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 68.

⁵⁹ NOA= operačné; prevádzkovo viazané aktíva

Graf 1: Podnik s pozitívnou EVA



Graf 2: Podnik s negatívnou EVA



Ak prognózujeme EVA pre budúcnosť a diskontujeme ju na jej súčasnú hodnotu, dostaneme tržnú hodnotu, o ktorú management podniku nasadený kapitál zvýšil alebo v negatívnom prípade znížil.

MVA reflektuje hodnotu, ktorá ukazuje, ako úspešne bol na jednej strane kapitál podniku investovaný v minulosti a ako úspešne je kapitál (podľa prognózy) investovaný v

budúcnosti. Z toho vyplýva požiadavka, aby maximalizácia MVA bola primárnym cieľom podniku. Keďže MVA je závislé od EVA, dosiahneme cez maximalizáciu EVA automaticky maximalizáciu MVA. V tejto súvislosti predstavuje Economic Value Added určitý druh prémie na hodnotu kapitálu. Projekty s pozitívnou EVA následne odpovedajúco zvyšujú tržnú hodnotu samotného podniku, zatiaľ čo projekty s negatívnou EVA tržnú hodnotu podniku znižujú.⁶⁰

2.1 Prognóza budúcej EVA

Ak označíme prevádzkový Goodwill (Market Value Added) ako súčasnú hodnotu všetkých budúcich prevádzkových nad ziskov, stojíme pred problémom, ako prognózovať budúce EVA. Ak vychádzame z nekonečnej doby existencie podniku, odporúča sa, aby prognóza bola z praktických dôvodov rozdelená do dvoch období. V prvom z dvoch období bude prevedená detailná prognóza a druhé obdobie bude stanovené od konca explicitne prognózovaného prvého obdobia až do nekonečna. Podrobne prognózované prvé časové obdobie by malo byť zvolené ako dostatočne dlhé na to, aby sa predpoklad ďalšieho kontinuálneho vývoja nasledujúceho po detailnej prognóze zdal opodstatnený. Toto obdobie by malo obsiahnuť celý investičný a konjunkturálny cyklus. Hospodárenie podniku na konci obdobia by malo byť uvedené do stavu určitej rovnováhy. V období prvej fázy by mal byť podnik schopný dosahovať výnosnosť prevyšujúcu náklady kapitálu.⁶¹

Kľúčové premenné, generátory hodnoty, slúžia na odhad budúceho vývoja EVA. Medzi najčastejšie používané generátory patria: rast predaja, zisková marža, využitie aktív, miera zdanenia, náklady kapitálu (WACC).⁶²

Podiel pokračujúcej hodnoty na výslednej hodnote je tým väčší, čím kratšie bude explicitne prognózované obdobie. Ďalej je podiel pokračujúcej hodnoty na celkovej hodnote podniku

⁶⁰ Vid'. Stewart, 1999, 153-154.

⁶¹ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 87.

⁶² Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 88.

tým vyšší, čím sú nižšie náklady kapitálu (a teda aj diskontná miera) a čím intenzívnejšie sú investičné výdaje behom prognózovaného obdobia.⁶³

Ak vychádzame z predpokladu, že sa výnosnosť väčšiny podnikov z dôvodu konkurenčných podmienok skôr alebo neskôr približujú kapitálovým nákladom, zostávajú nové investície od tohto časového bodu bez vplyvu na EVA, to znamená, že EVA sa nebude meniť a hodnota podniku po období detailnej prognózy môže byť vypočítaná ako súčasná hodnota nekonečnej výnosnosti.⁶⁴

Diskontná miera pre výpočet súčasnej hodnoty je v rámci postupu totožná s priemernými váženými nákladmi kapitálu, ktoré boli použité pre výpočet EVA. V anglosaskej literatúre je spomenutá úprava diskontného faktoru, ktorý sa vzťahuje k polovici roka. Táto úprava je navrhnutá z dôvodu plynutia peňažného toku počas celého sledovaného roka. Uvedená úprava pochopiteľne zvyšuje súčasnú hodnotu budúcich peňažných tokov, a teda aj EVA.⁶⁵

2.2 Tržná hodnota vlastného kapitálu- Shareholder Value

Medzi hodnotou podniku a Shareholder Value existuje vzťah. Je na mieste vysvetliť, čo sa rozumie pod hodnotou podniku. Pri výpočte Economic Book Value celkového kapitálu sa rozlišuje medzi prevádzkovo nutným a prevádzkovo nepotrebným majetkom, čo je možné posúdiť len na strane aktív, pretože práve tu vidíme, či sú majetkové súčasti využívané v prevádzke alebo nie. Aby bolo možné určiť celkovú hodnotu podniku, je nutné pripočítať tržnú hodnotu prevádzkovo nepotrebných majetkových súčastí.⁶⁶ Ak od tržnej hodnoty celkového kapitálu následne odpočítame tržnú hodnotu spoplatneného cudzieho kapitálu, dostaneme tržnú hodnotu vlastného kapitálu, ktorá odpovedá Shareholder Value (tržnej hodnote vlastného kapitálu).

⁶³ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 89

⁶⁴ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 154.

⁶⁵ Vid'. Copeland/Koller/Murrin, 1994, 39.

⁶⁶ Hostettler, 1998, 43, podobne aj Röttger, 1994, 40, vychádza z predpokladu, že iba postupy na strane aktív vedú k presnému vysvetleniu Economic Book Value celkového kapitálu, pretože iba z investícií podniku sa dá určiť, či sa týkajú operatívnej činnosti alebo či sú potrebné k tvorbe výkonov.

Tabuľka 9: tržná hodnota vlastného kapitálu

	Tržná pridaná hodnota (MVA)
+	Economic Book Value celkového kapitálu
+	<u>tržná hodnota krátkodobých cenných papierov</u>
=	tržná hodnota celkového kapitálu
-	<u>tržná hodnota spoplatneného cudzieho kapitálu</u>
=	tržná hodnota vlastného kapitálu (Shareholder Value)

Pri výpočte investovaného kapitálu, ako aj pri výpočte NOPAT sú odpočítavané krátkodobé cenné papiere, ktoré musia byť na tomto mieste z dôvodu vysvetlenia tržnej hodnoty celkového kapitálu opäť prirátané.

Výpočet WACC bol prevedený na základe konštantnej cieľovej kapitálovej štruktúry, a preto tržná hodnota spoplatneného cudzieho kapitálu je vypočítaná jednoducho ako percentná sadzba tržnej hodnoty celkového kapitálu.⁶⁷

Stewart pridáva ďalší spôsob výpočtu tržnej hodnoty vlastného kapitálu ako sumy tržnej pridanej hodnoty a Economic Book Value vlastného kapitálu.⁶⁸

$$\text{Equity Market Value} = \text{Market Value Added} + \text{Economic Book Value}$$

2.3 Záverečné poznámky k oceneniu na základe metódy EVA a porovnanie EVA-DCF konceptov

Oceňovatelia používajú rôzne postupy v podnikovo-ekonomickej literatúre ako aj v praxi. Závisí na účele ocenenia, aké postupy celkového oceňovania, samostatného oceňovania a ktoré konkrétne kombinované postupy oceňovania budú aplikované.

⁶⁷ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 345-346; vid'. Hostettler, 1998, 43, 180-182.

⁶⁸ Vid'. Stewart, 1999, 184.

Pri použití identických zdrojových dát nezohráva žiadnu rolu či zisk, alebo Cash Flow slúžia ako základ pre určenie podnikovej hodnoty. Jedná sa teda o tradičný problém vzťahu medzi ocenením na báze peňažných tokov a ocenením na báze účtovného výsledku hospodárenia. Rozhodujúci význam má prevádzková činnosť podniku, ktorá zahrňuje jeho základnú prevádzku (core business) a je spravidla rozhodujúcim zdrojom ich hodnoty. Vzťah medzi hodnotou podniku vychádzajúcou z účtovných výnosov a nákladov a hodnotou vychádzajúcou z peňažných tokov vyjadruje Lückeho (1955) tvrdenie⁶⁹, ktoré vysvetľuje, že súčasná hodnota vypočítaná na základe operačných ziskov, znížená o kalkulované úroky prepočítané z kapitálu viazaného na začiatku obdobia, je rovnako veľká ako súčasná hodnota prepočítaná z rozdielu príjmov a výdajov.

Aby vyšiel pri aplikácii oboch metód rovnaký výsledok, je nutné, aby boli splnené štyri predpoklady⁷⁰:

- Prevádzkový zisk, z ktorého vychádza výpočet FCFF musí presne odpovedať veličine NOPAT (EVA metóda)
- Investície vo výpočte FCFF (prevádzkovo nutný investovaný kapitál) musia odpovedať zmene NOA
- Priemerné vážené náklady kapitálu sú u oboch metód vyčíslené rovnako
- Obe časové rady výsledkov hospodárenia a cash flow nesmú byť ukončené predčasne

Výhodou DCF prístupu je, že použitie príjmov a výdajov nespôsobuje žiadne problémy pri oceňovaní, toto odporuje hore vylícenému nedostatku, že pri oceňovaní jednotlivých období vypovedacia schopnosť DCF (v protiklade k EVA) je silno obmedzená. DCF metóda sa hodí k vysvetleniu celkového výsledku, to znamená výsledku ocenenia týkajúceho sa celej existencie podniku. Napriek tomu je nutné poznamenať, že v štandardnom prípade sa nepoužíva k oceňovaniu podniku iba na jedno obdobie sa

⁶⁹ Mařík/Maříková, 2005, 75-76.

⁷⁰ Mařík/Maříková, 2005, 79.

vzťahujúci Cash Flow.⁷¹ Pre použitie DCF postupu hovorí skutočnosť, že viacero podnikov môže byť vzájomne porovnávaných jednoduchším spôsobom, a to bez náročnej šandardizácie (vid'. 5.3.2).

EVA metóda sa ukazuje ako vhodná pre ocenenie jednotlivých podnikových divízií, kedy je náročne určiť a priradiť konkrétne úvery jednotlivým divíziám. V tomto prípade sú jednotlivé divízie ocenené na úrovni aktív a v diskontnej miere je použitá štruktúra kapitálu pre podnik ako celok.⁷²

Priaznivci EVA prístupu uvádzajú ako výhodu ocenenia EVA metódou lepšiu vypovedateľnosť tejto metódy na základe použitia dát z tradičného účtovníctva. Skeptici na druhej strane uvádzajú, že ocenenie touto metódou, špeciálne korektúry navrhnuté Stewartom, sú náročné na prevedenie.

EVA v porovnaní s metódou DCF poskytuje informáciu o rozložení hodnoty podniku na NOA a MVA, pričom NOA predstavuje hodnotu podniku, ktorá už k dátumu ocenenia existuje- hodnota istá a hodnota MVA predstavuje hodnotu budúcu, a teda neistú. Metóda EVA jasne ukazuje, či je podnik prosperujúci- kladná MVA.⁷³

Kritika EVA metódy ako nástroja ocenenia podniku prichádza aj od Lewisa (1994), ktorý síce aplikáciu EVA považuje za ľahko uskutočniteľnú, ale účtovnícke korektúry pokladá za nedostatočné. Kritizuje aj používanie účtovníckych hodnôt investičného majetku, chýbajúce zohľadnenie doby užívania majetku a veku investícií a ignorovanie inflácie. Nedostatok vidí aj v nedostatočnej korelácii so skutočnými tržnými hodnotami.⁷⁴

⁷¹ Vid' Hostettler, 1998, 192-198.

⁷² Mařík/Maříková, 2005, 85.

⁷³ Mařík/Maříková, 2005, 85-86.

⁷⁴ Vid'. Lewis, 1994, 125.

Substančná hodnota a kombinované prístupy sa pokladajú za príliš statické a nepočítajú žiadnu net present value. V protiklade k ďalším vymenovaným postupom je ich význam silne klesajúci.⁷⁵

Napriek spomenutej kritike má EVA ako nástroj oceňovania veľkú podporu v akademickom svete a v hospodárskej tlači. Taktiež ovplyvnila metódu, s ktorej pomocou Wall Street vyberá akcie. Niektoré z najznámejších firiem Wall Street, vrátane Goldman Sachs Credit Suisse First Boston prevzali EVA oficiálne za základný nástroj oceňovania podnikov.⁷⁶

3 EVA ako nástroj finančnej výkonnosti

Základom pre posúdenie finančnej výkonnosti podniku je jeho finančný výsledok. Aby sme zistili, či podnik hospodáril úspešne, môžeme jeho podnikový výsledok posúdiť v zmysle, či bol dosiahnutý podnikový cieľ alebo ho porovnať s ostatnými podnikmi. Posúdenie finančného výsledku podniku môže byť vykonané interne (napr. prostredníctvom vedenia podniku) alebo externe (napr. cez poskytovateľov kapitálu). Ak je úspech podniku vnímaný ako dosiahnutie cieľa, potom si môže podnik prirodzene sám určiť, čo presne rozumie pod podnikovým úspechom. Je preto nutné definovať jedno vhodné meradlo úspechu.⁷⁷

Vyššia výkonnosť znamená v štandardnom prípade súčasne vytvorenie Shareholder Value. Snaha podniku o dosiahnutie vyššej EVA znamená vo všeobecnosti súčasne snahu o vyššie akciové kurzy, čo predstavuje aj zlepšenie pre samotných akcionárov. EVA je preto vhodná aj pre to, aby schopnosť podniku tvoriť výkony mohla byť meraná a zdanená a aby bolo možné nájsť pre investorov podniky, ktoré sľubujú najvyššie zvýšenie hodnoty v blízkej budúcnosti.

Nielen akcionárom, ale aj finančným managerom môže EVA poskytnúť pomoc pri rozhodnutiach týkajúcich sa rozpočtu, ďalej pri kalkulácii investícií, ale aj ako rozhodovací

⁷⁵ Vid'. Mandl/Rabel, 1997, 59-63.

⁷⁶ Vid'. Ehrbar, Al, 1999, 29.

⁷⁷ Vid'. Röttger, 1994, 3-4.

základ pri tvorbe strategických plánov. Ďalšie využitie je v oblasti akvizičnej činnosti podniku a pri určení „fair“ hodnoty pri predaji podniku.⁷⁸ EVA by mala zodpovedať otázku, či podnik, ktorý získavame akvizíciou zvýši hodnotu spoločnosti a či vytvorí dodatočnú hodnotu existujúcim shareholderom v budúcnosti. Podľa Aswath Damodarana EVA a cash flow return on investment by mali byť jednoduchšie ako tradičné discounted cash flow ocenenie, ale táto jednoduchosť je spojená s podnikmi s vysokým rastom a s meniacim sa rizikovým profilom.⁷⁹

3.1 Tradičné postupy k meraniu výkonnosti

Využitie tradičných spôsobov merania výkonnosti podniku, napr. pomocou akciových kurzov, vykazuje niektoré výhody. Na tomto závere sa zhoduje veľká väčšina popredných ekonómov.⁸⁰ Uvádzané sú tieto nedostatky: nezohľadnenie rizík, vplyv rozdielnych účtovných predpisov, nebratie do úvahy časovej hodnoty peňazí. Tradičné ukazovatele výkonnosti vykazujú slabú koreláciu s vývojom akciových kurzov.⁸¹

Tabuľka č.10: Ukazovatele zhodnotenia výkonnosti⁸²

<u>tradičné ukazovatele</u>	<u>„prvotriedne“ ukazovatele</u>
<i>finančné ukazovatele</i>	
Rast zisku	Hodnotové ukazovatele (ValueBased Matrics)
Zisk na akciu (Earnings per Share) (Earnings per Share)	Ekonomická pridaná hodnota (Economic Value Added)
Tržná hodnota (Market Value)	Hodnotový management (Value Based Management)
Rentabilita tržieb (Return on Sales)	Tržná pridaná hodnota (Market Value Added)
Rentabilita aktív	Rentabilita investície založená na peň. toku

⁷⁸ Vid'. Ehrbar, 1999, 30.

⁷⁹ Vid'. Damodaran, 1998, 5.

⁸⁰ Napr. Rappaport, 1996, 20-40; Copeland/Koller/Murrin, 1994, 69.

⁸¹ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 63.

⁸² Abdeen/Haight, 2002, 217-224.

(Return on Assets)	(Cash Flow ROI)
Celková návratnosť pre akcionára	Diskontovaný peňažný tok
(Total Return to Stockholders)	(Discounted Cash Flow)
Peňažný tok	The Balanced Scorecard
(Cash Flow)	
Viazanosť celkových aktív	
(Assets Turnover)	
Ukazovateľ rýchlosti obratu zásob	
(Inventory Turnover)	
Ukazovateľ rýchlosti obratu pohľadávok	
(Accounts Receivable Turnover)	
Capital Spending	
Porovnávanie rozpočtu	
(Budget Comparisons)	
Zlepšenie štruktúry nákladov	
(Cost Structure Improvement)	

Nefinančné ukazovatele

Tržný podiel	Vysoko kvalitné produkty/služby
(Market Share)	(High Quality Product/Services)
Vernosť zákazníkov	Spokojnosť zákazníkov
(Customer Loyalty)	(Customer Satisfaction)
Nárast zákazníckej základne	Produktívnosť
(Increase in Customer Base)	(Productivity)
Využitie kapacity	Sociálna zodpovednosť
(Capacity Utilization)	(Social Responsibility)
Redukovanie komplikovanosti	
(Complexity Reduction)	
Doba od objednávky po dodanie	
(Order to Delivery Time)	

3.1.1 Akciové kurzy ako nástroje merania výkonnosti

Akciové kurzy majú tú výhodu, že sú denne sledovateľné a predstavujú výsledok viacerých vzájomne nezávislých investičných rozhodnutí, ktorým ako základ stojí posúdenie budúceho stavu podniku. Na druhej strane predpokladá meranie výkonnosti pomocou akciových kurzov efektívnosť kapitálových trhov v tom zmysle, že kurzy reprodukovujú vnútornú hodnotu obchodovaných spoločností. Táto efektívnosť je ale spochybňovaná.

