

EVA versus zisk a korelace s akciovým výnosem[#]

(Diskuse k článku: Garvey, Gerald T. – Milbourn, Todd T.: *EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?* *Journal of Accounting Research*, 2000, roč. 38, dodatek: *Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm*, s. 209-245.)

Jaroslava Holečková*

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

Rostoucí tlak na konkurenceschopnost podniků v prostředí globalizace ekonomiky vede ekonomy ke snaze reálněji vyjádřit a vyhodnotit ekonomický přínos a úspěšnost podnikatelských aktivit. V ekonomice USA, kde vznikla teorie řízení hodnoty (*value based management* – *VBM*), se pro hodnocení úspěšnosti podniků od počátku 90. let minulého století začalo užívat a stále se rozšiřuje posuzování úspěšnosti podniku podle tvorby hodnoty. Maximalizace hodnoty pro vlastníky je těžištěm teorie řízení hodnoty.

Nejde jen o to, aby podnik vytvořil určitý objem zisku, ale aby platilo, že výnosnost vlastníky investovaného kapitálu je větší než alternativní náklad na kapitál. Jde o odlišení zisku, který vykazuje účetnictví, a tzv. ekonomického zisku (resp. nadzisku), který je dosažen tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu.

Nespokojenost s tradičními způsoby měření výkonnosti firem pomocí ukazatelů odvozených pouze z účetních výkazů vyústila ve snahu vyvinout jiné alternativy měření a hodnocení výkonnosti podniků, jejich oceňování, na nichž by také bylo možné stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů. Jedním z nejvíce používaných ukazatelů je ekonomická přidaná hodnota – EVA (*Economic Value Added*) vytvořená poradenskou firmou Stern, Stewart & Co. Známé jsou koncepty i jiných poradenských firem, jak vyjádřit tzv. ekonomický zisk:

- McKinsey – „*Economic Profit*“,
- Boston Consulting Group – „*Total Business Return*“ (TBR) a „*Cash Value Added*“ (CVA),
- HOLT Value Associates – „*Cash Flow Return on Investment*“ (CF ROI),
- LEK/Alcar + A. Rappaport – „*Shareholder Value Added*“ (SVA).

Maximalizace hodnoty pro vlastníky je předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny zúčastněné, kteří jsou s podnikem spjati. V souvislosti s teorií nákladů zastoupení (*agency costs*) vzniká problém řešení vztahu „principal – agent“, který je definován formou kontraktu

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska s registračním číslem MSM6138439903.

* Ing. Jaroslava Holečková, Ph.D. – proděkanka pro zahraniční styky, odborná asistentka; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <jahol@vse.cz>.

(*contract*), na jehož základě principál najímá agenta, aby uskutečňoval určitou službu jeho jménem. V podnikatelské činnosti kontrakt slouží zejména k předcházení a řešení konfliktu zájmů mezi akcionáři a manažery. Za předpokladu, že obě strany kontraktu jednají s cílem maximalizace svého užitku, je možné, že agent se nemusí vždy chovat v nejlepším zájmu principála. Manažeři podniku tedy nemusí vždy usilovat o co největší přínos pro akcionáře, o maximalizaci akcionářské hodnoty (*shareholder value*) a o maximalizaci tržní hodnoty podniku.

S tím souvisí otázka, jakým způsobem sjednotit zájmy obou stran, aby byly minimalizovány náklady zastoupení. Existuje poměrně všeobecná shoda v tom, že důležitým nástrojem systému řízení a správy podniku (*corporate governance*) je **odměňování manažerů** založené na výkonnosti (*performance-based compensation*).

