

EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA A MIKROEKONOMIE

E · M

Rostislav Kolařík

Abstrakt:

Nejlépe posoudí výkonnost podniku kapitálový trh. Ovšem tržní hodnotu nelze přímo ovlivnit ani podle ní řídit. Manažeři proto potřebují ukazatele použitelné pro dlouhodobé i operativní řízení podniku, které dobře korelují s vývojem tržní ceny akcií. V posledních letech se i u nás stále více dostává do povědomí koncepce hodnotového řízení s hlavním ukazatelem ekonomické přidané hodnoty ve zkratce EVA (Economic Value Added). Tento přístup k hodnocení a řízení výkonnosti podniku staví na první místo zájem jeho vlastníků a za hlavní cíl podniku považuje tvorbu hodnoty a bohatství pro vlastníky. Tento článek se snaží nalézt teoretické základy hodnotového přístupu s ukazatelem EVA v mikroekonomii s cílem dokázat, že východiska hodnotového přístupu nejsou nikterak nová a převratná, jak je někdy chybně prezentováno. Jde o konfrontaci hodnotové koncepce a ukazatele EVA se základními mikroekonomickými pojmy jako jsou cíl podniku, ekonomický zisk, kapitál, náklady a riziko. Ve všech těchto oblastech mikroekonomické teorie je možné nalézt společná východiska a základy pro stále populárnější hodnotovou koncepci finančního řízení podniku.

Klíčová slova: mikroekonomie, ekonomická přidaná hodnota, cíl podniku, kapitál, náklady, riziko

1. Ekonomická přidaná hodnota

Koncepce řízení hodnoty (hodnotová koncepce, hodnotový přístup) vznikla v USA v 80. letech při hledání vhodného nástroje pro oceňování podniku v souvislosti s tehdejší vlnou fúzí a akvizic. Hlavní charakteristikou je řízení podniku z pohledu zájmu jeho vlastníků. Základem je ekonomický ukazatel EVA, který je vytvořenou nadhodnotou (reziduálním příjmem), kterou podnik vytvoří po odečtení všech nákladů. Nejedná se o čistý zisk, jak by se mohlo zdát, protože od vytvořeného zisku je nutné odečíst také náklady na vložený kapitál a to včetně nákladů na vlastní kapitál, které běžné akruální účetnictví neeviduje.

Ekonomická přidaná hodnota se vypočítá na základě obecného vzorce:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times C) \quad (1)$$

nebo

$$EVA = \left\{ \frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right\} \times C \quad (2)$$

kde:

NOPAT - operativní hospodářský výsledek po dani (Net Operation Profit After Taxes), NOA - operativní aktiva (Net Operation Asset), C - vlo-

žený úplatný kapitál (cizí i vlastní), WACC - vážené průměrné náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital),

EVA představuje rozdíl mezi provozním ziskem po dani a náklady na použitý kapitál. Východiskem je pohled vlastníka, který na podnik pohlíží jako na svou investici a hodnotí, zda mu přináší zisk srovnatelný s jinými tržními příležitostmi za podstoupení stejného či srovnatelného rizika.

Pro výpočet potřebujeme znát tři základní údaje:

- hospodářský výsledek z operativních činností (NOPAT);
- tomuto hospodářskému výsledku odpovídající provozní aktiva (NOA);
- průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

Za operativní výsledek hospodaření a operativní aktiva nelze přímo dosadit provozní hodnoty, které definuje účetnictví. Výraz operativní je zde použit ve smyslu hlavní činnosti podniku. Cílem je získat reálný obraz hospodaření podniku vycházející z činnosti, pro kterou je podnik určen. Je nutné odstranit všechny mimořádné a nesouvisející aspekty, které se projeví ve výsledku hospodaření, avšak nesouvisí s předmětem činnosti podniku a tedy ani reálně nevyjadřují jeho výkonnost. Rovněž je nutné odstranit hlavní zkr-

lení v účetních hodnotách dosaženého výsledku hospodaření a evidovaného majetku a kapitálu, které jsou způsobeny jednak nedostatky účetnictví a také daňovou optimalizací, která je pro naše podniky typická [8]. Důvodem, že do dnešní doby tradiční účetní pohled na podnik převažuje, je především univerzálnost a široká zavedenost účetnictví, která umožňuje snadno, rychle získat navzájem srovnatelné a specifikované hodnoty. Účetní model však trpí významnými nedostatky, které plynou z jeho omezené schopnosti zobrazit ekonomickou realitu podniku.