Cez denné zmeny kurzov podlieha výkonnosť podniku tiež konštantnej zmene. Napríklad vďaka krachu na burze sa dejú v priebehu niekoľko málo dní mimoriadne kurzové skoky, ktoré sa nedajú odôvodniť. Podniky, ktoré nie sú kótované na burze, sa stávajú okrem iného na základe akciových kurzov neoceniteľné. Z následného vývoja akciových kurzov sa nedajú odvodiť žiadne ďalšie závery.⁸³

3.1.2 Zisk/Akcia

Posúdenie výkonnosti na základe vzťahu Zisk/Akcia vykazuje v porovnaní s EVA nedostatky. Ak je vďaka investíciám do vlastného kapitálu vzťah zisk na akciu zvýšený, podarí sa to v prípade, že výnosový pomer je pozitívny. Ak je investovaným kapitálom cudzí kapitál, potom stačí, ak bude podnikom vytvorené minimálne pokrytie úrokových nákladov z cudzieho kapitálu. Ak investície pozostávajú z vlastného a z cudzieho kapitálu, potom bude pomer zisk/akcia zvýšený, ak výnosnosť bude ležať niekde medzi nulou a nákladmi cudzieho kapitálu.

Na nasledujúcom krátkom výpočtovom príklade bude jasne vysvetlený rozdiel medzi EVA a pomerom zisk/akcia: podnik investuje dodatočných 5 mil. EUR. Z tejto investície sa očakáva ročná výnosnosť vo výške 10 %. Tá odpovedá podnikovému ročnému zisku (po odpisoch a zdanení) vo výške 500.000 EUR. Ak sadzba celkového kapitálu predstavuje 12 %, tak každoročne vznikajú kapitálové náklady vo výške 600.000 EUR a následne negatívna EVA vo výške 100.000 EUR (= 500.000 EUR – 600.000 EUR). Ak berieme

⁸³ Vid'. Röttger, 1994, 8-10.

v úvahu projekt len čo sa týka jeho zisku a predpokladáme ďalej, že potrebných 5 mil. EUR na investíciu je zostavených v pomere 60 % vlastného kapitálu a 40 % cudzieho kapitálu, tak pripadajú do úvahy, pod podmienkou, že bilančný zisk zaobchádza s vlastným kapitálom, ako by bol bezplatný, iba náklady na úver po zdanení. Ak ďalej predpokladáme, že náklady na úver predstavujú 6 %, tak úroky po zdanení predstavujú $2.000.000 \times 0,06 = 120.000$ EUR. Výsledok znamená, že ročný zisk je cez investíciu zvýšený o 380.000 EUR a to napriek tomu, že výpočet EVA ukazuje, že majetok akcionárov bol zničený v hodnote 100.000 EUR.

Ukazovateľ zisk/akcia je nevhodný k meraniu výkonnosti podniku; jeho nedostatkom je skutočnosť, že pri výpočte nezohľadňuje náklady vlastného kapitálu.⁸⁴

3.1.3 Ukazovatele rentability (ROI, ROE, ROA)

K porovnateľným zhodnoteniam podniku, s pomocou číselných údajov získaných z účtovnej závierky, sa hodia primárne rôzne typy výnosnosti, pretože sa týmto spôsobom dajú porovnávať podniky rôznej veľkosti. Nasledujúce odstavce diskutujú o vhodnosti rentability ako meradla výnosnosti.

Pri meraní výnosnosti pomocou veličiny rentabilita bude zvolená hladina merania pre podnikový úspech na relatívne nízkej úrovni. Z podnikového a z hospodárskeho pohľadu môžeme hovoriť o pozitívnom výsledku až vtedy, keď vytvorené výnosy ležia nad nákladmi kapitálu. Napriek tomu môžu byť zamietnuté projekty, ktoré by ovplyvnili rast hodnoty podniku, ale nevykazujú potrebnú výnosnosť. Nasledujúci príklad túto skutočnosť objasňuje.⁸⁵

Je daná skupina podnikov tvorená dvomi dcérskymi podnikmi A a B. Pre oba podniky predstavujú náklady kapitálu 12 %. Ako cieľ platí pre oba podniky výlučne maximalizácia ich majetkovej rentability, pričom prvý podnik vykazuje Return on Investment (ROI-rentabilita investícií) vo výške 9 % a podnik B vykazuje ROI vo výške 17 %. Podnik

⁸⁴ Vid' Ehrbar, 1999, 79-82.

⁸⁵ Vid' Röttger, 1994, 15-16.

A akceptuje iba projekty s $ROI > 9 \%$, aj keď ich výnosová miera leží pod 12% , teda pod úrovňou kapitálových nákladov. Podnik B naproti tomu odmieta všetky projekty, ktorých výnosová miera leží pod 17% , hoci by medzi nimi boli aj také, ktoré by dosahovali ROI 16, 15, 14 alebo 13% .

Predpokladajme, že obom podnikom sa podarí zvýšiť ROI. A zvýši ROI z 9 na 10% a B z 17 na 18% . Hoci cieľ podniku bol dosiahnutý, oba podniky nedosiahli ideálny stav. A uskutočňuje projekty, ktorých $ROI > 9 \%$ a následne aj každý, ktorý nevytvoril náklady kapitálu vo výške 12% . S takýmito projektmi ale bude zničená hodnota podniku. Pre investorov by bolo výhodnejšie investovať peniaze do alternatívnych investícií. Ani postup pri podniku B nie je optimálny. Museli by byť totiž akceptované aj prípady, kedy ROI ležala medzi 12 a 17% . ROI by sa síce znížila, ale hodnota podniku by sa zvýšila.

Uvedený príklad jasne ukazuje, že rozhodnutie na základe výlučne ROI môže viesť k chybným rozhodnutiam. Ukazovateľ ROI nevypovedá o tom, či podnik dokázal vyprodukovať aspoň hodnotu kapitálových nákladov. Navyše podnik nedosahuje nevyhnutne svoje maximum, keď je ROI maximalizovaný. Pre vlastníkov akcií je predsa zaujímavejšie maximalizovať absolútny obnos nad úrovňou kapitálových nákladov a nie percentnú sadzbu.⁸⁶ Napriek tomu budú investičné rozhodnutia na základe ROI vynechávať tie investície, ktorých výnosnosť je nižšia ako výnosnosť súčasná, aj keď táto je vyššia ako kapitálové náklady. Povedané inými slovami vynechá podnik niektoré príležitosti, hoci tieto by prispeli k zvýšeniu hodnoty podniku.

Return on Equity (ROE- výnosnosť vlastného kapitálu) zahrňuje v značnej miere rovnaké chyby ako ukazovateľ ROI. Rizikové zložky nie sú ani v tomto ukazovateli zohľadnené. Pri ROE vzniká navyše problém, že jeden konkrétny projekt nedokáže posúdiť nezávisle na jeho financovaní, pretože je ovplyvnený podnikom zvolenou kapitálovou štruktúrou (pákový efekt- Leverage Effect). Ak si management zvolí ROE ako cieľ, potom je možné,

⁸⁶ Vid'. Müller, 1998, 40-41.

že menej dobré projekty na základe vysokého podielu cudzieho kapitálu budú realizované, a dobré projekty, financované vlastným kapitálom budú zamietnuté.⁸⁷

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) podlieha kritike, že ziskovosť prevádzkovej činnosti podniku nemôže byť adekvátne vyčítaná, pretože veličiny zisku a kapitálu obsahujú aj podnikovo cudzie elementy, akými sú napr. : úrokové výnosy, cenné papiere, atď. Zástancovia EVA metódy argumentujú, že tradičné ukazovatele ako práve return on assets (ROA) sú predmetom manipulácie vedenia v dôsledku ich snahy splniť stanovené podnikové ciele, ktoré sú v rozpore s dlhodobým zvyšovaním hodnoty. Napríklad redukcia aktív môže zvýšiť ROA, čo ale nemusí viesť nevyhnutne k zvýšeniu shareholder value.⁸⁸

Podobne nedostatočne ako ukazovateľ zisk/akcia sú popísané aj ukazovatele rentability. Ako hlavné body kritiky sú uvádzané: chýbajúce zohľadnenie investičného a finančného rizika, rozdielne smernice ocenenia v účtovníckych predpisoch, chýbajúce zohľadnenie časovej hodnoty peňazí a predstavy výnosnosti akcionárov. V protiklade k výpočtu MVA neexistuje pri ukazovateľoch rentability žiaden významný vzťah k akciovým kurzom.⁸⁹

3.1.4 Vnútorne výnosové percento (IRR)

Vnútorne výnosové percento označuje spoplatnenie investíciami viazaného priemerného kapitálu. Tým súčasne udáva aj hornú hranicu prípustných finančných nákladov. IRR je síce dobrá možnosť, ako ohodnotiť investičné zámery, tie by ale nemali byť posudzované na základe IRR.

IRR ide s ROI ruka v ruke a informuje o rentabilite. IRR by nemala podobne ako ROI predstavovať výlučne jediný rozhodovací podklad, ale práve tak dobre ako ROI poskytuje vedeniu podniku dodatočné dôležité informácie.⁹⁰

⁸⁷ Vid'. Röttger, 1994, 15-16; vid'. Stewart, 1999, 84.

⁸⁸ Vid'. Shapiro, 2007, 80.

⁸⁹ Hostettler, 1998, 236.

⁹⁰ Vid'. Müller, 1998, 41-42.

3.2 Meranie výkonnosti pomocou EVA

3.2.1 EVA ako absolútna veličina merania výkonnosti

Vypovedacia schopnosť absolútnej veličiny EVA sa obmedzuje na určenie tvorby hodnoty podniku v rámci jednej periódy. Na tomto mieste treba ešte raz podotknúť, že v protiklade k EVA je Cash Flow vďaka chybným ohodnoteniam, ktoré môžu vzniknúť pri použití v rámci jednej periódy, k meraniu výkonu jedného obdobia nevhodný.

Ako už bolo uvedené v kapitole 4.1, znamená pozitívna EVA, že v podniku bola vytvorená hodnota, zatiaľ čo negatívna EVA znamená, že hodnota bola zničená, a síce v takej miere, že výnosy boli nedostatočné, aby pokryli dodatočnými kapitálovými nákladmi vzniknuté investičné riziko. Kapitálové náklady predstavujú meraciu latku, ktorá musí byť prekročené práve podnikovým čistým výkonom.⁹¹

Problémy sa však môžu vyskytnúť, ak podniky vykazujú na základe rozdielnych veľkostí alebo odlišnej sektorovej príslušnosti rozdielne použitie kapitálu. Problém problematickej porovnateľnosti na základe rozdielnej štruktúry kapitálu môže byť odstránený cez štandardizáciu (normalizáciu) EVA alebo cez úpravy pomocou pomerových veličín.

3.2.2 Štandardizácia (normalizácia) EVA

Napriek prednosti, ktorou EVA v úlohe meradla výnosnosti disponuje, môžu byť podniky rozdielnych veľkostí náročnejšie navzájom porovnateľné ako v prípade miery rastu alebo Rates of Return (miera výnosnosti). Stewart čelí tomuto problému cez štandardizáciu EVA, pričom je vytvorená jednotná úroveň nasadeného kapitálu. Je prijatý predpoklad, že podniky určené k porovnávaniu vykazujú k zvolenému roku 20XX jednotný stav kapitálu. To znamená, že kvôli nekomplikovanosti budeme predpokladať, že podniky začali svoju činnosť v roku 20XX s kapitálom jednotnej veľkosti vo výške 100 EUR. Táto podmienka bude dosiahnutá tak, že investovaný kapitál každého roka bude vydelený investovaným

⁹¹ Mařík/Maříková, 2005, 63-64.

kapitálom referenčného roka a následne bude vynásobený 100. Pre referenčný rok, ktorý bude vydelený sám sebou, dostaneme vopred predpokladaný jednotný kapitál vo výške 100 EUR. Takto štandardizovaný kapitál môžeme vypočítať pre každý rok tak, že pri každom delení príslušnú kapitálovú sadzbu vynásobíme spreadom $r - c_{wacc}$.

$$\text{Štandardizovaná EVA} = (r - c_{wacc}) * \text{štandardizovaný kapitál}$$

Aby bol hore vylíčený postup zrozumiteľnejší, uvádzam konkrétny príklad výpočtu štandardizovanej EVA.

Tabuľka č.11: EVA spoločnosti A

Spoločnosť A (retail)					
Rok	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT/poč. Kapitál= r	20,1 %	19,0 %	18,7 %	18,9 %	19,4 %
Kapitálové náklady c_{wacc}	11,1 %	12,1 %	11,4 %	10,7 %	12,5 %
Spread $r - c_{wacc}$	9,0 %	6,9 %	7,3 %	8,2 %	6,9 %
Počiatočný kapitál	1275,8 EUR	1469,9 EUR	1684,8 EUR	1779,7 EUR	1960,3 EUR
EVA	114,8 EUR	101,4 EUR	123,0 EUR	145,9 EUR	135,3 EUR

Tabuľka č.12: EVA spoločnosti B

Spoločnosť A (retail)					
Rok	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT/poč. Kapitál= r	18,0 %	17,9 %	22,4 %	20,3 %	19,8 %
Kapitálové náklady c_{wacc}	12,7 %	13,5 %	12,8 %	11,1 %	10,7 %
Spread $r - c_{wacc}$	5,3 %	4,4 %	9,6 %	9,2 %	9,1 %
Počiatočný kapitál	205,2 EUR	266,3 EUR	270,7 EUR	393,4 EUR	540,9 EUR
EVA	10,8 EUR	11,7 EUR	26,0 EUR	36,2 EUR	49,2 EUR

V tabuľkách 12, 13 bola spočítaná EVA pre spoločnosti A a B pre roky 2003 až 2007. Ako môžeme vyčítať z tabuliek, je EVA spoločnosti A výrazne vyššia ako EVA spoločnosti B. Avšak treba poznamenať, že u spoločnosti A bola nasadená oveľa vyššia výška kapitálu, takže vzniká podozrenie, že pri výpočte štandardizovanej EVA by mohol tento obraz vyzerat' úplne inak. V tabuľkách 14 a 15 boli spočítané štandardizované EVA pre obe spoločnosti.

Tabuľka 13: Štandardizovaná EVA spoločnosti A

Spoločnosť A (retail)					
Rok	2003	2004	2005	2006	2007
Kapitál	100,0 EUR	114,6 EUR	121,1 EUR	133,4 EUR	152,4 EUR
NOPAT/poč. Kapitál= r		19,0 %	18,7 %	18,9 %	19,4 %
Kapitálové náklady C_{wacc}		12,1 %	11,4 %	10,7 %	12,5 %
Spread $r - C_{wacc}$		6,9 %	7,3 %	8,2 %	6,9 %
Počiatočný kapitál		100,0 EUR	114,6 EUR	121,1 EUR	133,4 EUR
Štandardizovaná EVA		6,9 EUR	8,4 EUR	9,9 EUR	9,2 EUR

Tabuľka 14: Štandardizovaná EVA spoločnosti B

Spoločnosť B (retail)					
Rok	2003	2004	2005	2006	2007
Kapitál	100,0 EUR	221,8 EUR	308,9 EUR	420,1 EUR	628,3 EUR
NOPAT/poč. Kapitál= r		17,9 %	22,4 %	20,3 %	19,8 %
Kapitálové náklady C_{wacc}		13,5 %	12,8 %	11,1 %	10,7 %
Spread $r - C_{wacc}$		4,4 %	9,6 %	9,2 %	9,1 %
Počiatočný kapitál		100,0 EUR	101,9 EUR	147,7 EUR	203,4 EUR
Štandardizovaná EVA		4,4 EUR	9,8 EUR	13,6 EUR	18,5 EUR

Pri výpočte štandardizovanej EVA spoločnosti A v roku 2006 postupujeme nasledovne. V prvom kroku je nutné vytvoriť štandardizovanú úroveň kapitálu. V roku 2004

predstavoval investovaný kapitál k počiatku obdobia⁹² podľa tabuľky 12 1469,9 EUR. Tento by mal byť normalizovaný na úroveň 100 EUR. Normalizovaný vložený kapitál pre rok 2006 vypočítame tak, že vydelíme investovaný kapitál na počiatku roku 2006 investovaným kapitálom na počiatku roku 2004 a vynásobíme zvolenou úrovňou kapitálu vo výške 100 EUR.

$$\frac{1779,7 \text{ EUR}}{1469,9 \text{ EUR}} * 100 \text{ EUR} = 121,1 \text{ EUR}$$

Normalizovanú EVA roku 2006 dostaneme ako:

$$\text{Normalizovaná EVA} = (18,9 \% - 10,7 \%) * 121,1 \text{ EUR} = 9,9 \text{ EUR}$$

Nekonečná normalizovaná EVA sa vypočíta obdobným postupom.

Ak následne prikrčíme k porovnaniu normalizovaných EVA oboch podnikov, zistíme, že sa skutočne ponúka úplne odlišný výsledok ako pri výpočte EVA. Okrem výnimky v roku 2004 je normalizovaná EVA podniku B vyššia ako normalizovaná EVA podniku A, a teda podnik B vykazuje aj vyššiu výkonnosť v porovnaní s podnikom A.

Vďaka normalizovanej EVA je možné navzájom porovnávať podniky s odlišným kapitálovým vkladom.⁹³

⁹² Pre výpočet EVA je investovaný kapitál k počiatku obdobia relevantný. Čiastka 1469,9 EUR predstavuje súčasne konečnú hodnotu kapitálu roku 2003 a investovaný kapitál k počiatku roku 2004.

⁹³ Stewart, 1999, 167-172.

3.2.3 Očistenie veličín prostredníctvom delenia cez pomerové veličiny

Ďalšou z možností, ako porovnávať podniky rôznej veľkosti, je delenie cez pomerové veličiny. Ak používame ako pomerové veličiny investovaný kapitál, dostaneme Value Spread.

$$\text{Value Spread} = \text{EVA}/\text{EBV}$$

Value Spread udáva spoplatnenie investovaného kapitálu nad akcionármi požadovanú minimálnu výnosnosť. Toto vyjadrenie bude jasnejšie, ak hore uvedený vzorec upravíme a Value Spread vyjadríme ako rozdiel medzi vnútornou výnosovou mierou r_{int} a kapitálovými nákladmi c_{wacc} .

$$\text{Value Spread} = \frac{\text{EVA}}{\text{EBV}} = \frac{(\text{NOPAT} - c_{\text{wacc}} * \text{EBV})}{\text{EBV}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{EBV}} - \frac{c_{\text{wacc}} * \text{EBV}}{\text{EBV}} = r_{\text{int}} - c_{\text{wacc}}$$

Value Spread > 1 hodnota je vytvorená

Value Spread < 1 hodnota je ničená

Vďaka Value Spread je možné porovnávať podniky rôznej veľkosti, kapitálovej intenzity, finančnej štruktúry, rizikového profilu a krajín z hľadiska vytvárania Shareholder Value.

