



### 13. Hodnotová kritéria výkonnosti

K nejrozšířenějším cílům řízení podniku dnes patří maximalizace, resp. růst jeho tržní hodnoty. Rozvoj kapitálových trhů v zemích s vyspělou tržní ekonomikou přispěl k orientaci na akcionáře, na ceny akcií, na to, jak podnik vidí stávající i potencionální investoři. Hospodářská praxe především posledních dvou desetiletí ukázala, že díky profesní činnosti managementu je jeho informovanost lepší než informovanost vlastníků a ostatních zájmových skupin, přičemž však hlavní riziko špatných rozhodnutí managementu nesou vlastníci.

Pokud chceme hodnotit úspěšnost podnikové sféry, je třeba nejprve vymezit pojetí a způsob hodnocení úspěšnosti. Stále aktuálnější se stává ztotožnění úspěchu s tvorbou hodnoty. Jediným kritériem pro hodnocení úspěšnosti podniku je to, zda tvoří hodnotu pro vlastníky. Hodnota vlastníky investovaného kapitálu se zvyšuje v případě jeho náležitého zhodnocení, které musí odpovídat riziku spojenému s investicí.

**Maximalizace hodnoty** pro vlastníky je předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny zúčastněné, kteří jsou s podnikem spjati. Řízení hodnoty nabývá v současném pojetí podnikových financí stále více na významu. Vedení podniku musí usilovat o co největší přínos pro akcionáře a to jak ve formě dividend, tak zejména ve formě zisků plynoucích z růstu cen akcií.

Těžištěm **teorie řízení hodnoty** je propojení cílů akcionářů s cíli a rozhodováním managementu podniku, aby toto propojení ústilo ve svém konečném důsledku v **maximalizaci tvorby hodnoty pro vlastníky, akcionáře** (*shareholder value*). Jinak řečeno jde o zvyšování rozpětí mezi hodnotou kapitálu investovaného do podniku a jeho současnou tržní hodnotou. Toto rozpětí vyjadřuje, jak velkou hodnotu podnik vytvořil pro investory během své dosavadní existence.

**Hodnototvorný proces se odehrává ve dvou základních rovinách – na úrovni podniku, kde dochází k tvorbě hodnoty a na kapitálových trzích, kde se hodnota realizuje.**

Na počátku devadesátých let přišla finanční teorie s novými nástroji měření výkonnosti podniku, které jsou blíže spjaty s realizací hodnoty na kapitálových trzích, tedy měření z pohledu kapitálového trhu. Význam mají zejména takové ukazatele efektivnosti podnikového hospodaření, jejichž vývoj koreluje co nejvíce s pohyby kursů akcií na kapitálových trzích. Styl finančního řízení postavený na tomto principu, jehož úkolem je

dlouhodobé cílevědomé působení na tržní hodnotu podniku, hodnotově orientované řízení, se nazývá **Value Based Management (VBM)**.

Rostoucí tlak na konkurenceschopnost podniků v prostředí globalizace ekonomiky vede ekonomy ke snaze reálněji vyjádřit a vyhodnotit ekonomický přínos a úspěšnost podnikatelských aktivit. Nejde jen o to, aby podnik vytvořil určitý objem zisku, ale aby platilo, že výnosnost investovaného kapitálu vlastníky je větší než alternativní náklad na kapitál. Základem je zjištění, že pokračující investice mohou plodit zisky, ale nemusí vytvářet hodnotu pro investora, pokud výnos z investic nepřevyšuje jejich kapitálový náklad.

Základním stavebním kamenem hodnotového řízení (VBM) je správné měření výkonnosti podniku z pohledu jeho schopnosti vytvářet hodnotu pro akcionáře. Dosud užívané finanční ukazatele však nepředstavují dostatečně účinný nástroj, jak odpovídajícím způsobem tvorbu hodnoty identifikovat, potažmo určit její velikost či ji efektivně řídit. Hlavním nedostatkem **účetních ukazatelů** je, že nezohledňují **časovou hodnotu peněz** a především **riziko**. Nestačí, že podnik vykazuje kladný výsledek hospodaření. Je třeba, aby vykazovaný výsledek hospodaření odpovídal očekávání akcionáře především s ohledem na riziko.

Value Based Management vzájemně propojuje tvorbu hodnoty na provozní úrovni podniku a realizaci této hodnoty na kapitálovém trhu. VBM hodnotí podnikovou výkonnost daleko lépe než běžný účetní model a pomocí nových finančních instrumentů identifikuje příčiny poklesu hodnoty a nabízí řešení vedoucí ke změně v dlouhodobé perspektivě firmy.

Nedokonalosti účetních systémů, úskalí vypovídací schopnosti účetních výkazů a jejich omezená použitelnost pro účely finanční analýzy jsou známy již delší dobu. Standardní ukazatele typu rentability vlastního kapitálu RVK (*ROE – return on equity*) již dlouho nejsou považovány za zcela odpovídající výraz efektivního podnikového hospodaření.

Někteří autoři<sup>1</sup> varují před mechanickou aplikací výstupů finanční analýzy „účetních“ ukazatelů rentability, neboť možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku lze i pomocí legálních účetních postupů poměrně výrazně. Dalším problémem je značná subjektivita interpretace, které nejde zcela úplně zabránit. Svoje tvrzení opírají o kritiku ukazatele rentability vlastního kapitálu RVK (*ROE*), který trpí třemi kritickými nedostatky. Je to problém **časovosti** (*timing problem*), nezohledňují časovou hodnotu peněz, problém **rizikovosti** (*risk problem*), nezohledňují riziko, a problém **oceňování** (*value problem*). Ekonomické ukazatele především rentability jsou sice nutné, ale ne dostačující pro zachycení procesů spojených s generováním udržitelného růstu hodnoty pro akcionáře.

---

<sup>1</sup> Higgins R. C.: Analýza pro finanční management, Praha, Grada Publishing 1997, str. 73

Jen stěží lze finančními ukazateli charakterizovat takové aspekty firemní reality, která je vyjádřená v cílech a strategii firmy ve všech svých aspektech (výroba a produkce, marketing a prodej, personální zabezpečení, výzkum a vývoj, vnější ekonomické prostředí atd.).

Z účetního hlediska je podnik úspěšný, je-li rentabilita vlastního kapitálu kladná ( $RVK > 0$ ). Z hlediska akcionáře je ovšem úspěšný jen pokud je rentabilita vlastního kapitálu větší nebo alespoň rovna nákladům na vlastní kapitál ( $RVK > r_c$ ). Jde o to, že zisk vykázaný v účetnictví, účetní výsledek hospodaření a z něho vypočtené ukazatele rentability jen nedostatečně korelují s tvorbou akcionářské hodnoty. Vyšší výsledek hospodaření ještě nemusí znamenat vyšší hodnotu akcií na kapitálovém trhu.

Nová koncepce řízení hodnoty staví do centra cílů podniku vlastníka, jeho očekávání maximálního zhodnocení investice a posun vrcholového ukazatele pro měření výkonnosti ve směru maximalizace hodnoty pro akcionáře. Konkrétně to znamená využívání tzv. **hodnotových kritérií** pro měření výkonnosti podniku.

Měřítko výkonnosti, která si podnik zvolí, jsou kritickým faktorem pro dosažení požadované úrovně výkonnosti podniku. Bez ohledu na to, zda se jedná o měřítko na nejvyšší úrovni v podniku nebo měřítko na nižších úrovních měřící výkonnost jednotlivců v provozních procesech, mají všechna měřítko výkonnosti společné rysy. Měřítko podchycují skutečné **generátory hodnoty** (*value drivers*) v podniku, jsou jednoduše vypočitatelná a pochopitelná, jsou kontrolovatelná a v případě dobré kontroly vedou k tvorbě hodnoty.

Měřítko výkonnosti je dobrým nástrojem pro řízení výkonnosti pouze v případě, že je možno efektivně zjišťovat jeho aktuální hodnotu, tuto hodnotu analyzovat a použít pro budoucí rozhodování. Snaha o definici takového měřítko, jež by co možná nejpřesněji postihovalo tvorbu či destrukci hodnoty (*value creating, value destroying*), je v rámci řízení hodnoty klíčová. Poznání základních činitelů, (tzv. *value drivers/destroyers*), které ovlivňují výslednou hodnotu podniku je velmi důležité, protože každý podnik by ve svém vlastním zájmu měl usilovat o růst hodnoty v čase, neboť jedině tak může předejít případnému nepřátelskému převzetí.

Jedním z nejvíce používaných ukazatelů, který doznal snad největšího rozšíření je **ekonomická přidaná hodnota – EVA** (*Economic Value Added*). Ekonomická přidaná hodnota se stala v posledním desetiletí pojmem, který z rozměrů spíše teoretických nabyt i podob praktických. Hlavní zásluhu na tom mají ekonomové z USA, kde také poradenská firma Stern, Stewart & Co. zpracovala a v roce 1991 publikovala svůj koncept Economic Value Added<sup>1</sup> (EVA je registrovaná ochranná známka konzultantské firmy Stern, Stewart & Co.), také rozpracovala i vazbu na **hodnotu přidanou trhem – MVA** (*Market Value*

---

<sup>1</sup>V r. 1991 byla publikována kniha „The Quest for Value“ napsaná Bennetem Stewartem, spoluzakladatelem firmy Stern, Stewart & Co.

Added). Další model **peněžní přidané hodnoty** – **CVA** (*Cash Value Added*) byl vyvinut poradenskou firmou Boston Consulting Group.

