

Identifikace faktorů ovlivňujících výkonnost podniku na bázi ROE v období 2003–2012

Identification of Factors Influence over Business Performance on the Basis ROE in the Period 2003–2012

Michala Strnadová, Michal Karas

Abstract:

Purpose of the article: Článek se zabývá identifikací kvantitativních faktorů majících vliv na výkonnost podniku měřenou ukazatelem *ROE*. Cílem článku je vysvětlit změny prostřednictvím změn dalších faktorů, které nastaly v rámci výkonnosti podniků zpracovatelského průmyslu v období 2003 až 2012 a to prostřednictvím změny dílčích faktorů (tzv. value drivers).

Methodology/methods: Zvolenou metodou identifikace faktorů ovlivňujících rentabilitu vlastního kapitálu je dynamická faktorová analýza tohoto ukazatele (dynamický pyramidální rozklad), a to logaritmickou metodou.

Scientific aim: Cílem článku je identifikovat faktory, které významným způsobem ovlivňovaly výkonnost českých průmyslových podniků v období 2003–2012 měřenou ukazatelem *ROE*.

Findings: Dosažené výsledky vysvětlují, které faktory měly největší vliv na to, že v letech 2004–2007 se český průmysl nacházel v období nejsilnějšího ekonomického růstu v novodobé historii ČR. V roce 2008 se potom projevil silný pokles ukazatele *ROE* v důsledku globálního vývoje, finanční krize a následující hluboké recese. To se projevilo především negativním dopadem rentability aktiv. Jde o interní činitel, který dokazuje, že propad českého průmyslu byl způsobený vnitřními impulzy.

Conclusions: Vývoj *ROE* ve sledovaném období byl determinován zejména výkonností aktiv (měřeno prostřednictvím *ROA*) a dále vývojem zadlužení podniků (finanční páka), zatímco vliv změny daňového a úrokového břemena nebyl významný. Hodnoty rentability aktiv byly ovlivňovány spíše přístupem k řízení majetku (tj. obratem aktiv) než rentabilitou aktiv.

Keywords: value drivers, evaluation of enterprises, return on equity, return on assets, logarithmic decomposition of *ROE*, manufacturing

JEL Classification: G32, L60

Úvod

Růst hodnoty prostřednictvím zvyšování výkonnosti podniku je jedním z hlavních cílů finančního řízení. V souvislosti s rostoucí globalizací, se změnami, ke kterým dochází v tržním prostředí, a zostřující se konkurencí, je na podniky vyvíjen stále větší tlak jejich dlouhodobé orientace na výkonnost. To s sebou přináší nevyhnutelnost při používání stále dokonalejších metod hodnocení výkonnosti.

Díky tomu došlo v posledních letech k odklonu od tradičních (klasických) ukazatelů měření výkonnosti k tzv. moderním ukazatelům založeným na hodnotovém řízení. Zatímco tradiční přístupy měření výkonnosti vycházejí zejména z maximalizace zisku jako základního cíle podnikání, moderní přístupy se snaží o propojení všech činností v podniku i osob účastnících se podnikových procesů, a to tak, aby byla zvýšena hodnota prostředků vložených do podniku.

Pro koncepci hodnotového řízení je typická dlouhodobá orientace na rozvoj činnosti a procesů podniku. Hodnotový přístup vychází z teze, že hodnota podniku se odvozuje od jeho schopnosti generovat budoucí výnosy a je založen na implementaci teorie a praxe. 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. (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).

Základním principem hodnotového managementu je zvyšování hodnoty z pohledu všech subjektů,

kterí se podílejí na fungování podniku (stakeholder value).

Tradičně používané ukazatele měření výkonnosti vykazují určité nedostatky – nepřesnosti a zkresení v důsledku toho, že jsou založeny na účetní definici zisku, který jen zřídka vyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky (Dluhošová, 2004). Marek a kol. (2006) uvádí, že hlavní omezení vypovídací schopnosti ukazatelů rentability spočívá v manipulovatelnosti s účetním výsledkem hospodaření (pomocí účetních odpisů, účetních rezerv, na základě metody oceňování zásob vlastní výroby apod.), v ocenění aktiv na základě historických a nikoli tržních cen a ve skutečnosti, že se ne všichni vlastníci podílejí v důsledku existence nákladů na zastoupení rovnoměrně na dosaženém výsledku hospodaření podniku. I 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.

Předložený článek je zaměřen na identifikaci faktorů, které významným způsobem ovlivňovaly výkonnost českých průmyslových podniků v období 2003–2012 měřenou ukazatelem *ROE*.

1. Přehled literatury

Výkonnost podniku je zpravidla vnímána komplexně. Z toho vyplývá, že rentabilita (především vlastního kapitálu – return on equity, *ROE*) je jedním z klíčových faktorů. Jako komplexní měřítko výkonnosti se využívá ukazatele ekonomické přidané hodnoty (*Economic Value Added, EVA*). K definici ekonomické přidané hodnoty je možné použít následující zápis:

$$EVA = (ROE - r_e) \cdot E, \quad (1)$$

kde:

<i>ROE</i>	Return on Equity (tj. výnosnost vlastního kapitálu),
<i>r_e</i>	Cost of Equity (tj. náklady vlastního kapitálu),
<i>E</i>	Equity (tj. vlastní kapitál) (Dluhošová, 2008).

Jedním ze stěžejních faktorů ovlivňujících hodnotu *EVA*, a tím i hodnotu podniku, je právě *ROE*. *ROE* představuje míru zhodnocení vlastního kapitálu. I přes nedostatky, které jsou tomuto ukazateli připisovány, je v praxi široce využívána. Navíc *ROE* a stakeholder value jsou často vysoce korelované (Parrino, Kidwell, 2009).

