

Value drivers podniků zpracovatelského průmyslu České republiky v letech 2007–2011

Value Drivers of Processing Industry Enterprises in the Czech Republic in the Years 2007–2011

Michala Strnadová, Michal Karas, Mária Režňáková

Abstract:

Purpose of the article: The article strives to identify quantitative factors that positively or negatively influence the performance of enterprises and thus also their value (the so-called value drivers). Research was performed in processing industry enterprises in the Czech Republic which contribute about 25 per cent to the gross value added in the CR.

Methodology/methods: The principal research method is the logarithmic decomposition of the ROE. In the analysis, data from the processing industry enterprises from the years 2007–2011 were used. The data were aggregated for the purposes of the calculation. Because Grubbs test confirmed the existence of extreme outliers in the sample, a 5% Winsorized mean was used in the aggregation. This approach makes it possible to identify the most important factors responsible for changes in enterprise performance.

Scientific aim: The aim of the article is to identify value drivers of processing industry enterprises in the CR, *i.e.* factors that are responsible for the growth or decline in enterprise value. In view of the positive correlation between the value of an enterprise and its return on equity, the return on equity decomposition was used in the analysis.

Findings: The results show that performance of industrial enterprises in the CR decreased as early as in 2008, the reason being lower profit rates (measured by operating margin). The decrease in profit rates was also evident in the negative effect of the debt load on the decrease in the ROE between 2008 and 2009, in spite of the decreasing interest rates. This leads to an unambiguous conclusion that industrial companies failed to adjust their cost structure to the decrease in demand, which caused a marked decrease in their performance.

Conclusions: Research results identified the decisive factors influencing the change in the performance of enterprises in the years 2007 to 2011, which can be considered positive or negative value drivers.

Keywords: performance of enterprises, value drivers, return on equity, dynamic decomposition of the return on equity, logarithmic method, processing industry

JEL Classification: G32, L60

Úvod

V současné ekonomické teorii převládá názor, že cílem podnikání je růst hodnoty podniku (viz např. Damodaran, 2006, Koller a kol., 2005, Mařík a kol., 2007, Kislíngerová a kol., 2007, Young, O'Byrne, 2001 a další). Jeho teoretickým i praktickým rozpracováním je hodnotový management (value based management, VBM), který představuje cílené systematické ovlivňování hodnoty podniku působením na dílčí činnosti a procesy probíhající v podniku. Pro koncepci hodnotového řízení je typická dlouhodobá orientace na rozvoj činnosti a procesů podniku, které pozitivně ovlivňují jeho schopnost generovat výnosy v budoucnu. To vyplývá ze způsobu kvantifikace (a tím i definice) hodnoty podniku: hodnota podniku je daná současnou hodnotou budoucích výnosů, které získávají investoři a věřitelé po uspokojení potřeb ostatních na podnikání zainteresovaných subjektů. To znamená, že závisí na jedinečnosti a kvalitě nabízeného produktu, na postavení podniku na trhu, úrovni efektivního řízení nákladů, na inovačních schopnostech zaměstnanců podniku, jako i na schopnosti vyhledávat nové investiční příležitosti a efektivně využívat disponibilní zdroje, tj. řídit procesy a činnosti v podniku. Současně to znamená, že všechna rozhodnutí v podniku musí být přijímána z hlediska vlivu na hodnotu podniku. Prosperující podnik, zvyšující svou hodnotu, přináší hodnotu i pro své zákazníky, uspokojuje potřeby svých zaměstnanců, odvádí část vytvořené hodnoty do veřejných rozpočtů a tím umožňuje rozvoj společnosti. Naopak, ztrátový podnik je nucen propouštět své zaměstnance, stává se nespolehlivým pro své dodavatele a věřitele, ale i pro své zákazníky, protože nemusí být schopný dostát smluvním závazkům v čase a kvalitě. (Režňáková, 2012).

Koncepce hodnotového managementu vyvolává potřebu aplikace nových přístupů k rozhodování, vyznačujících se systémovým charakterem jako i užívání nových ukazatelů, které výstižněji měří efektivnost procesů, kterými je hodnota generována. Z toho se odvodil název pro jejich označování: generátory hodnoty (*value drivers*). Identifikace generátorů hodnoty je rozhodujícím úkolem hodnotového managementu. Představuje operacionalizaci vysoce agregovaného ukazatele hodnoty podniku na úroveň operativních procesů (Staňková, Režňáková, Beranová, 2010).

Hodnotový management je založen na implementaci teorie a praxe. Základním principem je zvyšování hodnoty z pohledu vlastníka (a všech, kteří jsou na fungování podniku zainteresováni – stakeholder value). Tradičně používané ukazatele měření dosa-

hovaného výnosu podniku vykazují určité nedostatky – např. jsou zkresleny účetními konvencemi, neberou v úvahu skutečné náklady na získání kapitálu a riziko podnikání (Dluhošová, 2004). Přes všechny nedostatky je analýza ROE v praxi široce využívána. Představuje na základě systematické práce s výkazy jednoduchý koncept pro identifikaci problémových oblastí podniku a jejich následné korekce. Navíc ROE a stakeholder value jsou často vysoce korelované (Parrino, Kidwell, 2009).