Ak bude Value Spread aplikovaná k meraniu podnikovej výkonnosti a nie k meraniu úrokového spoplatnenia vloženého kapitálu, musia byť podniknuté ešte určité obmedzenia. V protiklade k podnikom, ktoré sú náročné na investície, sa totiž pri ostatných pracovne náročných typoch podnikov ľudský kapitál, ktorý napríklad pri podnikoch poskytujúcich služby väčšinou predstavuje hlavný kapitál, neobjavuje v rozvahe. Tieto náklady na ľudský kapitál nie sú zahrnuté do výpočtu kapitálových nákladov, čo následne vedie k ich nižším hodnotám. Ak toto nie je kompenzované započítaním vyšších personálnych nákladov pri výpočte NOPAT, potom dostaneme neprimerane vysoký Value Spread.⁹⁴

⁹⁴ Vid'. Hostettler, 1998, 251-254.

Táto úvaha bude zakomponovaná do výpočtu tzv. relatívnej Economic Value Added (relEVA)⁹⁵. Aby sme podniky výrobné, obchodné a podniky poskytujúce služby mohli vzájomne porovnávať, stojí v menovateli pracovný náklad plus produkt z investovaného kapitálu násobený sadzbou kapitálových nákladov c_{wacc} . Pracovný náklad je reprezentovaný vstupnou veličinou- prácou, a teda predstavuje každý taký náklad, ktorý bol vynaložený na získanie, resp. udržanie pracovného vstupu v podniku.

$$relEVA = EVA / (\text{pracovný náklad} + EBV * c_{wacc})$$

Relatívna EVA uvádza, akú časť na celkovej tvorbe podnikovej hodnoty predstavuje akcionármi pridaná hodnota.⁹⁶

Ďalšou možnosťou, ako zvýšiť vypovedaciu schopnosť EVA, je vydeliť ju cez netto obrat. Týmto spôsobom sa dostaneme k ukazovateľu „EVA Return on Sales“ (EVA ROS- EVA rentabilita tržieb).

$$EVA-ROS = EVA / \text{Netto obrat}$$

Takto získaná veličina poskytuje v porovnaní s ostatnými metódami tú výhodu, že pri EVA výpočte sú zohľadnené riziko aj náklady financovania. Navyše je možné, aby obchodné podniky s malými maržami a nízkou kapitálovou intenzitou boli porovnateľné s podnikmi priemyselnými s veľkými maržami a vysokou kapitálovou intenzitou, keďže intenzita kapitálu a zisková marža vstupujú do výpočtu veličiny.

S EVA-ROS môže byť posúdená atraktivita požadovaného rastu podniku (vyjadrená ako rast obratu) vo vzťahu k na ňu naviazanú tvorbu hodnoty. Investori môžu podľa veličiny EVA-ROS posúdiť, koľko pridanej hodnoty pre akcionárov bolo vytvorenej v podniku.⁹⁷

⁹⁵ S touto úpravou prišli ako prví špecialisti London Business School, vid'. Mařík/Maříková, 2005, 65.

⁹⁶ Vid'. Hostettler, 1998, 254-257; Röttger, 1994, 80-81.

⁹⁷ Vid'. Hostettler, 1998, 257-258.

Očistenie veličín pomocou pomerových veličín predstavuje oproti metóde štandardizácie EVA tú výhodu, že umožňuje porovnávanie podnikov z rôznych odvetví, tým že berie do úvahy aj pracovné náklady podnikov. Ukazovateľ EVA-ROS navyše umožňuje porovnávať obchodné podniky s malými maržami a nízkou kapitálovou intenzitou s podnikmi priemyselnými s veľkými maržami a vysokou kapitálovou intenzitou.

3.3 Ako môže byť zvýšená EVA?

Ak je EVA uvedená ako ukazovateľ v podniku, tak cieľom všetkých zamestnancov musí byť, a to nezávisle od úrovne, na ktorej v podniku pôsobia, zvyšovať EVA a následne zvyšovať aj hodnotu akcionárov. Aby sme dosiahli zvýšenie EVA, stoja podniku nasledujúce štyri možnosti k dispozícii:

1. Rate of return (miera výnosnosti) stúpa pri nemennej kapitálovej základni. To znamená, že budú cez efektívnejšiu prácu dosiahnuté väčšie zisky bez toho, aby pri tom muselo byť investovaných viac peňazí. Následne musia byť náklady znížené a ak je to možné, dane budú ušetrené, aby mohol byť NOPAT zvýšený.
2. Dodatočný kapitál bude investovaný do projektov, ktorých výnosová miera je vyššia ako sadzba kapitálových nákladov. To znamená, že bude uskutočnená každá taká investícia, pri ktorej zvýšenie hospodárskych výsledkov je väčšie ako zvýšenie kapitálových nákladov.
3. Kapitál bude dezinvestovaný pri investíciách, ktoré nedosiahli sadzbu kapitálových nákladov. Do projektov sa bude investovať iba dovtedy, ak po odčítaní kapitálových nákladov podniku zostanú zisky. Ak budú peniaze investované do majetkových súčastí, ktorých výnosnosť leží pod kapitálovými nákladmi, bude lepšie takéto majetkové súčasti eventuálne odpredať. Tieto majetkové súčasti môžu predstavovať pre ostatné podniky väčšiu hodnotu. Súčasne budú stavy zásob redukované a pohľadávky budú rýchlejšie realizované (obe zložky patria k investovanému kapitálu).

4. Financovanie podniku musí byť tak štruktúrované, aby kapitálové náklady boli redukované na minimum. Táto úloha patrí výlučne medzi kompetencie finančného oddelenia a predstavenstva.⁹⁸

Možnosti zvýšiť EVA môžu byť rozdelené do krátkodobých a dlhodobých aktivít:

Prvá z hore uvedených možností (zvýšenie výnosovej miery pri nemennej kapitálovej báze), môže byť krátkodobo dosiahnutá cez zvýšenie produktivity (úspora nákladov) a cez redukciiu zmätkov, zvyškov a odpadu. Dlhodobými možnosťami sú využitie interných synergii alebo efektov z veľkosti.

Pri druhej možnosti (investície do projektov, ktoré vykazujú výnosnosť nad sadzbou kapitálových nákladov) môžu byť uvedené krátkodobé aktivity "Make" alebo "Buy"-rozhodnutia alebo rozšírenie vysokoiskových aktivít. Ako dlhodobé sú uvádzané agitovanie na nových trhoch, vývoj nových produktov, akvizície a nové investície.

Pri tretej možnosti ako zvýšiť EVA, stiahnutím kapitálu z neziskových oblastí, môžu byť krátkodobo eliminované aktivity neprispievajúce k tvorbe hodnoty. V oblastiach, ktoré sú typické tým, že sú dlhodobé, sa v rámci tretej možnosti, ako zvýšiť kapitál, dá realizovať odpredaj určitého obchodného odvetvia, ktorého výnosnosť leží pod kapitálovými nákladmi, opustenie trhov alebo odobratie kapitálu z týchto oblastí.⁹⁹

Finančná štruktúra podniku môže mať obrovský dopad na kapitálové náklady a následne na EVA a tržnú hodnotu. Základom je skladba cudzieho a vlastného kapitálu ako i skutočnosť, či je cudzí kapitál fixne alebo variabilne zdanený, či sú vyplácané dividendy alebo či nasleduje odkúp akcií. Na základe možnosti odpočtu úrokov z cudzieho kapitálu je vyšší podiel cudzieho kapitálu vítaný. Avšak podniky s vysokým obchodným rizikom sa musia

⁹⁸ Vid'. Ehrbar, 1999, 148; vid'. Stewart, 1999, 136-140.

⁹⁹ Vid'. Hengstberger, 1998, 53.

potom snažiť udržiavať úvery čo najnižšie, aby ich Cash Flow mohol skutočne pokryť úroky.¹⁰⁰

3.4 Záverečné poznámky k meraniu výkonnosti pomocou EVA

Ako ukázali aj porovnania s inými ukazovateľmi, je EVA k meraniu finančnej výkonnosti vhodná. Osvedčila sa popri tradičných ukazovateľoch rentability najmä preto, že umožnila navzájom porovnávať kapitálovo náročné podniky s podnikmi závislými na ľudskej práci. V kontraste s tradičnými prístupmi, ktoré sú založené na zisku získanom z rozvahy a relevantných pomerov z nich odvodených, akými sú napríklad hore uvedené ROE a ROA, berie do úvahy náklady investovaného kapitálu (vlastného kapitálu a dlhu). Tým pádom podniky s rovnakým ROE sú považované za rovnako úspešné podľa ROE, zatiaľ čo podľa prístupu EVA by rovnaký záver nemohol byť prijatý, ak by podniky vykazovali rozdielne kapitálové náklady, inými slovami povedané, ak by ich ekonomický profit alebo reziduálny príjem bol odlišný.¹⁰¹

V protiklade k postupom, ktoré používajú akciové kurzy k meraniu výkonnosti, môže byť EVA použitá nielen pre akciové spoločnosti kótované na burze, ale prevedená aj pre podniky nezávisle od ich právnej formy. Komponenty EVA sú okrem toho plánovateľné a ovplyvniteľné a nepodliehajú výkyvom v oceneniach akcií, ktoré spočívajú v veľkom množstve externých faktorov.

Do úvahy je ale treba brať aj prípady, kedy zvýšená EVA nutne nevedie k zvýšeniu tržnej hodnoty podniku. Táto situácia môže nastať, ak zvýšená EVA bola dosiahnutá na úkor budúcich podnikových nad ziskov, ak je zvýšená EVA dosiahnutá na úkor zvýšených kapitálových nákladov alebo aj prípade nedostatočnej obnovy majetku podniku, keď výkonnosť podniku v skutočnosti klesá, pretože v prevádzkovej činnosti je viazaný stále

¹⁰⁰ Vid'. Ehrbar, 1999, 148-149.

¹⁰¹ Vid'. Kyriazis/Anastassis, 2007, 72.

menší podiel kapitálu. Preto je pri hodnotení podniku nutné brať do úvahy nielen súčasnú EVA, ale aj jej budúcu prognózu.¹⁰²

DCF metóda (metóda diskontovaných peňažných tokov), ktorá bola v predošlej kapitole porovnávaná s metódou EVA pri oceňovaní podniku, sa hodí iba obmedzene k meraniu výkonnosti. Predovšetkým v obdobiach rastu (teda po uskutočnení investícií) je ročný Free Cash Flow často negatívny, takže iba cez vyššiu konečnú hodnotu, ktorá je pravidelne najťažšie oceniťelná, nastane pozitívna hodnota podniku.¹⁰³ Free Cash Flow je síce dobrý ukazovateľ slúžiaci k oceneniu podniku, ale menej použiteľný k oceneniu súčasnej výkonnosti podniku.¹⁰⁴

V posledných rokoch rozličné podniky roztrúsené po celom svete¹⁰⁵ zlepšili svoju výkonnosť vďaka novej orientácii na EVA pri svojom oceňovaní.

4 EVA pre Shareholderov, Stakeholderov¹⁰⁶ a ako základný nástroj pre Management

4.1 EVA ako nástroj zvyšovania akcionárskej hodnoty

Stern a Stewart vysvetlili vzťah medzi EVA a MVA na rade empirických testov a prišli k záveru, že spomedzi všetkých veličín EVA najlepšie korelovala s MVA. K rovnakému výsledku prišli aj profesori James L. Dodd a Shimin Chen:

¹⁰² Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 65-66.

¹⁰³ Vid'. Röttger, 1994, 238-240.

¹⁰⁴ Vid'. Ehrbar, 1999, 154.

¹⁰⁵ Napr. Ryder Systems (management vozového parku), Dun & Bradstreet (poskytovateľ finančných informácií), Globopar (najväčšia brazílska firma v oblasti médií), ISS A/S z Dánska (najväčšia čistiaca firma sveta pre podnikové prístroje), Tenet Healthcare (2. najväčšia ziskovo-orientovaná sieť nemocníc v USA), Wal-Mart (sieť obchodných domov), vid'. Ehrbar, 1999, 95.

¹⁰⁶ Stakeholder=záujmová skupina. Záujem stakeholdera o organizáciu presahuje finančnú dimenziu-tým sa odlišuje od shareholdera (akcionára). Zahrňuje: dodávateľov, obchodných partnerov, zákazníkov, zamestnancov, verejnosť, médiá, štátnu správu, odbory, medzinárodné organizácie a iné.

„V porovnaní s výkonnostnými ukazovateli typu návratnost cudzieho kapitálu, návratnosť vlastného kapitálu, nárast zisku na akciu a nárast cash flow; EVA vykazuje najväčšiu štatistickú koreláciu s tvorbou hodnoty pre akcionárov.“¹⁰⁷

Skutočnosť, že EVA koreluje s MVA iba 50% (čo je najlepší výsledok spomedzi všetkých ukazovateľov) spočíva čiastočne v tom, že pre ocenenie akcií sú rozhodujúce ešte ďalšie faktory vplyvu. Predovšetkým zmeny tržných očakávaní a tržného prostredia (úroky, obor, politika, atď.) vytvárajú príčinu toho, že zmeny hodnoty pre akcionárov (pričom hodnota pre akcionárov je vyjadrená cez tržnú kapitalizáciu¹⁰⁸) nie sú rovnaké ako zmeny EVA príslušného roku. Skúmania Sterna a Stewarta bazírovali okrem iného na štandardnom prispôbení sa na všeobecné bilančné smernice (Všeobecne uznávané účtovné princípy). Ehrbar (1999) napríklad videl príčinu iba 50% korelácie s MVA v tom, že nie pre každý podnik bola EVA prispôbená. V určitých odvetviach bola korelácia výrazne vyššia a dosahovala až 70 %. Z toho záveru sa dá predpokladať, že „zjemnený“ výpočet EVA môže vykazovať ešte vyššiu koreláciu s MVA.¹⁰⁹

Ak je EVA zavedená ako centrálny ukazovateľ v podniku, prináša so sebou rozhodujúce výhody. Ostatné manažerské systémy potrebujú často radu ukazovateľov, aby mohli merať finančné ciele a zámery. Opierajú sa napríklad o zisky a výnosy, rast ziskov alebo tiež rast obratu alebo rast tržného podielu. Zriedkakedy je cieľom týchto plánov rast majetku akcionárov.¹¹⁰

„S EVA sú všetky základné aspekty procesu finančného managementu spojené do jedného ukazovateľa, čím sa celý systém stáva výrazne jednoduchším na administratívu a pochopenie.“¹¹¹

Výnimočnosť EVA, v porovnaní s ostatnými účtovníckymi veličinami spočíva v tom, že spája do jedného ukazovateľa merania úspechu aktívnu aj pasívnu stranu bilancie.

¹⁰⁷ Dodd/Chen, 1996, 26.

¹⁰⁸ Počet akcií krát zapísaný akciový kurz

¹⁰⁹ Vid'. Ehrbar, 1999, 89-90.

¹¹⁰ Vid'. Ehrbar, 1999, 146.

¹¹¹ Stern/Stewart/Chew, 1998, 484.

„Ak sa EVA stane výhradným stredom záujmu pre všetky rozhodnutia, zaistí jasné a zodpovedné spojenie medzi strategickým myslením, kapitálovými investíciami, dennými operatívnymi rozhodnutiami a hodnotou pre akcionárov (Ehrbar, A., EVA: The Real Key to Creating Wealth).“¹¹²

Operatívne rozhodnutia managementu, ktoré sa týkajú tvorby podnikových výkonov (rozhodnutia o tvorbe ceny, objeme zákazníckych služieb, nákladov na produkciu, atď.), pôsobia prostredníctvom merania výkonu na hodnotu pre akcionárov (Shareholder Value). V EVA sa tieto rozhodnutia operatívneho charakteru odohrávajú primárne vo výpočte NOPAT.

Rozhodnutia investičného charakteru sa objavujú vo forme zmien stáleho majetku a obežného majetku na strane aktív v bilancii. Prostriedky ako zmeny v obrate tovaru na sklade alebo dohody medzi veriteľmi a dlžníkmi pôsobia podstatne na potrebu kapitálu a v ďalšej rade aj na hodnotu pre akcionárov. V ukazovateli EVA sa odrážajú investičné rozhodnutia hlavne čo sa týka investovaného kapitálu.

Finančné rozhodnutia týkajúce sa vzťahu medzi vlastným a cudzím kapitálom, a tým spojenými úrokovými platbami, sa odrážajú v hodnotení podniku. Investori zohľadňujú tento fakt popri individuálnom stanovení cieľov a súčasnej pripravenosti na riziko pri určovaní nákupných a predajných cien. Finančné rozhodnutia pôsobia na akciové kurzy, tržnú kapitalizáciu a tým pádom aj na "Shareholder Value". V EVA sa odrážajú finančné rozhodnutia o sadzbe kapitálových nákladov.

V ukazovateli EVA sú integrované celkové podnikové (NOPAT), investované (Investovaný kapitál) a finančné rozhodnutia vedenia podniku (sadzba kapitálových nákladov) do jedinej veličiny.¹¹³ Práve z tohto dôvodu považuje Hostettler ukazovateľ EVA za ideálny pri posudzovaní, či bola vytvorená hodnota pre akcionárov. Ako tvrdí

¹¹² Shapiro, 2007, 80.

¹¹³ Vid'. Hostettler, 1998, 28-32.

Hostettler, táto vlastnosť robí z EVA výbornú bázu pre finančné vedenie podniku, čo podporuje akcionársky orientované, strategicky konformné a celopodnikovo-aplikovateľné jednania na všetkých troch rozhodovacích úrovniach.¹¹⁴

4.2 Profitovanie Stakeholderov z EVA

Ponúka sa otázka, či je vlastne možné, aby manageri trvale rozmnožovali majetok akcionárov a pritom súčasne spôsobovali škody ostatným záujmovým skupinám. Skutočne sa stretávajú pracovníci, management a dodávatelia slobodne a využívajú kapitál, ktorý poskytujú investorom, aby niečo vyprodukovali a dúfajú, že to zákazníci kúpia? Ak management nedodržiava zmluvy alebo sa správa neprimerane k svojim partnerom, tak zainteresovaná strana ukončí spoluprácu. Ak podnik bude vyplácať príliš nízke platy, potom nezíska pracovnú silu, ktorú potrebuje. Ak budú dodávatelia vyplatení príliš neskoro, potom zvýšia ceny alebo budú požadovať platby pri samotnej dodávke. Ak zákazníci nedostanú požadovanú kvalitu, obrátia sa na konkurenciu.