V tomto pojetí lze *ROE* chápat jako jeden z tzv. generátorů hodnoty (angl. value drivers). Obecně lze value drivers definovat jako faktory ovlivňující hodnotu podniku. Podle Maříka *et al.* (2011) neexistuje pro tento termín český ekvivalent. Nejčastěji bývá překládán jako generátory hodnoty či hodnotové generátory. Práce Alfreda Rappaporta, který předložil nový pohled na měření hodnoty podniku, byla v této oblasti klíčová (Akalu, 2002).

Existuje široká škála charakteristik tohoto pojmu. Např. Mařík *et al.* (2011) vymezuje value drivers jako soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu 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.

Pro každý podnik i odvětví jsou value drivers specifická a jejich identifikace představuje klíčovou roli v úspěšném řízení podniku. Identifikace těchto faktorů je tvůrčí proces, který je tvořen metodou pokusu a omylu. Z toho vyplývá, že value drivers se mohou lišit v závislosti na strategiích, struktuře podniku i jeho okolí (Copeland *et al.*, 2005).

Pro snadnější identifikaci klíčových value drivers a vztahů mezi nimi, je v literatuře prezentováno jejich rozdělení do několika skupin. Rappaport (1998) rozdělil value drivers do tří skupin: operativní, investiční a finanční. Scarlet (2001) Rappaportovo rozdělení rozšířil na nehmotné, operativní, investiční a finanční. Kaplan a Norton (1996) při svém dělení dospěli k těmto skupinám: finanční, odběratelské, dodavatelské, zaměstnanecké, operativní, kvalitativní, alianční, dle prostředí, inovační a společenské.

Výzkumy zabývající se hodnotou podniku a faktory majícími na ni vliv provedli např. Akalu, Lin a Tang, Reno a Vadi, Waldron, z českých výzkumníků potom Pavelková *et al.*

Akalu (2002), který svůj výzkum realizoval v hollandském průmyslu, dospěl k výsledkům, že klíčovými kvantitativními value drivers jsou čistý zisk, provozní náklady, úrokové náklady dlouhodobého úvěru, daně z příjmu, fixní náklady investic, náhrada nákladů na investice a investice do provozního kapitálu.

Lin a Tang (2008) se zabývali výzkumem nehmotných aktiv jako value drivers v Taiwanském high-tech průmyslu. Syntézou jednotlivých hodnocení

v rámci dotazníkového šetření stanovili, jako rozhodující určili následující kvalitativní generátory hodnoty: inovace a technologie, zaměstnanci, goodwill, vztahy se stakeholdery a management.

Waldron (2010) prováděl svůj výzkum v letech 2008 až 2009 a považuje za významné generátory hodnoty kapitalizaci trhu, náklady na prodej zboží, míru vlivu výrobního podniku, rychlost obrátu zásob, sladění rostoucích zásob s růstem prodeje, úroveň továrny a jejího vybaven, rychlost obrátu dlouhodobého majetku a tempo postupného čerpání peněz do výroby.

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).

Pavelková *et al.* (2009) ve svém výzkumu rozdělila faktory na „pozitivní“ value drivers a „negativní“ value drivers, tedy ty, které ovlivňují hodnotu podniku kladně a ty, které ji ovlivňují záporně. K pozitivním value drivers řadí networking (vytvoření sítě spolupráce, profesionalita managementu, vzájemná důvěra, komunikace a vztahy mezi manažery, osobnost manažera, zkušenosti manažerů, silný podnikatelský duch, rozvoj lidského kapitálu, výzkum a spolupráce s výzkumnými organizacemi, přístup firem k informacím, inovativní technologie, přístup k finančním zdrojům, vyšší spokojenost zákazníků, vyšší kvalifikace zaměstnanců, efektivnější procesy, zavedení nových výrobků a procesů, nalezení mezer na trh – chybějící technologie. Mezi faktory, které působí negativně, řadí obtížnost získávání kvalitního personálního zajištění managementu, nedostatek financí, byrokracie, velká administrativní zátěž, nepochopení principů fungování, komunikační problémy, nedostatek zájmu a motivace a nevyjasněná legislativa.

2. Metody výzkumu

Zvolenou metodou identifikace faktorů ovlivňujících *ROE* je dynamická faktorová analýza tohoto ukazatele (dynamický pyramidální rozklad), a to logaritmickou metodou (viz například Kislingerová, Hnilica, 2008). Podstatou pyramidálního rozkladu je postupné rozkládání vrcholového ukazatele na sčítance, které představují jiné finanční ukazatele.

Postup dynamické faktorové analýzy, neboli vysvětlení změny vrcholového ukazatele

prostřednictvím změny dílčích ukazatelů, lze popsat následujícím příkladem rozkladu ukazatele rentability vlastního kapitálu (*ROE*) na součin rentability aktiv (*ROA*) a finanční páky (*FP*).

Rozklad *ROE* na uvedený součin lze dosáhnout následujícím rozšířením zlomku:

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{E} \cdot \frac{A}{A} = \frac{EAT}{A} \cdot \frac{A}{E}, \quad (1)$$

kde:

$ROA = \frac{EAT}{A}$ představuje rentabilitu aktiv,

$FP = \frac{A}{E}$ představuje finanční páku.

Protože cílem dynamické faktorové analýzy je popsat změnu vrcholového ukazatele v čase jako vliv změny dílčích faktorů je nutné definovat změny ukazatelů a to dvěma způsoby. Jednak jako rozdíl

jejich hodnot v čase (diferenci) a jako podíl jejich hodnot v čase (index).