Hodnotový přístup sice vychází z údajů, které poskytuje účetnictví, avšak účetní data jsou podrobena značným úpravám. Agentura Stewart (Stern, která vlastní ochrannou známku ke zkratce EVA, doporučuje až 164 úprav dat získaných z účetnictví podniku.

2. EVA, alternativní teorie podniku a ekonomický zisk

Mikroekonomická teorie v klasickém pojetí považuje za cíl podniku maximalizaci okamžitého zisku. Toto pojetí cíle podniku v užším, účetním pohledu je však velmi statické a krátkozraké, protože stanovuje jako cíl určitou konkrétní účetní hodnotu za dané období, opomíjející dlouhodobá hlediska. Moderní přístupy, které jsou označovány jako alternativní teorie podniku, preferují jako cíl podniku maximalizaci současné hodnoty všech budoucích zisků. Pokud však budeme za klasický cíl podniku považovat maximalizaci zisku ekonomického, jehož hodnota v sobě mimo jiné zahrnuje také očekávanou hodnotu budoucích zisků, můžeme s jistým nadhledem konstatovat, že také alternativní teorie podniku definují hlavní cíl podniku jako maximalizaci zisku, avšak zisku ekonomického.

Za hlavní příčiny odklonu od klasického cíle podniku k alternativním cílům jsou považovány především:

1. růst velikosti podniků a složitosti jejich struktury;
2. oddělené vlastnictví od řízení;
3. snahu o růst a dlouhodobou existenci podniku.

Moderní přístupy k teorii podniku a jeho cílům vycházejí především z potřeb velkých podniků. U malých podniků, kde organizační struktura ani produkční proces nejsou příliš složité a kde navíc

vlastníci jsou přímo řídícími pracovníky, kritérium maximalizace okamžitého zisku může stačit, protože značná část dlouhodobého rozhodování se děje na základě spíše intuice než na sofistikovaném přístupu podloženém ekonomickou teorií.

U větších podniků se složitou organizační strukturou, s víceúrovňovou hierarchií, s rozvinutou decentralizací a široce delegovanými pravomocemi však intuitivní přístup selhává a je nutné uplatnit sofistikovanější komplexnější metody. V těchto podnicích je nutné zavést systém řízení s danými pravidly a ukazateli, podle kterých je možno podnik řídit a směřovat k naplňování dlouhodobých strategických cílů.

Významnou charakteristikou velkých podniků je oddělené vlastnictví a řízení (akciové společnosti). Vzniká zde rozpor mezi zájmy vlastníků a zájmy manažerů. Chování manažerů i vlastníků je analogické s chováním spotřebitelů s cílem maximalizace užítku [11, 12]. Na chování vlastníků je patrná preference cíle v podobě maximalizace zisku v podobě vyplácených dividend a zhodnocení akcií, oproti cílům zaměřeným na dlouhodobou perspektivu a udržení pozice v podniku na straně manažerů.

V souvislosti s rostoucím důrazem na růst a dlouhodobou existenci podniku je zřejmý odklon od klasického cíle v podobě maximalizace okamžitého zisku k dlouhodobějším cílům založeným na maximalizaci budoucích zisků a tržní hodnoty podniku - tzn. maximalizaci ekonomického zisku. Pohled na fungování podniku jako ekonomického celku a na smysl jeho existence spočívající v maximalizaci hodnoty podniku pro vlastníky je podstatou řízení hodnoty. Hodnotový přístup je tedy představitelem jedné z alternativních teorií podniku, kde hlavním cílem podniku je dlouhodobá tvorba EVA, která je vyjádřením ekonomického zisku podniku.