Z konceptu stakeholder value vychází aplikace generátorů hodnoty (value drivers), protože v hodnotě podniku se projevují synergické efekty všech rozhodnutí a hodnotově orientované řízení se tak stává nutností všech podniků.

Předložený článek je zaměřen na identifikaci generátorů hodnoty, a to prostřednictvím dynamického rozkladu rentability vlastního kapitálu. Důvodem zvoleného postupu je přesvědčení, že kvalitativní generátory hodnoty se projevují v kvantitativních faktorech.

1. Přehled literatury

Pojem value drivers se začal používat v odborné literatuře v USA v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (shareholder value). Podle Maříka (2011) pro tento termín neexistuje český ekvivalent, bývá proto nejčastěji překládán jako generátory hodnoty či jako hodnotové generátory, případně hybatelé, řídicí proměnné atd. Klíčovou v této oblasti byla práce Alfreda Rappaporta, který předložil nový pohled na měření hodnoty podniku (Akalu, 2002).

Jednotliví autoři přistupují k definici tohoto pojmu rozdílně. Mařík (2011) vymezuje value drivers jako soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Současně uvádí, že value drivers se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku.

Rappaport (1998), Scarlet (2001), Copeland et al. (2005) popisují value drivers jako jakoukoliv proměnnou, která ovlivňuje hodnotu podniku. Woodcock (1992) definuje value drivers jako všechny interní a externí mechanismy, které mohou ovlivnit tvorbu, resp. destrukci hodnoty podniku. Cheverton (2004) zase charakterizuje value drivers jako soubor nápadů a názorů, podnikové kultury nebo příruček, kteří umožňují všem účastníkům v podniku identifikovat, co by měli udělat, aby dosáhli úspěchu.

Copeland et al. (2005) poukázal na to, že identifikace klíčových value drivers je tvůrčí proces, který je tvořen metodou pokusu a omylu.

V modelech, které zobrazují vztahy mezi value drivers a podnikovými cíli, je v literatuře prezentováno i rozdělení value drivers do několika skupin. Rappaport (1998), který jako první představil model zobrazující vztahy mezi value drivers a podnikovými cíli, rozdělil value drivers do tří skupin: operativní, investiční a finanční. Scarlet (2001) Rappaportovo rozdělení trhu upravil a klasifikoval value drivers do čtyř skupin: nehmotné, operativní, investiční a finanční. Kaplan a Norton (1996) dělí value drivers do následujících skupin: finanční, odběratelské, zaměstnancké, operativní, kvalitativní, alianční, dodavatelské.

Modely zobrazující vztahy mezi value drivers a podnikovými výsledky (resp. cíli) jsou obdobné. V tomto smyslu i Damodaran (2006) definuje „univerzální“ value drivers, které mohou být aplikovány na jakoukoliv firmu, v jakémkoliv odvětví. Vychází přitom z rozkladu ekonomické přidané hodnoty (*Economic Value Added, EVA*). K definici ekonomické přidané hodnoty je možné použít následující zápis:

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

kde:

<i>NOPAT</i>	Net Operating Profit After Tax, tj. provozní zisk po zdanění,
<i>WACC</i>	Weighted Average Costs of Capital, tj. průměrné vážené náklady na kapitál,
<i>C</i>	Capital, tj. finanční zdroje používané k financování provozně nutného majetku, potřebného k dosažení provozního zisku.

Identifikované value drivers jsou pak:

- tržby z prodeje výrobků, služeb a zboží, které tvoří hlavní položku provozních výnosů,
- provozní marže, která závisí na struktuře nákladů a jejich řízení,
- výše kapitálu investovaného do dlouhodobého majetku, efektivnost využití tohoto majetku a způsob řízení čistého pracovního kapitálu,
- míra a výnosnost investic, které se promítají i do majetkové struktury podniku a zásadním způsobem ovlivňují strukturu financování,
- náklady kapitálu, které závisí na struktuře financování, bezrizikové výnosové míře a přírůžce za riziko podstupované vlastníkem nebo věřitelem.

Dle Akalu (2002), který se zabýval výzkumem value drivers v holandském průmyslu, jsou rozhodujícími value drivers čistý zisk, provozní náklady, úrokové náklady dlouhodobého úvěru, daně z pří-

jmu, fixní náklady investic, náhrada nákladů na investice a investice do provozního kapitálu.