Názory na to, jak vytvořit perfektní kontrakt v oblasti odměňování manažerů (*compensation contract*) se však rozcházejí. Lze vymezit dvě skupiny názorů, které se zásadně liší, jedni se opírají o hledisko kapitálového trhu. Zdůrazňují, že odměňování manažerů se má odvozovat od ukazatelů kapitálového trhu, jako je hlavně cena akcie (*stock price*) a ukazatel tržní cena akcie na zisk na akcii (*price-earning – P/E*). Druhá skupina názorů upřednostňuje a doporučuje spíše tradiční interní měřítka výkonnosti založená na účetní veličině výsledků hospodaření, zisků (*earnings*) a konceptu ekonomické přidané hodnoty EVA (*Economic Value Added*), který kombinuje účetní výsledek hospodaření s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. EVA může být definována dvěma způsoby:

$$EVA = NOPAT - CAPITAL COST$$

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{CAPITAL} - WACC \right) \cdot CAPITAL$$

Namísto je otázka, kterou si kladou i autoři článku G. T. Garvey a T. T. Milbourn, zda a jak lze spolehlivě stanovit, které měřítko výkonnosti je nejlepším vyjádřením přínosu manažerů k hodnotě firmy. Která měřítka mohou splnit tento úkol a jak by měla být kombinována, aby vznikl nejlepší motivační kontrakt (*incentive contract*)?

V teorii i praxi probíhá diskuse o tom, zda nová hodnotová měřítka výkonnosti vykazují vyšší korelaci s hodnotou akcií a jejich výnosností než tradiční účetní zisky. Autoři využili k empirickému výzkumu standardní „principal-agent“ model, v němž kontrakt může být založen na dvou účetních výkonnostních měřácích (EVA a Earnings) plus ceně akcií.

Spíše než na detaily modelu zohledňujícího rozdíly mezi EVA a tradičními měřítky jako jsou zisky (*earnings*), se autoři soustředí na problém, že zatímco variabilita každého měřítka je zjevná a pozorovatelná, jeho přesný informační (signální) obsah nikoliv. Model poskytuje formalizovanou metodu pro výzkum jak zjistit relativní hodnotu alternativních měřítka na bázi účetnictví založených na dvojím odlišném použití ceny akcií. První je dobře známá skutečnost, že ceny akcií poskytují transparentní (*noisy*) měřítko manažerské přidané hodnoty (*managerial value-added*). V použitém modelu ceny akcií také mohou ukázat signální (*signal*) obsah alternativních měřítka na bázi účetnictví (*accounting-based performance measures*).

Autoři si kladou za cíl ukázat, jak kombinovat ceny akcií (*stock prices*), zisky (*earnings*) a EVA k vytvoření optimálně vyváženého schématu odměňování (*compensation scheme*), a

zjistit, že korelace mezi EVA nebo zisky a výnosností akcií je opodstatněnou, spolehlivou vazbou k tvorbě hodnoty, jako nástroj pobídkového kontraktu (*incentive contracting tool*). Firma by mohla změřit přínos, výhodu z využití měřítka jako EVA zkoumáním jeho korelace s cenou akcie podniku. Není tomu tak proto, že výnosnost akcií je ideálním měřítkem výkonnosti, spíše je tomu tak proto, že korelace poskytuje vhodné váhy pro jak signální (*signal*), tak transparentní (*noisy*) komponenty alternativních měřítek (zisky, tj. earnings a EVA).

S ukazatelem EVA úzce souvisí ukazatel MVA (*Market Value Added*), tzv. tržní přidaná hodnota, kterou lze vyjádřit a posuzovat ze dvou hledisek: ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou jeho čistých operativních aktiv (NOA), ex ante jako současnou hodnotu budoucích EVA. Tržní hodnota (*market value*) podniku je pak dána součtem jeho účetní hodnoty (*book value*) a současné hodnoty budoucích EVA (*current value of future EVA*). Tento úzký vztah mezi EVA a MVA znamená, že EVA působí jako hybná síla, faktor růstu (*driver*) tržní ceny akcií a tržní hodnoty podniku.

Předností EVA je silná korelace s vývojem na kapitálovém trhu, zatímco účetní výsledek hospodaření a z něho vypočtený ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) koreluje méně s tvorbou akcionářské hodnoty.

Závěr

Na základě empirického výzkumu autoři zjišťovali a odvozovali „přidanou hodnotu“ od ukazatele EVA v konkrétních odvětvích a podnicích. Výsledky jejich zkoumání byly pozitivní a významné v předvídání, které firmy skutečně zavedly EVA jako vnitřní výkonnostní měřítko.