Manageri a vedenie podniku musí v zmysle hájenia dlhodobých záujmov akcionárov zohľadňovať aj záujmy ostatných zainteresovaných strán. Akcionári sú poslední, ktorí dostávajú zaplatené. Ako prví sú odškodnení zamestnanci, dodávatelia a poskytovatelia úveru a následne sú vyplatené dane. Ak bude podnik so všetkými zúčastnenými stranami riadne zaobchádzať, bude to viesť k veľkorysým dividendám pre akcionárov, čo znamená, že z rastu hodnoty pre akcionárov budú profitovať všetky zúčastnené strany.¹¹⁵

4.3 EVA ako posudzovacie kritérium pre managerské rozhodnutia

V tržnom hospodárstve môže byť EVA vnímaná ako najdôležitejší cieľ podniku, a preto by mala mať najvyššiu prioritu. S pomocou EVA je managementu umožnené sústrediť všetky

¹¹⁴ Hostettler, 1998, 32-33.

¹¹⁵ Vid'. Ehrbar, 1999, 40-43.

rozhodnutia operatívneho a strategického charakteru na rast hodnoty.¹¹⁶ To je možné prostredníctvom jediného ukazovateľa, ktorý vytvára integrovaný finančný manažerský systém a ktorý vedie k rovnakému cieľu rozdielne záujmy a úlohy vo veľkom podniku, a to v smere rastu hodnoty. Dôležitosť mať iba jeden ukazovateľ vidia Stern/Stewart/Chew (1998) predovšetkým v tom, že vo finančných manažerských systémoch je prirodzenou orientáciou prevádzkových managerov dosiahnuť kontrolu nad dispozíciou čo najväčšieho objemu finančných zdrojov. Vzniká interný boj o kapitál, pri ktorom sú rozličné výkonnostné ukazovatele potrebné, aby projekty jednotlivých managerov vyzerali byť skutočne úspešné. Top Management intervenuje veľmi často, aby bol kapitál prevedený do nimi určených ziskových projektov. Ukazovateľ, ktorý jasne ukazuje, ktoré projekty hodnotu vytvárajú a ktoré nie, predstavuje pre management dôležitý základ pre rozhodovanie.

*„EVA umožňuje, aby boli všetky kľúčové rozhodnutia managementu jasne modelované, monitorované, komunikované a odmenené podľa toho, v akej miere prispeli k vytvoreniu hodnoty pre akcionárov“.*¹¹⁷

Je ľahostajné či rozpočet pre projekty bude určený, či ocenenie pre účely akvizície nasleduje, či sú alternatívne strategické plány posudzované, alebo či dôjde k odmeňovaniu zamestnancov- jasnou misiou managementu je pri všetkých typoch rozhodovania rast EVA.¹¹⁸

EVA systém oprávňuje managerov prijímať lepšie rozhodnutia, pretože im prináša lepšie informácie a väčší prehľad. Keďže chcú byť riadiaci pracovníci úspešní, budú uskutočňovať to, za čo budú odmenení. Ak bude ziskové rozpätie základom pre odmeňovanie, budú robiť všetko pre to, aby zvýšili ziskové rozpätie, aj keby kvôli tomu mali poklesnúť predaje. Ak budú odmeny pridelované na základe zvyšovania obratu, tak bude management sústrediť svoje aktivity v smere zvyšovania obratu. Ak by boli prémie vyplácané za zvyšovanie tržného podielu, tak bude management pracovať na zvyšovaní

¹¹⁶ Vid'. Ehrbar, 1999, 13-15.

¹¹⁷ Stern/Stewart/Chew, 1998, 484.

¹¹⁸ Vid'. Stern/Stewart/Chew, 1998, 483-485.

tržných podielov. Ak sa používa EVA výlučne ako benchmark výkonnosti, nestojí pravdepodobne za námahu zavádzanie EVA. Na EVA je výnimočné to, že cez zavedenie EVA motivačného systému sú rozhodnutia managementu a všetkých zamestnancov vedené v smere zvyšovania hodnoty.

Dobrým príkladom, ako EVA pomáha managerom prijímať lepšie rozhodnutia je skutočnosť, že je prepojená s príslušnými kapitálovými nákladmi. To, že management musí objasniť vynaložené náklady, ktoré sú spojené so zásobovaním, pohľadávkami a stálym majetkom spôsobuje, že nakladá s majetkom podniku svedomito. S EVA môžu manageri pri každom rozhodnutí zvážiť kapitálové náklady a spočítať vzájomné účinky operatívnych nákladov a kapitálových nákladov. Je napríklad zmysluplnejšie nakúpiť materiál vo väčšom množstve, a tým znížiť nákupnú cenu za kus a opačne tým zvýšiť stav zásob na sklade. Pri rozhodnutiach týkajúcich sa znižovania cien a zvyšovania služieb môže byť EVA tiež nápomocná. Pri rozhodovaniach typu: je lepšie vykazovať vyššie tržné podiely alebo väčšie ziskové marže; je najlepšou alternatívou tá, ktorá prináša najvyššiu EVA.

Vo vzťahu k akvizíčným rozhodnutiam môže EVA slúžiť ako dôležitý rozhodovací základ. Akvizície nepredstavujú nič iné ako formu investície. Manageri môžu posúdiť zmysluplnosť akvizície podľa jej prínosu k EVA na základe toho, či expanzia na nový trh alebo zavedenie nového produktu akcionársky majetok zvýšia alebo znížia. Podľa tzv. EVA-driver-analýzy môžu byť prevedené porovnania s konkurenciou a taktiež môžu byť simulované účinky rozličných operatívnych alternatív. Pod pojmom EVA-driver rozumieme operatívne veličiny vplyvu na celkovú podnikovú EVA. Ak sú EVA ciele využité k tomu, aby tlmočili obchodným jednotkám zadané úlohy, tak prostredníctvom EVA-driver-analýzy sa dá zistiť, akým spôsobom môžu byť tieto ciele dosiahnuté.

Management štátom vlastnených podnikov alebo podnikov, ktoré sú v súvislosti s privatizáciou vystavené silnej konkurencii, sa snažia s pomocou EVA dosiahnuť redukcii nákladov, aby podporili prevádzkovú výkonnosť, aby dosiahli objektívnu bázu pre cenové rozhodnutia a aby boli v prípade privatizácie pripravené na silnú konkurenčnú súťaž.¹¹⁹

¹¹⁹ Vid'. Ehrbar, 1999, 32-33, 141-142, 158-159.

4.4 Porovnanie s ostatnými výkonnostne orientovanými ukazovateľmi

EVA nie je jediným na výkon orientovaným ukazovateľom, ktorý kritizuje vypovedaciu schopnosť účtovníctva pri úlohách týkajúcich sa merania podnikového výkonu. Pod moderným pojmom „Shareholder Value“ sú predovšetkým v USA vyvíjané koncepty, teórie a manažerské nástroje, ktoré sú si z časti veľmi podobné. V nasledujúcej časti budú vysvetlené práve tie, ktoré sú istým spôsobom príbuzné EVA a boli vyvinuté konkurenčnými konzultačnými firmami. Sú to koncepty Economic Profit, Value Added a Cash Value Added.

4.4.1 Economic Profit

Hodnotovo orientovaný ukazovateľ Economic Profit (ekonomický zisk), vyvinutý spoločnosťou McKinsey & Company, meria rast hodnoty podniku v rámci jednej periódy. Je definovaný nasledovne:

$$\text{Economic Profit} = \text{Investovaný kapitál} \times (\text{ROIC} - c_{wacc})$$

Ekonomický zisk odpovedá rozpätiu medzi výnosnosťou kapitálu a nákladmi kapitálu násobeným investovaným kapitálom. Podobne ako pri EVA môže byť ekonomický zisk vypočítaný aj druhým spôsobom.

Economic Profit (ekonomický zisk) = operatívny výsledok po zdanení – zaťaženie kapitálovými nákladmi = operatívny výsledok po zdanení – (investovaný kapitál $\times$ c_{wacc})

4.4.1.1 Základné veličiny

Investovaný kapitál môže byť, podobne ako pri EVA prístupe, vysvetlený na strane aktív ako aj na strane pasív. Investovaný kapitál môže byť vypočítaný jednak ako investovaný kapitál na začiatku obdobia alebo ako priemerný stav investovaného kapitálu zo stavov na začiatku a konci obdobia. Záväzky, ktoré nepodliehajú úročeniu, musia byť podobne ako u EVA prístupu odčítané.

V protiklade k EVA výpočtu od Stewarta sa Copeland, Koller a Murrin pri úpravách ekonomického zisku vzdávajú obsiahlych úprav. Čo sa týka ocenenia investičného majetku, navrhujú hore uvedení autori počítať u investovaného kapitálu s účtovnými hodnotami v prípade, že tržné hodnoty neležia výrazne nad nimi.

Operatívny výsledok po zdanení (NOPAT) je v tomto prípade označený ako „Net operating Profit less Adjusted Taxes“ (operatívny zisk po odčítaní upravených daní). Jeho vysvetlenie je prevedené na báze voľných operačných peňažných tokov. Výpočet začína pri operačnom výsledku, ktorý by podnik dosiahol bez cudzieho kapitálu. Z tohto dôvodu sa neráta s úrokovými výnosmi, úrokovými nákladmi, ziskom alebo stratou a mimoriadnymi výnosmi a stratami z neprevádzkových investícií. V protiklade k odpisom na hmotné investície nebudú odpisy na firemnú hodnotu pri vysvetľovaní operatívnych výsledkov pred daňami odrátavané.

Sadzba kapitálových nákladov je aj v tomto prípade určená ako sadzba vážených nákladov kapitálu WACC. Pri modeli Ekonomický zisk vychádzame z toho, že poskytovatelia vlastného aj cudzieho kapitálu požadujú určitú kompenzáciu za náklady príležitosti, ktoré sú spojené s ich investíciou do určitého podniku.

4.4.1.2 Porovnanie Ekonomického zisku s EVA

Ekonomický zisk sa výrazne neodlišuje od EVA a práve preto existujú rovnaké možnosti jeho aplikácie. Odlišnosti sa vyskytujú pri výpočte veľkostí majetku.

Economic Profit model je vhodný aj pre posúdenie toho, či v podniku bola hodnota vytvorená alebo zničená. Za významnú ju v tomto modeli považovaná skutočnosť, že Economic Profit model berie do úvahy aj veľkosť podniku a kapitálovú výnosnosť. Veľa podnikov sa orientuje alebo na veľkosť (často vo forme ziskov alebo rastu ziskov) alebo na kapitálovú výnosnosť. Výlučná orientácia na veličiny môže viesť nepozorovane k strate na hodnote, ak sa výnosnosti ukážu byť príliš nízkymi. Opačne zas môžu vysoké výnosnosti pri malom kapitálovom základe znamenať, že tržné príležitosti boli nedostatočne využité.¹²⁰

4.4.2 Added Value (pridaná hodnota)

Výkonnostne orientovaná veličina London Business School, ktorá vychádza z podnikovej tvorby hodnoty a počíta nad zisk, je označená ako "Added Value". Ukazovateľ má tri zložky: operatívny zisk, vložený kapitál a z veľkosti kapitálu odvodené „capital charge“ (spoplatnenie kapitálu). "Added Value" dostaneme ako rozdiel operatívneho zisku a capital charge.¹²¹

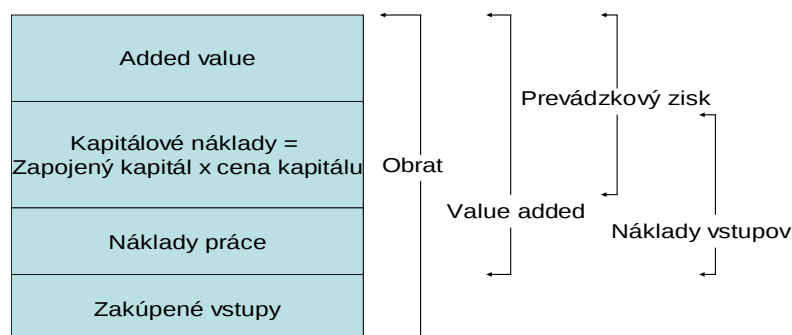
$$\text{Added Value} = \text{Value Added} - \text{osobné náklady} - \text{kapitálové náklady}$$

S Added Value meriame rozdiel medzi všetkými potrebnými vstupmi podniku a výstupom podniku. Rozdiel medzi tvorbou hodnoty (Value Added) a "Added Value" spočíva po prvé v odčítaní osobných nákladov a kapitálu, ktorý je podniku k dispozícii.

¹²⁰ Vid'. Copeland/Koller/Murrin, 1998, 171-173, 181-201.

¹²¹ Vid'. Röttger, 1994, 22-23.

Graf č.3: Zložky podnikového výstupu¹²²



4.4.2.1 Základné veličiny

Vložený kapitál

Výpočet relevantných veličín nie je jednotný u autorov z London Business School (LBS). V prvej verzii výpočtu boli pripočítané iba operatívne majetkové súčasti vo forme hmotných investícií ku kapitálu. V druhej verzii LBS vystupujú celkové aktíva ako kapitál. Hoci LBS z dôvodov zjednodušenia počíta ojedinele aj s hodnotami získanými priamo z účtovníctva, prevádzajú najmä nové ocenenie hmotných investícií, aby sa vyhlí infláciou podmienenému a príliš nízkemu oceneniu vloženého kapitálu získaného v účtovných hodnotách.

Operatívny zisk

Prvá verzia London Business School predstavuje veličinu zisk ako výsledok pred zdanením, úrokmi a úrokovými výnosmi. Druhá verzia zahrňuje operatívny zisk a všetky úrokové a podielové výnosy.

¹²² Vid' Davis, 1990, 11.

Kapitálové náklady

London Business School zastáva názor, že výpočet riziku prispôsobených kapitálových nákladov nevedie k uspokojivému výsledku a používajú bezrizikový úrok vo forme výnosnosti verejných obligácií.¹²³

4.4.2.2 Porovnanie Added Value s EVA

Obidva prístupy sú založené na rovnakej myšlienke: podnik musí najprv vytvoriť kapitálové náklady, ktoré sú determinované výškou podnikovo potrebného kapitálu ako aj sadzbou kapitálových nákladov. Podnik bude úspešný až vtedy, ak ním vyprodukovaná výnosnosť bude ležať nad sadzbou kapitálových nákladov.

Rozdiely v koncepcii spočívajú vo výpočte veľkosti zisku a kapitálu ako hlavných súčastí ukazovateľa. LBS neprevádza žiadne korektúry ako Stewart vo forme rezervy ekvivalentov vlastného kapitálu (EEs). London Business School oceňuje hmotný dlhodobý majetok podľa tzv. prístupu zachovania substancie podniku.¹²⁴

V protiklade k Stewartovi, ktorý pri výpočte NOPAT používa rozličné úpravy, nie je operatívny zisk London Business School bližšie vysvetlený. Spoločné pre oba postupy je, že používajú veľkosť zisku pred zahrnutím úrokov z cudzieho kapitálu.

LBS sa vyhýba chybám v oceňovaní, ktoré sa vyskytujú u Stewarta pri výpočte kapitálových nákladov používaním individuálnych sadzieb kapitálových nákladov prostredníctvom výpočtu cez model CAPM. London Business School jednoducho používa bezrizikovú úrokovú sadzbu štátnych obligácií.

¹²³ Vid' Röttger, 1994, 23-24.

¹²⁴ Pri prevedení postupu uchovania substancie podniku sú prepočítané nové investície s pomocou celohospodárskej miery rastu cien na reprodukčnú hondotu. Zvýšenie hodnoty získané pri novom ocenení sa pripočíta k operatívnejmu zisku daného hospodárskeho roka a zvýši odpisy, vid' Röttger, 1994, 100-102.

Podobne ako aj v prípade EVA, počíta LBS tzv. "relatívnu Added Value (rAV)", aby podniky rozdielnych veľkostí a z rozdielnych odvetví mohli byť navzájom porovnávané.¹²⁵

$$rAV = \text{Added Value} / (\text{osobné náklady} + \text{Capital Charge})$$

4.4.3 Cash Value Added (CVA)

Cash Value Added model bol vyvinutý Boston Consulting Group. Priamy postup výpočtu je súčasťou obchodného tajomstva firmy BCG, ktorá ho získala prevzatím od poradenskej firmy HOLT Value Associates.¹²⁶ Podľa Lewisa sa jedná pri tomto postupe o myšlienku kapitalizácie zisku ležiaceho nad kapitálovými nákladmi. Celkové investície a Cash flow sú hlavnými zložkami ukazovateľa.¹²⁷ CVA (peňažná tvorba hodnoty) sa vypočítava na základe nasledujúceho vzorca:

$$CVA = (CF\ ROI^{128} - \text{kapitálové náklady}) \times \text{brutto investičná báza}$$

Cash Value Added meria prírastok hodnoty na základe peňažných tokov.

4.4.3.1 Základné veličiny

Veličina zisk- Ako veľkosť zisku sa pri výpočte CVA používa Brutto Cash Flow v súčasných cenách. Ten dostaneme, ak k zisku (získanému z výkazu zisku a strát) po zdanení budú prirátané odpisy, úrokový náklad, náklady na nájom, FIFO- a LIFO úpravy a zisky z inflácie.

Zmyslom úprav je konverzia dát z účtovníctva na reálne peňažné toky a následne ich použitie ako ekonomického meradla úspechu podniku. Dôvodom pre pripočítanie

¹²⁵ Vid'. Röttger, 1994, 34-35, 80-81.

¹²⁶ Mařík/Maříková, 2005, 110.

¹²⁷ Vid'. Lewis, 1994, 125.

