

Tomáš Krabec

prosperita
firmy



Oceňování podniku a standardy hodnoty

- světová standardizace oceňování aktiv
- interpretace hlavních kategorií hodnoty a použití v ČR
- teorie oceňování podniku na mimoburzovních trzích
- zákonná regulace a standardy hodnoty v ČR

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umísťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.



Copyright © Grada Publishing, a.s.

Tomáš Krabec



Oceňování podniku a standardy hodnoty

- světová standardizace oceňování aktiv
- interpretace hlavních kategorií hodnoty a použití v ČR
- teorie oceňování podniku na mimoburzovních trzích
- zákonná regulace a standardy hodnoty v ČR

Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA

Oceňování podniku a standardy hodnoty

Vydala Grada Publishing, a.s.
U Průhonu 22, 170 00 Praha 7
tel.: +420 220 386 401, fax: +420 220 386 400
www.grada.cz
jako svou 3795. publikaci

Recenzovali:
Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.
Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

Odpovědná redaktorka Mgr. Andrea Bláhová
Grafická úprava a sazba Eva Hradiláková
Počet stran 264
První vydání, Praha 2009
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.
Husova ulice 1881, Havlíčkův Brod

Zpracování textu bylo finančně podpořeno grantem IGA ŠKODA AUTO a.s. Vysoké školy
FR/07/02 Ocenění společností nekotovaných na burze: Moderní metody a trendy

© Grada Publishing, a.s., 2009
Cover Design © Eva Hradiláková

ISBN 978-80-247-2865-0 (print)
ISBN 978-80-247-6753-6 (pdf)
© Grada Publishing, a.s. 2011

Obsah

O autorovi	9
Předmluva	11
Slovo recenzentky	13
 Vybrané problémy oceňování podniků v České republice	
1. Terminologie používaná v češtině a v České republice	15
2. Finanční oceňování aktiv a oceňování podniku	18
3. „Provádění oceňování“	19
4. Corporate governance a mimoburzovní equity trhy	22
5. Skutečný význam standardizace oceňování	25
6. Mezinárodní komparace	25
7. Regulace oceňování v České republice	26
 Struktura knihy	27
 Část I. Teorie ceny a hodnoty	
1. Trh a tržní procesy	34
2. Hospodářský řád a hospodářský proces	37
2.1 Konstitutivní principy soutěžního hospodářského řádu	38
2.2 Regulativní principy	41
2.3 Shrnutí významu hospodářského řádu pro odhad hodnoty podniku a jeho metodologii	43
3. Relevantní trh podniku	44
4. Heterogenita ekonomické teorie a některé chybné interpretace a aplikace teorie ...	48
Antika a středověk	48
Hodnotové teorie ceny (nákladové teorie hodnoty)	49
Adam Smith	49
David Ricardo	49
J. S. Mill	50
Současný význam nákladových teorií hodnoty	50
Marginalistická revoluce	50
Subjektivismus rakouské školy	51
Neoklasická mikroekonomie	52
Současný vývoj teorie hodnoty a ceny: hledání objektivních kritérií objektivní hodnoty? ...	53
Shrnutí teorií ceny a hodnoty	54
5. Teorie trhu a tržních procesů v rámci ekonomické teorie: mikroekonomie relevantního trhu podniku	58
5.1 Konkurence z pohledu Adama Smithe a dalších klasiků politické ekonomie	65
5.2 Statická analýza neoklasické ekonomie	66

5.2.1 Model dokonalé konkurence	68
5.2.2 Monopolistická konkurence v díle E. Chamberlina	70
5.2.3 Nedokonalá konkurence v díle Joan Robinsonové	70
5.2.4 Model monopolu	70
5.3 Evolucionismus a dynamika v díle J. A. Schumpetera	71
5.3.1 Základní koncept a běžná praxe	75
5.3.2 Zdroje konkurenční výhody a tvorba ekonomické přidané hodnoty	77
5.3.3 „Průměrný management“ a firma jako „bundle of core competences“	79
5.3.4 První neoschumpeteriánská hypotéza	82
5.3.5 Druhá neoschumpeteriánská hypotéza	83
5.3.6 Evoluční pohled na generátory hodnoty a pokračující hodnotu	84
5.4 Závěry pro ocenění založené na výnosech	84
6. Posouzení funkčnosti konkurence pro zjištění vlastností cen	86
6.1 Erich Hoppmann – novoklasický koncept svobody konkurence	86
6.2 Chicagská škola a některé implikace pro kategorie hodnoty	88
6.3 John M. Clark a koncept „workable competition“	90
6.4 Harvardská škola	91
6.5 Erhard Kantzenbach a optimální intenzita konkurence	92
6.6 Shrnutí hlavních poznatků k funkci trhu	95
7. Determinanty tržních struktur a funkčnost konkurence:	
návod pro zkoumání obvyklostí tržních podmínek	97
7.1 Formy trhu	98
7.2 Relevantní trh	104
7.2.1 Odvětvový koncept (A. Marshall)	105
7.2.2 Substituční koncept (J. Robinsonová, H. Arndt)	105
7.2.3 Koncept flexibility produkce (Narver)	105
7.3 Výsledek aktivit na relevantním trhu – testy intenzity konkurence	106
 Část II. Teorie a koncepce ohodnocování podniku	
(Unternehmensbewertungstheorie)	107
8. Potřeby oceňování aktiv	108
9. Terminologické a konceptuální pojetí disciplíny oceňování aktiv	109
10. Koncepce oceňování podniku	111
10.1 Objektivní koncepce ohodnocování (oceňování)	112
10.2 Subjektivní koncepce oceňování	113
10.3 Tržní koncepce oceňování podniku	116
10.3.1 Neoklasika a její vývoj z pohledu koncepcí oceňování podniků	120
10.3.2 CAPM	124
10.3.3 Teorie Millera a Modiglianiho	128
10.4 Funkcionální koncepce oceňování podniku	132
10.4.1 Hlavní funkce ohodnocení podniku	134
10.4.2 Vedlejší funkce	135
10.4.3 Systematizace funkcí a důvodů pro ocenění	138
10.4.4 Metody oceňování a standardizované kategorie hodnot	140
10.4.5 Hodnota pro rozhodnutí	144