Po vlně ukazatelů založených na principu reziduálních zisků (např. EVA) se postupně prosazují ukazatelé, jejichž záběr je stále komplexnější. K nim nepochybně patří i ukazatel **CF ROI** (*cash flow return on investments*), který byl vytvořen americkou společností Holt Value. Je třeba zdůraznit, že nejde jen o pouhý ukazatel, ale o komplexní model, jehož jádrem je ukazatel – měřítko výkonů CF ROI, který je především chápán jako nástroj právě pro hledání odpovědi na otázku, jaká je hodnota akcie a proč.<sup>1</sup>

### **Ekonomická přidaná hodnota a tržní přidaná hodnota**

Koncem roku 1993 otiskl časopis Fortune článek Shawn Tullyho „The Real Key to Creating Wealth“ (Opravdový klíč k tvorbě bohatství), ve které se uvádělo: „Šokování dosaženými výsledky nahlízejí manažeři a investoři do srdce toho, jak se dělají hodnotné obchody s použitím nástroje zvaného **ekonomická přidaná hodnota (EVA)**“.<sup>2</sup> Za své úspěchy vděčí již výše uvedené konzultantské firmě Stern Stewart.

Na základě této publicity se mnozí vedoucí pracovníci najednou začali zajímat o to, co bylo nazváno jako „v současnosti nejžhavější idea, která je stále žhavější“. Ústřední myšlenkou je to, že investice vytvářejí svým investorům hodnotu (má pro ně cenu) pouze tehdy, jestliže její očekávaná výnosnost přesahuje jejich kapitálovou nákladovost. EVA v podstatě rozvíjí pojem nákladů na kapitál jako imperativ směrem k oceňování ekonomické výkonnosti, a to v tom smyslu, že firma vytváří hodnotu pro své vlastníky, když její provozní zisk převyšuje náklady na použitý kapitál.

EVA lze považovat za konkrétní a podrobné rozpracování myšlenky staré téměř jedno století, kdy v mikroekonomii se za základní cíl firmy považuje maximalizace zisku. Nerozumí se však zisk účetní (výnosy mínus náklady), ale **zisk ekonomický** nebo též **nadzisk**, který je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, které kromě účetních nákladů zahrnují i tzv. **oportunitní náklady** (*opportunity costs*), alternativní náklady ušlých příležitostí.

Oportunitní náklady (náklady ušlých příležitostí) představují peněžní částky, které byly ztraceny tím, že zdroje (kapitál, práce) nebyly vynaloženy na nejlepší alternativní použití.

---

<sup>1</sup> Mařík, M. – Maříková, P.: Komplexní míra výnosnosti podniku – CF ROI, příspěvek grantu GAČR 402/00/0440

<sup>2</sup> Shawn Tully: „The Real Key to Creating Wealth“ (Opravdový klíč k tvorbě bohatství), Fortune, September, 1993, str. 38

Oportunitními náklady jsou především výnosy z vlastního kapitálu podnikatele včetně odměny za riziko.

$$\begin{aligned} \text{účetní zisk} &= \text{výnosy} - \text{účetní náklady} \\ \text{ekonomický zisk} &= \text{celkový výnos kapitálu} - \text{náklady na kapitál} \end{aligned}$$

Účetní zisk a ekonomický zisk se od sebe značně odlišují z následujících důvodů:

- účetní zisk nezohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko,
- ukazatelé odvozené z účetního zisku nemají dostatečnou vazbu na tvorbu hodnoty pro akcionáře,
- účetní zisk nezohledňuje explicitní náklady vyplývající z využití vlastního kapitálu.

Ekonomický zisk, jako nově vytvořená hodnota, vzniká až tehdy, jakmile se převýší „normální zisk“ odvozený z průměrných nákladů kapitálu vynaložených jak věřiteli (ty vešly do nákladů jako úroky), tak vlastníky, akcionáři (ty představují oportunitní náklady).

Náklady vlastního kapitálu jsou zde chápány z pohledu vlastníka (investora) jako náklady příležitosti, alternativní náklady kapitálu, nikoliv jako finanční náklady, které musí podnik hradit formou přímé platby peněz akcionářům. Neznamená to, že pokud podnik neplatí dividendy, nelze s náklady vlastního kapitálu počítat.

Přesto, že je ekonomický zisk (*economic value added*) absolutním ukazatelem – ukazuje o kolik korun vydělal podnik více oproti částce požadované pro danou úroveň rizika – jde o měřítko zrcadlící míru zhodnocení kapitálu.

Koncept EVA umožňuje zjišťovat hodnotu přidanou akcionářům, tedy klíčovou charakteristiku pro koncepci řízení podniku založené na maximalizaci akcionářské hodnoty (*shareholder value theory*)<sup>1</sup>. Maximalizace akcionářské hodnoty pak znamená, že by podnikové vedení mělo usilovat o co nejvyšší dividendy, ale hlavně o kapitálové zisky<sup>2</sup> (výnos vzniklý ze zvýšení hodnoty cen akcií). Shareholder value theory přináší určité výhody i pro firmu, která ji aplikuje, jedná se hlavně o snížení rizika nepřátelského převzetí a možnost získat nový kapitál levněji.

## Základní metodika výpočtu ukazatele EVA

Základní konstrukce ukazatele EVA se opírá o tři klíčové hodnoty:

1. hodnota čistého provozního zisku po zdanění (NOPAT – *net operating profit after tax*),

---

<sup>1</sup> Existuje i tzv. stakeholder value theory, která se uplatňuje zejména v Německu a orientuje se nejenom na zájmy akcionářů ale i na další skupiny ovlivňující firmu (zaměstnanci, odbory, vláda...). Z principu EVA však plyne, že vedou-li si dobře akcionáři (zvyšuje se hodnota jejich bohatství), vedou si dobře i tzv. stakeholders.

<sup>2</sup> Existují různé modely, které vysvětlují vliv dividend a kapitálových zisků na hodnotu akcie – jako příklad lze uvést dividendový diskontní model. Různé teorie pak pohlížejí odlišně na to, zda je pro akcionáře výhodnější získat dividendu, nebo nechat firmu reinvestovat zadržovaný zisk.

2. celkový investovaný kapitál ( $C$  – *capital*),
3. průměrné náklady kapitálu ( $WACC$  – *weighted average cost of capital*).

Ukazatel EVA se chápe jako operativní výsledek hospodaření po zdanění snížený o průměrné náklady na kapitál. Základní vzorec lze napsat variantně ve 2 základních formách:

- 1) pomocí nákladů kapitálu (*capital charge*)

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

- 2) pomocí hodnotového rozpětí (*value spread*):

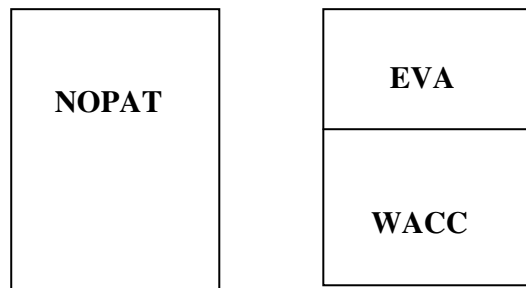
$$EVA = (NOPAT/C - WACC) * C$$

**NOPAT** (*net operating profit after tax*) – provozní zisk po zdanění

**Kapitál C** (*capital*) – investovaný zpoplatněný kapitál

**WACC** (*weighted average cost of capital*) – průměrné vážené náklady kapitálu

**NOPAT/C** = rentabilita investovaného kapitálu (*ROIC – return on invested capital*)



**Schéma 12.1** EVA jako měřítko tvorby hodnoty (*zdroj: autor*)

**NOPAT** (*net operating profit after tax*) je zisk z operativní činnosti/provozních operací po dani, resp. provozní zisk po zdanění, představuje výsledek hospodaření vytvořený v souvislosti s hlavní činností podniku, části podnikatelské činnosti, která slouží k základnímu podnikatelskému záměru. NOPAT nelze ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření podle českých účetních předpisů, protože může zahrnovat i část hospodářského výsledku z finanční činnosti resp. neobsahovat část hospodářského výsledku z provozní činnosti.

Kalkulace NOPAT zahrnuje některé speciální úpravy, jejichž cílem je přiblížit v maximální možné míře účetní pojetí podnikového zisku pojetí investorů, pro které představuje jeden z významných indikátorů výnosnosti jejich investic, aby lépe odrážel skutečný ekonomický přínos podniku jeho vlastníkům. Jeho součástí nejsou například zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a zásob, které nesouvisí s hlavní provozní činností a hlavním předmětem podnikání, zisk (ztráta) z finančních operací, dále všechny ostatní náklady a výnosy, které jsou z účetního hlediska klasifikovány sice jako provozní, ale mají

mimořádný charakter a nesouvisí s provozní činností. Další specifické úpravy se týkají položek rezerv, leasingu nebo ostatních provozních nájmů, přičemž postup konkrétní úpravy závisí na to, jakým způsobem s příslušnou položkou nakládá finanční účetnictví.

**Kapitál C** (*capital*) představuje investovaný zpoplatněný kapitál, hodnotu všech finančních zdrojů, které do podniku vložily investoři, jak vlastníci (akcionáři), tak věřitelé, a který je vázán/investován v aktivech sloužících k operativní činnosti podniku, tj. aktiva potřebná k hlavní činnosti podniku. Pro tuto veličinu je používáno označení **čistá operativní aktiva NOA** (*net operating assets*).

Objem investovaného kapitálu lze vyjádřit dvěma způsoby, buď **z provozního hlediska** přes aktiva, majetek:

$C = \text{dlouhodobý majetek} + \text{čistý pracovní kapitál}$ ,

nebo **z finančního hlediska** přes pasíva:

$C = \text{vlastní kapitál} + \text{úročené dluhy}$  nebo

$C = \text{pasíva} - \text{krátkodobé závazky z obchodního styku}$ .

Podobně jako v případě NOPAT provádí se při výpočtu investovaného kapitálu ještě určité úpravy, které mají zlepšit vypovídací schopnost ukazatele EVA.