Například pro ukazatel *ROE* v roce 0 (tj. ROE_0) a v roce 1 (tj. ROE_1) lze diferenci definovat následovně:

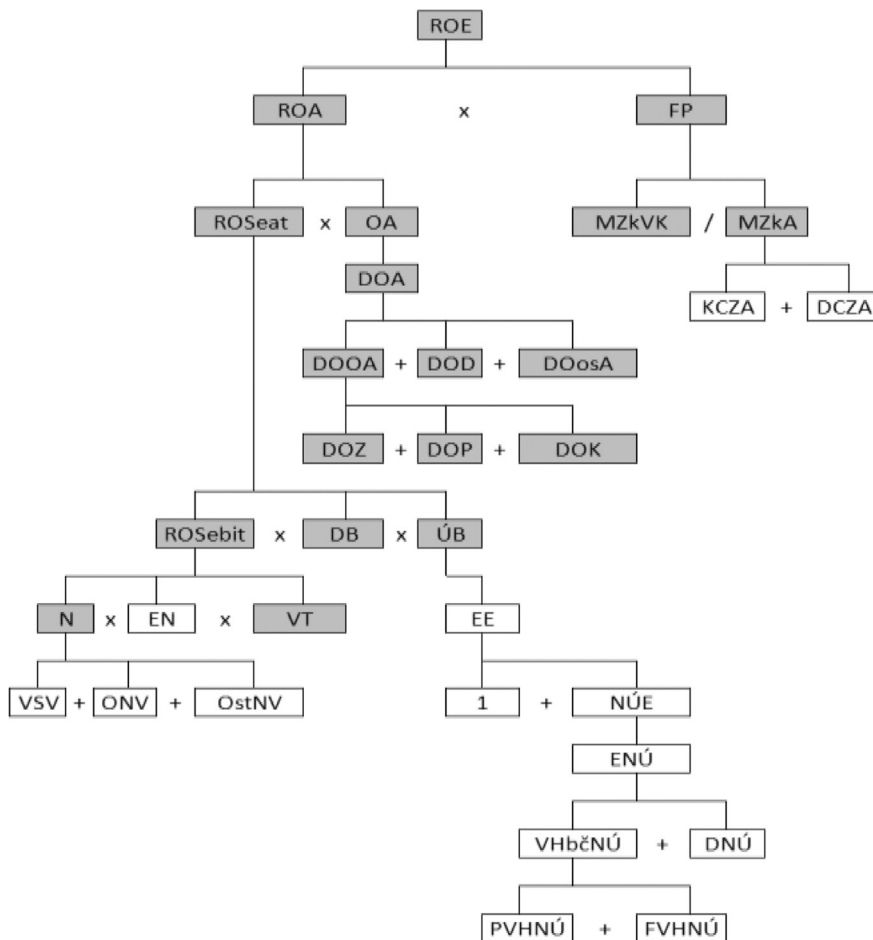
$$\Delta ROE = ROE_1 - ROE_0 \quad (2)$$

resp. index

$$I_{ROE} = \frac{ROE_0}{ROE_1} \quad (3)$$

Dynamická faktorová analýza využívá následující vztah mezi změnou vrcholového ukazatele (zde *ROE*) a jeho faktory (zde *ROA* resp. *FP*).

$$\frac{EAT_1}{E_1} = \frac{EAT_1}{E_1} \cdot \frac{A_1}{A_0} = \frac{EAT_1}{E_1} \cdot \frac{A_1}{A_0} = \frac{EAT_1}{E_1} \cdot \frac{A_1}{A_0} \cdot \frac{E_0}{E_0} \quad (4)$$



Obr. 1 Schéma dynamického rozkladu *ROE* logaritmickou metodou.
Zdroj: vlastní zpracování dle Zalai (2002) a Kislingerová, Hnilica (2008).

Tab. 1 Seznam ukazatelů a jejich označení.

Ukazatel	Konstrukce	Označení	Ukazatel	Konstrukce	Označení
ROE	EAT/VK	ROE	ROS (z EBIT)	EBIT/T	ROSebit
finanční páka	A/VK	FP	nákladovost	N/výkony	N
míra zadluženosti k VK	cizí zdroje/A	MZkVK	výkon.spotřeba/výkony	x	VSV
míra zadluženosti k A	cizí zdroje/VK	MZkA	osobní náklady/výkony	x	ONV
kr.cizí zdroje/aktiva	x	KCZA	ostatní náklady/výkony	x	OstNV
dl.cizí zdroje/aktiva	x	DCZA	EBIT/náklady	x	EN
ROA	EAT/aktiva	ROA	výnosnost tržeb	výkony/T	VT
obrat aktiv	T/A	OA	daňové břemeno	EAT/EBT	DB
doba obratu aktiv	A/(T/360)	DOA	úrokové břemeno	EBT/EBIT	ÚB
doba obratu oběžných aktiv	OA/(T/360)	DOOA	EBIT/EBT	x	EE
doba obratu zásob	zásoby/(T/360)	DOZ	nákladové úroky/EBT	x	NÚE
doba obratu pohledávek	pohl./ (T/360)	DOP	EBT/nákladové úroky	x	ENÚ
doba obratu KFM	KFM/(T/360)	DOK	VH z běž.čin./nákl.úroky	x	VHbENÚ
doba obratu dlouh.majetku	DM/(T/360)	DOD	provozní VH/nákl.úroky	x	PVHNÚ
doba obratu ost.aktiv	OstA/(T/360)	DOosA	finanční VH/nákl.úroky	x	FVHNÚ
ROS (z EAT)	EAT/T	ROSeat	daň z příjmů/nákl.úroky	x	DNÚ