Tyto poznatky vedou spíše k závěru, že ukazatel EVA je vhodný jako „bonus base“ pro odměňování manažerů. Zastánci tohoto kritéria odměňování argumentují tím, že toto měřítko výkonnosti přesněji a spolehlivěji odráží přínos manažerů k tvorbě hodnoty podniku. K tomuto názoru se po prostudování článku i další literatury rovněž přikláním. Domnívám se, že odměňování manažerů na základě ukazatelů kapitálového trhu, zejména cen akcií, jak požaduje druhá skupina – zastánci tohoto kritéria (např. A. Rappaport), není vhodné, protože v ceně akcií se odráží i faktory, které manažeři podniku nemohou ovlivnit.

Literatura

- [1] Garvey, G. T. – Milbourn, T. T.: *EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?* Journal of Accounting Research, 2000, roč. 38, dodatek: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, s. 209-245.

EVA versus zisk a korelace s akciovým výnosem akcií

Jaroslava Holečková

ABSTRAKT

Nespokojenost s tradičními způsoby měření výkonnosti firem pomocí ukazatelů odvozených pouze z účetních výkazů vyústila ve snahu vyvinout alternativy měření výkonnosti podniků, na nichž by bylo možné stavět ukazatele zainteresovanosti manažerů. V souvislosti s teorií zastoupení (*agency theory*) vzniká problém vztahu „principal – agent“ vymezený kontraktem (*contract*), kdy principál najímá agenta, aby pro něho uskutečňoval určitou službu. Manažeri však nemusí vždy usilovat o co největší přínos pro akcionáře, o maximalizaci akcionářské hodnoty (*shareholder value*) a o maximalizaci tržní hodnoty (*market value*) podniku. S tím souvisí otázka, jak sjednotit zájmy obou stran, aby byly minimalizovány náklady zastoupení, a jak stanovit, které měřítko výkonnosti nejlépe vyjadřuje přínos manažerů k hodnotě firmy. Na základě empirického výzkumu autoři zjišťovali a odvozovali „přidanou hodnotu“ od ukazatele EVA v konkrétních odvětvích a podnicích v USA. Výsledky jejich zkoumání byly pozitivní a významné v předvídání u firem, které zavedly EVA jako vnitřní výkonnostní měřítko. To vede k závěru, že ukazatel EVA je vhodný jako „bonus base“ pro odměňování manažerů. Odměňování manažerů na základě ukazatelů kapitálového trhu, zejména cen akcií, jak požaduje druhá skupina – zastánci tohoto kritéria se nejeví vhodné, protože v ceně akcií se odráží i faktory, které manažeri podniku nemohou ovlivnit (např. inflace, aj.).

Klíčová slova: Ekonomická přidaná hodnota; Zisk; Cena akcie; Náklady zastoupení, Kontrakt.

EVA versus earnings and correlation with stock returns

ABSTRACT

Dissatisfaction with traditional accounting-based performance measures has spawned a number of alternatives that could be used for performance-based compensation mechanism, as well. In connection with theory of agency costs there is a problem of the relationship principal – agent that is defined in the contract as a tool of mitigation the inherent conflict between managers and shareholders. Firms may be able to improve incentives by relying directly on other measures of performance which more accurately reflect the manager's contribution to firm value. Currently the most popular Value based measure is Economic Value Added (EVA). There is a debate about whether the new performance measures have a higher correlation with stock values and their returns than do traditional accounting earnings. Opinions of how to design the compensation contract differ widely. Some argue that managers should be paid according to stock price performance. The others argue that stock-based compensation imposes excessive risk on the managers, because firm returns reflect the factors beyond manager's control (i.e. inflation, etc.). The "value-added" of EVA by firms and industry was empirically estimated. These estimates are positive and significant in predicting which firms have actually adopted EVA as an internal performance measure

Key words: Economic Value Added; Earnings; Stock Price; Agency Costs; Contract.

JEL classification: G40.