**WACC** (*weighted average cost of capital*) jsou průměrné vážené náklady kapitálu, které se vypočtou podle vzorce:

$$\text{WACC} = r_d * D/C * (1-t) + r_e * E/C$$

kde:  $r_d$  = náklad na cizí kapitál (*return of debt*)

$D$  = cizí explicitně úročený kapitál (*debt*)

$E$  = vlastní kapitál (*equity*)

$r_e$  = náklad na vlastní kapitál (*return on equity*), resp. očekávaná výnosnost vlastního kapitálu

$C$  = kapitál celkem (*capital*) =  $D+E$

$t$  = sazba daně z příjmů právnických osob (*tax*)

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) se používají nejen k určení minimální rentability vloženého kapitálu, ale i pro diskontaci budoucích EVA při oceňování podniku. WACC pak nelze považovat za výdaje, ale je potřeba je ztotožnit s náklady příležitosti odpovídající celkové výnosnosti, kterou by investor očekával při investování do portfolia akcií a dluhopisů spojených se stejným rizikem.

Při výpočtu WACC pak vznikají dva zásadní problémy. První spočívá v tom, že při výpočtu vah pro WACC by se mělo vycházet z tržních hodnot jednotlivých složek kapitálu – do vzorce by tedy měl být dosazen vlastně výsledek ocenění (tržní hodnota vlastního kapitálu).

Druhým problémem je stanovení nákladů na vlastní kapitál.<sup>1</sup> Mnozí autoři hledají východisko v **modelu oceňování kapitálových aktiv** (CAMP), používaném především v anglosaských zemích s rozvinutými kapitálovými trhy. V poslední době se k němu uchylují i stoupenci modelu EVA.

Očekávanou míru zhodnocení (*expected rate of return*) prostřednictvím **modelu oceňování kapitálových aktiv** (*capital assets pricing model –CAMP*) vypočteme ze vztahu:

$$r_{ep} = r_f + \beta (r_m - r_f), \text{ kde}$$

$r_{ep}$  - náklady vlastního kapitálu, z pohledu investora pak požadovaná výnosnost

$r_f$  - bezrizikový výnos – výnos státních dluhopisů

$\beta$  - míra tržního (systematického) rizika – koeficient regresní závislosti mezi výnosností akcií a výnosy trhu. Koeficientem beta je v nákladech kapitálu vyjádřeno systematické riziko individuální akcie.

$r_m - r_f$  - riziková prémie kapitálového trhu odpovídající systematickému riziku tohoto trhu. **Systematickým rizikem** se rozumí riziko, které je vyvoláno faktory zasahujícími všechna aktiva na kapitálovém trhu (např. změny HDP, inflace, kurzu měny, zahraničního obchodu). Prémie za riziko akcionáře předpokládá zjištění dlouhodobého vývoje výnosnosti na daném kapitálovém trhu na základě tržního akciového výnosu od této hodnoty je odečtená bezrizikový výnos státních dluhopisů

Vztah říká, že očekávaný výnos je roven součtu bezrizikového výnosu  $r_f$  a prémie za riziko, která je zachycena celým druhým sčítancem. Ta se počítá jako násobek tržní prémie za riziko, tj. velikost středního výnosu trhu překračující výnos bezrizikový,  $(r_m - r_f)$  krát koeficient  $\beta$ . Koeficient je definován jako regresní závislost mezi výnosností akcií a výnosy trhu. Vyjadřuje, zda riziko konkrétního aktiva je větší ( $\beta > 1$ ) nebo menší ( $\beta < 1$ ) než riziko kapitálového trhu jako celku

## Transformace dat získaných v účetnictví na vstupy pro výpočet EVA

Koncept EVA spočívá na tzv. ekonomickém modelu, a proto musíme data, která nám poskytuje účetnictví upravit na data ekonomická. Data získaná v účetnictví se tedy upravují<sup>2</sup> tak, aby se zejména:

- plnily potřeby akcionářů,
- „potlačily“ prvky zásady opatrnosti,
- vymezil rozsah čistých operativních aktiv (net operating assets) NOA) potřebných k základnímu poslání podniku a výše hospodářského výsledku vážícího se k NOA,
- upravila struktura financování a určily se náklady na jednotlivé zdroje financování.

---

<sup>1</sup> S výpočtem nákladů na cizí kapitál není příliš mnoho problémů – zpravidla se počítají jako vážený průměr z úrokových sazeb.

<sup>2</sup> Autoři EVA zpracovali seznam úprav účetních dat obsahující 164 položek.



## Výpočet čistých operativních aktiv

Nejdříve je potřeba z hodnoty aktiv, kterou získáme z rozvahy vyloučit neoperativní aktiva, která neslouží ke „*corn businessu*“. Jedná se především o finanční investice portfoliového charakteru, krátkodobý finanční majetek, peněžní prostředky nad provozně nutnou úroveň, vlastní akcie, nedokončené investice, pronajaté a nevyužité budovy a pozemky apod.

V dalším kroku je potřeba aktivovat položky, které se v aktivech nevykazují ale jsou používána při plnění základního poslání podniku – a to v tržním ocenění. Jedná se hlavně o finanční leasing (někdy i operativní leasing), který má zpravidla velký významný hlavně pro menší podniky a v ČR se prozatím vykazuje v podrozvaze<sup>1</sup> - jako podrozvahové aktivum a závazky z leasingu jako podrozvahové závazky.<sup>2</sup> Další položku, kterou je zapotřebí aktivovat, představuje tzv. goodwill,<sup>3</sup> neboli rozdíl vznikající tehdy, když kupní cena za 100% podíl na základním kapitálu převýší rozdíl reálného ocenění aktiv a závazků. Goodwill, který se doporučuje vykazovat v brutto hodnotě, pak vzniká v důsledku existence neidentifikovatelných aktiv – dobrého jména firmy, kvalifikovaného managementu, synergických efektů apod. Aktivace se také týká nákladů s dlouhodobými účinky, z kterých vznikají nehmotná aktiva. Dochází tak ke kumulaci nákladů spojené především s vývojem a s výzkumem, s otevřením nového trhu, s marketingem, vzděláním zaměstnanců apod. Tiché rezervy, které jsou vytvářeny záměrně resp. rezervy v nadbytečné výši, snižují hodnotu aktiv, a proto by proti nim měly být „vytvořeny“ ekvivalenty vlastního kapitálu. Tiché rezervy také vznikají v důsledku uplatňování principu opatrnosti u zásob a pohledávek. Poslední významnou položku tvoří oceňovací rozdíly v dlouhodobém majetku vzniklých v důsledku aplikace historického oceňování. Dlouhodobý majetek se tak doporučuje přecenit pokud možno reprodukčními cenami sníženými o reálné opotřebení, resp. tržní cenou.

Poslední krok při úpravě NOA spočívá ve snížení aktiv o neúročený cizí kapitál.<sup>4</sup> Do krátkodobých závazků, které nejsou zpravidla úročeny a o které by se měla aktiva snížit patří zejména: krátkodobé závazky – závazky vůči dodavatelům, vůči zaměstnancům, vůči státu apod., pasivní položky časového rozlišení, rezervy mající povahu skutečných závazků, dlouhodobé přijaté zálohy atd.

---

<sup>1</sup> Na rozdíl od našich účetních a daňových předpisů je dle IAS 17 rozhodující pohled ekonomický – tedy, kdo má ekonomické užítky a kdo nese rizika.

<sup>2</sup> Vliv leasingu by se měl promítnout i do výpočtu hospodářského výsledku. Náklady spojené s leasingem se rozdělují na dvě části – odpisy a finanční náklady spojené s pořízením.

<sup>3</sup> V českém účetnictví existuje pouze tzv. opravná položka k nabytému majetku, která se odepisuje (do výnosů či nákladů) po dobu 15 let.

<sup>4</sup> Operativní aktiva snížená o neúročený cizí kapitál tvoří tzv. čistá operativní aktiva- NOA. Dalším možným způsobem je zvýšení NOPAT o implicitní úroky.

## **Výpočet operativního hospodářského výsledku – NOPAT**

Při výpočtu NOPAT musí být dosažena souměrnost mezi NOA a NOPAT, tzn. pokud zařadíme určité činnosti a jim odpovídající aktiva do NOA, musí být výnosy a náklady s nimi spojené začleněny do výpočtu NOPAT.

Jako základnu pro výpočet NOPAT pak může sloužit výsledek hospodaření za běžnou činnost resp. provozní výsledek hospodaření. Za vhodnější variantu se považuje úprava běžného hospodářského výsledku, kterou můžeme naznačit následujícím postupem:

VH za běžnou činnost + placené úroky (včetně implicitních úroků obsažených v leasing. platbách) - výnosy z neoperativního majetku + náklady na neoperativní majetek + odpisy goodwillu + náklady s dlouhodobými předpokl. účinky - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů + leasingová platba (původní náklady na Leasing)	- odpisy majetku pronajatého na leasing - neobvyklé zisky – prodej dlouhod. majetku + neobvyklé ztráty <ul style="list-style-type: none"> <li>• eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv</li> <li>• eliminace případného zvýšení či snížení opravných položek u zásob a pohledávek</li> <li>• úprava daní na úroveň NOPAT (VH za běžnou činnost se převede na EBIT)</li> </ul>
--	---

Existují ještě další možnosti výpočtu NOPAT:

Bottom – up approach	Top – down approach
Provozní výsledek hospodaření po odpisech + Placené úroky na operační leasing + Nárůst zásob při účtování metodou LIFO + Odpis goodwillu + Navýšení rezerv na nedobytné pohledávky + Navýšení čistých aktivovaných nákladů na výzkum a vývoj = Upravený výsledek hospodaření před zdaněním - Upravené daně pro potřeby NOPAT = NOPAT	Tržby a výkony + Placené úroky na operační leasing + Nárůst zásob při účtování metodou LIFO + Ostatní výnosy - Náklady na prodané výrobky a výkony - Náklady na prodej a administrativu - Odpisy = Upravený výsledek hospodaření před zdaněním - Upravené daně pro potřeby NOPAT = NOPAT

Při úpravě daní se zjišťuje tzv. upravená daň, která by byla zaplacená z operativního výsledku hospodaření. Na první pohled se zdá nejschůdnější způsob spočívající ve vynásobení NOPAT daňovou sazbou. Toto ale není příliš přesné kvůli existenci rozdílu mezi účetním výsledkem hospodaření a základem pro výpočet daně, a proto se používá způsob více přesný – splatná daň pro daný rok + daňový štít z úroků – daně z finančních výnosů nezahrnutých do NOPAT – daně z HV z ostatních aktiv nezahrnutého do NOPAT.