Zdroj: vlastní zpracování dle Zalai (2002) a Kislingerová, Hnilica (2008).

neboli

$$I_{ROE} = I_{ROA} \cdot I_{FP} \quad (5)$$

Za předpokladu $I_{ROE}, I_{ROA}, I_{FP} > 0$ lze rovnici logaritmovat a lze získat

$$\ln I_{ROE} = \ln I_{ROA} + \ln I_{FP} \quad (6)$$

Podělením obou stran rovnice výrazem na levé straně rovnice lze získat

$$1 = \frac{\ln I_{FP}}{\ln I_{ROE}} + \frac{\ln I_{ROA}}{\ln I_{ROE}} \quad (7)$$

Vynásobením diference ROE obou stran rovnice neboli hodnoty, kterou chceme rozkladem vysvětlit, získáme:

$$\Delta ROE = \Delta ROE \cdot \frac{\ln I_{ROA}}{\ln I_{ROE}} + \Delta ROE \cdot \frac{\ln I_{FP}}{\ln I_{ROE}} \quad (8)$$

pak

$$\Delta ROE \cdot \frac{\ln I_{FP}}{\ln I_{ROE}} \text{ představuje vliv změny } ROA$$

na změnu (diferenci) ROE, neboli hodnotu, o kterou by se změnila hodnota ROE v případě, že by došlo pouze ke změně FP.

$$\Delta ROE \cdot \frac{\ln I_{ROA}}{\ln I_{ROE}} \text{ představuje vliv změny } ROA$$

na změnu (diferenci) ROE, neboli hodnotu, o kterou by se změnila hodnota ROE v případě, že by došlo pouze ke změně ROA. Uvedený postup je rozšiřitelný i pro více sčítanců, tj. více faktorů. Tento typ

vazby se nazývá *multiplikativní* (rozklad na součin).

Druhým typem vazby vyskytujícím se v pyramidovém rozkladu je vazba *aditivní*. Kdy sledovaný ukazatel se rozkládá na **součet** faktorů. Například ukazatel Doba obratu aktiv (DOA) lze rozložit na:

$$\Delta DOA = DOOA + DOD + DOosA, \quad (9)$$

kde:

DOOA doba obratu oběžných aktiv,
DOD doba obratu dlouhodobého majetku,
DOosA doba obratu ostatních aktiv.

Pro ukazatel Doba obratu oběžných aktiv (DOOA) bylo využito následujícího vztahu:

$$\begin{aligned} \text{vliv } \Delta DOOA &= \\ &= \frac{\Delta DOOA}{\sum DOOA + DOD + DOosA} \cdot \Delta DOA, \quad (10) \end{aligned}$$

přičemž $\Delta DOOA$ je hodnota ukazatele DOOA mezi dvěma po sobě jdoucími obdobími.

Další úrovně rozkladu se řídí stejnými vztahy, analogickými k výpočtu daného vlivu.

Rozklad rentability vlastního kapitálu, zvláště při detailnějších analýzách, lze považovat za tvůrčí proces. Dostupná literatura obsahuje vzory, podle kterých lze daný proces provádět (např. Kislingerová, Hnilica, 2008; Zmeškal, Dluhošová, Tichý, 2013; Zalai, 2002).

Strukturu rozkladu aplikovaného v tomto článku lze znázornit následujícím grafem (viz obr. 1), popis ukazatelů je obsahem tab. 1.

3. Zkoumaný vzorek

Výzkum za období 2003 až 2012 zahrnuje výsledky ekonomické činnosti podnikatelských subjektů, zařazených Českým statistickým úřadem dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do sekce C – Zpracovatelský průmysl.

Pro provedení analýz bylo využito aktuálních statistických šetření vycházejících z dat přebíraných od Českého statistického úřadu. Jedinečnost zpracování uváděných dat spočívá v kombinaci individuálních dat z výkazů ČSÚ a individuálního šetření podnikových dat. Z výsledných dat jsou sestaveny stručné finanční výkazy pro jednotlivé podniky, které jsou následně agregovány.

Údaje zmíněné studie obsahují všechny velké podniky a reprezentativní výběr středních. Malé podniky se zde nevyskytují, protože vykazují nižší výkonnost a nejsou za ně dostupná podrobnější finanční data.

Tab. 2 Počet analyzovaných podniků.

Rok	Počet podniků zprac. průmyslu	Počet analyzovaných podniků
2003	153 060	1 938
2004	151 252	1 938
2005	148 458	2 269
2006	146 893	2 269
2007	149 578	1 374
2008	151 753	1 374
2009	156 245	790
2010	169 077	791
2011	173 519	786
2012	188 646	786

Zdroj: Český statistický úřad, 2012; Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2013.

Tab. 3 Podíl zpracovatelského průmyslu na tvorbě hrubé přidané hodnoty.

Rok	Podíl na hrubé přidané hodnotě
2003	23,89%
2004	25,25%
2005	25,53%
2006	25,58%
2007	25,67%
2008	24,32%
2009	22,70%
2010	23,32%
2011	23,80%
2012	24,60%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2011, 2012.

Tab. 2 přehledně shrnuje počet podniků v jednotlivých analyzovaných letech ve zpracovatelském průmyslu

Důvodem pro výběr odvětví je fakt, že jde o jeden z hlavních zdrojů tvorby hrubého domácího produktu v České republice, což dokazuje i tab. 3 (měřeno ukazatelem hrubé přidané hodnoty), viz tab. 3.