10.4.6 Rozhodčí hodnota	149
10.4.7 Argumentační hodnota a argumentační funkce	151
10.5 Souhrnný komentář k aplikacím a praktickému významu koncepcí ohodnocování podniku	153
 Část III. Standardizace oceňování: význam a využití	157
11. Podstata standardizace jako potřeba redukce komplexity	159
12. Zdroje standardizace oceňování	164
13. Interdependence národních a nadnárodních regulací oceňování na příkladu České republiky	166
 Část IV. Zákonná regulace oceňování podniku v České republice a teorie ohodnocování podniku	169
 Část V. Mezinárodní oceňovací standardy	175
14. Počátky standardizace	176
14.1 Cíle a působnost IVS	176
15. Struktura standardů a hlavní kategorie hodnoty	178
16. Všeobecné oceňovací koncepty a principy	180
17. Vztah tržní hodnoty dle IVS a Fair Value dle IFRS	187
18. Metody ocenění dle IVS	188
18.1 Code of Conduct	191
18.2 Typy aktiv	192
19. Úvod do IVS 1, 2 a 3	194
19.1 Tržní a jiné než tržní kategorie hodnoty	194
19.2 Trhy	194
20. IVS 1 – Market Value Basis of Valuation (revize 2005 a 2007)	197
21. IVS 2 – Kategorie hodnot jiné než tržní hodnota	200
22. IVS 3 – Valuation Reporting (revize 2007)	203
23. International Valuation Guidance Note No. 6 Business Valuation	204
23.1 Tržní přístup k ocenění podniku (market approach)	205
23.2 Výnosové ocenění podniku (income capitalisation approach)	206
23.3 Ocenění majetkové (asset-based business valuation)	208

Část VI. IDW S 1	209
1. Úvodní poznámky	210
2. Základní pojmy	211
Obsah hodnoty podniku	211
Důvody pro ocenění	214
Funkce auditora	215
Hodnota a cena podniků a obchodních podílů	217
3. Obsah a relevance burzovních kurzů	218
4. Zásady pro odhad hodnoty podniků	220
Důležitost účelu ocenění	220
Ocenění hospodářských jednotek	220
Princip rozhodného dne	221
Oceňování provozně nutného majetku (odst. 24 a násl.)	222
Oceňování neprovozního majetku (odst. 59–63)	224
 Přílohy Teorie oceňování podniků a standardy oceňování – shrnutí	229
Standardy oceňování: kdo, jak a proč?	229
Standardy a jejich vztah k ekonomické teorii	230
Terminologické kontroverze a dichotomie	230
Vztah ekonomické teorie a oceňovací metodologie	232
Teorie ohodnocování podniku	233
Kategorie hodnoty a typy aktiv	233
Tržní hodnota v rámci IVS	233
Podmínky nutné: aktiva, prodávající, kupující, určitý stupeň soutěže	234
Existuje objektivní tržní hodnota?	234
Existuje tržní hodnota aktiva dle IVS?	235
Existuje tržní hodnota podniku?	235
Význam burzovně organizovaných kapitálových trhů pro odhad tržní hodnoty podniků	236
Význam amerického kapitálového trhu pro ocenění podniků v České republice	236
Je tržní hodnota shodná s hodnotou objektivizovanou?	236
Jaký je vztah mezi tržní hodnotou a rozhodčí hodnotou (Schiedswert)?	240
 Příklady	242
Příklad 1: Testování kategorie tržní hodnoty pro osobní automobil Škoda Octavia, rok výroby 2005, ocenění k datu 31. 7. 2009	242
Příklad 2: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik lékařské praxe, specializace zubní lékařství, lokalizace v Mnichově, rozhodné datum ocenění 31. 12. 2007	243
Příklad 3: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik lékařské praxe, specializace zubní lékařství, lokalizace v Jihlavě, rozhodné datum ocenění 31. 12. 2007	245
Příklad 4: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik v České republice	247
 Shrnutí	250
Literatura	251
Rejstřík	260

O autorovi

Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA

Působí na Institutu účetnictví a finančního řízení podniku ŠKODA AUTO a. s. Vysoké školy a na katedře financí a oceňování podniku Vysoké školy ekonomické v Praze. Ve svém výzkumu se věnuje oceňování aktiv a mezinárodní standardizaci oceňování. Na téma oceňování a hodnotového řízení publikuje a přednáší pro odbornou veřejnost v Česku i v zahraničí. Jako visiting professor je pravidelným hostem na zahraničních univerzitách (Finsko, Francie, Španělsko, Německo). Kromě přednáškových a výzkumných aktivit působí jako poradce domácích i zahraničních společností v oblasti oceňování, strategie a nákupů a prodejů podniků. Ekonomii, finance a oceňování studoval v Praze a v Cáchách a dále absolvoval program MBA in International Business v italském Terstu a v USA. Doktorát v oboru účetnictví a finančního řízení podniku obhájil na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze.