Ekonomický zisk EVA přesahuje svým charakterem rámec finančního účetnictví a řadí se mezi veličiny účetnictví manažerského. Manažerský ekonomický zisk je založen na propočtu spočívajícím v desítkách úprav účetního hospodářského výsledku směrem k veličině, která je „očistěna“ takovým způsobem, aby co možná nejlépe reprezentovala trvale dosažitelnou částku pro odejmutí z podniku. Náklad na kapitál je koncipován jako průměrný pro všechny kapitálové zdroje, přičemž náklad vlastního kapitálu je odvozován

pomocí metod opírajících se o kapitálový trh. Tato konstrukce ekonomického zisku zabezpečuje, že manažerům málokdo vidí do karet, a vyhovuje to také poradenským firmám, které se stávají nepostradatelnými.

Literatura proto často uvádí pro výpočet NOPAT tento velmi zjednodušený způsob podle vzorce:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - t)$$

EBIT = skutečný zisk před úroky a zdaněním

t = sazba daně z příjmů právnických osob (*tax*)

Ekonomická přidaná hodnota může být číslo kladné, záporné, popř. nula. Hodnocení finančního výkonu je pozitivní, když je EVA číslo kladné (podnik vytváří nadzisk), resp. nula, anebo negativní, je-li EVA záporná. Podle toho se rozlišuje, zda podnik „tvorí“ nebo „ničí“ hodnotu pro vlastníky.

EVA se zvyšuje v případech, kdy rostou zisky bez adekvátního zvýšení investovaného kapitálu, nebo v případech, kdy projekty přináší „nadzisk“ resp. v případech, kdy se mění kapitálová struktura a výše nákladů na cizí kapitál.

Vyjdeme-li z rovnice pro výpočet  $\text{EVA} = (\text{NOPAT}/C - \text{WACC}) * C$ , pak můžeme odvodit, že podnik vytváří přidanou hodnotu, jestliže výnosnost celkového úplatného kapitálu je větší než průměrné vážené náklady na kapitál:

$$\frac{\text{NOPAT}}{C} > \text{WACC}$$

Výše uvedenou podmínku pro tvorbu ekonomické přidané hodnoty lze vyjádřit ještě z **pohledu vlastního kapitálu**. Pak se musí srovnávat výnosnost vlastního kapitálu s alternativním nákladem na vlastní kapitál. Pokud  $\text{ROE} > r_e$ , podnik tvoří pro vlastníky přidanou hodnotu, kterou lze vyjádřit v absolutní výši následovně:

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

Pro vlastníka je žádoucí, aby rozdíl  $\text{ROE} - r_e$  byl co největší (maximální), minimálně by měl být kladný. Pouze v tomto případě mu investice do firmy přináší více, než by mu vynesla alternativní investice.

Roznásobením výše uvedené rovnice dostaneme:

$$\text{EVA} = Z - \text{VK} \times r_e$$

Z = čistý zisk po zdanění (EAT)

$\text{VK} \times r_e$  = výše nákladů na vlastní kapitál v absolutním vyjádření.

Rozdíl firmou dosaženého čistého zisku a absolutní hodnoty alternativního nákladu na vlastní kapitál představuje částku, kterou získají vlastníci firmy oproti alternativní

(stejně rizikové) investici navíc. Pouze tato částka představuje skutečný nárůst hodnoty jejich bohatství.<sup>1</sup>

Nejsou-li koeficienty  $\beta$  (charakterizující systematické riziko) k dispozici, využívá např. MPO ČR pyramidovou ukazatelovou soustavu INFA<sup>2</sup> s využitím ratingového modelu pro stanovení odhadu  $r_e$ , který má tvar následující funkce:

$$r_e = \frac{\text{WACC} \cdot \frac{\text{UZ}}{\text{A}} - (1-d) \cdot \frac{\text{U}}{\text{BU} + \text{O}} \cdot \left( \frac{\text{UZ}}{\text{A}} - \frac{\text{VK}}{\text{A}} \right)}{\frac{\text{VK}}{\text{A}}}$$

WACC= vážený náklad na kapitál

UZ= úplatné zdroje (vlastní kapitál + bankovní úvěry + dluhopisy)

A= aktiva celkem

$\frac{\text{U}}{\text{BU} + \text{O}}$  = úroková míra

d = daňová sazba

WACC =  $r_f + r_{LA} + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{FinStab}}$

$r_f$  = bezriziková sazba

$r_{LA}$  = funkce (ukazatelů charakterizujících velikost podniku)

$r_{\text{podnikatelské}}$  = funkce (ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly)

$r_{\text{FinStab}}$  = funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívy).

Alternativní náklad kapitálu ( $r_e$ ) představuje výši rizika. Je to výnosnost (zhodnocení) vlastního kapitálu, kterou by bylo možné docílit v případě investice do alternativní (stejně rizikové) investiční příležitosti.

Při sestavení „nejjednoduššího“ modelu stanovení  $r_e$ , byly použity následující ukazatele:

- bezriziková sazba pro rok 2001  $r_f = 6,3 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2002  $r_f = 5,1 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2003  $r_f = 4,1 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2004  $r_f = 4,8 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2005  $r_f = 3,5 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2006  $r_f = 3,8 \%$
- bezriziková sazba pro rok 2007  $r_f = 4,2 \%$

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku – úplatné zdroje**

- je-li  $\text{UZ} > 3$  mld. Kč  $\Rightarrow r_{LA} = 0.00\%$  (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)
- je-li  $\text{UZ} < 100$  mil. Kč  $\Rightarrow r_{LA} = 5.00\%$

---

<sup>1</sup> Neumaierová, I., Neumaier, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy, Grada Publishing, 2002

<sup>2</sup> www.mpo.cz

- je-li UZ > 100 mil. ale < 3 mld. Kč použije se propočít takto:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$$

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly** - EBIT/aktiva je riziko závislé na ukazateli EBIT/A a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

položíme  $X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$

pokud  $\frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 0.00\%$

pokud  $\frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 10.00\%$

funkčně vyjádřeno  $r_{\text{podnikatelské}} = (X1 - EBIT/Aktiva)^2 / (10 \cdot X1^2)$

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívy** – celková likvidita L3:

- je-li celková likvidita > XL  $\Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 0.00\%$
- je-li celková likvidita < 1  $\Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 10.00\%$
- je-li celková likvidita firmy > 1, ale < XL, propočíte se  $r_{\text{FinStab}}$  následovně:

$$r_{\text{FinStab}} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2$$

XL = 1,25 nebo průměr průmyslu

Na základě těchto výpočtů lze podniky rozdělit do 4 skupin:

1. ROE >  $r_e$ , firmy tvoří přidanou hodnotu.
2.  $r_e > ROE > r_f$ . Firmy v této skupině přidanou hodnotu nevytváří, ale výnosnost vlastního kapitálu převyšuje bezrizikovou úrokovou sazbu  $r_f$ .
3.  $r_f > ROE > 0$ . Do této skupiny patří ty firmy, které nevytváří hodnotu, ani jejich výnosnost vlastního kapitálu nepřevyšuje bezrizikovou úrokovou míru, přesto je jejich rentabilita vlastního kapitálu kladná.
4. ROE < 0. Jedná se o ztrátové podniky se zápornou rentabilitou vlastního kapitálu.

Komplikované propočty lze redukovat na prostší vztahy, které budou snáze uchopitelné ekonomickým povědomím, a přitom vypovídací schopnost výsledného hodnocení tržní výkonnosti zůstane totožná

Pojetí ekonomické přidané hodnoty vychází implicitně z teze, že vložený kapitál, vyjádřený účetní hodnotou vloženého vlastního kapitálu, by měl plodit alespoň požadovanou ziskovou výnosnost tak, aby se skutečná výnosnost (rentabilita vlastního kapitálu) rovnala požadované ziskové výnosnosti.

Srovnáním dosažené skutečné výnosnosti s požadovanou výnosností se zjistí, zda v daném podniku dochází k průměrnému či nadnormálnímu nebo podnormálnímu zhodnocení kapitálu vloženého vlastníky. Odchytky skutečné rentability od požadované rentability jsou výhodou anebo újmou pro vlastníky.