Význam zvoleného odvětví dokazuje i podíl na celkových tržbách v rámci hospodářství ČR, který se díky pokračujícímu ekonomickému oživení zvýšil na 90,5% v roce 2011 (pozici lídra si dlouhodobě udržuje v rámci zpracovatelského průmyslu výroba motorových vozidel).

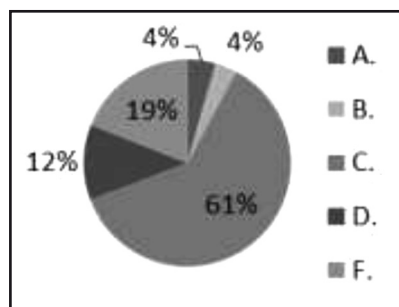
Význam zpracovatelského průmyslu lze dokázat i porovnáním s ostatními odvětvími národního hospodářství:

- zemědělství, lesnictví a rybnářství (dle CZ-NACE sekce A),
- těžba a dobývání (dle CZ-NACE sekce B),
- výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu (dle CZ-NACE sekce D),
- stavebnictví (dle CZ-NACE sekce F).

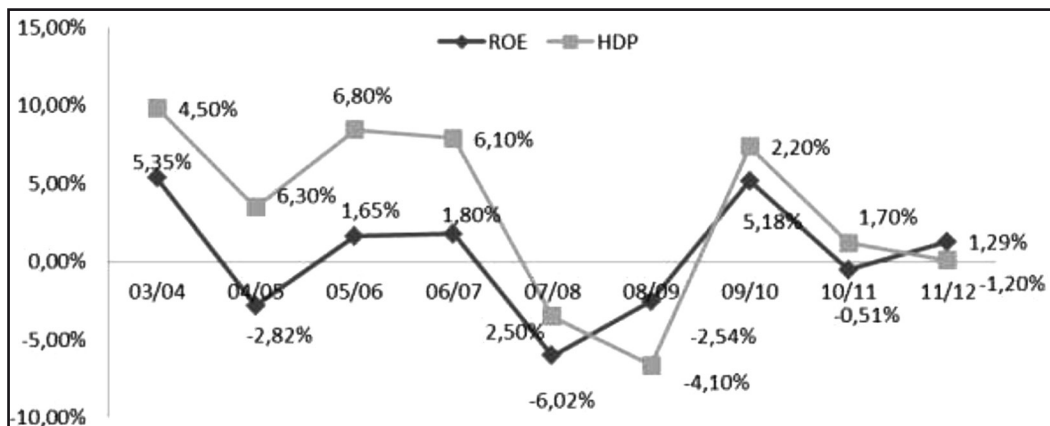
4. Výsledky a diskuse

V analyzovaném období došlo k výrazným výkyvům v rentabilitě vlastního kapitálu, jak je patrné z obr. 2. Hodnoty ROE se pohybovaly v rozmezí 5,35% až po -6,02%. K největším výkyvům došlo v období 2003/2004 a 2004/2005 (hodnota ROE se snížila z 5,35% na -2,82%) a v období 2006/2007 (z 1,8% a 2007/2008 (ROE se meziročně snížilo o -6,02%), viz obr. 3.

Hospodářský růst v ČR se v novém tisíciletí až do probíhající světové recese vyvíjel velmi příznivě. To lze dokázat i vývojem ukazatele ROE. Z obr. 2 je patrné, že téměř po celé analyzované období



Obr. 2 Podíl odvětví hospodářství na hrubé přidané hodnotě za rok 2010. Zdroj: vlastní zpracování na základě dat Českého statistického úřadu, 2012.



Obr. 3 Vývoj změn ukazatele ROE v průběhu sledovaného období.

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva průmyslu a obchodu, 2012.

kopíruje sledovaný ukazatel vývoj reálného HDP. Zatímco v letech 2004–2007 docházelo k nejsilnějšímu ekonomickému růstu v novodobé historii ČR, což potvrzuje i růst ROE, v roce 2008 došlo k výraznému snížení růstové dynamiky a silnému poklesu ROE (–6,02%) a v období 2008/2009 ROE vývoj HDP předstihuje. Následně vývoj ROE reaguje na oživení ekonomiky.

I přes nepříznivý vývoj v předchozích letech se od druhé poloviny 2009 začalo pozitivně projevovat německé ekonomiky, která je klíčovým trhem pro Českou republiku. To potvrzuje i změna v období mezi obdobími 2008/2009 a 2009/2010 ukazatele ROE o 5,18%. Recese byla vyvolána zejména vnějšími faktory a oživení v roce 2010 bylo mírné.

V průběhu roku 2011 došlo ke značnému snížení růstové dynamiky a v roce 2012 se česká ekonomika dostala do nové recese, která byla způsobena silným poklesem domácí poptávky. V období 2010/2011 došlo vlivem těchto událostí k opětovnému poklesu ukazatele ROE o 0,51%.

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.

Tab. 4 obsahuje vliv faktorů, které ve sledovaném období nejvíce ovlivňovaly hodnoty ROE. Vliv všech analyzovaných faktorů je součástí přílohy tohoto článku.