Poděkování *Vladimíru Hamáčkovi, Romaně Nývltové a Stanislavu Šárochovi děkuji za umožnění seriózní odborné práce.*

Evě Kislingerové a Miloši Maříkovi děkuji za rady a připomínky, bez nichž by text nedosáhl předkládané podoby.

Věškeré nedostatky a opomenutí jsou mé vlastní.

Předmluva

„Myslím, že většinu útrap si lidé způsobují chybnými odhady o hodnotě věcí.“

Benjamin Franklin

Počítáme jako diví, ale přiznejme si, že pravá podstata naší práce nám mnohdy uniká. Chceme se hlavně dobrat výsledné částky – tržní hodnoty – a přitom se schovat za „alibi“ množství abstraktních modelů, které budou vytvářet dojem odbornosti a před laiky bude snadné je obhájit. Člověka až mrazí, když vidí, jak se nejen ekonomičtí laici, ale i specialisté na oceňování aktiv domnívají – a někteří tomu dokonce upřímně věří –, že prostřednictvím moderní finanční teorie můžeme zjistit objektivní hodnotu podniku jako věci hromadné.

Není divu. Většina z nás byla vzdělána především v neoklasické tradici modelové abstrakce. Čím podrobněji zvládáme kvantitativní modely ekonomických jevů a čím sofistikovanější analytické metody si dokážeme osvojit, tím větší ambice většinou máme v odhadu té „správné hodnoty“ a tím větší sebevědomí nám metody exaktní vědy poskytují. Málokdo zůstává relativistou v otázce možností našeho poznání a praktických aplikací moderních vědeckých metod v oceňování aktiv. Právě při modelovém odhadu „objektivní tržní hodnoty“ platí více než kde jinde latinské *ignoramus ignorabimus* (nevíme to a vědět nebudeme).

Tržní hodnota – a ponechme prozatím stranou, co se za tímto pojmem opravdu skrývá – získává od devadesátých let minulého století i v kontinentální Evropě na popularitě. V případě odhadu tržní hodnoty podniku a věci hromadných se o obecně platné částce, jak bývá výsledek nejčastěji interpretován, bohužel hovořit nedá. Modely redukující svět na odosobněný, efektivní kapitálový trh, dosahující rovnováhy na základě fundamentálních faktorů, se dostaly do slepé uličky, kterou rozpoznaly již v šedesátých letech minulého století autoři funkcionálního oceňování aktiv, sdružení především ve skupině tzv. kolínské školy, známé i v naší zemi. V České republice pro „divoké počítání“ neměl – až na skutečně drobné výjimky pod rozlišovací schopností běžné praxe – doposud nikdo čas zamyslet se nad samotnou podstatou naší oceňovatelské práce.

Tato publikace má za cíl vyjasnit vztah mezi účelem ocenění a kategoriemi hodnoty, které jsou pro daný účel v různé podobě standardizovány. Výsledek každé analytické expertizy vedoucí ke stanovení hodnoty je relevantní pouze pro účel, pro který je zpracován. Hodnotu hospodářských aktiv potřebujeme znát z mnoha důvodů a za různými účely, a proto dochází ke standardizaci těchto více či méně často se opakujících činností. Česká republika prozatím soubor pravidel, která by v obecné rovině kodifikovala to nejlepší ze současné praxe, prozatím postrádá. Bohužel, je tomu tak na úkor jak zpracovatelů expertiz, kterým standardy poskytují záchranný bod v podobě osvědčené praxe, tak na úkor uživatelů výsledků těchto expertiz, protože je jen stěží možno dovodit skutečnou vypovídací schopnost číselného výsledku. Zde se proto budeme inspirovat v zahraničních zkušenostech.

Nezastírám, že způsob, kterým je k problematice přistoupeno, nemusí být na první pohled zcela konformní vzhledem k běžnému chápání problematiky; také jsem byl dříve zastáncem všeobjímajících matematických přístupů a modelování vzdálených realit. Studium funkcionální koncepce ohodnocování podniku, která je zhruba čtyřicet let po svém vzniku zpřístupněna díky této knize i odborné veřejnosti v České republice, je konečně naše disciplína

systematizována způsobem vycházejícím z evropské praxe a reagujícím na praktické potřeby jak nás oceňovatelů, tak širokého spektra našich klientů. Tato kniha nemá za cíl jakkoliv měnit zaběhnutou praxi. Její ambice jsou skromnější: kéž by poskytla komplexnější pohled na problematiku oceňování hromadných aktiv a informovala zainteresované čtenáře o alternativách k zavádějícímu eklekticismu finanční teorie.