Reno a Vadi (2010) řadí mezi hlavní faktory, které ovlivňují hodnotu estonských průmyslových podniků mezilidské vztahy (tradice, péče o zaměstnance a soudržnost), otevřená organizace (iniciativa, svoboda a ochota riskovat), stanovené cíle firmy (konkurence, oddanost cílům a racionalita) a interní procesy v rámci podniku (postupy, stabilita a formálnost).

Výzkumem nehmotných aktiv jako value drivers v Taiwanském high-tech průmyslu se zabývali Lin a Tang (2008), kteří syntézou jednotlivých hodnocení v rámci dotazníkového šetření stanovili klíčové value drivers: inovace a technologie, zaměstnanci, goodwill, vztahy se stakeholdery a management.

Za klíčové value drivers jsou dle výzkumu provedeného v letech 2008 až 2009 Waldronem (2010) považovány kapitalizace trhu, náklady na prodej zboží, míra vlivu výrobní firmy, rychlost obrátu zásob, sladění rostoucích zásob s růstem prodeje, úroveň továrny a jejího vybavení, rychlost obrátu dlouhodobého majetku a tempo postupného čerpání peněz do výroby.

2. Cíl a metodika

Cílem článku je identifikovat faktory, které ovlivňovaly výkonnost podniku, měřenou ukazatelem rentabilita vlastního kapitálu (return on equity, *ROE*), a tím i jejich hodnotu v období 2007 až 2011. Ukazatel rentability vlastního kapitálu představuje syntetický ukazatel, který komplexně odráží úroveň spotřeby i vázanosti vstupů.

K identifikaci faktorů ovlivňujících hodnotu rentability vlastního kapitálu byl použitý dynamický rozklad *ROE* logaritmickou metodou, tj. použitím logaritmů indexů analytických ukazatelů.

Princip tohoto rozkladu lze popsat následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot ROA \cdot \frac{A}{E}, \quad (2)$$

kde:

<i>A</i>	celková aktiva,
<i>EAT</i>	zisk po odečtení daně z příjmů (earnings after taxes), tj. výsledek hospodaření za účetní období,
<i>EBT</i>	zisk před daní z příjmů (earnings before taxes),
<i>EBIT</i>	zisk před daní z příjmů + nákladové úroky (earnings before interest and taxes),
<i>E</i>	equity představuje hodnotu vlastního kapitálu,

ROA return on assets, tj. rentabilita finančních zdrojů použitých k financování majetku.

První činitel rozkladu se označuje „daňové břemeno“ (DB), druhý činitel je označován „úrokové břemeno“ (UB), dalším je rentabilita aktiv a posledním činitelem je ukazatel finanční páky (P). Ukazatel rentability aktiv je možné rozložit následujícím způsobem:

$$ROA = \frac{EBIT}{A} = \frac{EBIT}{S} \cdot \frac{S}{A}. \quad (3)$$

Použité symboly jsou stejné, jako v předešlém zápisu. Symbol *S* označuje tržby (sales). Z uvedené rovnice plyne, že rentabilita aktiv je závislá na dvou základních faktorech, a to na ziskové marži (*ZM*), přesněji řečeno na nákladovosti činností podniku a obrátkovosti aktiv (*OA*), tj. jak rychle dokáže podnik „točit“ investovaný kapitál: čím rychleji se peníze vynaložené na nákup vstupů vrátí ve formě tržeb, tím vyšší je rentabilita aktiv.

K použití logaritmické metody je potřebné vypočítat indexy meziroční změny ukazatelů (viz Kislingerová, Hnilica, 2005):

$$I_{ukazatele} = \frac{ukazatel_t}{ukazatel_{t-1}}. \quad (4)$$

Pro určení vlivu dílčích faktorů na celkovou změnu souhrnného ukazatele se využije následujících vztahů:

- celková absolutní změna ukazatele *ROE*:

$$\Delta ROE = ROE_2 - ROE_1, \quad (5)$$

- změna *ROE* v důsledku změny daňového břemene:

$$\Delta_{ROE/DB} = \frac{\ln(I_{DB})}{\ln(I_{ROE})} \cdot \Delta ROE, \quad (6)$$

- změna *ROE* v důsledku změny *ROA*:

$$\Delta_{ROE/ROA} = \frac{\ln(I_{ROA})}{\ln(I_{ROE})} \cdot \Delta ROE, \quad (7)$$

- změna *ROE* v důsledku úrokového břemena:

$$\Delta_{ROE/UB} = \frac{\ln(I_{UB})}{\ln(I_{ROE})} \cdot \Delta ROE, \quad (8)$$

- změna *ROE* v důsledku změny finanční páky:

$$\Delta_{ROE/P} = \frac{\ln(I_P)}{\ln(I_{ROE})} \cdot \Delta ROE, \quad (9)$$

- přičemž musí platit:

$$\Delta_{ROE/DB} + \Delta_{ROE/UB} + \Delta_{ROE/ROA} + \Delta_{ROE/P} = \Delta ROE. \quad (10)$$

Stejně se postupuje i v případě rozkladu ukazatele *ROA*.