¹²⁸ Cash Flow Return on Investment- ukazovateľ návratnosti peňažných tokov, ktoré do podniku vložili investori

úrokových nákladov je, že CF ROI predstavuje ukazovateľ celkového kapitálu. Náklady na nájom sú prirátané, pretože predstavujú inú formu cudzieho financovania. Úpravy týkajúce sa FIFO- postupu sa prevádzajú iba v krajinách, ktorých ekonomiky sú charakteristické vysokou mierou inflácie. Presne ako bolo vysvetlené pri výpočte investovaného kapitálu v modeli EVA, vedie výpočet podľa FIFO postupu pri rastúcich cenách k podhodnoteniu zásob na sklade a oceňovanie podľa LIFO postupu vedie k nadhodnoteniu zásob. Inflačný zisk, poprípade strata, je zohľadnená v čistej likvidnej pozícii cash flow. Pod pojmom čistá pozícia likvidity sa rozumie saldo kapitálu viazaného vo finančných aktívach po odčítaní nespokatnených záväzkov. Pri pozitívnom salde podnik utrpí inflačnú stratu a opačne pri negatívnom salde vznikne inflačný zisk, pretože sa čistý dlh reálne zhodnotil.

Veličina majetok

Ako majetková veličina je v prípade výpočtu CVA použitá "brutto" (hrubá) investičná báza. Najprv sú odrátané nespokatnené záväzky (vychádzame z účtovných kníh), pričom rezervy sú považované tiež za nespokatnené záväzky. Následne sú pripočítané kumulované odpisy. Získame tým historické náklady na získanie zúročiteľnej investície. Potom nasledujú úpravy týkajúce sa inflácie na súčasnú hodnotu peňazí a úpravy kapitalizovaných nákladov na nájom, ktoré sú pripočítané. Poslednou úpravou je odpočet goodwill.

Náklady na nájom vychádzajú zo základnej úvahy, že prenajímané objekty sú potrebné pre činnosť podniku, a preto je nutné ich kapitalizovať a následne pripočítať k investíciám. Konzistencia medzi peňažným tokom (príjem) a hrubou investičnou bázou preto zostáva zachovaná.

Cash Flow Return on Investment (CF ROI- návratnosť investícií založená na peňažných tokoch)

Ukazovateľ dynamickej výnosnosti investícií pre celý podnik, kde základom je vnútorná výnosová miera (IRR), je definovaný ako brutto-cash-flow (hrubý peňažný tok), ktorý vyprodukoval podnik v pomere k investovanému kapitálu v priebehu jedného roka.¹²⁹

¹²⁹ Vid'. Lewis, 1994, 40.

Model CF ROI chápe podnik ako súbor investičných projektov, pričom každý z nich zahrňuje investičné výdaje vynaložené v konkrétnom roku a im odpovedajúci peňažný tok. Peňažné príjmy podniku v určitom roku sú súčtom peňažných príjmov z jednotlivých projektov.¹³⁰

CF ROI v podstate neznamena nič iné ako „cash-in“ vydelený „cash-out“. Rozdiel oproti účtovníckym ukazovateľom výnosnosti spočíva v konverzii účtovníckych dát do podoby cash-flow platieb a následne ich odraz v ukazovateli merania podnikového úspechu.

CF ROI môže byť chápaný aj ako interný úrok, v prípade ak je používaný pri investičných rozhodnutiach. Môžeme si ho predstaviť ako dodatočnú kalkuláciu všetkých doterajších investícií a súčasne predstavuje takú mieru úrokov, pri ktorej suma odúročených „pritekajúcich“ prostriedkov je presne vykrytá sumou investícií. Výpočet CF ROI je prevedený podobne ako aj pri metóde vnútorného výnosového percenta cez iteračný postup.¹³¹

Kapitálové náklady

Boston Consulting Group vysvetľuje kapitálové náklady zložitým spôsobom. Pri tomto spôsobe sú celé ekonomiky predstavené ako jeden podnik (napr. „Česká republika a.s alebo USA Inc.“) a z tohto celkového modelu bude opäť vypočítaný CF ROI, pričom vnútorné výnosové percento bude ležať nad celkovou rentabilitou štátnych obligácií.¹³²

4.4.3.2 Porovnanie CVA s EVA

Pri CVA koncepte slúži CF ROI ako meracia latka k posúdeniu podnikového alebo odvetvového hospodárskeho výsledku. Podnik vytvára hodnotu, ak CF ROI leží nad sadzbou kapitálových nákladov. Výpočet CF ROI, ku ktorému sú potrebné okrem

¹³⁰ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 111.

¹³¹ Vid'. Lewis, 1994, 40-44; vid'. Röttger, 1994, 19.

¹³² Vid'. Lewis, 1994, 81-84.

počiatočných platieb aj ročné cash flow, sa výrazne odlišuje od výpočtu výnosnosti investovaného kapitálu pri EVA koncepte. Oba postupy prevádzajú z časti odlišné úpravy dát z účtovníctva, aby eliminovali deformácie v účtovníctve.¹³³

Rozdiely medzi oboma modelmi vychádzajú najavo okrem iného aj pri oceňovaní. Zatiaľ čo EVA postup využíva účtovné hodnoty, pracuje CVA postup s veličinami očistenými o vplyvy inflácie a založenými na princípe peňažných tokov. Navyše pri CVA postupe je zdôrazňované, že úpravy na základe LIFO alebo FIFO postupov sú žiaduce jedine v krajinách s vysokými inflačnými očakávaniami.

Výpočet kapitálových nákladov pri CVA môže byť v porovnaní s výpočtom WACC alebo výnosnosťou verejných obligácií (ako pri Value Added prístupe) považovaný za náročný.

4.4.4 Záverečné zhodnotenie a aplikácia výkonnostne orientovaných ukazovateľov

Spomedzi všetkých hore predstavených ukazovateľov je predovšetkým "Cash Value Added" ťažko porovnateľný s ostatnými, pretože pracuje s CF ROI, a teda predstavuje ukazovateľ založený v prvom rade na cash-flow prístupe. Podobnosti vykazuje CVA s Added Value, a to čo sa týka prepočtu investičného majetku na denné hodnoty. Navyše je v jeho výpočte zohľadnená aj inflácia. Napriek tomu sa oba postupy výrazne odlišujú výpočtom veľkosti majetku. Otázne je okrem toho, či náročné úpravy majetku o vplyvy inflácie a s nimi spojená veľká časová a zdrojová náročnosť postupu presahujú svojím úžitkom náklady s ich získaním spojené.

V protiklade k autorom Added Value a CVA zastávajú Copeland, Koller a Murrin (McKinsey) a Stewart názor, že pre výpočet veľkosti majetku môžu byť použité účtovné hodnoty. Napriek tomu vidia Copeland, Koller a Murrin výhodu použitia tržných údajov vtedy, ak tieto ležia vysoko nad účtovnými hodnotami. Vďaka Stewartovým relatívne

¹³³ Vid'. Röttger, 1994, 19-20.

obsiahlym úpravám vo forme EEs sú úpravy v účtovníctve pri EVA postupe náročnejšie ako pri ostatných predstavených konceptoch.¹³⁴

Koncept "Added Value" slúži v prvom rade na meranie výkonnosti podniku a na zadávanie výkonnostných cieľov pre celý podnik, dcérske spoločnosti a jednotlivé právne nesamostatné obchodné jednotky. Naproti tomu je CVA v prvom rade použitá k oceneniu podniku. CF ROI ako centrálna veličina CVA sa podobne ako ROI alebo ROE vzťahuje k rozhodnému dňu alebo k určitému časovému intervalu, najčastejšie k obchodnému roku. Ako nevýhoda pri CVA je vnímaný náročný výpočet reprodukčných nákladov ako aj predpoklad konštantného peňažného toku počas celej doby.

Ekonomický zisk, ktorému je EVA veľmi podobná, patrí taktiež k finančným ukazovateľom merania výkonnosti. Copeland, Koller a Murrin vidia v "Economic Profit" dobrú alternatívu k DCF-modelu (model diskontovaných peňažných tokov), najmä čo sa týka účelu oceňovania podniku.¹³⁵

Hlavnou nevýhodou EVA je kalkulácia jej zložiek, a to predovšetkým Net Operating Profit After Tax (čistý operačný zisk po zdanení) a priemerných nákladov kapitálu. V niektorých prípadoch počet úprav môže presahovať počet 150.¹³⁶

¹³⁴ Vid'. Kapitola 7.3

¹³⁵ Vid'. Copeland, Koller, Murrin, 1998, 171-174; vid'. Lewis, 1994, 44-45; vid'. Röttger, 1994, 20-21.

¹³⁶ Abdeen/Haight, 2002, 223-224.

5 Praktická časť

Výpočet EVA variantou entity

Podnik XXX má hlavnú činnosť registrovanú v oblasti výroby špeciálnej zdravotníckej techniky. Spoločnosť XXX bola založená v septembri 1998 ako právnická osoba. Činnosť vychádza z 40 ročných skúseností v obore vývoja a opráv lekárskeho prístrojov. Jej zakladateľ je držiteľom niekoľkých vynálezov a desiatok zlepšovacích návrhov. Firma sídli v Prahe a dnes pôsobí na území Českej republiky, Slovenskej republiky, Poľska, Rakúska a Slovinska.

Spoločnosť sa skladá z dvoch divízií. Divízia zdravotníckej techniky nielen vyrába špeciálnu zdravotnícku techniku, ale aj prevádza údržbu a periodické bezpečnostné technické kontroly zdravotníckych prostriedkov a zaisťuje bežné opravy lekárskeho prístrojov. Divízia dovozu zahraničnej techniky dováža a predáva francúzske zdravotnícke prístroje a zabezpečuje ich servis.

Na základe výslovnej žiadosti vedenia podniku nebude v celom nasledujúcom texte uvádzané meno podniku a v účtových výkazoch nebudú použité všetky účtové položky. Napriek miernej modifikácii konsolidovaných dát bude ocenenie podniku do značnej miery odpovedať skutočnej trhnej hodnote podniku dosiahnutej k 1.1.2008 (ústne potvrdené managementom podniku).

Ocenenie podniku XXX bude prevedené k 1.1.2008, a to z dôvodu, že za účtový rok 2008 nie sú v súčasnosti k dispozícii konsolidované účtové výkazy. Plány pre roky 2008, 2009 boli zostavené na základe skutočných podnikových plánov, plán roku 2010 bol zostavený na základe viacerých rozhovorov s managementom podniku.

AKTIVA (T CZK)	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM	168,620	202,830	223,428	252,879
<u>B. DLHODOBÝ MAJETOK</u>	89,091	99,504	94,065	91,565
B.II Dlhodobý hmotný majetok	81,591	91,504	83,065	82,565
1. Pozemky	6,591	21,504	12,065	12,065
2. Stavby	45,000	43,000	41,000	39,000
3. Samostatné movité veci	30,000	27,000	30,000	31,500
B.III Dlhodobý finančný majetok	7,500	8,000	11,000	9,000
3. Ostatné dl. cenné papiere a podiely	7,500	8,000	11,000	9,000
<u>C. OBEŽNÉ AKTIVA</u>	79,529	103,326	129,364	161,315
C.I Zásoby	18,587	29,598	35,291	38,633
1. Materiál	7,434	11,840	14,117	14,943
2. Nedokončená výroba	9,294	14,799	17,646	19,680
3. Výrobky	1,859	2,960	3,528	4,010
C.III Krátkodobé pohľadávky	32,042	39,692	47,352	50,292
1. Pohľadávky z obchodných vzťahov	30,440	37,707	44,985	47,742
Ostatné krátkodobé pohľadávky	1,602	1,985	2,367	2,550
C.IV Krátkodobý finančný majetok	28,901	34,037	46,721	72,390
1,2. Peniaze a účty v bankách	26,041	31,037	43,721	69,790
3. Krátkodobé cenné papiere a podiely	2,860	3,000	3,000	2,600

PASÍVA (T CZK)	2007	2008	2009	2010
PASÍVA CELKOM	168,620	202,830	223,428	252,879
<u>A. VLASTNÝ KAPITÁL</u>	68,129	86,183	97,928	124,814
A.I Základný kapitál	25,000	25,000	25,000	25,000
A.II Kapitálové fondy (ážio)	3,000	3,000	3,000	3,000
A.III.1 Zákonný rezervný fond	5,000	5,000	5,000	5,000
A.IV.1 Nerozdelený zisk minulých rokov	19,000	32,129	47,383	58,928
A.V VH bežného roku	16,129	21,054	17,545	32,886
<u>B. CUDZIE ZDROJE</u>	100,491	116,647	125,500	128,066
B.I Rezervy (dlhodobé)	1,200	1,460	1,580	780
B.II.6 Vydané dlhopisy	12,000	12,000	12,000	12,000
B.III Krátkodobé záväzky	44,132	53,227	58,226	61,592
1. Z obchodných vzťahov	37,232	45,887	49,326	52,481
5. K zamestnancom	6,900	7,340	8,900	9,111
B.IV.1 Bankovné úvery dlhodobé	43,160	49,961	53,694	53,694

Z dôvodu zjednodušenia výpočtu budeme predpokladať daňovú sadzbu v roku 2008 (vrátane) na úrovni 21 %.

Prvá fáza plánu začína rokom 2008 a končí rokom 2010. Druhá fáza plánu začína rokom 2011 a predpokladáme, že trvá až do nekonečna. Hodnoty majetku, kapitálu a výsledky hospodárenia v roku 2011 predpokladáme na úrovni roku 2010. Nákladové rezervy majú charakter vlastného kapitálu. Prevádzkovo nepotrebný majetok tvoria všetky dlhodobé a krátkodobé cenné papiere, do ktorých firma investovala. Peňažné prostriedky nad úrovňou pohotovej likvidity management firmy identifikoval ako peniaze a účty v bankách/krátkodobé záväzky vo výške 0, 4. Nominálna úroková miera z bankovních úverov predstavuje 14,5 %, nominálna úroková miera z dlhopisov predstavuje 13 % a priemerná úroveň nákladov vlastného kapitálu v konkerne je odhadovaná managementom podniku na úrovni 16 %. Z dôvodu zjednodušenia budeme pri výpočte predpokladať stabilnú úroveň nákladov vlastného kapitálu aj do budúcnosti.

V účtových výkazoch sa obmedzíme na prevedenie dvoch úprav pre požadovaný výpočet EVA entity¹³⁷:

1. Koncern v rokoch 2007 a 2008 vynaložil náklady na marketingovú kampaň za účelom spropagovania nových výrobkov uvedených na trh. Management podniku predpokladá efekt z takto vynaložených nákladov po dobu 3 rokov. Náklady majú investičný charakter, a preto ich vykážeme, podľa konceptu EVA, v aktívach rozvahy po celú dobu ich pôsobenia a do nákladov vykážeme odpisy z aktivovaných marketingových výdajov.
2. Ďalšou aktivovanou položkou sú podľa konceptu EVA firemné automobily, ktoré koncern nakúpil v roku 2007 pre stredný a vrcholový management podniku prostredníctvom finančného leasingu. Tento firemný vozový park sa na jednej strane vykáže ako aktívum a na strane druhej predstavuje záväzok.

¹³⁷ management podniku bol ochotný poskytnúť iba nasledujúce interné informácie na úpravu výkazov pre potreby EVA

Úprava účtovných výkazov z hľadiska aktivácie marketingu a leasingu:

1. Aktivácia marketingových nákladov

Marketingové výdaje použité na reklamnú kampaň novouvedených výrobkov na domácom a zahraničnom trhu považujeme za nehmotné aktívum. Výdaje budeme odpisovať po dobu ich predpokladanej užitočnosti v podniku, a to po dobu 3 rokov (odhad managementu podniku).

	2007	2008	2009	2010
Ročné marketingové výdaje (náklady)	4,560	5,610	0	0
Lineárny odpis výdaju z roku 2007	1,520	1,520	1,520	
Lineárny odpis výdaju z roku 2008		1,870	1,870	1,870
Ročný odpis celkom	1,520	3,390	3,390	1,870
Kumulované výdaje	4,560	10,170	10,170	10,170
Kumulované odpisy	1,520	4,910	8,300	10,170
Zostatková hodnota marketing. výdajov k 31. 12. (kumulované výdaje - odpis)	3,040	5,260	1,870	0

V pôvodných účtovných výkazoch boli náklady a súčasne aj výdaje na marketing v rokoch 2007 a 2008 zanesené ako náklady bežného roku do výsledovky. Z pohľadu EVA konceptu sa ale jedná o výdaj investičného charakteru do nehmotného aktíva. Oba výdaje (2007-2008) firme prinášajú efekt v roku vynaloženia a ešte ďalšie dva nasledujúce roky. Jedna tretina výdajov predstavuje ročný odpis aktivovaného nehmotného aktíva a ich súčet nám dáva celkový ročný odpis spojený s týmto typom nehmotného aktíva. Z výsledovky musíme odstrániť pôvodný celkový náklad a nahradiť ho príslušným odpisom.

Kumulované výdaje predstavujú analógiu hodnoty brutto, ktorá je vykazovaná v rozvahe u dlhodobého majetku a kumulované odpisy predstavujú oprávky tohoto majetku. Rozdiel medzi kumulovanými výdajmi a kumulovanými odpismi predstavuje zostatkovú hodnotu.

2. Leasing

Spoločnosť investovala v roku 2007 do obnovy vozového parku stredného a vrcholového managementu celkovo 21 miliónov CZK. Investícia bola uskutočnená prostredníctvom finančného leasingu uzatvoreného cez nemenovanú českú leasingovú spoločnosť na obdobie 1.1.2007 až 31.12. 2009. Podľa zmluvy platí firma prvé dva roky 8,7 miliónov a posledný rok okrem konštantnej platby 8,7 mil. CZK navyše zaplatí odkupnú cenu vo výške 1,8 milióna CZK. Management podniku má predstavu, že vozový park bude využívať 4 roky (do 31.12.2010).