**Požadovanou ziskovou výnosnost  $r_{ep}$** <sup>1</sup> vztahujeme při EVA k účetní hodnotě vlastního kapitálu VK a vyjádříme vztahem požadovaného zisku  $Z_p$  k vlastnímu kapitálu  $E$

$$r_{ep} = Z_p/E$$

Současně je třeba se zabývat i odhadem podstupovaného rizika a tomuto riziku adekvátní úrovně míry zhodnocení vlastního kapitálu. Z hlediska zavedené terminologie jde tedy o typ rentability vlastního kapitálu, která se nazývá **požadovaná rentabilita vlastního kapitálu**

Zdaněnou průměrnou úrokovou sazbou dluhu  $r_d$  rozvineme na faktory:  $r_d \times (1 - d) = U \times (1-d) / D$

Výše odvozené výrazy dosadíme do základního vzorce

$$WACC = Z_p / E \times E / C + U \times (1-d) / D \times D / C$$

a pak upravíme na  $WACC \times C = Z_p + U \times (1-d)$

Po těchto úpravách lze psát EVA jako rozdíl

$$EVA = NOPAT - WACC \times C = Z + U \times (1-d) - [Z_p + U \times (1-d)]$$

Po vyrušení zdaněných úroků lze určit

$$EVA = Z - Z_p$$

**Ekonomická přidaná hodnota je dána rozdílem skutečného zisku po zdanění a požadovaného zisku po zdanění, a představuje nadzisk.**

Odvodíme vzorec pro výpočet požadovaného zisku  $Z_p$  :

$$\begin{aligned} Z_p &= VK \times r_{ep} \\ VK &= Z / r_{es\_} \\ Z_p &= Z \times r_{ep} / r_{es} \end{aligned}$$

a dosadíme do vzorce  $EVA = Z - Z_p$

$$EVA = Z - Z \times r_{ep} / r_{es}$$

kde  $r_{ep} / r_{es}$  ... **míra nadzisku**

Nebo jinak, absolutní částka ekonomické přidané hodnoty záleží jednak na rozdílu skutečné a požadované rentability vlastního kapitálu, jednak na velikosti vlastního kapitálu:

$$EVA = Z - Z_p = VK \times r_{es} - VK \times r_{ep}$$

$$EVA = VK \times (r_{es} - r_{ep})$$

kde  $(r_{es} - r_{ep})$  ... **spread nadzisku**

Autoři EVA zavádějí ukazatel **tržní přidané hodnoty** (*Market Value Added MVA*),<sup>2</sup> což se chápe jako současná hodnota budoucích EVA.<sup>3</sup> Podstatu tohoto jevu lze demonstrovat na perpetuitě, do níž vstupuje EVA s požadovanou rentabilitou jako mírou kapitalizace:

$$MVA = EVA / r_{ep}$$

Vztah mezi MVA a EVA lze vyjádřit takto: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv podniku.

MVA lze vypočítat dvěma způsoby:

1. Ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA – čistá operativní, tj. provozně potřebná aktiva).
2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích ekonomických nadzisků (EVA).

Hodnota podniku HP se stanoví jako součet vlastního kapitálu a tržní přidané hodnoty:

$$HP_{EVA} = VK + MVA$$

Uplatněním MVA ve výpočtu  $HP_{EVA}$  dochází ovšem také k omezení vypovídací schopnosti hodnoty podniku pouze na ziskové podniky.

---

<sup>1</sup> V kontextu s EVA se značí požadovaná zisková výnosnost  $r_{ep}$ , a průměrná úroková sazba se značí  $r_d$ .

<sup>2</sup> Mimochodem, významu anglického Market Value Added by odpovídalo (s přihlédnutím k rozdílům v českém a anglickém slovosledu) české „přidaná tržní hodnota“. Podobně i Ecocomic Value Added vyjadřuje totéž, co by v češtině znělo jako „přidaná ekonomická hodnota“.

<sup>3</sup> Např. Maříková P., Mařík M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha, EKOPRESS 2001, str. 51.



## CFROI – CF výnosnost

**CFROI** (*cash flow return on investments*) – **cash flow výnosnost** je komplexní mírou výnosnosti podniku, která zohledňuje i faktor času a umožňuje komplexní zhodnocení **výkonnosti** podniku. Je nosným finančním nástrojem v procesu řízení tvorby hodnoty.

CFROI je ukazatelem dynamicky pojaté výnosnosti, jeho cílem je změřit skutečnou a opakovatelnou výkonnost podniku, schopnost opakovaně tvořit hodnotu pro vlastníky, přičemž tato schopnost není ovlivněna účetními úpravami a operacemi, které vyplývají z legislativy nebo jejichž cílem je daňová optimalizace. Aby tak mohlo být učiněno, jsou standardní účetní kategorie jako zisk či aktiva upravovány a očišťovány o zkreslující položky.

Využívá koncept **vnitřní výnosové míry** a **současné hodnoty**, porovnává cash flow do podniku vložený s peněžními toky, které mohou investoři v souvislosti s provozními aktivitami firmy získat. Podstata tohoto měřítka zůstává na stejné bázi jako u ukazatele EVA, s tím rozdílem, že porovnáváme vypočtenou vnitřní výnosovou míru s průměrnými náklady kapitálu (WACC). Zásadně platí, že **čisté CFROI** nebo **CFROI rozpětí** (*Net CFROI, CFROI spread*) tj. rozdíl obou veličin, by mělo být větší než nula, kladné. Pro investory je nejvhodnější ten podnik, u něhož je hodnota rozdílu nejvyšší. Kladná hodnota CF ROI rozpětí znamená, že podnik vytvořil za sledované období hodnotu pro své akcionáře, v opačném případě, kdy čistý CFROI je záporný, došlo k destrukci hodnoty, ke snížení hodnoty majetku vlastníků.

**Výpočet CFROI** je postaven na čtyřech základních parametrech:

1. **Brutto cash flow** (*gross cash flow – GCF*) jsou peněžní toky generované používanými aktivy, z hlavních provozních aktivit.

Peněžní toky pro výpočet CF ROI se propočítávají nepřímou metodou. Kategorie cash flow v tomto případě představuje objem vnitřních finančních zdrojů, které je podnik schopen sám vyprodukovat. Nejde tedy o cash flow ve smyslu změny peněžních prostředků. Vzhledem k tomu, že součástí investiční báze by měla být i běžně nevykazovaná aktiva, hlavně aktiva získaná pomocí leasingu, musí se tyto úpravy promítnout i do hodnoty výsledku hospodaření použitého pro výpočet cash flow (tj. například v případě leasingu by nákladem nebyla leasingová splátka, ale odpis pronajatého aktiva a úrok ze závazku vůči leasingové společnosti). K takto upravenému výsledku hospodaření připočteme odpisy, nákladové úroky (uvažují se peněžní toky jak pro vlastníky, tak pro věřitele) a odečteme ztrátu hodnoty monetárních aktiv v důsledku inflace, získáme brutto cash flow.

2. **Brutto investiční báze** BIB (*gross investment – GI*) představuje počáteční investiční výdaj, kapitál investovaný do majetku podniku, který používá pro své provozní aktivity. Majetek se rozděluje na:

- odepisovaná aktiva
- neodepisovaná aktiva

**Odepisovaná aktiva** jsou především dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, který je odepisován po dobu  $n$  let. Odepisovaná aktiva jsou vyjádřena v brutto hodnotě (k netto hodnotě připočteme oprávky) a přepočtena na hodnotu k datu propočtu CFROI pomocí úpravy o inflaci. Propočty CFROI jsou v zásadě postaveny na reálných cenách.

**Neodepisovaná aktiva** zahrnují jednak tzv. monetární aktiva, jednak zásoby a pozemky. Monetární aktiva tvoří oběžný majetek bez zásob, dlouhodobý finanční majetek a přechodná aktiva. Vyčlenění těchto položek je zdůvodněno tím, že je u nich třeba počítat se ztrátou hodnoty v důsledku inflace. Monetární aktiva jsou odpočtem neúročených závazků převedena na netto monetární aktiva. Připočtením zásob a pozemků se dostáváme k netto hodnotě neodepisovaných aktiv.

3. Očekávaná tzv. **koncová hodnota neodepisovaných aktiv**, která se během svého užívání nespotebovávají (např. pozemky nebo pracovní kapitál), neztrácí v čase svou hodnotu a mohou být po uplynutí doby životnosti zbývajících aktiv prodána, zpeněžena, dojde k jejich uvolnění.
4. Čtvrtým prvkem pro výpočet CFROI je předpokládaná **doba ekonomické životnosti odepisovaných aktiv** (dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku). Stanoví se zpravidla jako vážený průměr ekonomických dob životnosti všech majetkových položek odepisovaných aktiv, kde váhami je podíl pořizovací hodnoty majetku na celkové pořizovací ceně veškerých dlouhodobých provozních odepisovaných aktiv. Jinak lze výpočet provést také jako podíl celkové pořizovací ceny všech dlouhodobých provozních odepisovaných aktiv a ročních lineárních odpisů.

Výpočet ukazatele CFROI lze vyjádřit následující rovnicí:

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF(1 + inf_t)^{-t}}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA_n(1 + inf_t)^{-t}}{(1 + CFROI)^n}$$

BIB = brutto investiční báze

BCF = brutto cash flow

$NA_n$  = hodnota neodepisovaných aktiv na konci roku  $n$

$inf_t$  = míra inflace v jednotlivých letech, o kterou je očišťován předpokládaný peněžní tok BCF

$n$  = doba ekonomické životnosti odepisovaných dlouhodobých aktiv

$t$  = jednotlivé roky budoucího období  $n$

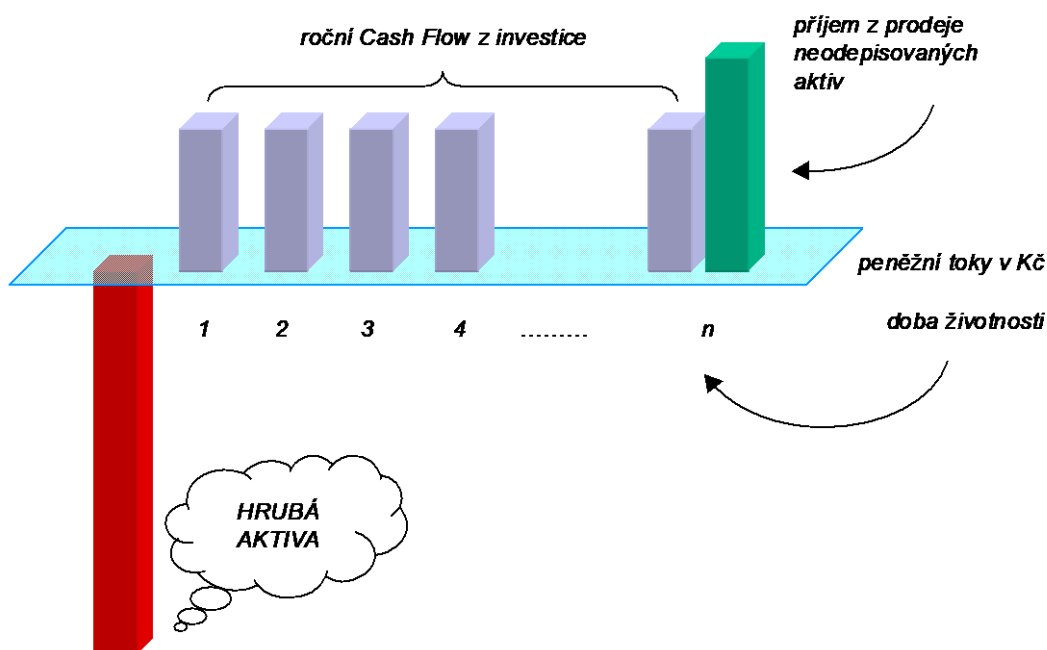
CFROI, resp **vnitřní výnosová míra** (*internal rate of return – IRR*) představuje takovou diskontní sazbu, při které se současná hodnota budoucích peněžních příjmů z investice rovná počátečním kapitálovým výdajům na tuto investici. Zatímco rostoucí počáteční

hodnota investice snižuje její výnos, zvyšování příjmů z investice vede k růstu vnitřní výnosové míry.