Účetní zisk vychází pouze z explicitních nákladů a výnosů. Ekonomický zisk je mimo jiné ovlivněn rovněž implicitními náklady, které nejsou reálně vynakládány a tedy ani účetně evidovány. Řízení hodnoty a ukazatel EVA jsou zaměřeny na ekonomický zisk podniku. Hodnotová koncepce počítá s implicitními náklady (alternativní náklady vlastního kapitálu) a tradiční účetní model podniku používá pouze jako východisko pro vyjádření modelu ekonomického. Podstatou je analyzovat výkonnost podniku včetně hlavních faktorů, které výkonnost ovlivňují s cílem tuto výkonnost pro-

střednictvím vhodného metodického aparátu řídit a dosahovat ekonomický zisk v podobě EVA.

Klasická mikroekonomická teorie podniku a jeho cíle v podobě maximalizace okamžitého zisku (užší pojetí) v dnešní době již není všeobecně uznávaným dogmatem. Především v důsledku rostoucí velikosti a složitosti podniků, odlišnosti zájmů vlastníků a manažerů a nových přístupů ke smyslu existence podniku, je tento tradiční cíl opouštěn. Hodnotový přístup považuje za smysl a cíl existence podniku maximalizaci užítka - bohatství pro vlastníky a tomuto cíli se snaží podříditi veškeré rozhodování. Pokud však mikroekonomické pojetí teorie podniku a jeho cíle vztáhneme k maximalizaci ekonomického zisku (širší pojetí), pak lze toto pojetí podnikového zisku spojovat s moderními teoriemi podniku. Zjišťujeme tedy, že mikroekonomická věda dává teoretický základ a východiska i pro nové alternativní teorie podniku, mezi které patří i řízení hodnoty. Zdánlivě nové pojetí podniku a jeho cíle je tak pouze návratem k podstatě mikroekonomické teorie, jež byla v minulosti opomíjena v důsledku převažujícího účetního pohledu na podnik.

3. EVA a kapitál jako výrobní faktor

Každý podnik pro svoji činnost potřebuje zajistit vstupy tak, aby mohl zajistit svoji produkční funkci s cílem maximalizovat ekonomický zisk. Tyto vstupy nazýváme výrobními faktory a členíme je na tři základní skupiny - práce, půda a kapitál.

Mezi nejdůležitější rozhodování podniku patří optimální rozdělení jednotlivých nakupovaných faktorů s cílem minimalizovat náklady s nimi spojené a maximalizovat zisk. Kapitál a mikroekonomická teorie kapitálu jako výrobního faktoru podniku je jedním ze základních pilířů hodnotové koncepce. Existuje několik pohledů na vlastní definici kapitálu a jeho podobu [9]:

- kapitálové statky - dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek;
- finanční kapitál - dlouhodobá finanční aktiva, peníze;
- lidský kapitál - znalosti a dovednosti ztělesněné v pracovních silách.

Společným rysem kapitálu je skutečnost, že v budoucnosti přináší podniku, který v současnosti vynaložil určité zdroje na jeho získání, dodatečný příjem nebo užitek. Každý podnik se musí rozhodovat, kdy a kolik vynaloží svých prostředků

na pořízení kapitálu a při tomto rozhodování uplatňuje zásady investičního rozhodování. Hodnotová koncepce pohlíží na veškerý kapitál podniku jako na faktor, který zajišťuje produkční funkci podniku a který s sebou přináší ekonomické náklady. Na rozdíl od tradičního účetního pojetí, kdy je zisk snížen pouze náklady cizího kapitálu, v hodnotě EVA jsou rovněž odečteny náklady vlastního kapitálu.