S náměty a připomínkami se prosím obraťte na mé e-mailové adresy: krabec@is.savs.cz a krabect@vse.cz.

Tomáš Krabec

Slovo recenzentky

Oceňování podniku je tématem, jehož potřebnost poznala teorie a praxe v České, respektive tehdy ještě Československé republice, před více než dvaceti lety. Začátky byly pionýrské a ti, kdo se v této době zabývali oceňováním podniku, jen postupně a velmi zvolna získávali zkušenosti, jak k tomuto nelehkému úkolu přistoupit. Od té doby uplynula již řada let a také došlo k masivnímu pohybu majetku podniků. Dnešní doba, která je v posledních měsících spojená s pojmy krize a recese, bude neodmyslitelně spjata rovněž s majetkovými transakcemi vyvolávajícími potřebu znát hodnotu; to ostatně dokládá vývoj posledních dní.

Tomáš Krabec připravil pro čtenáře a zájemce o „královskou“ disciplinu oceňování podniku pozoruhodnou publikaci, která – podle mého názoru – zatím v českém prostředí nevznikla. Přitom jsem po jejím přečtení dospěla k závěru, že by bylo užitečné, aby se stala nedílnou součástí literatury, která je pro účely vzdělávání v této oblasti používána, neboť přináší systemizaci této discipliny opírající se jak o světovou teorii a praxi, tak o praktické zkušenosti oceňovatelů.

Autor publikace s vědomím náročnosti tématu moderní mezioborové vědy usiluje o maximální vstřícnost vůči čtenáři; proto je již na prvních stránkách zařazena terminologie a objasnění regulačního rámce. Žádný čtenář by neměl ponechat stranou pozornosti poznámku týkající se vymezení podniku jako hromadného aktiva. Základní teoretický rámec publikace vytváří první kapitola, v níž autor přibližuje podstatu neoklasické teorie a zasazuje ji do rámce oceňování podniku. Často opomíjená vazba účelu a funkce ocenění je potvrzena v následujících částech práce; autor objasňuje podstatu metod diskontu cash flow, které jsou odvozovány od budoucích užitek získaných investorem převedených na současnou hodnotu. Model nazývaný DCF (discounted cash flow) je založen na předpokladech, které v podmínkách České republiky budou splněny spíše výjimečně; v tomto kontextu je pak upozorněno na definici tržní hodnoty podle IVS. Čtenáři by nemělo uniknout ani rozlišení pojmů týkajících se elementární podstaty předmětu oceňování, a to podniku, věci hromadné a firmy; v těchto pasážích jsou především připomenuty myšlenky Coase (1937), který za úvahu o podniku – věci hromadné vyznačující se primárním goodwillem zvyšujícím hodnotu funkčního celku – získal Nobelovu cenu. Z pohledu discipliny oceňování podniku spatřuji podstatné rozlišení, respektive upozornění, na **finanční oceňování aktiv**, kde východiskem je neoklasická teorie dokonalého kapitálového trhu chicagské univerzity založená na předpokladu, že ceny akcií v reálném čase zohledňují veškeré relevantní hodnototvorné informace; zde bychom neměli přehlédnout klíčovou souvislost, a sice pokud by ve smyslu této teorie byl opravdu trh efektivní, pak by nebylo možné, aby docházelo ke vzniku „bublin“ nebo distorzím hypotečního trhu, kterých jsme svědky v těchto dnech. Kromě finančního oceňování aktiv, které je spojeno s anglickým označením *appraisal* nebo německým pojmem *Preisfindung*, rozlišujeme ještě **ohodnocování podniku** (*Valuation, Bewertung*) – podnik, věc hromadná.

Samostatná pozornost je věnována standardizaci postupů oceňování podniku, potvrzení vazby postupu na účel ocenění a některé další předpoklady. Právě zde lze spatřovat významný přínos publikace pro praxi, kdy reflexe těchto skutečností by významnou měrou přispěla nejen ke zkvalitnění, ale i ke zvýšení úrovně odhadcovské praxe při vědomí specifík, právního prostředí atd. českého trhu s podniky. Autor také, mimo jiné, upozorňuje na určitá nebezpečí plynoucí z přesvědčení, že čím složitější model oceňovatel použije, čím větší počet desetinných míst zahrne, tím přesnější výsledek získá; bohužel, tuto zkušenost mohu jen potvrdit.

Tomáš Krabec připravil publikaci, která dle mého soudu reflektuje vývoj disciplíny oceňování podniku od počátku 90. let minulého století, kdy její potřeba vznikla v souvislosti s deetatizací a privatizací státního majetku. Upozorňuje na důležité teoretické souvislosti a především na klíčový problém neoklasické teorie efektivních kapitálových trhů. Možná, že současná ekonomická situace spojená s krizí vede k hlubšímu zamyšlení nad teoretickými koncepty, které za běžného vývoje zůstávají často v pozadí jevů zcela bez povšimnutí. Nyní se ukazuje, že právě nereálný předpoklad efektivních trhů a chování investorů vede k deformacím majícím zhoubné následky pro celou společnost.