Hodnotu ukazatele CFROI lze interpretovat jako takovou provozní výkonnost, které by podnik dosáhl v případě, že by bez dodatečných investic byl schopen generovat po dobu životnosti provozních aktiv provozní cash flow o stejném objemu, jakého dosáhl ve sledovaném období (má stabilní nominální výši).

Princip CFROI, resp. vnitřní výnosové míry vystihuje následující obrázek. Kapitál byl použit na pořízení aktiv. Jejich využíváním je generován určitý Cash Flow, přičemž tvorba tohoto Cash Flow není časově neomezená. Doba generování Cash Flow je dána dobou životnosti těchto aktiv.

(zdroj: autor)



Čtyři komponenty výpočtu CFROI jsou zároveň klíčem k podnikové strategii efektivně orientované na růst hodnoty:

1. Růst provozního cash flow představuje zvyšování provozní výkonnosti a je nejefektivnějším způsobem, který podporuje CFROI.
2. Růst doby životnosti vypovídá o tom, že podniková aktiva budou schopna déle produkovat provozní cash flow a to se pozitivně odrazí i na CFROI.
3. Snížení hrubých aktiv znamená, že podnik váže méně prostředků při produkci stejného cash flow, takže CFROI roste.
4. Poslední možností je volba optimální kapitálové struktury, při které se minimalizují kapitálové náklady. Požadavky investorů jsou kvantifikovány prostřednictvím váženého průměru nákladu kapitálu (WACC). Výsledkem je zvýšení hodnoty čistého CFROI.

Kladná hodnota ukazatele CFROI však ještě nemusí znamenat, že podnik vytvořil pro své akcionáře novou hodnotu. To se prokáže až ve chvíli, kdy CFROI porovnáme

s kapitálovými náklady. Podnik tvoří hodnotu jen tehdy, platí-li, že  $CFROI > WACC$ . Je-li  $CFROI = WACC$ , zůstává hodnota podniku na úrovni brutto investiční báze. Je-li  $CFROI < WACC$ , je vložená hodnota na úrovni BIB spotřebovávána.

### **Použití CFROI**

CFROI je možno považovat za komplexní míru výnosnosti podniku, která zohledňuje faktor času a umožňuje komplexní zhodnocení výkonnosti podniku. Může být využita:

- jako měřítko pro hodnocení ekonomické efektivnosti nových investičních projektů,
- ke zkoumání výkonnosti podniku v čase,
- k analýze výkonnosti jednotlivých strategických podnikatelských jednotek v rámci podniku a může tak poskytovat podnět ke strukturálním změnám v podniku,
- k porovnání mezi podniky (např. určitého podniku s konkurencí),
- k odhadům tržní diskontní míry
- k ocenění podniku, které je založeno na plánování CFROI a brutto investiční báze. Plánování CFROI přitom vychází z poznatku, že výnosové míry podniku mají tendenci konvergovat k tržní výnosové míře, tedy k určitému základu, který je totožný s tržní diskontní mírou. Platí to jak pro případ, že CFROI je větší, tak pro případ, že je u konkrétního podniku menší než tržní diskontní míra. Tržní diskontní míra by však měla být upravena na podmínky podniku, zejména s ohledem na zadlužení a velikost podniku.<sup>1</sup>

### **Přednosti a nedostatky CFROI**

1. Za výhodu je možno považovat vyjádření výkonu v procentech (např. oproti ukazatele EVA)
2. Výhodou je i zaměření na peněžní toky, pokud zastáváme názor, že peněžní toky jsou vhodnější nástroj než ukazatele vycházející z aktuálního účetnictví.
3. Ukazatel CFROI má větší vypovídací schopnost než ROE, protože
  - je v principu dynamickým ukazatelem,
  - není ovlivňován odepsaností aktiv,
  - není ovlivňován neúplným vykazováním aktiv (např. leasingem).
4. Další výhodou modelu CFROI je jeho komplexnost:
  - na podnik se nazírá jako na soubor investičních projektů,
  - výnosnost podniku lze zkoumat zvlášť za existující projekty a zvlášť za budoucí projekty,

---

<sup>1</sup> Mařík, M. – Maříková, P.: Komplexní míra výnosnosti podniku – CF ROI, příspěvek grantu GA 402/00/0440

- rovněž hodnotu podniku lze zkoumat zvlášť za existující a budoucí projekty

## 1. Ukazatele kapitálového trhu

Poslední skupina ukazatelů je kvalitativně poněkud odlišná od poměrových ukazatelů, které kombinovaly výhradně údaje zjištěné v účetnictví, tj. položky základních účetních výkazů podniku. Informovaly tak vesměs o minulém vývoji finanční situace. Ukazatele kapitálového trhu vyjadřují, jak trh (burza, investoři) hodnotí minulou činnost podniku a jeho budoucí výhled. Jsou výsledkem úrovně všech výše uvedených oblastí – rentability, aktivity, likvidity, stability a zadluženosti. Jsou důležité především pro skutečné a potenciální investory, kteří jsou zainteresováni na tom, aby kurz akcie odpovídal dividendovým a kapitálovým výnosům.

Investory primárně zajímá návratnost jejich investic. Ta může být dosažena dvěma způsoby: prostřednictvím **dividend** nebo **růstem ceny akcií**. Většina investorů však do akcií neinvestuje jen kvůli dividendám, ale především kvůli tomu, že očekávají růst tržní ceny akcie a z toho plynoucí **kapitálový výnos** (*capital gain*). Proto se investoři zajímají o oba druhy informací, přičemž se zabývají jak současným stavem, tak odhadem budoucnosti.

Na kapitálovém trhu se tvoří **tržní cena (kurz) akcie** (*price P*) jako parametr kapitálového trhu. Ukazatele, jejichž součástí je cena akcie, podávají informaci o tom, jak vidí budoucnost podniku investoři. Některé z těchto ukazatelů jsou pravidelnou součástí burzovních zpráv, které zabírají dlouhé sloupce ve finanční části novin. Pro podnik mají tyto ukazatele význam zejména tehdy, pokud chce získat zdroje financování na kapitálovém trhu.

U akciové společnosti lze stanovit **tržní hodnotu pro akcionáře M** (*shareholder value, market value*) jako součin kurzu akcie **P** a počtu akcií v oběhu **a** :

$$M = P \times a$$

Finanční teorie pokládá za finanční cíl podnikání maximalizaci tržní hodnoty podniku. Akcionáři však navíc požadují, aby růst tržní hodnoty společnosti **M** byl při tom rychlejší než růst vlastního kapitálu **VK**, tj. než růst účetní hodnoty podniku **B** (*book value*), aby to bylo přínosem pro vlastníky.

Sledují poměr tržní a účetní hodnoty podniku, resp. **poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty** (*Price/Book value, Market – to – Book Value*):

$$M / B = M / VK$$

Hodnota větší než 1, znamená, že tržní hodnota firmy je větší než výše vlastního kapitálu uvedená v rozvaze. Prosperující podnik s dobrou budoucností by měl vždy vykazovat hodnotu tohoto ukazatele vyšší než jedna. Pokud je hodnota výrazně nižší než jedna, znamená to, že potenciální reprodukční schopnost podnikových aktiv (budoucí zisky) není

investory hodnocena jako dostatečná vzhledem k objemu akciového kapitálu a výši rizika spojeného s daným druhem činnosti.

**Finanční cíl** akciové společnosti lze definovat jako maximalizaci tržní hodnoty společnosti při zachování nebo růstu poměru tržní k účetní hodnotě.

Rozdíl tržní a účetní hodnoty **M – B** (*market less book value*) by neměl být záporný. Rozdíl tržní hodnoty **M** a účetní hodnoty **B** (vlastního kapitálu VK) je v terminologii ekonomické přidané hodnoty nazýván **tržní přidaná hodnota** (*market value added – MVA*).

**Účetní hodnota akcie B** (*book value*) = vlastní kapitál / počet emitovaných kmenových akcií, patří k ukazatelům, o který se investoři velmi zajímají. Je odrazem minulé, i když účetní výkonnosti podniku, zisku, který je následně rozdělován mezi:

- stát (daně),
- vlastníky (dividendy),
- podnik (reinvestice).