Při výpočtu EVA a stanovování hodnoty podniku, se vychází z hodnoty kapitálu, kterým je financován majetek podniku zajišťující produkční funkci. Hodnoty majetku v účetnictví se upraví tak, aby se nejvíce blížily ekonomické realitě. Úpravy se dějí za respektování tří hlavních hledisek [9]:

1. rozdíl mezi účetní a reálnou cenou majetku;
2. zohlednění hodnoty majetku, který účetnictví nezachycuje (např. leasing);
3. reálný příspěvek majetku ke tvorbě operativního zisku.

Při pohledu na kapitál hodnotová koncepce uplatňuje členění z hlediska vlastnictví. Kapitál člení podle vztahu poskytovatele k podniku na vlastní a cizí. Vychází se z předpokladu, že podnik využívá ke své činnosti úplatný a neúplatný kapitál. U úplatného kapitálu je nutné správně vypočítat náklady na tento kapitál. Vlastníci podniku jsou pokládáni za investory - poskytovatele vlastního kapitálu, kteří očekávají adekvátní zisk vzhledem k velikosti investovaného kapitálu a míře podstupovaného rizika. Stanovení výše nákladů na vlastní kapitál patří mezi nejdůležitější, ale i nejtěžší úkoly hodnotové koncepce.

Náklady cizího kapitálu jsou určeny přímo úrokem, který je nutné platit věřitelům, jsou zachyceny v účetnictví. Náklady vlastního kapitálu účetnictví nezná a je nutné je správně určit. Při jejich stanovení se uplatňují zásady ekonomického pojetí vztahu rizika a výnosu. Východiskem pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je výše bezrizikové úrokové míry. Bezriziková úroková míra navýšená o prémii za riziko pak určuje náklady na vlastních kapitál, který je celý považován za úplatný na rozdíl od části cizího kapitálu, za který podnik neplatí (rezervy, krátkodobé závazky). Teoreticky se při stanovení nákladů na kapitál uplatňují zásady indifferenční analýzy, kdy lze indifferenční křivkou vyjádřit jednak vztah rizika a výnosu a jednak vztah důležitý pro volbu optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem za účelem nalezení optimální kapitálové struktury s minimálními průměrnými náklady na kapitál.

Ekonomická teorie kapitálu, investičního rozhodování a zásady indifferenční analýzy poskytují základ a východisko pro stanovení nákladů na kapitál a volbu jeho struktury. Hodnotový přístup a jeho pohled na kapitál podniku zde vychází z teoretických základů mikroekonomie. S náklady podnikového kapitálu jako výrobního faktoru podniku úzce souvisí teorie nákladů podniku a rizika.

4. EVA a implicitní náklady podniku

Výchozím předpokladem analýzy nákladů podniku, kterou se zabývá mikroekonomická teorie je jejich minimalizace při zajišťování produkční funkce. Analýza nákladů podniku je studíí finančních okolností produkční funkce podniku.

Hodnotový přístup vychází z účetních nákladových položek, které upravuje a doplňuje tak, aby se co nejvíce přiblížily ekonomické realitě podniku. Mluvíme o konverzi účetního modelu na model ekonomický. Jedná se především o odstranění nedostatků účetnictví a zohlednění implicitních nákladů.

Ekonomie se zabývá náklady podniky z několika hledisek:

- a) časové hledisko (krátkodobé a dlouhodobé);
- b) závislost na objemu produkce (fixní a variabilní);
- c) hledisko analýzy nákladových funkcí (celkové, jednotkové, průměrné, mezní);
- d) ekonomické hledisko (explicitní a implicitní).

Právě zohlednění implicitních nákladů je jednou ze základních výhod hodnotového přístupu. Klasické účetní pojetí podniku a jeho výkonnosti totiž kalkuluje pouze s explicitními náklady, které jsou zaneseny v účetních knihách. Účetní hledisko náklady na kapitál odvozuje od výše reálné vynaložených nákladů cizího kapitálu. Hodnotový pohled však navíc zohledňuje implicitní náklady vlastního kapitálu a jejich výše je dána částkou, kterou by podnik mohl získat, kdyby tento kapitál využil jinak (např. investoval na trhu). Investor totiž přichází o výnos z jiné příležitosti, kterou má k pronajmutí tohoto statku. Z toho plyne označení alternativní náklady vlastního kapitálu nebo také náklady obětované příležitosti.