Ačkoliv možná ti čtenáři, kteří hledají návod či jakousi „kuchařku“ pro odhad hodnoty podniku, budou touto publikací překvapeni, považují její pečlivé prostudování za nezbytný předpoklad správných úvah nad problémem ohodnocení podniku. Vzorce pro aplikaci výnosových metod jsou dnes notoricky známé, spíše jde o to, jak naplnit jednotlivé parametry v čitateli a jmenovateli při reálném zvažování důsledků a především nekritickým přebírání podkladů z různých internetových zdrojů, aniž bychom znali původ, respektive metodické zpracování veličin, které mnohdy zcela zásadně ovlivňují výsledek práce; a nejen to.

Věřím, že tato publikace přispěje k zamyšlení nad čísly, která často mechanicky počítáme. Přeji jí také hodně čtenářů.

*Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.
Výsoká škola ekonomická v Praze*

Vybrané problémy oceňování podniků v České republice

„Jen ten, kdo zpívá se sborem, zůstane ve sboru.“

Matschke, Brösel, 2007

1. Terminologie používaná v češtině a v České republice

Oceňování aktiv prochází v České republice stále fází dynamického vývoje. V oblasti výpočtové metodologie, modelování a samozřejmě i standardizace této činnosti samotné jsme v závěsu za světovým vývojem. Vždyť samotný nosný pojem naší disciplíny „oceňování“, jak se v průběhu devadesátých let minulého století ustálil i v oblasti běžné odborné diskuse (viz Mařík a kol., 2007 a související, česky psaná literatura), zcela přesně neodpovídá dlouhodobě ustálené zahraniční praxi. Zatímco „oceňování“ primárně souvisí se stanovením ceny – tj. nikoliv odhadem hodnoty – pro daný, konkrétní účel, například pro určení daňové povinnosti, v drtivé většině případů toto „ocenění“ není potřeba a není ani na místě. V případech reglementovaných obchodním právem se odhaduje hodnota – nedohodnou-li se zúčastněné strany jinak nebo nejsou-li relevantní další specifika případu. Můžeme se domnívat, že je-li výsledek správný, terminologické nuance můžeme velkoryse přehlížet. Bohužel, ve většině případů praktických ocenění tomu tak není. Kdo je na vině? Neumějí oceňovatelé počítat? Nebo je většina ocenění předem podvod?

Nikoliv. Hlavní důvod, proč tomu tak je a proč byla sepsána i tato publikace, spočívá v nedostatečném či nesprávném využívání standardů pro oceňování (ohodnocování) aktiv. Výsledek drtivé většiny ocenění podniků v České republice je autory hrdě považován za tržní hodnotu či za obvyklou cenu tohoto podniku.

Dále bude podrobně a na pozadí teoretických exkurzů do oblasti fundamentální ekonomické teorie a teorie trhu vysvětleno, že výsledkem tzv. tržních ocenění v maximální možné míře využívajících tržních dat nemusí nutně být a v podmínkách České republiky většinou ani nebude tržní hodnota, která by odpovídala definičnímu vymezení tohoto pojmu obsaženému v Mezinárodních oceňovacích standardech. Prozatím v České republice většinou stačilo přepsání jedné rozvité věty z publikace Mařík a kol. (2003 nebo 2007) a maximálně ještě odvolávka na „*highest and best use*“, nejlépe rovnou v angličtině. Samozřejmě tento postup není v souladu se Standardy a výsledek si nezaslouží interpretaci, kterou na něho Standardy kladou. Tento metodický nedostatek praktických oceňovacích posudků souvisí s dalším problémem, jehož souvislostmi je nutné se stále více zabývat a jímž je tzv. „provádění oceňování“.

Terminologické problémy nacházíme i v jiných oblastech teorie podnikových financí; typickým příkladem je používání názvu „firma“ pro to, co je ve smyslu obchodního zákoníku „podnik“.

Je potřeba mít na paměti, že terminologicky korektní je v souladu se světovou praxí použití termínu oceňování jen v případech, kdy dochází ke stanovení ceny, především tedy ve vztahu

k daňovým a jiným účelům, zejména dotýkajících se státu. Vedle toho ohodnocování (*Valuation, Bewertung*) vystihuje vhodnější proces, kdy je odhadována hodnota pro obecné tržní transakce soukromoprávní povahy. Smysl a účel takto odhadnuté peněžní či v peněžních ekvivalentech vyjádřené částky spočívá v potřebách definovaných právě Standardy hodnoty (*International Valuation Standards* – dále jako IVS, 2007, standard IDW S 1 z roku 2008 a další soubory standardů hodnoty).