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

Ukazatel/období	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12
ROE	5,35%	-2,82%	1,65%	1,80%	-6,02%	-2,54%	5,18%	-0,51%	1,29%
finanční páka	-0,68%	-0,30%	-0,15%	-0,83%	0,04%	-0,13%	0,19%	0,47%	-0,67%
míra zadluženosti k VK	-1,10%	-1,04%	-0,28%	-1,34%	0,08%	-0,35%	0,39%	1,01%	-1,38%
míra zadluženosti k A	0,43%	0,74%	0,13%	0,51%	-0,04%	0,22%	-0,20%	-0,54%	0,71%
ROA	6,02%	-2,52%	1,80%	2,62%	-6,06%	-2,41%	4,99%	-0,98%	1,96%
obrat aktiv	2,52%	-1,24%	0,11%	-0,53%	-0,02%	-1,20%	0,73%	0,39%	0,27%
doba obratu aktiv	2,52%	-1,24%	0,11%	-0,53%	-0,02%	-1,20%	0,73%	0,39%	0,27%
doba obratu oběžných aktiv	0,43%	-0,07%	0,01%	-0,09%	0,16%	-0,69%	0,14%	0,14%	0,11%
doba obratu dlouh.majetku	2,07%	-1,17%	0,04%	-0,36%	-0,17%	-0,49%	0,59%	0,21%	0,17%
ROS (z EAT)	3,51%	-1,29%	1,70%	3,16%	-6,04%	-1,20%	4,26%	-1,36%	1,69%
ROS (z EBIT)	1,75%	-1,57%	0,85%	3,18%	-4,52%	-1,99%	2,37%	-1,17%	1,68%
nákladovost	-0,01%	-0,04%	-0,10%	0,04%	0,72%	-1,23%	-0,20%	-0,01%	0,12%
EBIT/náklady	1,76%	-1,55%	0,90%	3,26%	-5,14%	-1,06%	2,36%	-1,12%	1,70%
daňové břemeno	1,21%	0,10%	0,62%	0,12%	-0,60%	-0,07%	1,07%	0,00%	0,12%
úrokové břemeno	0,55%	0,18%	0,23%	-0,15%	-0,91%	0,86%	0,82%	-0,20%	-0,11%

Zdroj: vlastní zpracování.

Zatímco v období 2003/2004 došlo k růstu ukazatele o 5,35 %, pokračoval až do roku 2006/2007. Růst ukazatele byl v období 2003/2004 tlumen ukazatelem finanční páky (vliv $-0,68\%$), z kterého vyplývá, že velikost zadluženosti podniku měla záporný vliv i v dalších obdobích až do 2006/2007 (vliv $-0,83\%$). Nejvýraznější podíl na změně hodnoty vrcholového ukazatele měla v období 2003/2004 rentabilita aktiv ($6,02\%$), a z toho zejména rentabilita tržeb ($3,51\%$, resp. $1,75\%$ v závislosti na použitém čitateli), přičemž velmi významně se na tomto trendu podílel ukazatel EBIT/náklady s vlivem $1,76\%$. Mezi roky 2003 a 2004 došlo ke snížení sazby daně z příjmů právnických osob z 31% na 28% , v důsledku čehož činil vliv daňového břemene na hodnotu *ROE* $1,21\%$. Obrat aktiv, kterým se hodnotí schopnost podniku využít svá aktiva a vyprodukovat co nejvyšší výnosy, měl vliv $2,52\%$, přičemž podrobnějším rozkladem vyplynulo, že největší podíl na produkci výnosů podniku měl v tomto období dlouhodobý majetek, měřený ukazatelem doby obratu dlouhodobého majetku (vliv $2,07\%$).

V následujícím období došlo k poklesu ukazatele *ROE* o $2,82$ p. b., což bylo způsobeno jak ukazatelem rentability aktiv (s vlivem $-2,52\%$), tak i ukazatelem finanční páky ($-0,30\%$). Z rozkladu ukazatele produkční síly vyplynul téměř shodný podíl ziskové marže ($-1,29\%$) a obratu aktiv ($-1,24\%$), na kterém má největší podíl dlouhodobý majetek (ukazatel doby obratu dlouhodobého majetku má vliv $-1,17\%$). Při podrobnější analýze ziskové marže bylo zjištěno, že ukazatel EBIT/náklady má nejvyšší podíl ($-1,55\%$) na dané situaci. I přesto, že v tomto období došlo k opětovnému poklesu sazby daně z příjmů právnických osob (z 28% v roce 2004 na 26% v roce 2005), podílel se vliv daňového břemene nevýznamně ($0,10\%$). Vliv úrokového břemene byl v důsledku zvýšení úrokových sazeb (měřených vývojem dvouleté denní reposazby) $0,18\%$.

Od následujícího období pokračoval příznivý vývoj ukazatele *ROE* až do období 2007/2008. V období 2005/2006 a 2006/2007 se projevil rozdílný vliv doby obratu dlouhodobého majetku ($0,04\%$ a $-0,36\%$). V období 2005/2006 se také významně projevil vliv daňového břemene $-0,62\%$. (sazba daně z příjmů se snížila z 26% na 24%).

V období 2007/2008 došlo k výraznému poklesu o $6,02$ p. b., na čemž se podepsal vliv ukazatele rentability aktiv ($-6,04\%$). Vliv obratu aktiv činil $-0,02\%$. Propad rentability vlastního kapitálu mírně vliv finanční páky ($0,04\%$), zvláště pak Míra zadluženosti k vlastnímu kapitálu.

Pokles *ROE* dále pokračoval až do období 2009/2010 (největší vliv měl ukazatel nákladovost), kdy došlo k opětovnému růstu ukazatele v důsledku mírného oživení ekonomiky (vliv ukazatele EBIT/náklady činil $2,36\%$).

Pokles v období 2010/2011 (o $0,51$ p. b.) byl způsoben ukazatelem rentability aktiv ($-0,98\%$), který byl zmírněn vlivem finanční páky ($0,47\%$) způsobený mírou zadluženosti k vlastnímu kapitálu. Podrobnější analýzou ukazatele rentability aktiv vyplynulo, že vliv ziskové marže byl významnější ($-1,36\%$, resp. $-1,17\%$ s ohledem na použitý druh výsledku hospodaření) než ukazatel monitorující schopnost podniku vyprodukovat prostřednictvím aktiv co nejvyšší výnosy (vliv obratu aktiv $0,39\%$). Ukazatel EBIT/náklady měl i v období 2010/2011 významný vliv na hodnotu vrcholového ukazatele ($-1,12\%$). Zajímavý je poznatek, že vliv má nejen sazba daně z příjmů, ale i další změny zákona (např. odečitatelné položky).