Při stanovení nákladů vlastního kapitálu se vychází z hodnoty tohoto kapitálu a úrokové míry, která se stanovuje nejčastěji metodou CAPM nebo stavebnicovou metodou. Model CAPM nachází uplatnění především v oblastech s vyspě-

lými kapitálovými trhy, které stanovují (- koeficient aktiva (korelace s dlouhodobým vývojem tržního portfolia). Vzhledem k nízké funkčnosti kapitálového trhu v ČR se model CAPM u nás příliš nevyužívá a vhodnější se jeví metoda stavebnicová (3), která navíc dokáže zohlednit dílčí specifika jednotlivých podniků. Tuto metodu u nás využívá ve svých finančních analýzách rovněž Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Určení nákladů vlastního kapitálu je nezbytným předpokladem pro zjištění, zda podnik přináší svým vlastníkům užitek nebo naopak vlastníci ztrácejí.

Hodnotový přístup tedy se svým pojetím alternativních nákladů na vlastní kapitál nepřichází s novým přístupem. Tento pojem klasická mikroekonomie zná a úzce souvisí s teorií implicitních nákladů podniku a ekonomickým ziskem. Je zřejmé, že mikroekonomické pojetí implicitních nákladů poskytuje teoretický základ pro určení alternativních nákladů na kapitál při výpočtu hodnoty EVA.

5. EVA a pojetí rizika

Se stanovením nákladů na vlastní kapitál a určením prémie za riziko úzce souvisí mikroekonomická teorie zabývající se vztahem rizika a výnosu. Hodnotový přístup respektuje základní pravidlo, že s rostoucím rizikem roste i očekávaný výnos. V tomto případě je očekávaný výnos pro vlastníky vyjádřen mírou alternativních nákladů na vlastní kapitál.

V tradičních rozhodovacích modelech se předpokládá rozhodování za jistoty, což znamená, že každé rozhodnutí má pouze jeden důsledek a ten je předem znám. Tento předpoklad je však velmi teoretický a vzdálený realitě ekonomického života. Ve skutečnosti však většina rozhodnutí probíhá v podmínkách nejistoty a rozhodnutí má více možných důsledků. Který z těchto důsledků nastane není předem známo. Nejistota výsledků je dána jednak neznalostí všech procesů, složitostí systému, obrovským množstvím vlivů apod. Z těchto faktů vyplývá, že naprostá většina rozhodnutí (nejen v ekonomii) se děje v podmínkách nejistoty, přičemž známé i neznámé výsledky nastanou pouze s určitou pravděpodobností. Pokud známe všechny výsledky, které mohou nastat i jejich pravděpodobnost, mluvíme o rozhodování za rizika. Pakliže neznáme všechny možné výsledky nebo neznáme jejich pravděpodobnost, pak mluvíme o rozhodování za nejistoty.

Ekonomie pracuje s pojmem očekávaného užítu náhodných výsledků, který charakterizuje jako střední hodnotu užítu jednotlivých výsledků vynásobených jejich pravděpodobností, přičemž jde o všechny možné výsledky a součet všech pravděpodobností je 1 (nebo 100 %).

Dále ekonomie definuje vztah k riziku toho, kdo rozhoduje a rozlišuje tři varianty a jejich křivku celkového užítu [8]:

- 1) averze k riziku - preferuje se jistý výsledek před rizikem se stejným výsledkem, funkce užítu je konkávní s rostoucími příjmy celkový užitek sice roste, ale mezní užitek klesá;
- 2) neutrální vztah k riziku - funkce celkového užítu je lineární, přímka procházející počátkem;
- 3) vyhledávání rizika - ochota podstoupit riziko relativně malé pravděpodobnosti nejvyššího možného výsledku riskantní alternativy (funkce užítu je konvexní).