Kolik zisku bude určeno na spotřebu (dividendy) a kolik na reinvestice vyjadřujeme následujícími 2 ukazateli:

- **výplatní poměr**
- **aktivační poměr.**

**Výplatní poměr** (*payout ratio*) vypovídá o dividendové politice podniku který vyjadřuje, jak velký podíl vytvořeného čistého zisku (tj. po zdanění) je vyplácen akcionářům v podobě dividend. Vypočítává se jako poměr dividendy na 1 akcii a čistého zisku na 1 akcii:

$$\text{výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

- **Dividenda na akcii** (*dividend per share*) = úhrn dividend za rok / počet emitovaných kmenových akcií vypovídá o dividendové politice firmy, která souvisí s investiční politikou firmy. Některé firmy se snaží zachovat stálé nebo mírně rostoucí dividendy, některé vyplácejí úmyslně nízké nebo dokonce žádné dividendy, aby mohly financovat budoucí rozvoj. Podniky s touto konzervativní dividendovou politikou vycházejí ze záměru zachovat zisk pro případné budoucí potřeby, reinvestovat část zisku do podniku a tím zvýšit i účetní hodnotu (*book value*).
- **Čistý zisk na akcii** (*earnings per share – EPS*) = čistý zisk / počet emitovaných kmenových akcií informuje o velikosti zisku (po zdanění, příp. i po výplatě prioritních dividend) připadajícího na 1 kmenovou akcii, který by mohl být vyplácen ve formě dividend, když by podnik neměl žádné investiční příležitosti. Problémem ukazatele EPS je skutečnost, že v účetnictví vykázaný čistý zisk může být ovlivněn různými účetními postupy v oblasti oceňování a odepisování majetku, v časovém rozlišení nákladů a výnosů, v tvorbě rezerv, apod.

Převrácená hodnota výplatního poměru se nazývá **dividendové krytí** (*dividend cover*) a udává, kolikrát je dividenda pokryta vytvořeným ziskem.

**Aktivační poměr** (*plowback ratio*) zachycuje proporcí zisku reinvestovaného zpět do podniku.

$$\text{aktivační poměr} = 1 - \text{výplatní poměr} = 1 - \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

Jestliže podíl reinvestovaného zisku vynásobíme rentabilitou vlastního kapitálu, zjistíme hodnotu tzv. **trvale udržitelné míry růstu** (*sustainable growth rate*,  $g$ ), což představuje takové tempo růstu podniku, pro který není nutné zajišťovat dodatečné vnější zdroje financování, neboť tento růst je profinancován z vlastních zdrojů a reinvestovaného zisku.

$$g = \text{RVK} \cdot \text{aktivační poměr} = \text{RVK} \cdot \left( 1 - \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}} \right)$$

Tento výpočet se používá jako jeden z možných způsobů pro stanovení tempa růstu dividendy, používaného v Gordonově modelu oceňování akcií (*dividend growth model*).

Jestliže rentabilita vlastního kapitálu a výplatní poměr jsou konstantní, zvýší se o  $g$  zisk a dividendy na 1 akcii.

$$\text{udržitelná míra růstu zisku} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot \left( 1 - \frac{\text{dividenda}}{\text{čistý zisk}} \right)$$

Jestliže **dividendu na akcii** a **čistý zisk na akcii** poměříme s **tržní cenou akcie** dostaneme další dva významné ukazatele kapitálového trhu:

- **dividendový výnos** (*dividend yield*)
- **ziskový výnos** (*earnings yield*)

**Dividendový výnos** (*dividend yield*)

$$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$$

Obdobou tohoto ukazatele je **procentní výnos akcie**, což je poměr dividendy na akcii a nominální hodnoty akcie.

$$\text{procentní výnos akcie} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{nominální hodnota akcie}}$$

**Dividendový výnos** (*dividend yield*) udává %-ní zhodnocení investice akcionáře, zajímá akcionáře soustředěné na dividendu. Zůstává-li výše dividendy v průběhu let nezměněná a tržní cena akcie se zvyšuje, hodnota tohoto ukazatele klesá, pro akcionáře je méně příznivá. Pro investory motivované k držení akcií stálým či rostoucím příjmem z dividend se taková akcie stává méně atraktivní a hůře prodejná. Investor bude patrně ochoten akceptovat nižší dividendový výnos, když bude mít určitou jistotu, že tento pokles bude v budoucnu vykompenzován růstem ceny akcie na trhu, který přináší kapitálový výnos (*capital gain*), což pro většinu investorů může být důležitější. Je to údaj důležitý především z hlediska



institucionálních investorů, pro které je dividendový výnos určující pro výnosnost spravovaného kapitálu.

### **Ziskový výnos** (*earnings yield*)

$$\text{ziskový výnos} = \frac{\text{čistý zisk na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$$

**Ziskový výnos** (EPS / tržní cena akcie, E / P) je významnější pro posouzení finanční situace akciové společnosti. Investor má tihne ke koupi akcií, kde ziskový výnos akcie je nebo slibuje brzy být vyšší než ziskový výnos, který požaduje. Pro investora je tento ukazatel mírou rentability vloženého kapitálu. Proto se někdy označuje jako **rentabilita tržní ceny 1 akcie**.

**Ukazatel P / E** (*price-earnings ratio*) je převrácenou hodnotou ziskového výnosu, je tedy poměrem tržní ceny akcie (kurzu) a čistého zisku na jednu akcii:

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

Ukazatel P / E je indikátorem celkového tržního ocenění firmy a očekávané ceny akcie. Interpretace tohoto ukazatele je poměrně složitá. Technicky vzato lze hodnotu ukazatele interpretovat jako dobu návratnosti kapitálu investovaného do nákupu akcie, tj. počet let potřebných ke splacení ceny akcie jejím výnosem, ovšem za předpokladu zachování konstantní výše zisku na akcii a její ceny. Dále ukazuje, kolik korun (resp. jiné měnové jednotky) jsou akcionáři ochotni zaplatit za 1 měnovou jednotku zisku na akcii.

Jaké závěry můžeme učinit, jestliže podnik prodává akcie při vysokém nebo nízkém P/E? Z dividendového modelu oceňování akcií je známo, že současná tržní cena neboli kurz akcie (P) je odvozena z následujícího vztahu:

$$P = \frac{\text{dividenda}}{r}$$

Stanoví se tedy jako poměr předpokládané dividendy na 1 akcii a **r**, kde **r** je ziskový výnos (výnosnost akcie), který akcionáři očekávají z podobných investic. Považuje se za tzv. výnosové kritérium a pro účely výpočtu hypotetické tržní ceny (kurzu) akcií se za **r** nejčastěji dosazuje tržní úroková míra. Hypotetická tržní cena se samozřejmě může lišit od skutečné tržní ceny, jestliže míra výnosu očekávaná investory v závislosti na riziku akcie se liší od tržní úrokové míry.

Úpravou rovnice se odvodí vztah pro výpočet výnosu **r**. Tyto rovnice zachycují situaci, kdy dividendy je v každém roce stejná.

$$r = \frac{\text{dividenda}}{P}$$

Jestliže uvažujeme, že dividendy každým rokem pravidelně roste a očekávaná míra růstu dividend (*dividend growth rate*) je **g**, pak pro současnou tržní cenu akcie platí:

$$P = \frac{\text{dividenda}}{r - g} \qquad r = \frac{\text{dividenda}}{P} + g$$

Je tedy poměrem předpokládané dividendy na 1 akcii a rozdílu mezi **r** a **g**, kde **r** je opět výnos, který akcionáři očekávají z podobných investic, a **g** je očekávaná míra růstu dividend. Úpravou rovnice jsme obdrželi rovnici pro výpočet výnosu **r** za předpokladu růstu dividend o **g**. Tento výnos je součtem ukazatele **dividendový výnos** (dividenda na 1 akcii dělená tržní cenou akcie) a **g**, tj. míry růstu dividend. Tato podoba výnosu se nazývá **míra tržní kapitalizace** (tj. výnosová míra, kterou investoři používají pro diskontování budoucích dividend).

Pokud provedeme další matematickou úpravu druhé rovnice, dostaneme další výraz pro ukazatele **dividendový výnos = r - g**.

Vydělíme-li první z výše uvedených rovnic čistým ziskem na 1 akcii (earnings per share - E), dostaneme:

$$P/E = \frac{\text{dividenda}}{\text{čistý zisk na akcii}} \times \frac{1}{r - g}$$

Na základě tohoto vztahu můžeme odpovědět na otázku, co znamená, jestliže se akcie podniku prodávají s vysokým nebo nízkým P/E.

Relativně vysoké P/E může znamenat, že investoři očekávají vysoký růst dividend **g** nebo že akcie mají malé riziko a proto se investoři spokojí s nižším výnosem **r** nebo že podnik vyplácí akcionářům vysoký podíl dividend z vytvořeného zisku. Je-li naopak ukazatel P / E v rámci oboru příliš nízký, může to znamenat vyšší rizikovost akcie nebo nízký růstový potenciál firmy. Nízká hodnota P / E při relativně vysokém zisku může znamenat, že investoři odhadují snižování zisků firmy v budoucnosti.

Pro ukazatel P/E je známo jednoduché pravidlo, které může dobře sloužit pro orientaci drobných akcionářů. Čím je ukazatel P/E v čase nebo ve srovnání s jinými akciemi nižší, tím je pravděpodobnější, že akcie je dočasně podhodnocena a pro investora tedy "levná", což může znamenat vhodnou investiční příležitost anebo také růst rizika.

Vrátíme-li se na začátek této kapitoly k ukazateli **poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty** (*Price/Book value, Market – to – Book Value*):

$$M / B = M / VK$$

pak úpravou tohoto vzorce dospějeme k závěru, že poměr M/B je dán součinem rentability vlastního kapitálu R/VK a poměru tržní ceny akcie k zisku P/E (*price earnings ratio*):

$$M / VK = P \times a / VK = E \times P / E \times a / VK = E \times a / VK \times P/E =$$

$$= Z/VK \times P/E = \mathbf{RVK \times P/E}$$

Poměr kurzu k zisku P/E je převrácenou hodnotou ziskového výnosu  $r_e$ , která je vyjádřením rizikovosti akcie: čím vyšší je finanční riziko, tím vyšší musí být ziskový výnos akcie. Vzorec potvrzuje známou pravdu, že je třeba usilovat o co největší rentabilitu při co nejnižších finančních rizicích.