V posledních dvou sledovaných obdobích (2011/2012) došlo k růstu ukazatele *ROE* o $1,29$ p. b. Nárůst tlumil záporný vliv ukazatele finanční páky ($0,67\%$), naopak ukazatel rentability aktiv činil $1,96\%$. Podrobnějším rozkladem byl zjištěn mírný vliv ukazatele obratu aktiv ($0,27\%$) a $1,96\%$ vliv ziskové marže a z toho plynoucí i vliv EBIT/náklady ($1,70\%$). V hodnotách ukazatele *ROE* došlo jak k poklesu (o $0,51$ p. b. v období 2010/2011), tak k růstu (o $1,29$ p. b. v období 2011/2012). Na průběhu se opět nejvýznamněji podílel ukazatel EBIT/náklady ($-1,12\%$ v období 2010/2011 a $1,70\%$ v období 2011/2012).

Z uvedených výpočtů plyne, že na poklesu výkonnosti podniků zpracovatelského průmyslu se jednoznačně podílel pokles provozní výkonnosti (měřeno ukazateli nákladovost a EBIT/náklady).

Závěr

Z provedené analýzy jednoznačně vyplynulo, že vnější vlivy (vývoj úrokových sazeb a daňového zatížení) se projevil na poklesu výkonnosti podniků zpracovatelského průmyslu. Vývoj úrokových sazeb je jedním z faktorů, které ovlivňují úrokové břemeno, společně s rizikovou přírůzkou (což znamená, že podniky mají obtížnější přístup ke kapitálu) v době krize. Za stěžejní faktor lze považovat míru využití disponibilního majetku podniku k dosahování zisku měřeného ukazatelem rentability aktiv. Velikost produkční síly ovlivňuje jak schopnost podniku využít svá aktiva, tak velikost výnosů, které si podnik může ve formě EBIT ponechat. Z tohoto důvodu

byly tyto faktory analyzovány. U schopnosti podniku využít svá aktiva byla pozornost věnována struktuře vázaného majetku. Kromě období 2003/2004 a 2004/2005 nebyl v následujících obdobích zjištěn významný podíl těchto činitelů (doba obratu aktiv a jeho struktura – doba obratu oběžných aktiv, doba obratu dlouhodobého majetku a doba obratu ostatních aktiv). Rozkladem ukazatele rentability tržeb (bez ohledu na to, zda se počítá z EAT či z EBIT) bylo zjištěno, že ukazatele zvolené na bázi výsledovky, které mapují především nákladovost a její vznik, ovlivňují velikost *ROE* mnohem významněji. Ukazatel rentability tržeb neboli zisková marže je považován za stěžejní pro tvorbu hodnoty podni-

ku. To potvrzuje i další rozklad, který prokázal, že ukazatel EBIT/náklady měl na hodnotě vrcholového ukazatele *ROE* téměř po celé sledované období nejvýznamnější vliv (viz tab. 4).

Poděkování

Příspěvek je výstupem projektu specifického výzkumu „Výzkum interních a externích faktorů ovlivňujících hodnotu podniku“ Interní grantové agentury Vysokého učení technického v Brně s registračním číslem FP-S-13-2064.

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. et al. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New York, 811 s.
- Český statistický úřad (2012). *Statistická ročenka České republiky 2012*. Český statistický úřad, Praha, 823 s.
- Dluhošová, D. et al. (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.
- Dluhošová, D. (2008). *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Ekopress, Praha, 192 s.
- 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.
- Kislingerová, E., Hnilica, J. (2008). *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.
- Marek, P. et al. (2006). *Studijní průvodce financemi podniku*. Ekopress, Praha, 624 s.
- Mařík, M. et al. (2011). *Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy*. Ekopress, Praha, 494 s.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (2011). *Panorama zpracovatelského průmyslu 2009*. [online] [cit. 2013-03-11] Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument84178.html>.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (2012). *Panorama zpracovatelského průmyslu 2011*. [online] [cit. 2013-03-11] Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument107939.html>.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (2013). *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2012* [online] [cit. 2013-03-11] Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141978.html>.
- Parrino, R., Kidwell, D. S. (2009). *Fundamentals of Corporate finance*. John Wiley & Sons, New York, 765 s.
- Pavelková, D. et al. (2009). *Klastry a jejich vliv na výkonnost firem*. Grada Publishing, Praha, 268 s.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. The Free Press, New York, 205 s.
- 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.
- 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.
- Zalai, K. et al. (2002). *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Sprint vřra, Bratislava, 305 s.
- Zmeškal, Z., Dluhošová, D., Tichý, T. *Finanční modely: Koncepty, metody a aplikace*. Ekopress, Praha, 270 s.