Vztah člověka k riziku se odvozuje z jeho volby mezi jistou částkou peněz a alternativou spravedlivé sázky, která poskytuje očekávaný výnos shodný s výchozí jistou částkou. Je zřejmé, že v praxi je nejrozšířenější první varianta tedy averze k riziku, jak již plyne i ze základního pravidla financování, kdy je preferována jistá koruna před nejistou. Odmítání rizika vysvětluje ekonomie tím, že následné získávání stejné peněžní částky přináší stále menší přírůstek užítu (funkce klesajícího mezního užítu).

Jak tedy roste riziko, tak roste i očekávaný (požadovaný) výnos. Každý výnos bude však dosažen s určitou pravděpodobností, což záleží na rizikovitosti aktiv. Riziková aktiva přináší peněžní příjem, který není s jistotou znám. Naopak bezriziková aktiva přináší jistý peněžní příjem. Různá aktiva mají tedy různé očekávané výnosy. Při různých výnosech budou lidé kupovat i taková aktiva, jejichž očekávaný výnos je nižší, protože poptávka po aktivech závisí nejen na očekávaných výnosech, ale také na jejich rizikovitosti.

Vztah rizika a výnosu je základem pro odvození alternativních nákladů na vlastní kapitál (r_e). Alternativní náklad spočívá ve výnosnosti stejné rizikové příležitosti (alternativy), jakou je investice vlastníka v daném podniku. V praxi je však téměř nemožné najít alternativní aktivum k danému podniku, které by bylo stejně rizikové a u něhož bychom znali výnos, proto se tato úroková sazba odvozuje jinak než jen pouhým srovnáním.

Při určování r_e se vychází z výnosnosti bezrizikového aktiva (např. sazba dlouhodobých státních

dluhopisů), ke které se přičte premie za riziko. Tato premie je část výnosu kapitálu, která kompenzuje vlastníkovu riziko podstoupené s danou investicí na rozdíl od investování do bezrizikového aktiva s jistým výnosem.

Rozlišuje se riziko:

- systematické - nelze jej eliminovat, je nutné jej podstoupit, je součástí rizikové premie;
- nesystematické - lze jej eliminovat, není nutné jej podstoupovat, nemělo by být zahrnuto v rizikové premii (lze eliminovat diverzifikací).

Je zřejmé, že je velmi podstatné stanovení výše rizikové premie. Pro potřeby hodnotového řízení, jak již bylo uvedeno, se nejčastěji využívají následující dvě metody [9]:

- 1) CAPM (Capital Asset Pricing Model);
- 2) stavebnicová metoda.

Model CAPM stanovuje rizikovou premii aktiva porovnáním očekávaného výnosu této investice s očekávaným výnosem celého akciového trhu. Pokud by totiž vlastník diverzifikoval své portfolio do celého akciového trhu, nepodstupoval by žádné nesystematické riziko. Podstupoval by však riziko systematické, protože akciový trh reaguje na celkový vývoj ekonomiky. Citlivost výnosnosti aktiva na změny výnosnosti celého trhu se vyjadřuje pomocí tzv. β - koeficientu. Koeficient se stanovuje regresní analýzou pomocí metody nejmenších čtverců podle dlouhodobého vývoje výnosnosti aktiva a výnosnosti celého trhu. Koeficient odráží, v jaké míře určité aktivum podléhá vlivu všeobecného tržního poklesu či vzestupu a zobrazuje systematické riziko aktiva. Premie za riziko daného aktiva je určena násobkem β - koeficientu s celkovou rizikovou tržní premii. Alternativní míra nákladu vlastního kapitálu tvoří součet této premie za riziko a bezrizikové sazby.