Logaritmická metoda dynamického rozkladu se považuje za nejpřesnější, nicméně ji nelze použít, nabývá-li vrcholový ukazatel záporných hodnot (Kislingerová, Hnilica, 2005). Obdobně ji nelze použít ani v případě záporné hodnoty indexu změny.

3. Zkoumaný vzorek

Zkoumaným vzorkem je 1000 podniků zpracovatelského průmyslu (dle odvětvové klasifikace CZ-NACE, sekce C) v období 2007 až 2011. Data byla získána z databáze podniků AMADEUS.

Předmětem zkoumání byly podniky zpracovatelského průmyslu, protože toto odvětví představuje jeden z hlavních zdrojů tvorby hrubého domácího produktu v České republice, měřeno ukazatelem hrubé přidané hodnoty – viz tab. 1.

Význam tohoto odvětví dokazuje i podíl na celkových tržbách průmyslu ČR, který se díky pokračujícímu ekonomickému oživení zvýšil proti roku 2010 o 0,9 procentních bodů na 90,5% (pozici lídra si dlouhodobě udržuje výroba motorových vozidel).

Protože použitá metoda rozkladu *ROE* je primárně určena pro jeden podnik, bylo nutné vhodné agregovat data zkoumaného vzorku. Zkoumané poměrové ukazatele byly nahrazeny 5% winsorizovanými průměry poměrových ukazatelů pro jednotlivé podniky vzorku. Winsorizovaný průměr bylo nutné použít, protože zkoumaný vzorek, podle závěru Grubbsova testu (viz tab. 1) zjevně obsahuje odlehle hodnoty, které by analýzu značně zkuslily.

Grubbsův test je užíván k detekci extrémních hodnot, tzv. outliers ve zkoumaném vzorku. Grubbsův test představuje podíl nejvyšší absolutní odchylky od výběrového průměru a směrodatné odchylky, viz Grubbs (1969):

$$G = \frac{\max_{i=1,2,\dots,N} |Y_i - \bar{Y}|}{s}, \quad (11)$$

Tab. 1 Podíl zpracovatelského průmyslu na tvorbě hrubé přidané hodnoty.

Rok	Podíl na hrubé přidané hodnotě
2011	23,9%
2010	23,3%
2009	22,7%
2008	25,1%
2007	27,0%
2006	27,2%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2012.

kde:
 \bar{Y} představuje průměr naměřených hodnot,
 s je směrodatnou odchylkou.

ϑ je procento „uřezaných“ pořádkových statistik,
 $x_{(i)}$ i -tá pořadová statistika,
 n počet prvků výběru.

Winsorizovaný průměr lze zapsat ve tvaru (Meloun, Militký, 2002):

$$\bar{x}_w(\vartheta) = \frac{1}{n} \left[(M+1)(x_{(M+1)} + x_{(n-M)}) + \sum_{i=M+2}^{n-M-1} x_{(i)} \right], \quad (12)$$

kde:
 $M = \text{int}(\vartheta n / 100)$,

V tomto případě bylo vynecháno 5 % extrémních hodnot ukazatelů, obsažených ve zkoumaném souboru.

Nutnost použití winsorizovaného průměru je zřejmá zejména v roce 2008, ve kterém dosahuje směrodatná odchylka ukazatele rentability hodnotu 84,659

Tab. 2 Statistické hodnoty dat vstupujících do výpočtu.