Pomocou údajov získaných od vedenia o tržnej cene vozového parku a techniky odpisov použitých vypočítame leasingové percento- náklad na leasingový záväzok, ktorý budeme potrebovať na výpočet vážených priemerných nákladov kapitálu (WACC). Peňažný tok (cash flow) spojený s uzatvorenou leasingovou zmluvou bude vyzeráť nasledovne; prvé dva roky (2007, 2008) zaplatí spoločnosť vždy 8,7 milióna CZK a na konci roku 2009 (k 31.12.2009) 8,7 milióna a súčasne 1,8 milióna CZK ako odkupnú cenu navyše k poslednej splátke. Úroková miera, pri ktorej sa súčasná hodnota týchto platieb rovná tržnej cene prenajímaného majetku, čiže vnútorné výnosové percento, sa vypočíta nasledovne:

$$21\,000 = 8\,700/(1+i_L) + 8\,700/(1+i_L)^2 + (8\,700 + 1\,800)/(1+i_L)^3$$

Hore uvedená rovnica je splnená pri $i_L = 15,1\%$.

Umorovací plán pre leasingový záväzok je založený na skutočnosti, že leasingová platba sa skladá z úroku a úmoru leasingového dlhu.

Výpočet implicitnej úrokovej miery:

	Tržná cena	Platby za leasing		
		2007	2008	2009
Penažný tok spojený s leasingem	-21,000	8,700	8,700	10,500
Implicitná úroková miera	15.1%			

Podklady pro úpravu rozvahy a výsledovky:

	2007	2008	2009	2010
--	------	------	------	------

a) Splátkový kalendár (umorovací plán):

Leasingový závazok na začiatku roka	21,000	15,478	9,120	0
Úrok	3,178	2,342	1,380	0
Zníženie záväzku	5,522	6,358	9,120	0
Leasingový záväzek na konci roka	15,478	9,120	0	0

b) Podklady pro úpravu aktív:

Odpisy	5,250	5,250	5,250	5,250
Zostatková hodnota prenajatého majetku k 31. 12.	15,750	10,500	5,250	0

c) Podklady pro úpravu výsledku hospodárenia vo výsledovke a v pasívach:

Nové náklady leasingu: odpisy a úroky (úprava VH)	-8,428	-7,592	-6,630	-5,250
Úprava VH v pasívach – kumulovane	-8,428	-16,020	-22,650	-27,900

Leasingový záväzok na konci roka sa pripočíta k cudzím úročeným pasívam v rozvahe. Na strane aktív musia byť tiež prevedené úpravy, a to zachytenie leasovaného vozového parku v tržnej hodnote automobilov. Táto hodnota bude ďalej znižovaná o odpisy, ktoré odpovedajú bežným odpisovým zvyklostiam v podniku a predpokladanému využívaniu aktív. Budeme predpokladať rovnomerné odpisy na 4 roky. Tými sa bude znižovať hodnota majetku v aktívach. Úpravu výsledovky bude predstavovať pridanie dvoch druhov nákladov, a to odpisov nového vozového parku a úrokov z leasingového majetku, ktoré predstavuje cenu za leasing. V pasívach rozvahy budú zanesené nové náklady kumulovane na rovnakom princípe, ako sa kumuluje nerozdelený výsledok hospodárenia minulých rokov.¹³⁸

¹³⁸ Vid'. Mařík/Maříková, 2005.

Úprava rozvahy (NOA)

V rámci rozvahy podnikneme nasledujúce úpravy:

- Od obežných aktív odpočítame neúročené krátkodobé záväzky a dostaneme sa tak k upravenému pracovnému kapitálu.
- Odpočítame aktíva, ktoré neslúžia k hlavnej prevádzke podniku.
- Pridáme aktivované náklady s povahou dlhodobých investícií (marketingové náklady)
- Pridanie prenájatých aktív a súčasne úprava na strane pasív leasingového záväzku

NOA (tis. Kč, k 31. 12.) Rozvaha upravená o položky účtovo nevykazované

AKTIVA(T CZK)	2007	2008	2009	2010
Dlh.maj. Účetný	89,091	99,504	94,065	91,565
Aktivovaný marketing	3,040	5,260	1,870	0
Leasing – autá	15,750	10,500	5,250	0
Pracovný kapitál	27,594	35,019	46,742	77,549
<i>Z toho peniaze:</i>	<i>18,237</i>	<i>15,956</i>	<i>19,325</i>	<i>47,616</i>
Celkom	135,475	150,283	147,926	169,114

PASÍVA (T CZK)	2007	2008	2009	2010
Vlastný kapitál účetný	69,025	88,502	101,432	130,540
Rezervy	1,200	1,460	1,580	780
Ekvivalenty VK	3,040	5,260	1,870	0
HV z leasingu kumulovaný	-8,428	-16,020	-22,650	-27,900
Leasingový záväzok	15,478	9,120	0	0
Úročený cudzí kapitál z účtnej rozvahy	55,160	61,961	65,694	65,694
Celkom	135,475	150,283	147,926	169,114

- Po prevedení úprav spojených so zachytením leasingu v rozvahe je potrebné ešte znížiť výšku peňažných prostriedkov spojených s platbami za leasing
- Úpravy na strane aktív musia mať analogický dopad aj na strane pasív¹³⁹:
 - Aktivovaný nehmotný majetok (marketingové výdaje) vyvolá na strane pasív zvýšenie vlastného kapitálu v podobe ekvivalentov vlastného kapitálu.
 - V prípade leasingu dochádza k premietnutiu do cudzích pasív v podobe leasingového záväzku. Bude považovaný za úročený cudzí kapitál. Leasing samozrejme vyvoláva aj potrebu prevedenia úprav vo výsledku hospodárenia, a to vo forme odpisov a úrokov. Tieto náklady zanesieme do vlastného kapitálu v kumulovanej forme.
- Po hore uvedených úpravách aktivovaných marketingových nákladov, leasingu firemných automobilov a upraveného pracovného kapitálu je nutné skontrolovať zachovanie bilančnej rovnosti
- V koncepte EVA je v rámci úprav pôvodných účtových výkazov nutné zaistiť tiež vylúčenie prevádzkovo nepotrebných aktív.

Výpočet kapitálu investovaného do prevádzkovo nenutného majetku (neoperačné aktíva)

	2007	2008	2009	2010
Prevádzkovo potrebná výška peňažných prostriedkov	17,653	21,291	23,290	24,637
Nadbytočná výška peňažných prostriedkov	585	-5,335	-3,965	22,980
Ostatný majetok, ktorý nie je nutný k prevádzke	10,360	11,000	14,000	11,600
Prevádzkovo nepotrebný majetok celkom	10,945	5,665	10,035	34,580

¹³⁹ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 71-128.

Čisté neoperačné aktíva

	2007	2008	2009	2010
NOA (čisté operačné aktíva)	124,530	144,618	137,891	134,534

- Určenie úrovne prevádzkovo nepotrebných aktív predstavovalo pre vedenie spoločnosti značný problém. Po dlhej úvahe management určil prevádzkovo potrebnú likviditu na úrovni približne 40 % krátkodobých záväzkov. K potrebným peňažným prostriedkom je nutné pripočítať výšku výdavkov potrebných na leasingové platby. Nadbytočnú výšku získame ako rozdiel medzi skutočnou výškou peňažných prostriedkov (po odčítaní výdavkov na leasing) a prevádzkovo potrebnou výškou peňažných prostriedkov (0,4 x krátkodobé záväzky z rozvahy).
- Ako súčasť prevádzkovo nepotrebného majetku ďalej management koncernu identifikoval dlhodobý finančný majetok a krátkodobé cenné papiere držané za účelom špekulácie.

Úprava výsledku hospodárenia na NOPAT

Pri úprave výsledku hospodárenia na NOPAT budeme vychádzať z prevádzkového výsledku hospodárenia. Úpravy sa budú týkať prvej a druhej fázy (2011), keďže rok 2010 obsahuje položky, ktoré pre 2. fázu už nebudeme predpokladať.

	2008	2009	2010	2011 2.fáza
Prevádzkový výsledok hospodárenia z výsledovky	35,012	31,004	52,332	52,332
Marketing - výdaje vrátiť	5,610	0	0	0
Marketing - odpisy započítať	-3,390	-3,390	-1,870	0
Odpisy z leasingu	-5,250	-5,250	-5,250	0
Eliminácia zmeny nákl. rezerv (pripočítame náklad späť)	260	120	-800	0
NOPBT (čistý operačný zisk pred daňami)	32,242	22,484	44,412	52,332
Daň 21%	7,353	6,511	10,990	10,990
NOPAT (čistý operačný zisk po daniach)	24,890	15,973	33,423	41,343

Výsledky hospodárenia v roku 2011 budú rovnaké ako v roku 2010, ale už sa v nich neprejavia dopady aktivovaných marketingových výdajov a leasingové náklady/výdaje. Marketingové výdaje upravíme už horeuvedeným spôsobom; pripočítame pôvodný náklad späť a odrátame ročný odpis. Podrobná úprava leasingu už bola spomenutá; celkové náklady na leasing sú tvorené odpisom prenajatého aktíva a úrokom z leasingového záväzku. Vychádzame z prevádzkového zisku a výsledkom bude NOPAT (opäť prevádzková úroveň zisku), a preto sa odpočet bude týkať výlučne iba odpisov. Úroky predstavujú finančný náklad, a preto ich na prevádzkovej úrovni nebudeme zohľadňovať. Následne pristúpime k úprave, resp. eliminácii zmeny nákladových rezerv (účtová nákladová položka). Nákladové rezervy nepovažujeme za reálny záväzok, a preto sme sa ich rozhodli ponechať ako súčasť oceňovaného vlastného kapitálu. Predpokladáme, že skutočné splatné dane podniku sú na úrovni 21 % účtového prevádzkového zisku, a teda predpokladáme, že všetky prevádzkové výnosy a náklady sú daňovo účinné. Pre ďalšie výpočty použijeme tieto skutočné dane.¹⁴⁰

Priemerné vážené náklady kapitálu

Poslednou potrebnou položkou výpočtu sú priemerné vážené náklady kapitálu. Pri výpočte nákladov cudzieho kapitálu postupujeme následovne; identifikujeme položky cudzieho kapitálu (v našom prípade dlhopisy a úvery od bánk) a priradíme im zodpovedajúce úrokové miery zo zadania. Na tomto mieste je potrebné vysloviť predpoklad, že ich tržná hodnota sa nelíši od ich účtovej hodnoty. Navyše ako nový zdroj cudzieho kapitálu musíme uviesť leasingový záväzok, ktorý sme vyčíslili v upravenej rozvahe (pri výpočte NOA). Leasingové percento vo výške 15,1 % predstavuje náklad na tento druh záväzku. Opäť predpokladáme stabilnú výšku daňového percenta, a to hore uvedených 21 %. Následne môžeme určiť vážený priemer nákladov cudzieho kapitálu. Pri určení nákladov vlastného kapitálu vychádzame z odhadu managementu podniku, ktorý tieto náklady odhadol v konštantnej výške 16 % a upustíme od ich prepočtu podľa zmeny zadĺženia v každom roku.

¹⁴⁰ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 71-128.

Pre odhad tržnej hodnoty vlastného kapitálu pre účely stanovenia kapitálovej štruktúry použijeme tržnú kapitalizáciu.

	2007	2008	2009	2010
VLASTNÝ KAPITÁL (T CZK)				
Očakávaná cena 1 akcie na kapitálovom trhu (Kč)	1,500	1,550	1,600	1,700
Počet akcií (tis. ks)	100	100	100	100
Tržná hodnota vlast. Kapitálu (k počiatku roku)	150,000	155,000	160,000	170,000
Náklady vlastného kapitálu	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
CUDZÍ KAPITÁL (T CZK)				
Dlhopisy (k počiatku roku)	12,000	12,000	12,000	12,000
Bankovné úvery (k počiatku roku)	43,160	49,961	53,694	53,694
Závazky z leasingu (k počiatku roku)	15,478	9,120	0	0
Cudzí kapitál celkom (k počiatku roku)	70,637	71,080	65,694	65,694
Podiel zložiek cudzieho kapitál - dlhopisy	17.0%	16.9%	18.3%	18.3%
- bankovné úvery	61.1%	70.3%	81.7%	81.7%
- leasing	21.9%	12.8%	0.0%	0.0%
Nominálna výška úrokov dlhopisy	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
- bankovné úvery	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
- leasing	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
Úroky po dani dlhopisy	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
- bankovné úvery	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
- leasing	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Priemerné náklady cudzieho kapitálu po dani	11.4%	11.3%	11.2%	11.2%
ŠTRUKTÚRA KAPITÁLU (T CZK)				
Tržná hodnota kapitálu celkom	220,637	226,080	225,694	235,694
Podiel cudzieho kapitálu	32.0%	31.4%	29.1%	27.9%
Podiel vlastného kapitálu	68.0%	68.6%	70.9%	72.1%
WACC				
WACC	14.52%	14.53%	14.61%	14.67%

Výpočet EVA a ocenenie metódou EVA k 1.1.2008

1. Výpočet ročnej EVA ako nástroja hodnotenia podniku

Ročná ekonomická pridaná hodnota (entity)

	1. fáza			2. fáza
	2008	2009	2010	2011
NOPAT _t	24,890	15,973	33,423	41,343
Náklady investovaného kapitálu (WACC _t *NOA _{t-1})	18,076	21,010	20,152	19,740
EVA (T CZK)	6,813	-5,037	13,271	21,603

Podnik vytvára novú hodnotu vo všetkých rokoch okrem roku 2009, kedy vzrástli obežné aktíva (zásoby, krátkodobé pohľadávky a krátkodobý finančný majetok) a súčasne bol vytvorený nižší provozný výsledok hospodárenia. Tento rok ale predstavuje podľa vedenia podniku výnimočný rok, ktorý by sa nemal podľa všetkého v budúcnosti opakovať. V ostatných rokoch podnik vytvára dostatočný zisk na pokrytie požiadavok investorov a jeho hodnota rastie.

2. Ocenenie podniku podľa metódy EVA

	1. fáza			2. fáza
	2005	2006	2007	2008
EVA	6,813	-5,037	13,271	21,603
WACC	14.52%	14.53%	14.61%	14.67%
Odúročiteľ (<i>pre každý rok platí iná disk. Miera</i>)	0.8732	0.7625	0.6653	
Súčasná hodnota ročných EVA	5,950	-3,841	8,829	
Pokračujúca hodnota	147,228			
Súčasná hodnota pokračujúcej hodnoty	97,944			
Súčasná hodnota 1 fázy	10,938			
MVA	108,881			
NOA k dátumu ocenenia	124,530			
Výnosová hodnota brutto	233,411			
Úročený cudzí kapitál celkom k dátumu ocenenia	70,637			
Výnosová hodnota netto	162,774			
Neoperačný majetok k dátumu ocenenia	10,945			
Výsledná výnosová hodnota vlastného kapitálu	173,719			

V prvom kroku diskontujeme EVA za prvú fázu (roky 2008, 2009, 2010). V každom roku je ale treba použiť iný diskontný faktor (WACC).

Zhrnutie výpočtu pomocou metódy EVA

Metóda EVA nám poskytla informácia o hodnote hlavnej prevádzky podniku ako celku 233.411 mil. CZK (výnosová hodnota brutto). Naviac poskytla informáciu, aká časť z tejto hodnoty bola v podniku viazaná vo forme aktív (124.530 mil. CZK) a aká časť bude vytvorená v budúcnosti (108.881 mil. CZK). Hodnota, ktorá bude vytvorená v budúcnosti, je menej istá ako hodnota NOA k dátumu ocenenia (1.1.2008), ale súčasne dáva na vedomie investorom, že podnik je schopný v dostatočnej miere pokryť ich rizika a vyplatí sa pokračovať v prevádzkovaní jeho činnosti. Metóda EVA poskytuje (narozdiel od metódy DCF) významnú informáciu o tom, či podnik tvorí alebo ničí hodnotu. Pri výpočte ocenenia podniku pomocou EVA sme narazili na tri komplikácie¹⁴¹:

1. Prvú komplikáciu predstavujú nákladové rezervy a ich následná eliminácia z NOPATu v prípade, že majú povahu vlastného kapitálu . Nemali by ovplyvňovať výšku vyprodukovaného prevádzkového zisku pretože ich tvorba a čerpanie predstavuje iba presun medzi dvoma položkami vlastného kapitálu. Vo výpočte peňažného toku sa zmena rezerv objaví ako korekcia nákladu, ktorý nie je výdajom. Úpravy o nákladové rezervy sa musia týkať iba prevádzkových rezerv.
2. Ďalším zdrojom komplikácií sú kalkulované dane. Pri výpočte daní bol prijatý predpoklad, že skutočné dane by podnik platil z prevádzkového zisku, čiže daňová sadzba krát účtový prevádzkový zisk.
3. Posledným zdrojom komplikácií je prevádzkanie úprav účtníckych dát na dáta ekonomické (marketing, leasing). Tieto úpravy sú často práčne a nemajú vplyv na výsledne

¹⁴¹ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 71-140.

ocenenie podniku. Ich vplyv sa ale ukáže pri ročných hodnotách EVA; kde dôjde k zmene pomeru medzi NOA a MVA. Z toho je zrejmé, že úpravy nie je nutné prevádzať, pokiaľ je cieľom výpočet celkovej hodnoty podniku. Na druhej strane je nevyhnutné ich podniknúť, pokiaľ je cieľom zistiť schopnosť podniku tvoriť hodnotu. Podobná úvaha platí aj pri úpravách leasingu.

6 Záver

Ekonomická pridaná hodnota je označením ukazovateľa tvorby podnikovej hodnoty vyvinutého Sternom a Stewartom a predstavuje druh "nadzisku", ktorý zostáva podniku po odpočte investovaného kapitálu. Pomocou korektúr, ktoré nasledujú pri meraní relevantných veličín, sú odstránené z veľkej časti deformácie vznikajúce pri používaní účtovníckych veličín.

Ako veličina finančne hospodárskeho riadenia podniku je EVA mimoriadne zaujímavá, pretože pomocou jedného ukazovateľa sú prepojené záujmy vlastníkov, managementu a záujmových skupín podniku. EVA objasňuje objektívnym spôsobom, či bola hodnota podniku vytvorená alebo zničená. Pri porovnávaní EVA s ďalšími konvenčnými ukazovateľmi sa ukazujú výhody EVA konceptu.

EVA v porovnaní s metódou DCF poskytuje informáciu o tom, či je podnik prosperujúci-kladná MVA. EVA metóda sa ukazuje ako vhodná aj pre ocenenie jednotlivých podnikových divízií, kedy je náročne určiť a priradiť konkrétne úvery jednotlivým divíziám.