Oceňování (ohodnocování) můžeme chápat jako zastřešující pojem pro interdisciplinární analýzu předmětu ocenění (také objektu ocenění, *Bewertungsobjekt* ve smyslu Matschke, Brösel, 2007), které provádí k tomu oprávněný oceňovatel. Oceňovatelem, a tedy nikoliv subjektem ocenění, může být v České republice každá fyzická či právnická osoba, která má k takovéto činnosti oprávnění. Oceňování je tedy českými teoretiky této disciplíny vnímáno spíše jako obecný pojem, který v sobě zahrnuje jednak oceňování (v užším slova smyslu) a jednak ohodnocování (srovnej in: Mařík a kol., 2007). Výsledkem je stanovení určité částky vyjádřené jednou hodnotou (či jako interval hodnot), která je platná pro konkrétní účel, pro nějž se toto ocenění zpracovává, respektive pro nějž ho objednatel (zadavatel) ocenění (také *Bewertungs-subjekt*, subjekt ocenění, jedná-li se zároveň o subjekt zúčastněný na transakci, opět dle Matschke, Brösel, 2007) zamýšlí použít. Subjekty ocenění často nemají ohledně výše stanovené částky shodné představy, neboť se může jednat například o potenciálního budoucího kupujícího a budoucího prodávajícího. Tyto „strany konfliktu“ (*konfligierende Parteien* nebo také *Konfliktparteien*, tamtéž) zůstávají subjekty ocenění i v případě, že ocenění provádí externí oceňovatel nebo je-li zadavatelem ocenění třetí strana, například soud či státní orgán. Někteří autoři zastávají názor (Born, 2003), že externí oceňovatel plnící roli neutrálního znalce může plnit úlohu subjektu ocenění, protože provádí analýzy ze svého subjektivního pohledu. Tato interpretace ovšem není v souladu s hlavním teoreticko-aplikačním proudem funkcionálního oceňování aktiv, kterým se budeme dále podrobně zabývat (Moxter, 1990, Gorny, 2002, Helbling, 1998, Matschke, Brösel, 2007).

Přinejmenším v češtině platí, že terminologii oceňování ovlivňuje ekonomická (a finanční) teorie jen v minimální míře. Vysvětlení spočívá v jevu, který je v oblasti ekonomické teorie znám jako *path dependence*, tj. závislost na minulém vývoji (viz Nelson, Winter, 1982). Důležitější vliv na utváření terminologie oceňování má zákonná regulace a v ní obsažená terminologie (zákon o cenách, zákon o oceňování majetku), odborná literatura a překlady zahraničních oceňovacích standardů, které jsou však mnohdy nepřesné, což je, jak se můžeme domnívat, opět způsobeno historicky dlouhodobě zažitou terminologií vycházející ze zákonné regulace. Ve světové praxi je možno odlišit dvě terminologické roviny:

- **oceňování** – *Preisfindung, Appraisal*, souvisí hlavně s daňovou regulací, oceňovatel skutečně určitým způsobem stanovuje cenu platnou pro daný účel, v České republice je situace obdobná;
- **ohodnocování** – *Bewertung, Valuation*, je míněno pro účely tržních transakcí, tzn. oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu vycházející z podmínek zadání nebo zjišťuje kategorii hodnoty, která se změnou vlastnického práva nesesouví. To je podstatný rozdíl ve srovnání s výše uvedeným (viz k tomu také Sieben, Löcherbach, Matschke, 1974).

V České republice se stále hovoří o oceňování podniku a oceňovacích standardech; také z toho důvodu, že ocenění jsou prováděna v drtivé většině případů ve formě znaleckých posudků (ačkoliv forma znaleckého posudku je vyžadována jen ve specifických případech) a úkolem

znalce je stanovení ceny pro účel ocenění dle zadání. Terminologicky korektní by bylo tedy používat v překladu pro *Business Valuation* či *Unternehmensbewertung* „ohodnocování podniku“. Výsledkem je odhad určité kategorie hodnoty (k terminologii také Zazvonil, 2008). Zvolí-li oceňovatel kategorii hodnoty, musí být tato volba v souladu s účelem, pro který se ocenění provádí, protože kategorie hodnoty (respektive standard hodnoty, jehož součástí může být více kategorií hodnoty) určuje vypovídací schopnost, interpretaci a použitelnost výsledku takového ocenění (přesněji ohodnocení). V tomto smyslu se jeví jako nepřesný i překlad používaný pro *International Valuation Standards*, když se používá Mezinárodní oceňovací standardy, ačkoliv jsou tvořeny „standards hodnoty“, v české praxi již překládanými správně (Mařík a kol., 2007). Německá teoretická literatura používá místo „kategorií hodnoty“ pojmu *Wertarten*, jako druhy hodnot příslušejících hlavním funkcím ohodnocení (viz Matschke, Brösel, 2007). Funkce mohou souviset se směnou vlastnického práva nebo s jinými důvody pro ocenění (v podrobnostech Schulze, 2003).

Pojem „tržní hodnota firmy“ směřuje dva pohledy. Označení „firma“ je v oblasti ekonomické teorie a teorie podnikových financí (viz Valach, 2005) používáno jako zastřešující pro „podnik“ nebo „společnost“. V praxi je potřeba odlišovat mezi hodnotou firmy chápanou jako hodnota podniku, jako tržní kapitalizace jednotlivých akcií, nebo naopak hodnotou firmy ve smyslu hodnoty samotné obchodní firmy, respektive obchodní značky.

Podnik nebo také část podniku bývají nejčastěji předmětem (objektem) ocenění. Vymezení podniku pro účely ocenění nemusí být jednoduchá a jednoznačná záležitost. Stále více aktuální i v oblasti praktického oceňování je pojetí podniku na principech *going concern* a *stand alone basis*. V tomto smyslu bývají rovněž případ od případu individuálně definovány strategické podnikatelské jednotky (*strategic business units* a také ve smyslu subjektů přinášejících jisté hospodářské výsledky, tzv. *Erfolgseinheiten*), jejichž funkce a struktura aktiv jsou mnohdy spojeny s jinými očekáváními a riziky, než je tomu u mateřské společnosti (v mírně odlišném pojetí viz již Schmalenbach, 1937).