	Průměr	Win. průměr (5%)	Grub. test – stat.	p-hod.	Min.	Max.	Sm. odch.
ROE 11	0,1490	0,1318	26,3033	0,000000	-30,630	66,450	2,520
ROE 10	0,3010	0,1205	26,3274	0,000000	-19,620	133,530	5,060
ROE 09	0,0102	0,0817	21,26786	0,000000	-35,850	12,230	1,686
ROE08	2,3790	0,1154	31,43942	0,000000	-241,560	2664,000	84,659
ROE 07	0,1590	0,1830	23,05761	0,000000	-32,950	12,770	1,436
DB 11	0,8024	0,8600	30,4618	0,000000	-50,640	5,650	1,689
DB 10	0,8430	0,8660	29,50131	0,000000	-38,640	7,870	1,338
DB 09	0,7508	0,8571	28,32902	0,000000	-250,440	117,910	8,867
DB 08	0,7936	0,8386	26,09732	0,000000	-34,560	10,950	1,355
DB 07	0,8212	0,8183	22,11995	0,000000	-40,890	42,320	1,886
ROA 11	0,0752	0,0856	29,92603	0,000000	-13,100	1,640	0,440
ROA 10	0,0822	0,0789	7,45889	0,000000	-0,580	1,040	0,128
ROA 09	0,0674	0,0655	6,74929	0,000000	-0,650	1,010	0,140
ROA 08	0,0777	0,0793	21,43066	0,000000	-3,940	0,870	0,188
ROA 07	0,1119	0,1099	8,25589	0,000000	-1,130	1,210	0,150
UB 11	0,6882	0,8523	20,89389	0,000000	-56,910	16,950	2,757
UB 10	0,8073	0,8538	26,45246	0,000000	-81,530	22,990	3,112
UB 09	0,8116	0,8391	13,40565	0,000000	-22,260	27,390	1,983
UB 08	0,5052	0,8846	22,36177	0,000000	-175,650	36,610	7,877
UB 07	0,8225	0,8621	21,50948	0,000000	-32,510	18,360	1,550
P 11	3,2845	2,5557	16,352	0,000000	-278,950	342,350	20,735
P 10	4,6810	2,5574	28,12279	0,000000	-1631,270	3318,770	117,844
P 09	5,2164	2,6565	30,42775	0,000000	-140,780	1832,120	60,041
P 08	58,6975	2,9704	31,54346	0,000000	-163,320	51794,000	1640,128
P 07	1,2416	3,0059	23,23068	0,000000	-1530,110	529,840	65,920
ZM 11	0,0558	0,0582	12,25605	0,000000	-1,230	0,530	0,105
ZM 10	0,0570	0,0544	23,55743	0,000000	-0,840	3,380	0,141
ZM 09	0,0227	0,0467	31,0062	0,000000	-20,710	0,510	0,669
ZM 08	0,0442	0,0502	22,59074	0,000000	-3,390	0,640	0,152
ZM 07	0,0344	0,0680	20,78735	0,000000	-10,110	1,560	0,488
OA 11	1,9159	1,7056	28,83305	0,000000	0,260	117,030	3,993
OA 10	1,6819	1,6165	18,10315	0,000000	0,000	23,740	1,218
OA 09	1,6085	1,5420	16,85067	0,000000	0,000	20,800	1,139
OA 08	1,8188	1,7299	22,5381	0,000000	0,000	35,980	1,516
OA 07	1,8313	1,7459	18,00466	0,000000	0,000	26,490	1,369

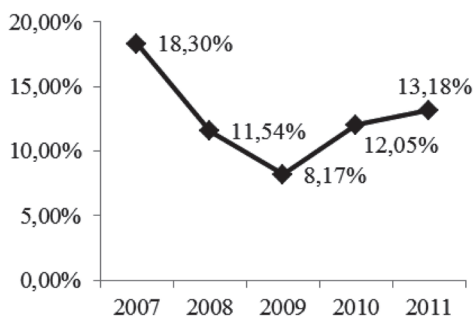
Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze AMADEUS.

při průměrné rentabilitě vlastního kapitálu 237,9%, přičemž se hodnoty tohoto ukazatele v uvedeném roce pohybovaly v intervalu (-241,56 %, 2664 %). Po vynechání 5 % extrémních hodnot je pak průměrná rentabilita vlastního kapitálu 11,54 %.

Zvolený postup má však i svá negativa: v důsledku vynechání části hodnot, neplatí podmínka rovnosti součtu vlivu změny dílčích ukazatelů a celkové změny souhrnného ukazatele.

4. Výsledky a diskuse

V analyzovaném období došlo k výrazným výkyvům v rentabilitě vlastního kapitálu. Jeho vývoj je zřejmý z tab. 2, znázorněn je i v grafu na obr. 1, ve kterém jsou použité winsorizované průměry, které se staly předmětem analýzy.



Obr. 1 Vývoj ukazatele ROE v průběhu sledovaného období. Zdroj: vlastní zpracování.

V analyzovaném období zasáhla ekonomiky zemí střední a východní Evropy světová ekonomická krize. V důsledku oslabení zahraniční i domácí poptávky se výkonnost českého průmyslu začala snižovat již koncem roku 2008. Na počátku roku 2009 se propad průmyslové produkce značně prohloubil. Dle Karpové (2010) byl rok 2009 pro region EU jednoznačně rokem krizovým. Téměř ve všech zemích

došlo ke snížení hodnoty HDP, případně k jejímu zpomalení a většina vlád schválila soubory opatření, které měly pomoci ekonomice (Hornungová, Klímková, 2010).

I přes nepříznivý vývoj se od druhé poloviny roku 2009 začalo pozitivně projevovat (formou zvolňujícího poklesu výroby) oživení největší evropské ekonomiky (Německo), která je pro Českou republiku klíčovým trhem. Celkově se ale výkonnost českého průmyslu v roce 2009 meziročně snížila o 13,6 p. b. – viz tab. 3.

V roce 2010 zaznamenala průmyslová produkce relativně vysoký růst (o 10,3 p. b.). Růst, i když ne tak markantní, pokračoval i v roce 2011 (průmyslová produkce se meziročně zvýšila o 6,9 p. b., a to i přes zpomalení v druhé polovině roku). Za zpomalením byl vedle sníženého růstu evropské a globální poptávky i propad domácí poptávky (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2012).