Stavebnicový způsob stanovení rizikové premie se využívá v ekonomikách, kde není rozvinutý nebo zcela funkční kapitálový trh a také pro podniky, jež nemají tržně stanovené β - koeficienty. Tato metoda spočívá v tom, že k bezrizikové sazbě se připočítávají dílčí přírůstky za riziko (za velikost podniku, za produkční sílu, za finanční stabilitu a za finanční strukturu). Tuto metodu stanovení premie za riziko využívá i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Protože na kapitálovém trhu ČR jsou pro akcie jednotlivých podniků k dispozici pouze nepřesné odhady β - koeficientů, je častěji využívána metoda rizikových přírůstků.

Pojem riziko je s ekonomikou a ekonomickým rozhodováním úzce a nerozdílně spjat. Rizikovost je jedním ze základních faktorů ekonomického světa. Všechny jevy, které v ekonomice probíhají, se dějí s určitou pravděpodobností. Je logické, že s rostoucím rizikem a nejistotou je očekáván vyšší užitek - vyšší výnos. Hodnotový přístup kalkuluje s rizikem zejména při určování alternativních nákladů vlastního kapitálu. Od alternativních nákladů na vlastní kapitál, které v sobě zahrnují ekonomické riziko se pak odvíjí hodnota vytvořené EVA. Při stanovení výše rizika a určení požadované rizikové prémie jsou využívány metody a principy, které vychází ze základní mikroekonomické teorie zabývajících se vztahem rizika a výnosu.

Závěr

Cílem tohoto článku bylo nastínit některé základní aspekty moderního hodnotového přístupu k řízení podniku v kontextu mikroekonomické teorie. Při studiu základních charakteristik hodnotové koncepce je zřejmé, že tato koncepce vychází ze základů mikroekonomické teorie, podle které podnik usiluje o maximalizaci ekonomického zisku a ten je hlavním cílem podnikání. Ukazatel EVA lze považovat za snahu o finanční vyjádření hodnoty ekonomického zisku. Mikroekonomie pracuje s implicitními náklady podniku, které hodnotový přístup také zohledňuje a to zejména v podobě alternativních nákladů vlastního kapitálu (náklady obětované příležitosti). Snahou hodnotové koncepce je tak zobrazení výkonnosti podniku bližší ekonomické realitě než to dokáže tradičního účetní pojetí, které třeba implicitní náklady vůbec nezná. Riziko, které je základní a nedílnou součástí ekonomického prostředí a procesu rozhodování v něm, je v podobě očekávaných rizikových premií jedním ze základů hodnotového přístupu a neopomenutelným faktorem při stanovení alternativních nákladů vlastního kapitálu. Při určování výše EVA a stanovení hodnoty podniku se také uplatňují zásady investičního rozhodování a indifferenční analýzy, které jsou definovány v mikroekonomické teorii. Kapitálu jako výrobnímu faktoru podniku je v hodnotové koncepci věnována nemalá pozornost a vliv kapitálu na produkční funkci a výkonnost podniku je vyjádřen v souladu s ekonomickou realitou narozdíl od zkrslujícího účetního pojetí.

Hodnotové řízení se ve světě prosazuje jako moderní a progresivní metoda hodnocení a řízení

výkonnosti podniku a není tomu jinak ani v ČR. Je dobré si uvědomit, že se nejedná o zcela nový ekonomický pohled na podnik a jeho finanční řízení. Při konfrontaci hodnotové koncepce s klasickou mikroekonomickou teorií zjistíme, že řízení hodnoty a ukazatel EVA čerpají v mnoha oblastech ze základů mikroekonomické teorie a snaží se odstranit zásadní nedostatky tradičního avšak pro řízení nedostačujícího účetního pohledu na podnik. Pro střednictvím hodnotové koncepce tak jsou do ekonomické praxe uváděny zásady a principy, jež jsou v mikroekonomické teorii jsou již dlouhou dobu známy, avšak které byly v důsledku popularity účetního pohledu na podnik v praxi dosud opomíjeny.