Příloha

Ukazatel/období	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12
<i>ROE</i>	5,35 %	-2,82 %	1,65 %	1,80 %	-6,02 %	-2,54 %	5,18 %	-0,51 %	1,29 %
finanční páka	-0,68 %	-0,30 %	-0,15 %	-0,83 %	0,04 %	-0,13 %	0,19 %	0,47 %	-0,67 %
míra zadluženosti k <i>VK</i>	-1,10 %	-1,04 %	-0,28 %	-1,34 %	0,08 %	-0,35 %	0,39 %	1,01 %	-1,38 %
míra zadluženosti k A	0,43 %	0,74 %	0,13 %	0,51 %	-0,04 %	0,22 %	-0,20 %	-0,54 %	0,71 %
kr.cizí zdroje/aktiva	0,44 %	0,00 %	0,53 %	0,66 %	0,03 %	0,74 %	-0,25 %	-0,59 %	0,45 %
dl.cizí zdroje/aktiva	-0,02 %	0,74 %	-0,40 %	-0,15 %	-0,07 %	-0,53 %	0,05 %	0,05 %	0,26 %
<i>ROA</i>	6,02 %	-2,52 %	1,80 %	2,62 %	-6,06 %	-2,41 %	4,99 %	-0,98 %	1,96 %
obrat aktiv	2,52 %	-1,24 %	0,11 %	-0,53 %	-0,02 %	-1,20 %	0,73 %	0,39 %	0,27 %
doba obratu aktiv	2,52 %	-1,24 %	0,11 %	-0,53 %	-0,02 %	-1,20 %	0,73 %	0,39 %	0,27 %
doba obratu oběžných aktiv	0,43 %	-0,07 %	0,01 %	-0,09 %	0,16 %	-0,69 %	0,14 %	0,14 %	0,11 %
doba obratu zásob	0,14 %	-0,05 %	0,00 %	0,01 %	0,01 %	-0,05 %	0,05 %	-0,04 %	0,12 %
doba obratu pohledávek	0,27 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,08 %	-0,28 %	-0,14 %	0,69 %	-0,01 %
doba obratu <i>KFM</i>	0,02 %	-0,03 %	0,01 %	-0,10 %	0,07 %	-0,36 %	0,23 %	-0,52 %	0,00 %
doba obratu dlouh.majetku	2,07 %	-1,17 %	0,04 %	-0,36 %	-0,17 %	-0,49 %	0,59 %	0,21 %	0,17 %
doba obratu ost.aktiv	0,02 %	0,00 %	0,06 %	-0,08 %	0,00 %	-0,02 %	0,01 %	0,04 %	-0,01 %
<i>ROS (z EAT)</i>	3,51 %	-1,29 %	1,70 %	3,16 %	-6,04 %	-1,20 %	4,26 %	-1,36 %	1,69 %
<i>ROS (z EBIT)</i>	1,75 %	-1,57 %	0,85 %	3,18 %	-4,52 %	-1,99 %	2,37 %	-1,17 %	1,68 %
nákladovost	-0,01 %	-0,04 %	-0,10 %	0,04 %	0,72 %	-1,23 %	-0,20 %	-0,01 %	0,12 %
výkon.spotřeba/výkony	-0,35 %	0,34 %	0,04 %	0,01 %	0,15 %	0,04 %	0,04 %	-0,03 %	0,00 %
osobní náklady/výkony	0,66 %	-0,10 %	-0,03 %	-0,22 %	0,09 %	0,02 %	-0,12 %	0,03 %	0,00 %
ostatní náklady/výkony	-0,32 %	-0,28 %	-0,11 %	0,25 %	0,48 %	-1,29 %	-0,12 %	-0,01 %	0,12 %
<i>EBIT/náklady</i>	1,76 %	-1,55 %	0,90 %	3,26 %	-5,14 %	-1,06 %	2,36 %	-1,12 %	1,70 %
výnosnost tržeb	0,00 %	0,01 %	0,05 %	-0,12 %	-0,09 %	0,30 %	0,20 %	-0,04 %	-0,14 %
daňové břemeno	1,21 %	0,10 %	0,62 %	0,12 %	-0,60 %	-0,07 %	1,07 %	0,00 %	0,12 %
úrokové břemeno	0,55 %	0,18 %	0,23 %	-0,15 %	-0,91 %	0,86 %	0,82 %	-0,20 %	-0,11 %
<i>EBIT/EBT</i>	0,55 %	0,18 %	0,23 %	-0,15 %	-0,91 %	0,86 %	0,82 %	-0,20 %	-0,11 %
nákladové úroky/ <i>EBT</i>	0,55 %	0,18 %	0,23 %	-0,15 %	-0,91 %	0,86 %	0,82 %	-0,20 %	-0,11 %
<i>EBT/nákladové úroky</i>	0,55 %	0,18 %	0,23 %	-0,15 %	-0,91 %	0,86 %	0,82 %	-0,20 %	-0,11 %
<i>VH z běž.čin./nákl.úroky</i>	0,47 %	0,14 %	0,20 %	-0,15 %	14,91 %	0,69 %	0,66 %	-0,16 %	-0,09 %
provozní <i>VH/nákl.úroky</i>	0,45 %	0,33 %	0,22 %	-0,16 %	13,50 %	0,70 %	0,84 %	-0,08 %	-0,09 %
finanční <i>VH/nákl.úroky</i>	0,02 %	-0,19 %	-0,02 %	0,01 %	1,41 %	-0,02 %	-0,18 %	-0,08 %	0,00 %
daň z příjmů/nákl.úroky	0,08 %	0,04 %	0,02 %	0,01 %	-15,82 %	0,17 %	0,17 %	-0,04 %	-0,02 %

Doručeno redakci: 10. 11. 2013

Recenzováno: 17. 12. 2013

Schváleno k publikování: 30. 12. 2013

Ing. Michala Strnadová

Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská, Ústav financí

Kolejní 2906/4, 612 00 Brno

Česká republika

e-mail: strnadova@fbm.vutbr.cz,

Ing. Michal Karas, Ph.D.

Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská, Ústav financí

Kolejní 2906/4, 612 00 Brno

Česká republika

e-mail: karas@fbm.vutbr.cz