Vývoj v posledních letech lze hodnotit pozitivně vzhledem k rostoucímu podílu vývozu na celkových tržbách, jako i pomalejšímu podílu dovozu na tržbách. Na druhé straně, výsledky průmyslových podniků jsou pořád víc závislé na vývoji zahraničních ekonomik, zejména na německé ekonomice.

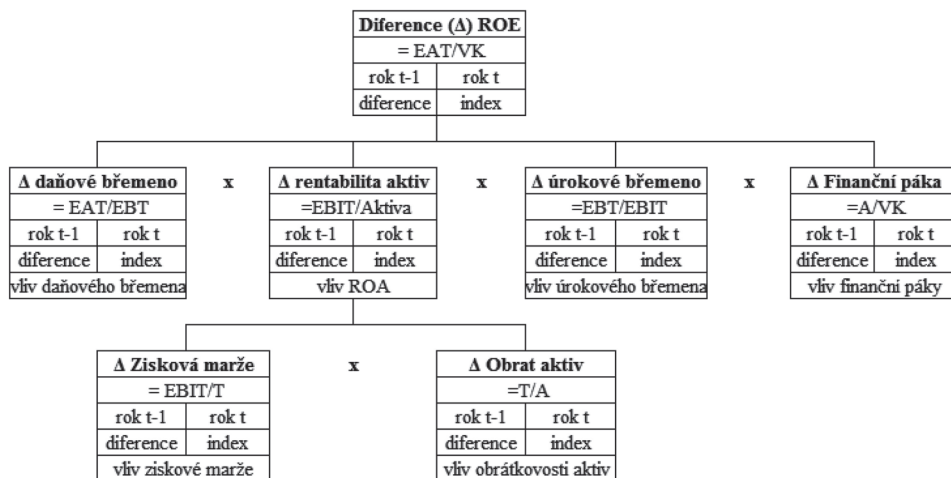
K podrobnější analýze vlivu dílčích ukazatelů na výkonnost podniků byla použita následující forma rozkladu ROE – viz schéma na obr. 2. Je grafickým vyjádřením zápisu uvedeného v metodice výzkumu. Výsledky analýzy jsou uvedeny v tab. 4.

V analyzovaných podnicích došlo k poklesu rentability vlastního kapitálu již v období 2007–2008: hodnota ukazatele poklesla o 6,76 p. b. Nejvýraznější podíl na změně hodnoty ukazatele rentabilita vlastního kapitálu má rentabilita aktiv, a z toho zejména zisková marže. Ostatní ukazatele se meziročně zvýšily, přičemž nejvíce tlumily tento propad ukazatel daňového a úrokového břemene. Na vývoji uvedených ukazatelů se projevil vliv snížení sazby daně z příjmů právnických osob, která poklesla z 24 % v roce 2007, na 21 % v roce 2008. Důsledkem snížení sazby daně z příjmů došlo i k pokle-

Tab. 3 Vývoj vybraných ukazatelů průmyslu.

Rok	Index změny tržeb	Index změny zaměstnanosti	Vývoj podílu vývozu na tržbách	Vývoj podílu dovozu na tržbách
2011	1,077752091	103,1%	81,60%	71,29%
2010	1,113219898	97,6%	77,09%	69,29%
2009	0,836966118	87,3%	72,39%	64,21%
2008	0,986061255	99,7%	72,41%	65,18%
2007	1,095234669	102,4%	71,83%	66,08%
2006	–	–	68,34%	62,34%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2012.



Obr. 2 Dynamický rozklad ukazatele ROE za roky 2010–2011 logaritmickou metodou.

Zdroj: vlastní zpracování dle Zalai (2002).

Tab. 4 Vlivy jednotlivých dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel ROE za sledované období.

	07–08	08–09	09–10	10–11
ROE	–6,76 %	–3,38 %	3,88 %	1,13 %
daňové břemeno	0,36 %	0,36 %	0,10 %	–0,09 %
rentabilita aktiv	–4,78 %	–1,86 %	1,85 %	1,03 %
zisková marže	–4,46 %	–0,70 %	1,52 %	0,84 %
obrátkovost aktiv	–0,14 %	–1,12 %	0,47 %	0,18 %
úrokové břemeno	0,38 %	–0,52 %	0,17 %	–0,02 %
finanční páka	0,17 %	1,09 %	0,38 %	0,01 %
ziskový efekt zadlužení	0,55 %	0,57 %	0,55 %	–0,01 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze AMADEUS.

Tab. 5 Vliv dílčích ukazatelů na ROE v %.