EVA sa osvedčila aj popri tradičných ukazovateľoch rentability najmä preto, že umožnila navzájom porovnávať kapitálovo náročné podniky s podnikmi závislými na ľudskej práci. EVA berie do úvahy náklady investovaného kapitálu (vlastného kapitálu a dlhu). Komponenty EVA sú okrem toho plánovateľné a ovplyvniteľné a nepodliehajú výkyvom v oceneniach akcií, ktoré spočívajú v veľkom množstve externých faktorov.

Ekonomická pridaná hodnota nie je jediným ukazovateľom, ktorý je ponúkaný poradenskými firmami. Spomedzi horeuvedených ukazovateľov sa najmenej od EVA odlišuje koncept Ekonomického zisku (Economic profit). V porovnaní s ostatnými výkonnostne orientovanými ukazovateľmi je hlavnou nevýhodou EVA zložitá kalkulácia jej zložiek, a to predovšetkým Net Operating Profit After Tax (čistý operačný zisk po zdanení) a priemerných nákladov kapitálu. V niektorých prípadoch počet úprav môže presahovať počet 150.

V praktickej časti sme sa presvedčili ako metóda EVA poskytuje informácie nielen o hodnote hlavnej prevádzky podniku ako celku (233.411 mil. CZK výnosová hodnota brutto), ale navyše nám poskytla informáciu, aká časť z tejto hodnoty bola v podniku viazaná vo forme aktív (124.530 mil. CZK) a aká časť bude vytvorená v budúcnosti (108.881 mil. CZK). Pri úpravách účtových výkazov sme narazili na tri komplikácie týkajúce sa nákladových rezerv a ich následnej eliminácie z NOPATu, kalkulovaných daní a prevádzania úprav účtovníckych dát na dáta ekonomické (marketing, leasing). Úpravy účtovníckych dát na dáta ekonomické nie je nutné prevádzať pokiaľ je cieľom výpočet celkovej hodnoty podniku. Na druhej strane je nevyhnutné ich podniknúť pokiaľ je cieľom zistiť schopnosť podniku tvoriť hodnotu.

S čoraz väčším potom akcionárov v podnikoch a s tým spojenou problematikou teórie agenta bude mať EVA čoraz väčší význam aj v európskych podnikoch. Implementácia ukazovateľa podnikovej tvorby hodnoty sa stáva samozrejmosťou vo väčšine podnikov, a to nezávisle na tom či sa tento ukazovateľ volá EVA, alebo je označený pod iným názvom.

7 Príloha: EVA ako nástroj motivovania zamestnancov

7.1 Teória agenta

V protiklade ku kapitálovo-tržnej orientácií investičnej teórie a teórie financovania, ktorá je založená na predpoklade dokonalého trhu (každá platba môže byť obchodovaná v ľubovoľnej výške, čase a s voliteľným rizikom, pričom pozícia predajcu a kupujúceho je rovnaká), na ktorom všetci účastníci jednajú racionálne a nemajú žiadne preferencie, vychádza neoinštitucionálna investičná a finančná teória z toho, že neexistujú žiadne dokonalé trhy a súčasne vládne informačná asymetria medzi účastníkmi trhu.

Teória agenta ako základný kameň neoinštitucionálneho smeru sa venuje problému asymetrického rozdelenia informácií, koncentruje sa predovšetkým na problém morálneho hazardu.¹⁴² Najväčšia pozornosť je venovaná otázke, ako môže byť cez inštitucionálne vytvorené kontrolné a motivačné mechanizmy ovplyvnené správanie partnera transakcie s informačným náskokom (čiže manažera v úlohe „agenta“ vlastníka kapitálu) tak, že budú zohľadnené aj záujmy horšie informovaného zmluvného partnera, ktorému je pripísaná úloha principála („zamestnávateľa“ manažera).

Jednou z možností, ako tento problém vyriešiť, je zapojiť agentov prostredníctvom rôznych systémov odmien do zvyšovania vopred stanovených veličín a tým dosiahnuť žiadaný výsledok.¹⁴³

Cieľom tejto kapitoly je predstaviť možnosti, ktoré ponúka na EVA založený systém odmien, aby boli rozdielne záujmy na strane managerov, zamestnancov a vlastníkov prekonané. EVA podporuje managerov v tom, aby sa chovali viac v záujme akcionárov tým, že budú zlepšovať investície, finančné a operatívne rozhodnutia. Navyše manageri, odmeňovaní na základe EVA, iniciatívne podnikajú kroky, aby ju vylepšili. Stewart (1994)

¹⁴² Morálny hazard vystupuje vo finančnom vzťahu medzi poskytovateľa a príjemcu kapitálu. Ak má poskytovateľ kapitálu nevýhodu v nižšej informovanosti, tak príjemca kapitálu pre seba sám uskutočňuje výhodné rozhodnutia, ktoré ale narušujú kvalitu prisľúbených príjmov poskytovateľovi kapitálu.

¹⁴³ Vid'. Schmidt/Terberger, 1997, 386-399; vid'. Jensen, 1986, 323.

argumentuje, že na EVA založené kompenzačné plány sú nadradené tradičným, na účtovníctve založeným kompenzačným plánom, pretože poskytujú lepšie prepojenie medzi záujmami managerov a akcionárov (EVA Roundtable, 1994).¹⁴⁴

7.2 Motivačné systémy na báze EVA

Na EVA založený systém odmien by mal dosiahnuť, aby ciele managementu boli prepojené so záujmami vlastníkov. Malo by byť zabránené tomu, aby vďaka nevhodným systémom odmien dochádzalo k obohacovaniu managerov, hoci by vlastníci dostávali neadekvátne výnosy. Odmeny managerov by mali byť závislé na tom, či bola dosiahnutá priemerná výkonnosť. Stern opisuje rozhodujúcu výhodu, ktorú ponúka EVA nasledujúcimi slovami:

*“Ako nástroj motivácie je Economic Value Added spravodlivý, pretože bonusy sú managerom vyplácané iba v tom prípade, ak akcionári získali adekvátnu kompenzáciu.”*¹⁴⁵

Stern, Stewart a Chew (1998) kritizovali, že v praxi sa príliš veľa dôrazu kladie na slovo „kompenzácia“ namiesto „motivácia“ v zmysle výkonnostnej prémie. Cieľom je, aby vedenie podniku rozmýšľalo podobne ako vlastníci podniku.

Podobne sa vyjadruje aj autor Al Ehrbar, ktorý tvrdí:

*„Skutočné čaro EVA spočíva v zmene správania sa v celej organizácii and závisí podstatne na využití EVA ako nástroja motivácie.”*¹⁴⁶

Je dôležité nájsť také meradlo k vymeraniu odmeny, ktoré by bolo ovplyvniteľné konaním zamestnancov. Ak totiž zamestnanci nemôžu ovplyvniť veličiny, ktorých sa systém odmien

¹⁴⁴ Vid'. El Mir/Seboui, 2006, 243.

¹⁴⁵ Stern, 1993, 31.

¹⁴⁶ Shapiro, 2007, 78.

priamo dotýka, ako je to v prípade akciových kurzov, tak to môže motiváciu zamestnancov negatívne ovplyvniť a následne viesť k ich frustráciám.¹⁴⁷

Použitie EVA môže byť rozšírené na všetky zamestnanecké úrovne organizácie. Zamestnancom sú poskytnuté údaje, ktoré odhalia marže špecifických produktových línií alebo zákazníkov. Zamestnanci sú následne motivovaní nielen celkovým objemom predaja ale používajú aj prístup ekonomickej hodnoty. Dôležité je, aby zamestnanci mali k dispozícií adekvátne nástroje, ktoré umožnia úspešné presadenie EVA prístupu v praxi.¹⁴⁸

7.2.1 Charakteristika systému odmien založeného na EVA

Objektívna cieľová hladina

Systém vytvorenia bonusovo-relevantných rozpočtov je veľmi časovo náročný a subjektívny, pretože často dochádza k situáciám, že cieľové dáta sú veľmi nízko určené, aby ich bolo možné čo najľahšie dosiahnuť. Naproti tomu ale systém bonusov založený na EVA ponúka smerom hore aj dole neobmedzené možnosti bonusov, vzdanie sa zdĺhavých procesov tvorby rozpočtov, určenie výkonnostných cieľov cez vzorce a lepšie využitie výkonnostného potenciálu managerov.¹⁴⁹

7.2.1.1 Dlhodobosť bonusového systému

Pri koncipovaní bonusových systémov je často kritizované, že vedú managerov ku krátkodobému mysleniu a dlhodobé ciele nechávajú bez povšimnutia. Naproti tomu systém založený na EVA môže byť veľmi jednoducho vytvorený ako dlhodobý vo forme tzv. bonusovej „banky“. Princíp tohto systému spočíva v tom, že príslušné pozitívne a negatívne bonusy nie sú okamžite vyplatené, ale smerujú do bonusovej banky. Každý

¹⁴⁷ Vid'. Stern, 1993, 31-32; vid'. Stern/Stewart/Chew, 1998, 485-486.

¹⁴⁸ Abdeen/Haight, 2002, 222-226.

¹⁴⁹ Vid'. Ehrbar, 1999, 125; Hostettler, 1998, 303; vid'. Stewart, 1999, 242-243.

zamestnanec má svoj bonusový účet, na ktorý sa prevádza bonus.¹⁵⁰ Ročne je potom vyplatené určité percento naakumulovaných bonusov. Ak je bonusový systém vytvorený ako dlhodobý, tým nižšie je zvolená ročná sadzba k výplate. Ak bude v jednom roku dosiahnutý negatívny výkon a tým pádom putuje do banky negatívny bonus, aj napriek tomu môže dôjsť k výplate z banky. V prípade, že v priebehu viacerých rokov dochádzalo k negatívnym bonusom, môže manager rátať s výplatou bonusov až vtedy, keď budú negatívne príspevky predošlých rokov splatené. Týmto systémom dochádza k vyhladeniu výsledkov viacerých rokov.

Popísaný systém bonusov môže byť nastavený tak, aby zabezpečil, že časté striedanie pracovného miesta bude menej atraktívne, keďže pri opustení podniku disponibilný obnos bonusov nebude vyplatený z bonusovej banky, ale bude v banke ponechaný pre budúceho pracovníka.¹⁵¹

7.2.1.2 Kontinuita

Motivačné systémy by mali vykazovať predovšetkým kontinuitu. Tým sa myslí, že pri vysokých prémiech by mal byť pre management na základe dobrých výsledkov nastavený systém tak, aby boli prémie v budúcnosti redukované. Vysoké prémie by nemali byť vnímané ako chyba systému, pretože z pozitívnej EVA profitujú aj akcionári.¹⁵²

7.2.1.3 Štedré odmeny za dobré výsledky

Aby boli všetci zamestnanci odpovedajúco motivovaní, musia byť za dobré výsledky poskytnuté štedré prémie, avšak nie len v pozitívnom zmysle. Ako sa vyjadril Stern (1993):

¹⁵⁰ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 91-92.

¹⁵¹ Vid'. Hostettler, 1998, 307-310; vid'. Shiley, 1997, 109.

¹⁵² Vid'. Hengstberger, 1998, 59.

„ Nemali by existovať žiadne limity bonusových výplat, a to nielen smerom nahor, ale aj nadol.“¹⁵³

Neexistencia hornej hranice výkonnostne závislého odmeňovania je obhajovaná predovšetkým tým, že maximalizácia EVA-bonusov predstavuje tzv. „win-win“ situáciu a cez nelimitovaný ziskový potenciál motivuje k top výkonom. Oponenti ale upozorňujú, že prílišné preceňovanie výkonnostných cieľov vedie k situácií, kedy ostatné podnikové ciele ako dobrá pracovná atmosféra a sociálna zodpovednosť sú zanedbávané.

Hostettler (1998) navrhuje zaviesť hornú hranicu pre vyplácané bonusy- limitovaný stratový potenciál, ktorého maximálna výška by mala predstavovať rozdiel medzi priemerným platom a existenciu zabezpečujúcim základným platom.¹⁵⁴

7.2.1.4 Zmeny EVA verzus absolútne čiastky

Stern (1998) navrhuje vyplácať bonusy za ročné zmeny EVA, čo by malo viesť k prekonaniu rozdielných záujmov medzi vlastníkmi a manažermi. Manažeri, ktorí zlepšia silne negatívnu EVA do pozorovateľne menej negatívnej EVA, budú odmenení. Manažeri, ktorí síce dosiahli výrazne pozitívnu EVA, ale medzироčne nedosiahli žiadne zlepšenie EVA, nedostanú prémie.¹⁵⁵ Problém predstavuje situácia, kedy za síce zlepšenie, ale stále negatívnu EVA, budú manažerom vyplatené prémie, aj keď hodnota pre vlastníkov bude naďalej ničená.¹⁵⁶

Stern ďalej uvádza, že zmeny EVA korelujú so zmenami akciových kurzov.¹⁵⁷ To opäť znamená, že manažeri sú platení za to, či vytvoria Shareholder Value, čo vlastne znamená stanovenie cieľov pre motivačný systém založený na EVA báze.

¹⁵³ Stern, 1993, 37.

¹⁵⁴ Vid'. Ehrbar, 1999, 34; vid' Hostettler, 1998, 304-306; vid'. Stern, 1993, 37.

¹⁵⁵ Vid'. Stern/Stewart/Chew, 1998, 485.

¹⁵⁶ Vid'. Müller, 1998, 75.

¹⁵⁷ Stern a Stewart pozorovali v 5 rokov trvajúcim výskume vývoj EVA a MVA; koľko dodatočnej hodnoty bolo vytvorenej managementom a došli k záveru, že zmeny EVA korelovali najlepšie so zmenami akciových kurzov.

Motivačný systém založený na prírastkoch EVA sa hodí predovšetkým pre podniky, ktoré vykazujú zápornú EVA. Zavedené podniky s kladnou EVA môžu mať problém s jej navrhovaním, a preto by mali voliť systém založený na celkovej dosiahnutej výške EVA.¹⁵⁸

7.2.1.5 Jednoduchá hospodárnosť a komunikácia

Hostettler (1998) argumentuje, že ak chcú podniky rozvinúť plnú efektivitu, musia byť motivačné systémy jednoducho vybudované a musia byť všeobecne zrozumiteľné. Prednosťami systému odmiern založenom na EVA sú:

- Potrebné dáta sú z veľkej časti po ruke v bežnom finančnom výkazníctve
- Dáta bazirujú na „tradičnom“ pochopení účtovníctva
- Mechanizmus výpočtu je zrozumiteľný a transparentný

Z konceptu vyplývajúci úžitok prevyšuje náklady na tvorbu, zavedenie, aplikovanie a ďalšie rozvinutie.¹⁵⁹

7.3 Ostatné vzťahové veličiny pre hodnotenie podnikového výsledku

Systém odmeňovania pracovníkov môže byť naviazaný na vývoj určitých veličín:

- Akciové kurzy
- Veličiny z účtovníctva
- Strategické faktory úspechu
- Ekonomické hodnoty

¹⁵⁸ Vid'. Mařík/Maříková, 2005, 91.

¹⁵⁹ Vid'. Baumgartner, 1992, 28.

7.3.1 Akciové kurzy

Systém založený na akciovom kurze sa teší veľkej obľube predovšetkým v USA. K začiatku obdobia obdržia zamestnanci určitý počet akcií a potom sa obchodovaním s nimi snažia ovplyvniť zvýšenie akciových kurzov. Často je s tým spojený zákaz cenné papiere počas určitého obdobia nepredávať.

Systémy odmien založené na akciových kurzoch cielia na obojstranné zapojenie záujmov vlastníkov a zamestnancov, ale v porovnaní s EVA vykazujú nevýhody. Úroveň akciového kurzu reflektuje nielen úspech podniku, ale aj celú radu ďalších faktorov, ako napr. svetovú politickú situáciu, konjunkturálne kolísanie, ale aj zmeny úrokov a očakávaní. Zhodnotenie alebo podhodnotenie akciového kurzu v deň výplaty spôsobí alebo neprimerane vysoké, alebo príliš nízke odmeny. Korelácia medzi vývojom akciového kurzu a súčasným výkonom manažera bola preukázaná ako nedostatočná. Akciový kurz môže iba v prípade na burze kótovaných podnikov dobre slúžiť ako základňa pre odmeny.¹⁶⁰

Medzi EVA a tržnou cenou akcie danej spoločnosti existuje silná korelácia.¹⁶¹ Rast akcií firmy znamená tvorbu hodnoty a naopak pokles ceny akcie je vnímaný ako ničenie hodnoty firmy. Akciové trhy nie sú vždy efektívne, akciové kurzy majú tendenciu fluktuovať. Práve preto sa môže stať, že napriek tomu, že akcie firmy budú stúpať a top management bude odmenený, hodnota podniku bude ničená. Problémom použitia market value je, že nemôže byť disagregovaná a použitá na ohodnotenie manažerov individuálnych divízií firmy a ich relatívneho výkonu. Mnohé firmy, vedomé si tejto nevýhody, vidia potrebu sústrediť sa predovšetkým na tvorbu hodnoty a nie na vývoj akcií podniku.

7.3.2 Veličiny v účtovníctve

Veličiny v účtovníctve, ako napríklad obrat, zisk, veličiny rentability sa tešia veľkej obľube v úlohe bázy pre prerozdeľovanie, pretože majú priamy vzťah k finančným cieľom

¹⁶⁰ Vid'. Baumgartner, 1992, 143-145, 155-156.

¹⁶¹ Brabazon/Sweeney, 1998, 14.

podniku, často sú automaticky k dispozícii (keďže sú potrebné aj nezávisle od systému odmeňovania), sú ľahko aplikovateľné aj jednoducho zrozumiteľné. Nedostatkom je, že ak meriame úspech na základe kvantitatívnych veličín, kvalitatívne veličiny často strácajú na význame. Napríklad pri jednostrannej orientácii na zisk sú dôležité strategické ciele zanedbávané. Strategické rozhodnutia môžu okrem toho veličiny účtovníctva krátkodobo negatívne ovplyvniť, keďže výsledky strategických rozhodnutí sa prejavajú až v dlhom období. Ďalší kritický bod predstavuje možnosť manipulácie s účtovníckymi veličinami. Stewart pri výpočte EVA síce používa veličiny z účtovníctva, ale snaží sa odstrániť ich skreslenia.