Podnik je i pro účely hodnotových analýz nutno zpravidla chápat jako věc hromadnou, vyznačující se primárním *goodwillem* (který zvyšuje hodnotu funkčního celku, vydělávajícího svým vlastníkům peníze nad realizační, respektive likvidační hodnotu jednotlivých aktiv). Teoreticko-ekonomické zdůvodnění této možné vlastnosti věci hromadné vychází z analogické úvahy, alespoň v případě Coaseovy teorie firmy (viz Coase, 1937). Tato teorie, vysvětlující důvod existence firmy jako souboru základních, účelně zkombinovaných výrobních faktorů, je založena na transakčních nákladech, které jsou díky úsporám z jednotné organizace a řízení takto snižovány oproti jiným formám organizace výrobního a podnikatelského procesu na mikroekonomické úrovni. Za tento přínos byla R. Coaseovi udělena v roce 1991 Nobelova cena.

Terminologie oceňování se liší od terminologie ekonomické teorie i v názvech používaných pro jednotlivé typy hodnot. Zde se nejedná o kategorie hodnot ve smyslu standardizace, ale o názvy pro možné hodnoty vázané jak účelem, tak metodou jejich odhadu (rovněž viz Krabec, 2007). Bohužel, situace se dále komplikuje tím, že názvy využívané běžně v kodifikovaných standardech se nemusejí nutně shodovat s terminologií různých koncepcí oceňování pojímaného ve smyslu ekonomické disciplíny. Další obtíže spočívají v neexistenci ustálených překladů do češtiny. Proto budou uváděny původní německé názvy příslušného typu hodnoty, případně anglický ekvivalent, pokud existuje, a naopak.

2. Finanční oceňování aktiv a oceňování podniku

Odlišit je potřeba dvě ekonomické disciplíny: finanční oceňování aktiv a teorii ohodnocování podniku. Z hlediska teorie oceňování podniku je možno považovat aplikaci finanční teorie za jeden z jejích konceptů. Doposud v české literatuře tyto dvě disciplíny dostatečně odlišovány nebyly, což vedlo k aplikaci metod finančního oceňování i na podniky, a to často nepřiměřeně účelu ocenění a bez toho, aby bylo možné výsledek interpretovat v souladu s účelem. Následující prvotní vymezení je v souladu s evropskou tradicí funkcionálního oceňování aktiv (v souhrnu Hering, 2006, Hering, 2008, Matschke, Brösel, 2007):

- **Finanční oceňování aktiv** vychází z neoklasické teorie dokonalého fungování kapitálového trhu a z předpokladů ohledně racionálního investora. Za těchto zjednodušených předpokladů je možno modelovat způsob dosažení rovnováhy a zjistit, za jakou rovnovážnou cenu by se aktivum definovaných vlastností pravděpodobně obchodovalo při splnění daných předpokladů na tomto hypotetickém trhu. Nejčastějšími modely jsou známé varianty DCF (Entity, Equity, APV) a opční modely. Protože se jedná o modely hypotetické rovnováhy trhu definovaných vlastností, bývá tento koncept také označován jako tzv. tržní koncepce oceňování podniku. Zde je potřeba mít se na pozoru před možnou záměnou tržních metod oceňování podniku (metoda srovnatelných transakcí, metoda srovnatelných podniků) a tržní koncepce. Jak dále uvidíme, jedná se o jiný pohled na hodnotu podniku a její zjišťování.

Finanční oceňování, mnohdy automaticky aplikované i na nekotované podniky ve smyslu věci hromadné, doposud dalece ignorovalo vývoj ekonomické teorie od konce čtyřicátých let minulého století; zejména behaviorální ekonomie a *prospect theory*, které mimo jiné vyvrátily a empiricky doložily neplatnost neoklasických předpokladů v reálném světě (viz v souhrnu Damodaran, 2008). Finanční oceňování aktiv bylo také od sedmdesátých let minulého století silně ovlivněno teorií efektivního trhu pocházející z chicagské univerzity stavějící na předpokladu, že ceny akcií v reálném čase zohledňují veškeré relevantní hodnototvorné informace. Trh je tedy racionální a není možno zvolit žádnou investiční strategii, která by za srovnatelného rizika trvale zajišťovala vyšší výnosnost než efektivní akciový trh. Rozličné dogmaticky aplikované modifikace DCF modelů vycházející z arbitrážních předpokladů poté mají vést k odhadu vnitřní či „pravé“, „objektivní“ hodnoty akcie. Systematické teoretické zpochybňování samotných základů neoklasického modelového přístupu a hypotézy efektivních trhů (mj. Fox, 2009) a vysvětlení jevů, jako je stádní chování, neúplné informace či iracionalita, bylo doprovázeno také praktickými důkazy v podobě bubliny dot-com a následující bubliny na hypotečních trzích – jaké překvapení pro příznivce teorie efektivních trhů, na nichž jsou bubliny z definice vyloučeny. Někteří autoři dokonce dávají teorii efektivních trhů za vinu rozsah světové ekonomické krize od roku 2007, protože pokud většina investorů-tvůrců trhu dogmaticky věří v hypotézu efektivního trhu, a tedy v kontinuální existenci „správných“ cen, nemůže k iracionálnímu nadhodnocení dojít. Tržní ceny cenných papírů věrně zobrazují výkonnost a rizikovitost emitentů. Na základě tohoto přesvědčení byly investiční fondy nuceny investovat do rizikových aktiv a takto dále živit růst bubliny, protože investoři by v opačném případě svěřili své úspory jiným fondům, které nevybočují z řady ostatních. To samé platilo pro centrální bankéře, konkrétně FED, kteří pokračovali v měnové akomodaci v důsledku svého přesvědčení, že investoři přece musejí vědět, co dělají. Při „iracionálně“ rostoucích cenách měli začít tvůrci nabídky a poptávky trhu podle teorie efektivních trhů prodávat. Ve skutečnosti se takto drtivá většina