	07–08	08–09	09–10	10–11
ROE	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
daňové břemeno	–5,31 %	–10,63 %	2,66 %	–7,70 %
rentabilita aktiv	70,78 %	55,03 %	47,68 %	91,36 %
úrokové břemeno	–5,59 %	15,28 %	4,48 %	–1,95 %
finanční páka	–2,57 %	–32,29 %	9,78 %	0,71 %
ziskový efekt zadlužení	–8,17 %	–17,01 %	14,27 %	–1,24 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze AMADEUS.

su pozitivního vlivu úrokového daňového štítu (v terminologii používané v tomto článku „úrokového břemene“) na rentabilitu vlastního kapitálu, a to i přes růst úrokových sazeb. Z toho plyne, že na poklesu výkonnosti podniků zpracovatelského průmyslu se jednoznačně podílel pokles provozní výkonnosti (měřeno ukazatelem ROA). Vnější vlivy se projeví až o rok později v období 2008–2009, kdy se kromě rentability aktiv (vliv: –1,86 p. b.)

záporně projevilo i úrokové břemeno (–0,52 p. b.). K negativnímu vlivu úrokové zátěže na rentabilitu vlastního kapitálu došlo i přes klesající úrokové sazby (měřeno vývojem dvouleté repo sazby). Lze z toho dedukovat, že i přes pokles mezibankovních úrokových sazeb, došlo k nárůstu úrokových sazeb k podnikům.

V letech 2009–2010 byly všechny vlivy dílčích činitelů na vrcholového ukazatele kladné, což se

Tab. 6 Vliv dílčích ukazatelů na ROA v %.

	07–08	08–09	09–10	10–11
zisková marže	93,13 %	37,64 %	82,38 %	81,31 %
obrátkovost aktiv	2,84 %	60,41 %	25,46 %	17,07 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze AMADEUS.

projevilo i v zastavení klesajícího trendu ukazatele ROE. Naopak, v letech 2010–2011 v důsledku negativního vlivu úrokové a daňové zátěže se dosáhlo nižšího růstu rentability vlastního kapitálu, a to o 0,07 p. b.

K identifikaci vlivu dílčích ukazatelů na syntetický ukazatel je vhodné použít normované vyjádření změny dílčích ukazatelů – viz tab. 5.

Rentabilita aktiv se na změně rentability vlastního kapitálu podílela od 47,68 % (v období let 2009–2010) až po 91,36 % (v období let 2010–2011). Výrazný vliv tohoto ukazatele si vyžaduje další analýzu – viz tab. 6.

Z analýzy jednoznačně vyplynul výrazný vliv nákladovosti (měřeno ukazatelem zisková marže) na rentabilitu aktiv. Tento vliv dosahoval v průměru 74%. Pouze mezi roky 2008 a 2009 byl vliv nízkého využití disponibilního majetku vyšší než ziskové marže. Zajímavým zjištěním je, že proti poklesu ziskové marže v období 2007 až 2009 působila úspora osobních nákladů. Oproti tomu na změnu v letech 2009 – 2011 působila změna osobních nákladů negativně. Na změně ziskové marže se osobní náklady podílely 5 až 21,5 procenty. Předmětem analýzy byl i vliv materiálových nákladů, které se na změně ROE v analyzovaném období podílely maximálně 9 % v období 2008–2009.

Závěr

Z provedené analýzy jednoznačně vyplynulo, že externí ekonomické prostředí (úrokové sazby a sazba daně z příjmů) se neprojevily na poklesu výkonnosti podniků zpracovatelského průmyslu. Hlavním důvodem poklesu, ale pak i nárůstu, je využití disponibilního majetku podniku, tj. rentabilita aktiv. Z podrobnější analýzy tohoto ukazatele pak jednoznačně vyplynulo, že rozhodující vliv na rentabilitu aktiv,

ale i rentabilitu vlastního kapitálu má zisková marže. Je to ukazatel, který je všemi autory řazen do kategorie value drivers. Tento ukazatel se nejvýrazněji podílel na změně rentability vlastního kapitálu mezi roky 2007–2008, a to 66%, jako i mezi roky 2010–2011, kdy se na změně ROE podílel 74 %.

V celém analyzovaném období se pozitivně na změně ukazatele ROE podílela finanční páka. Tomuto ukazateli však nelze připisovat výraznější význam z důvodu vysoké variability hodnot v zkoumaném vzorku a použití winsorizovaného průměru. Například v období 2008–2009 je směrodatná odchylka aritmetického průměru 1640. Extrémní hodnoty se však vyskytují i v dalších obdobích, proto nelze tomu ukazateli připisovat význam na základě dílčího vlivu na ROE.

Významný vliv ziskové marže na rentabilitu vlastního kapitálu byl potvrzen i metodou Gradient Boosting (viz Friedman, 2001). Touto metodou bylo testováno 43 ukazatelů jako potenciální value drivers. Provedenými výpočty bylo zjištěno, že ukazatel rentabilita tržeb (měřeno poměrem zisku po odečtení daně z příjmů k zisku z běžné činnosti) je dílčím ukazatelem, který nejvýznamněji ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Mezi další ukazatele, vysvětlující vývoj ROE patří celková zadluženost, vývoj placených úroků, jako i podíl čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech a provozního cash flow na celkových aktivech – podrobněji viz Režňáková, Strnadová, Karas (2012).