Literatura:

- [1] BREALEY, A., MYERS, C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1993. ISBN 80-85605-24-4
- [2] GOSWAMI, K., REMEŠ, D. Měření výkonnosti podniku. *E+M Ekonomie a Management*, 2004, roč. 7, č. 3, s. 59 - 64. ISSN 1212-3609
- [3] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
- [4] KNÁPKOVÁ, A. Využití poměrových ukazatelů a ekonomické přidané hodnoty pro benchmarking finančního řízení podniků. *E+M Ekonomie a Management*, 2003, roč. 6, č. 3, s. 56 - 60. ISSN 1212-3609
- [5] MACÁKOVÁ, L. a kol. *Mikroekonomie - základy a středně pokročilý kurz*. 1. vyd. Praha: Melandrium, 2002. ISBN 86-86175-20-0
- [6] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení a měření výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-36-X
- [7] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. ISBN 80-247-0125-1
- [8] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: Linde nakladatelství s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7
- [9] SAMUELSON, P. A., NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991. ISBN 80-205-0192-4
- [10] SKALICKÝ, J., IRCINGOVÁ, J., MÍČOVÁ, T. Přidaná hodnota a řízení projektu. *E+M Ekonomie a Management*, 2004, roč. 7, č. 1, s. 49 - 55. ISSN 1212-3609

- [11] SOUKUP, J. *Mikroekonomická analýza*. 1. vyd. Praha: Melandrium, 2001. ISBN 80-86175-13-8
- [12] SOUKUPOVÁ, J. a kol. *Mikroekonomie*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1999. ISBN 80-7261-005-8
- [13] SOUKUPOVÁ, J. a kol. *Mikroekonomie pro inženýrské studium - skripta*. 1. vyd. Praha: VŠE v Praze, 1995. ISBN 80-7079-303-1
- [14] VACÍK, E. Jak stanovit průměrné vážené náklady kapitálu. *E+M Ekonomie a Management*, 2004, roč. 7, č. 4, s. 58 - 64. ISSN 1212-3609
- [15] VACÍK, E. Současné nástroje pro měření, sledování a řízení výkonnosti společnosti. *E+M Ekonomie a Management*, 2004, roč. 7, č. 2, s. 61 - 67. ISSN 1212-3609
- [16] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. EVA and *Valuebased Management*. 1st ed. New York: McGraw-Hill, 2001. ISBN 0-07-136439-0

Ing. Rostislav Kolařík

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
rkolarik@tomaas.cz

Doručeno redakci: 4. 1. 2006

Recenzováno: 5. 6. 2006

Schváleno k publikování: 3. 7. 2006

SUMMARY

ECONOMIC VALUE ADDED AND MICROECONOMICS THEORY

Rostislav Kolařík

Modern economic approach in business management and valuation of corporation bring in last years „new“ view of company measurement and performance rating. It's value approach if you like shareholder value approach. Essential and fundamental indicator is Economic Value Added in abbreviation EVA, which is registered trademark of Stern (Stewart Company). EVA represents value of economic extra profit after deduction all relevant costs including costs of shareholders capital, which current accounting doesn't charge. Accounting data are source by finding value of companies EVA. It is similar to conventional accounting measures of profit, but with one important difference: EVA considers cost of all capital. This approach to company performance that means from point of view shareholders interest is very popular in last years and still spread through all economics. Shareholder value and EVA are sometimes incorrectly thought as quite new, modern economic theory, but principles of shareholder value conception go from classical microeconomic theory. This article tries to identify several main theoretical basics of shareholders value and EVA conception. By thoroughly study we find that these principles come from principles of microeconomics theory, which aren't new. During my shareholder value and EVA conception research I found few under mentioned economic fields, where classical microeconomic theory is basis for this modern conception. These fields are: company objectives and alternative company theory, capital as production factor, company expenses and risk. This article tries to describe shared features between classical economics theory and shareholder value conception and prove, that classical theory provides basics for this modern approach. Shareholder value is not completely new theory, but comes from microeconomics basis, which because of strong influence of accounting approach in last decades stayed little apart.

Key words: microeconomics, economic value added, company purpose, capital, expenses, risk