### **Mechanismus utváření tržní a vnitřní hodnoty akcie**

Fundamentální analýza vychází z předpokladu, že akcie má svou **vnitřní hodnotu**, kterou lze stanovit. **Tržní hodnota akcie** a její **zisková výnosnost** kolísá podle nabídky a poptávky kolem své **vnitřní hodnoty**, která je dána zejména stavem finanční situace (finančním zdravím) podniku. Ze vztahu tržní a vnitřní hodnoty akcie se usuzuje na to, která akcie je trhem podhodnocená a proto je vhodné ji kupovat, a naopak. Zisková výnosnost požadovaná kapitálovým trhem je určující pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Na burzu jednotliví investoři přicházejí s představou, jaký požadují výdělek a s jakou jistotou. Když účetní rentabilita neodpovídá požadované ziskové výnosnosti, jsou ochotni koupit jen za přiměřenou cenu, aby bylo dosaženo požadované výnosnosti.

**Vnitřní hodnotu akcie** (*intrinsic value*) **VHA** lze stanovit podle ziskového modelu:

$$\mathbf{VHA = E_{exp} \times (P/E)_{exp}}$$

kde  $E_{exp}$  očekávaný zisk po zdanění na jednu akcii

$(P/E)_{exp}$  očekávaná úroveň tržní ceny k zisku P/E

Investoři očekávají od kapitálového trhu, že akciím o stejné rizikovosti přísluší stejný ziskový výnos. Zvýší-li se zisk na akcii, dojde při neměnné požadované ziskové výnosnosti ke zvýšení kurzu akcie.

### **Požadovaný ziskový výnos**

Na dokonalém trhu lze požadovanou ziskovou výnosnost určit pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv **CAPM** (*capital asset pricing model*), o kterém bylo již pojednáno v rámci hodnotových kritérií výkonnosti. Ten předpokládá závislost ziskové výnosnosti na bezrizikové výnosnosti, dále na střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu, která reaguje na vývoj systematických rizik, a v neposlední řadě na koeficientu  $\beta$  (beta), který zohledňuje odchylky systematických rizik, spojených s investováním do daného podniku. To jsou tři faktory, které mohou přivodit změnu požadované ziskové výnosnosti. Nedochozí-li k jejich změně, je požadovaná zisková výnosnost konstantou. Ta se také běžně vnímá z krátkodobého pohledu jako relativně stabilní obdobně, jak tomu bývá u tržní ceny k zisku P/E.

Aktuální požadovaná zisková výnosnost, odpovídající rizikům běžného roku, se dá odhadnout také **přirážkou k výnosnosti bankovních úvěrů** poskytnutých podniku. Základem výpočtu je průměrná úroková míra z úvěrů používaných podnikem v běžném

roce, která v sobě skrývá jednak průměrnou úrokovou míru za daný tržní segment, jednak podnikově diferencovanou rizikovou prémie, která je zřejmě u nadprůměrně (podprůměrně) rizikových úvěrů větší (menší) než 1. Věřitelé mají ovšem při úhradě úroků a splácení jistiny přednost před nároky vlastníků na podíl z likvidační hodnoty, a tomu odpovídá riziko, odrážené v úrokové míře. Riziko vlastníka je ovšem větší než riziko věřitele, a z toho vyplývá, že zisková výnosnost pro investora má být vyšší než (nezdaněná sazbou daně z příjmů) průměrná úroková míra z poskytnutých úvěrů. Proto se do ziskové výnosnosti požadované investory zahrne zvýšená prémie za dodatečné riziko vlastníků. Požadovaná výnosnost vlastního kapitálu se pak odhaduje empiricky na úrovni o 2 až 4 procentní body nad úrovní průměrné úrokové sazby z úvěrů.<sup>1</sup>

### Vnitřní hodnota podniku

U akciové společnosti **tržní hodnota podniku M** (*market value*) je dána **tržní cenou akcie P** násobenou **počtem akcií v oběhu a** :

$$M = a \times P$$

Když k tržní hodnotě akcie přísluší její vnitřní hodnota VHA, pak si lze představit, že existuje také **vnitřní hodnota** (*intrinsic value*) **podniku VHP**:

$$VHP = a \times VHA = a \times E / r_{ep}$$

V souladu se zájmem hodnotit prokázaný výkon podniku z publikovaných dostupných údajů, zavedeme jako  $E_0$  zisk po zdanění na akcii v běžném roce, takže do čitatele vstoupí čistý zisk (zisk po zdanění) v běžném roce:  $a \times E_0 = Z$ . Požadovaná zisková výnosnost  $r_{ep}$  bude konstruována tak, aby odrážela aktuální rizikovost podniku v běžném roce. Pro výpočet prokázané vnitřní hodnoty podniku pak platí vztah

$$VHP = Z / r_{ep}$$

kde  $Z$  ... zisk po zdanění podniku v běžném roce

$r_{ep}$  ... požadovaná zisková výnosnost podniku

Když do vzorce dosadíme  $Z = VK \times r_s$ , získáme alternativní podobu vzorce pro výpočet prokázané vnitřní hodnoty podniku

$$VHP = VK \times r_s / r_{ep}$$

kde  $r_s$  ... skutečná zisková výnosnost podniku

$r_s / r_{ep}$  ... **míra nadzisku**

**Prokázaná vnitřní hodnota podniku** (dále jen vnitřní hodnota podniku) je dána kapitalizací zisku po zdanění v běžném roce pomocí požadované ziskové výnosnosti,

---

<sup>1</sup> Mařík M. a kol.: Metody oceňování podniku. Praha, EKOPRESS, 2003, str. 218.

odpovídající aktuální rizikivosti majetkové účasti pro investora. Slouží k tržnímu hodnocení výkonnosti podniku v běžném roce.

Není-li podnik ziskový, nemá žádnou vnitřní hodnotu. Záporná VHP by byla zavádějící, protože VHP by se při určité ztrátě jevila protismyslně tím příznivější, čím vyšší by byla normální výnosnost (efekt dělení záporného čísla kladným číslem menším než jedna).

Na vnitřní hodnotu podniku navazují další ukazatele výnosnosti podniku podle tržních měřítek:

- a) Přidaná vnitřní hodnota  $PVH = VHP - VK$
- b) Nadzisk  $PVH \times r_{ep}$
- c) Vnitřní / účetní hodnota  $VHP / VK$

Podle zjištěných VHP lze sestavovat *ranking* (pořadí) podniků, hodnotící umístěním v žebříčku jejich finanční výkonnost podle tržních měřítek.

### Srovnání metod hodnocení tržní výkonnosti

1. Jsou-li akcie firmy kótovány na kapitálovém trhu, a je tedy znám kurz akcie **P** a počet akcií v oběhu **a**, lze snadno vypočítat **tržní hodnotu podniku M** a zjistit tržní ziskovou výnosnost  $E/P$  :

$$\begin{aligned} \text{tržní hodnota podniku } M &= P \times a \\ \text{tržní zisková výnosnost } E/P &= \frac{Z}{a} \times \frac{1}{P} \end{aligned}$$

Tržní přidanou hodnotu lze zjistit jako rozdíl mezi tržní **M** a účetní **B** hodnotou podniku:

$$\text{přidaná tržní hodnota} = M - VK$$

Hlavním ukazatelem tržní výkonnosti je zde tržní hodnota podniku (shareholder value) **M**. V případě zájmu lze jako vedlejší produkt odvodit přidanou tržní hodnotu  $M - VK$ .

2. Není-li znám kurz akcie, je třeba odhadnout ziskovou výnosnost  $r_{ep}$ , kterou by požadovali investoři při vkladu vlastního kapitálu do dané firmy. Pak je možno stanovit **vnitřní hodnotu podniku VHP**:

$$\begin{aligned} \text{vnitřní hodnota podniku } VHP &= \frac{Z}{r_{ep}} \\ \text{přidaná vnitřní hodnota} &= VHP - VK \end{aligned}$$

Hlavním ukazatelem tržní výkonnosti je zde vnitřní hodnota (*intrinsic value*) podniku, která supluje neznámou tržní hodnotu. Odvozeným produktem je přidaná vnitřní hodnota.

3. Klade-li se důraz na absolutní vyjádření přebytku či schodku tržní (vnitřní) hodnoty nad účetní hodnotou, dochází k přednostnímu uplatnění **ekonomické přidané hodnoty**:

Ekonomická přidaná hodnota  $EVA = VK \times (r_{es} - r_{ep})$ ,

kde vlastní kapitál se násobí rozdílem mezi skutečnou  $r_{es}$  a požadovanou  $r_{ep}$  rentabilitou vlastního kapitálu.

Z ekonomické přidané hodnoty se dá odvodit **hodnota podniku  $HP_{EVA}$**  (rovnající se jeho vnitřní hodnotě

Hodnota podniku  $HP_{EVA} = \text{ekonomická přidaná hodnota EVA} + \text{tržní přidaná hodnota MVA}$ ,

$$\text{kde } MVA = \frac{EVA}{r_{ep}}$$

EVA a VHP jsou (díky požadované ziskové výnosnosti) navzájem spřízněné metody hodnocení finanční výkonnosti: relativní ukazatel **zisk skutečný k zisku požadovanému** i relativní ukazatel **vnitřní hodnota k účetní hodnotě** dávají totiž shodné výsledky, neboť oba vyjadřují **míru nadzisku**. Snadná použitelnost a dobrá srozumitelnost činí však poměr vnitřní hodnoty podniku k vlastnímu kapitálu VHP/VK příhodnějším nástrojem finanční analýzy pro zhodnocení úsilí podniku při uspokojování zájmů akcionářů a jiných vlastníků.