Poděkování

Příspěvek je výstupem projektu specifického výzkumu „Efektivní ekonomické řízení podniku s ohledem na vývoj globálních trhů“ Interní grantové agentury Vysokého učení technického v Brně s registračním číslem FP-S-12-1

Literatura

Akalu, M. M. (2002). *Measuring and Ranking Value Drivers*. [online] [cit. 2012-02-11] Dostupné z <http://repub.eur.nl/res/pub/6815/2002-0432.pdf>

Coopeland, T. a kol. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New York, 811 s.

- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, New York, 685 s.
- Dluhošová, D. a kol. (2004). *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování: Měření a analýza vývoje finanční výkonnosti odvětví a průmyslu v ČR na bázi ukazatele EVA*. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Ostrava, 640 s.
- Friedman, J. H. (2001). Greedy Function Approximation: A Gradient Boosting Machine. *Annals of Statistics*. 29(5), s. 1189–1232.
- Grubbs, R. (1969). Procedures for Detecting Outlying Observations in Samples. *Technometrics*, 11(1), s. 1–21.
- Hornungová, J., Klímková, M. (2010). Vliv finanční krize na malé a střední podniky v České republice. *Trendy ekonomiky a managementu*, 4(7), s. 11–17.
- Cheverton, P. (2004). *Key Marketing Skills: Strategies, Tools & Techniques for Marketing Success*. Kogan Page, London, 389 s.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1996). Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*. 1(1), s. 71–85.
- Karpová, E. (2010). Vývoj ekonomik zemí střední a východní Evropy v kontextu světové ekonomické krize. In: *Současná Evropa*. Centrum evropských studií Vysoké školy ekonomické v Praze, Praha, s. 85–107.
- Kislingerová, E., Hnilica, J. (2005). *Finanční analýza krok za krokem*. C. H. Beck, Praha, 137 s.
- Lin, G. T., Tang, J. Y. H. (2009). Appraising Intangible Assets from the Viewpoint of Value Drivers. *Journal of Business Ethics*. Springer, Dordrecht, 88(4), s. 679–689.
- Mařík, M. a kol. (2011). *Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy*. Ekopress, Praha, 494 s.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). *Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley&Sons, New Jersey, 742 s.
- Meloun, M., Militký, J. (1994). *Statistické zpracování experimentálních dat*. Plus, Praha.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (2012). *Panorama zpracovatelského průmyslu 2011*. [online] [cit. 2012-21-11] Dostupné z <http://www.mpo.cz/dokument107939.html>
- Parrino, R., Kidwell, D. S. (2009). *Fundamentals of Corporate finance*. John Wiley & Sons, New York, 765 s.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. The Free Press, New York, 205 s.
- Remeš, D. (2009). Řízení výkonnosti podniku v době krize. *Journal of Competitiveness*. 2009(1), s. 56–65.
- Reno, A., Vadi, M. (2010). *What Factors Predict the Values of an Organization and How?* The University of Tartu FEBA, Tartu, 45 s.
- Režňáková, M. (2012). *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Grada, Praha, 142 s.
- Režňáková, M., Strnadová, M., Karas, M. (2012). Identification of Industrial-Enterprise- Value Drivers in the Czech Republic. In: *Congress Proceedings*. Carpathian Logistics Congress, Ostrava, s. 38–43.
- Scarlett, R. C. (2001). *Value-based Management*. Ivey Management Services, London, 145 s.
- Staňková, M., Režňáková, M., Beranová, M. (2010). Vybrané úpravy účetních dat při výpočtu ukazatele EVA a jejich dopady na jednotlivé položky finančních výkazů. *Trendy ekonomiky a managementu*, 7(4), s. 57–66.
- Waldron, D. G. (2010). Manufacturing As A Center For The Creation Of Shareholder Value. *Journal of Business & Economic Research*. 8(11), s. 45–48.
- Woodcock, J. (1992). Buying or Selling a Business? Don't be Ripped Off. *Business Quarterly*, 57(2), s. 41–46.
- Young, S. D., O'Byrne, S. F. (2001). *EVA® and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*. McGraw-Hill, New York, 493 s.
- Zalai, K. a kol. (2002). *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Sprint vřa, Bratislava, 305 s.

Doručeno redakci: 30. 11. 2012

Recenzováno: 15. 12. 2012

Schváleno k publikování: 6. 3. 2013

Ing. Michala Strnadová

Ing. Michal Karas

Prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská, Ústav financí
Kolejní 2906/4
612 00 Brno, Česká republika
e-mail: strnadova@fbm.vutbr.cz,
e-mail: karas@fbm.vutbr.cz,
e-mail: reznakova@fbm.vutbr.cz