Veličiny účtovníctva vytvárajú priamy vzťah medzi výsledkom a odmenou. Hlavný nedostatok v porovnaní s EVA spočíva v tom, že samotná maximalizácia účtovníckych veličín ešte nemusí znamenať prínos k tvorbe hodnoty.

7.3.3 Ekonomická hodnota

EVA ako báza pre vytvorenie motivačných systémov a systémov odmien býva niektorými ekonómami kritizovaná, lebo výpočet ekonomickej hodnoty je čiastočne spojený aj s nepresnosťami. Napríklad odhad budúcich platieb alebo vysvetlenie kapitálových nákladov nemôže byť vždy presne prevedený. Na tomto mieste vzniká otázka, či použité veličiny úspechu dokážu ekonomickú hodnotu zakaždým tiež správne reprodukovať.

V predošlých kapitolách spomenuté vlastnosti a prednosti, ktoré so sebou EVA prináša, ju robia napriek uvedeným nedostatkom v porovnaní s ostatnými veličinami atraktívnou, takže sa prirodzene očakáva, že význam EVA bude stúpať aj v oblasti motivácie zamestnancov.¹⁶²

¹⁶² Vid'. Baumgartner, 1992, 159, 164-169, 180-191.

7.4 Príklady EVA-bonusových plánov

7.4.1 Bonusové plány založené na EVA

1. Príklad č.1

Typický priemyselný podnik, ktorý má vo vlastníctve starý aj nový dlhodobý majetok a kontinuálne rastie, vytvára v súčasnosti (ale aj v priemere) mierne negatívnu EVA. EVA plány by mali byť preto vytvorené tak, aby viedli k tomu, že bude dosiahnutá pozitívna EVA a zlepšené priebežné výsledky:

Možný systém odmien:

Absolútna EVA x (z)% + periodické zmeny EVA x 5 x (z)%

2. Príklad 2

Nedávno získaný podnik podniká v novom obore. Bežná rentabilita je veľmi dobrá, hoci iba nový dlhodobý majetok je k dispozícii.

Možný systém odmien:

Zmeny EVA x (z)% alebo (EVA-cieľová EVA) x (z)% + zmeny EVA x 5 x (z) %

7.4.2 Leveraged Stock Option (špekulatívna opcia na akciu)

S EVA bonusovým systémom by mala byť stimulovaná aj pozícia vlastníka. Ak chceme vytvoriť systém, v ktorom sa z managerov stanú prakticky vlastníci, dostaneme sa pred problém: Ako môžu manageri s obmedzenými finančnými zdrojmi dosiahnuť významné vlastnícke postavenie bez toho, aby sa nespravodlivo zaobchádzalo s ostatnými akcionármi?

„Jedným z prístupov, ktoré odporúčame na vyriešenie tohto problému, je podpora manangerov, aby sa stali vlastníkami vlastného kapitálu vo forme špeciálnej špekulatívnej opcie na akciu (special leveraged stock options -LSOs). Na rozdiel od obvyklej opcie sú tieto od počiatku " in-the-money" a nie " at-the-money"; sú skutočne kúpené a nie garantované a musí byť zabezpečený minimálny výnos pre akcionárov predtým, ako môže management realizovať akýkoľvek výnos“¹⁶³

Stern, Stewart a Chew (1998) navrhujú „EVA financial management system“, ktorý by pozostával z dvoch častí. Prvou časťou by bol systém motivačný, v ktorom by prémie pri vylepšení EVA putovali do bonusovej banky a druhá časť LSO plán, pri ktorom by manageri využívali peniaze EVA bonusovej banky výlučne k tomu, aby nakúpili LSO. S návrhom, aby LSO mohli byť nakúpené výlučne z prostriedkov EVA- bonusovej banky by malo byť dosiahnuté, aby iba tí manageri, ktorí vytvorili hodnotu v určitej podnikovej oblasti, sa mohli podieľať na úspechu celého podniku.

Predpokladáme podnik, ktorého akcie majú kurz 100 EUR. Realizačná cena (initial exercise price) LSO je stanovená s 10% zrážkou z akciového kurzu na úrovni 90 EUR. Z toho vyplýva hodnota opcie 10 EUR. Manageri musia zaplatiť 10 EUR za opciu. Rozdiel oproti obvyčajnej opcii je v tom, že realizačná cena ročne stúpa o úrokovú sadzbu, ktorá odpovedá kapitálovým nákladom (mínus riziková zrážka), v našom prípade predpokladaných 10 %. V tomto prípade bude mať realizačná cena po predpokladaných 5 rokoch hodnotu 144,9 EUR ($90 \text{ EUR} \cdot 1,1^5$). Management tým pádom zaplatí v súčasnosti 10 EUR za jednu opciu podnikovej akcie, ktorá má dnes hodnotu 100 EUR a za 5 rokov bude jej kúpna cena 144,9 EUR.

Iba v prípade, keď hodnota vlastného kapitálu rastie vyššou mierou ako hodnota „exercise price“, bude z toho management čerpať výhody. Ak hodnota exercise price rastie s výnosnosťou, ktorá odpovedá kapitálovým nákladom, potom budú LSO poskytovať

¹⁶³ Stern/Stewart/Chew, 1998, 486.

rovnakú prémie ako čistý EVA bonusový plán. Management bude následne odmenený v prípade, ak výnosnosť, ktorú vytvorí, bude ležať nad nákladmi kapitálu.

Výhoda LSO je v tom, že zvyšuje nielen riziko, ale aj odmeny a následne vedie k vyššej motivácii ako pri čistom EVA bonusovom systéme.¹⁶⁴

7.5 Problémy pri zavádzaní motivačných systémov

Pri vytvorení konkrétneho motivačného systému (a pri jeho implementácii) musíme brať do úvahy ohľad na kultúru regiónu, podniku a odvetvia ako aj určenie obchodnej stratégie a rizika a povahy zadaných úloh.¹⁶⁵ Bolo by chybou, ak by systém odmen, ktorý funguje dobre v jednej zemi, bol bezo zmeny aplikovaný v zemi druhej. Nároky na zamestnancov sú v jednotlivých zemiach a odvetviach príliš odlišné. Ďalšie typické problémy pri presadení systému sú:

- Príliš malé odhodlanie managerov
- Management príliš orientovaný na bezpečnosť
- Príliš rýchla implementácia EVA konceptu
- Podpriemerné manažerské schopnosti
- Rozmanitosť finančných veličín zachytených v motivačnom systéme

Kvalita zavedeného motivačného systému môže byť aj meraná. Kapitálový trh odmeňuje už pri oznámení zavádzania efekt z hodnotovo orientovaného motivačného systému. Rozličné firmy¹⁶⁶ zaviedli v nedávnej minulosti úspešne motivačné systémy. Tieto spoločnosti sú považované za „chrbtovú kosť“ americkej ekonomiky.

¹⁶⁴ Stern/Stewart/Chew, 1998, 486-487.

¹⁶⁵ Hostettler, 1998, 312.

¹⁶⁶ AT&T, Coca-Cola, Briggs&Stratton, Quaker Oats (vid'. Hostettler, 1998, 313); CSX, Metro AG, Siemens, Sirona, SPX-Corporation, Montana Power Company, New Zealand Airways corporation, United Postal Service (vid'. Al Ehrbar, 16-28, 160-167)

7.6 Podniky s úspešne zavedenou EVA

Rast hodnoty podniku je dôležitou témou v Európe. Jednou z firiem, ktorá medzi prvými zaviedla motivačný systém na báze EVA, je firma Siemens. Siemens pomenoval svoj projekt, v ktorom sa všetky odbory a podnikové oblasti zamerali na rast hodnoty „WIN“ projektom. Každý obor musí vytvoriť taký hospodársky výsledok, ktorý leží nad nákladmi vloženého kapitálu. Siemens označuje rozdiel medzi hospodárskym výsledkom a kapitálovými nákladmi ako príspevok k tvorbe podnikovej hodnoty. Pre Siemens boli rozhodujúce tri dôvody, ktoré viedli k iniciatíve zameranej na rast hodnoty (WIN) založenej na EVA princípoch:

- EVA je obsiahly riadiaci nástroj, ktorý pokrýva všetky požiadavky vrátane posúdenia výkonnosti až po investičné rozhodnutia a stimulačné systémy
- EVA ponúka objektívny (t.j. z trhu odvodený ukazovateľ) pre rast hodnoty oborov a podnikových oblastí
- Poskytuje dobré prepojenie s existujúcim účtovníctvom

S EVA v úlohe ukazovateľa sa podarilo vytvoriť spoločnú reč medzi zamestnancami a top managementom. Manageri rozličných oborov (ako napríklad u Siemens polovodiče a zásobovanie energiou) majú rovnaké vytýčené ciele, a to zvýšiť EVA. Nepotrebné diskusie typu: čo je možné a čo nie odpadávajú, pretože ciele EVA nemajú predstavovať výsledok zdĺhavých jednaní, ale sú odvodené z trhu. Jedná z príčin, prečo je EVA tak dobre prijatá na kapitálovom trhu spočíva v tom, že investori požadujú istotu, aby záujmy managementu a vlastníkov boli maximálne kongruentné. Táto požiadavka predstavuje najlepšiu bázu pre dlhotrvajúce zvyšovanie hodnoty.

Možnosť zosúladiť záujmy investorov a zamestnancov predstavuje aj pre podnik Sirona (niekdajšia dcérska spoločnosť podniku Siemens) rozhodujúci dôvod pre zavedenie EVA. Príklad Sirona¹⁶⁷ dokazuje, že aj podnik, ktorý nie je kótovaný na burze, môže byť s pomocou EVA úspešný. V prípade Sirona nie je iba výkon managerov na zvyšovaní

¹⁶⁷ vid'. Al Ehrbar, 24-28.

hodnoty meraný pomocou EVA, ale cieľom je zapojiť všetkých zamestnancov počínajúc vedením podniku a končiac najspodnejšími platovými skupinami v podniku do aktívneho zvyšovania hodnoty s pomocou všeobecného modelu merania úspechu podniku. V Sirone bola zvýšená súčasne aj variabilná časť celkového príjmu. Systém bol nastavený tak, že každý zamestnanec je primerane svojej úlohe zúčastnený na úspechu svojho „EVA-centra“.

Aj u spoločnosti Coca-Cola zastáva vedenie názor, že zavedenie EVA prinieslo podstatný prínos spoločnosti a zabezpečilo jej prvé miesto čo sa týka rastu hodnoty. Až do zavedenia EVA bola Coca-Cola síce číslom jedna v obore „soft“ nápojov, ale iba vyložene priemerný podnik, čo sa týka oblasti rastu hodnoty.

Pozoruhodné úspechy dosiahla aj firma Briggs & Stratton (výrobca motorov) od zavedenia EVA. Akcie firmy narástli od implementácie z vtedajších 10 EUR na viac ako 50 EUR. Tento nárast sa udial napriek tomu, že bol prevedený splitting akcií v pomere dva ku jedna. EVA systém odmien bol odvtedy postupne zavedený pre všetkých zamestnancov firmy Briggs & Stratton, hoci pôvodne bol určený len pre 100 zamestnancov na najvyšších úrovniach spoločnosti. Je samozrejme diskutabilné prisudzovať nárast hodnoty akcie firmy výlučne zavedeniu EVA, keďže s implementáciou boli spojené aj ďalšie efektívne opatrenia, ktoré vzájomne prispeli k pozitívnemu vývoju ceny akcie.

Adler zašiel pri zavedení motivačného systému EVA dokonca tak ďaleko, že EVA nebola vypočítaná iba pre každý trh, ale aj pre každú produktovú skupinu, a tým pre každého nákupcu. Variabilné odmeňovanie účastníkov trhu a nákupcov je založené popri ich osobných cieľoch aj na ich osobnom EVA výkone a na EVA výsledku celkovej Adler skupiny.¹⁶⁸

Spoločnosť Metro AG založila veľkú časť svojho krátkodobého variabilného systému odmeňovania zamestnancov na dosiahnutí definovaných EVA cieľov. V protiklade k Siemens nezaviedlo Metro EVA systém odmeňovania vo všetkých oblastiach, ale

¹⁶⁸ Vid'. Ehrbar, 1999, 15-23.

v pilotných častiach podniku bol EVA systém zavedený bez výnimky na všetkých úrovniach. Metro oceňuje ako najväčšiu výhodu aplikácie tejto metódy predovšetkým dobrú sledovateľnosť EVA systému odmiern a možnosť s pomocou jedinej veličiny uskutočniť rozličné druhy rozhodnutí rýchlo a ekonomicky. Keďže obchod závisí z veľkej časti od denných a kontinuálnych zlepšení¹⁶⁹, je EVA pre Metro vhodným nástrojom merania a motivácie.

Z hore uvedených príkladov z praxe vyplýva, že hlavnými prínosmi EVA je, že management po ich zavedení venuje väčšiu pozornosť managementu aktív, alokácii zdrojov, kapitálovej štruktúre a operatívne pákovému efektu. Aplikácia EVA v oblasti oceňovania podniku priniesla so sebou nový prístup, ako by mal management uvažovať. V niektorých podnikoch top manageri začali tvorbu hodnoty vnímať ako svoju misiu.¹⁷⁰

¹⁶⁹ Rozhodnutia týkajúce sa lokality a konceptu sú aj u obchodných podnikoch dlhodobými rozhodnutiami

¹⁷⁰ Abdeen/Haight, 2002, 220.

8 Použité tabuľky a grafy

Tabuľka č. 1: finančne orientované vysvetlenie Economic Book Value celkového kapitálu

Tabuľka č. 2: splatený vlastný kapitál (z bilancie)

Tabuľka č.3: Investične orientované vysvetlenie EBV celkového kapitálu

Tabuľka č.4: Economic Book Value investičného majetku

Tabuľka č.5: Economic Book Value čistého obežného majetku

Tabuľka č.6: Finančne orientovaný výpočet NOPATu

Tabuľka č.7: Investične orientovaný výpočet NOPAT

Tabuľka č.8: Výpočet Cash Operating Taxes (COT-dane z operatívnej činnosti)

Tabuľka č.9: tržná hodnota vlastného kapitálu

Tabuľka č.10: Ukazovatele zhodnotenia výkonnosti

Tabuľka č.11: EVA spoločnosti A

Tabuľka č.12: EVA spoločnosti B

Tabuľka č.13: Štandardizovaná EVA spoločnosti A

Tabuľka č.14: Štandardizovaná EVA spoločnosti B

Graf č.1: Podnik s pozitívnou EVA

Graf č.2: Podnik s negatívnou EVA

Graf č.3: Zložky podnikového výstupu

9 Literatúra

Knihy:

Baumgartner, H., Anforderungen an die Gestaltung eines mehrdimensionalen strategischen Anreiz- und Belohnungssystems für Führungskräfte, dizertačná práca, St. Gallen 1999.

Bertl, R./Kofler, H./Mandl D., Praxis der neuen Rechnungslegung, 4. vydanie, Viedeň 1997.

Copeland, T./Koller, T./Murrin, J., Unternehmenswert, 2. vydanie, Frankfurt 1998.

Ehrbar, A., EVA: Der Schlüssel zur wertsteigernden Unternehmensführung, Wiesbaden 1999.

Hengstberger, G., Die Wertbetragsermittlung einzelner Value Center anhand des EVA (Economic Value Added) im Rahmen des Shareholder Value-Konzepts als Maß für die Leistungsbeurteilung der Unternehmensführung, diplomová práca, Viedeň 1998.

Hostettler, S., Economic Value Added (EVA): Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, 3. vydanie, St. Gallen 1998.

Lewis, D. G., Steigerung des Unternehmenswertes, Landsberg/Lech 1994.

Mandl, G./Rabel, K., Unternehmensbewertung, Wien 1997.

Mařík, M. a kolektív, Metody oceňování podniku- Proces ocenění základní metody a postupy, 1. vydanie, Praha 2003.

Mařík, M./Maříková, P., Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, 1.vydanie, Praha 2005.

Müller, H., Das Konzept des Economic Value Added, diplomová práce, Viedeň 1998.

Rappaport, A., Shareholder value: ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vydanie, Stuttgart 1999.

Röttger, B., Das Konzept des Added Value als Maßstab für finanzielle Performance, dizertačná práca, Kiel 1994.

Schmidt, R. H./Terberger, E., Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. vydanie, Wiesbaden 1997.

Stern, J.M./Stewart, G. B./Chew, D. H., The EVA financial management system, in: The revolution in corporate finance, Massachusetts 1998, 474-488.

Stewart, G. B., The Quest for Value, 2. vydanie, USA 1999.

Wipfler, A., "Das Economic-Value-Added-Konzept", diplomová práca, Graz 1997.

Články:

Abdeen A. M, Haight T. G., A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies, in: The Journal of Applied Business Research, Vol. 18, No. 2, 2002, 216-227.

Davis, E./Kay, J., Assessing corporate performance, in: Business Strategy Review Summer 1990, 1-16.

Dodd, J.L./Chen, EVA: A new panacea?, in: Business and Economic Review July-Sept. 1996, 26-28.

Economist, Valuing Companies: A star to sail by, in: The Economist August 2nd 1997, 57-59.

El Mir A./Seboui S., Corporate governance and earnings management and the relationship between economic value added and created shareholder value, in: Journal of Asset Management, Vol. 7, 2006, 242-254.

Jensen, M. C., Agency costs of free cash flow, in: The American Economic Review May 1986, 323-329.

Kroll, K. M., EVA and creating value, in: Industry week April 7th 1997, 102-109.

Kyriazis, D./Anastassis, Ch., The Validity of the Economic Value Added Approach: an Empirical Application, in: European Financial Management, Vol. 13, No. 1, 2007, 71-100.

Shapiro, M. D., Economic value added: can it apply to an S corporation medical practice?, in: Healthcare financial management, 2007, 78-82.

Stern, J., Stern Stewart Roundable on EVA in Europe, in: Journal of applied corporate finance, Vol. 11, No. 4, Winter 1999, 98-120.

Stern, J., 1993a, EVA share options that maximize value, in: Corporate Finance August 1993, 31-32.

Stern, J., 1993b, Value and people management, in: Corporate Finance July 1993, 31-32.

Tsuji, Ch., Does EVA beat earnings and cash flow in Japan?, in: Applied Financial Economics, Vol. 16, 2006, 1199-1216.