investičních profesionálů nezachovala, protože lidé mají ve své preferenční funkci i proměnné, jako je například pracovní místo, které by jinak ztratili vinou odlivu investorů omámených bublinou z konzervativně řízeného fondu (Fox, 2009).

Kromě zmíněných výhod k finančnímu oceňování akcií v podmínkách burzovně organizovaného kapitálového trhu v USA je potřeba dodat, že stejné metody se používají i v podmínkách evropských, a to pro oceňování nekotovaných podniků. Jak dále uvidíme, oceňování akcie a oceňování podniku jsou dvě odlišné věci, pokud opustíme sterilní prostředí dokonalého či efektivního kapitálového trhu bez jakéhokoliv vlivu lidských bytostí na hodnotu transakce. V praxi bývá sice hodnota akcie odvozována z výpočtu hodnoty podniku, je ale třeba mít na vědomí, že tímto způsobem je možno zjistit právě jen určité kategorie hodnoty. Málokdo se také zamýšlí na protikladnými předpoklady teoretických fundamentů DCF modelů, tj. modelu CAPM a teorie kapitálové struktury dle Millera a Modiglianiho (viz Hering, 2006 a dále).

- **Teorie ohodnocování (oceňování) podniku** vychází naopak z teorie investování v podmínkách reálného světa, kdy lidé, kteří v konečném důsledku subjektivně rozhodují o výši cen a podmínkách tržních transakcí, nejsou „odefinováni“ v rámci modelových předpokladů. Cílem modelu tedy není zjištění „objektivní“ obecně platné částky (nejčastěji označované jako „tržní hodnota“), ale subjektivní hraniční ceny, která je relevantní pro daný konkrétní subjekt ocenění či která je v souladu s účelem ocenění (účel ocenění není redukován na zjištění rovnovážné ceny za předpokladů „jako kdyby“ bez věrohodné vazby na realitu). Koupě a prodej podniku jsou investicemi a dezinvesticemi a subjekty transakce se samy rozhodují, jestli vlastnické právo držet, nebo úplatně převést podle toho, co je z jejich pohledu výhodnější ve vztahu k ostatním disponibilním možnostem alokace svých finančních prostředků, ale i k času a ostatním preferencím. Jak dále uvidíme, teorie ohodnocování podniku a praxe kodifikovaná v rámci oceňovacích standardů (IVS a IDW) se obejdou bez zavádějících teoretických pojmů jako „vnitřní hodnota“ či „teoretická rovnovážná cena“ a podobných, které při skutečných tržních transakcích subjekty transakce na mimoburzovním equity trhu vůbec nezajímají, což je možné také empiricky doložit (viz Matschke, Brösel, 2007). Teorie funkcionálního ohodnocování podniku tvořila jeden z hlavních zdrojů pro návrh a kodifikaci německého standardu pro oceňování podniků IDW, který bude dále podrobně rozebrán, a to především ve smyslu přiřazení rolí pro oceňovatele plnění v rámci ocenění určitou funkci, a tudíž odhaduje specifickou kategorii hodnoty, jejíž platnost je tímto účelem omezena.

3. „Provádění oceňování“

„Konflikt mezi tím, co veřejnost v současném rozpoložení od vědy při uspokojování populárních nadějí očekává, a tím, co je skutečně v její moci, je vážná věc, protože i když by všichni skuteční vědci uznali meze toho, co mohou v lidských záležitostech udělat, pokud veřejnost očekává více, pak vždycky budou takoví, kteří budou troufale vzbuzovat zdání a snad i čestně věřit, že mohou pro populární požadavky udělat více, než je v jejich skutečné moci. Pro experta je často dosti obtížné a pro laika v mnoha případech určitě nemožné rozlišovat mezi oprávněnými a neoprávněnými nároky předkládanými jménem vědy.“ (Hayek, in: Jonáš, 1994, s. 191) Jak aktuální je tento stav dnes v oceňovací branži!

Čím více je oceňovatel vzdělanější v matematice a kvantitativních disciplínách, tím větší mívá tendenci k „provádění oceňování“. Smyslem je vždy dobrat se k výsledné částce či možnému intervalu odhadovaných hodnot. Čím lépe, tzn. podrobněji, složitěji, „vědeckěji“, budeme počítat, čím komplexnější modely tržní poptávky a její dynamiky budeme využívat, čím propracovanější bude finanční plán a model DCF, tím kvalitnější by měl výsledek být. Či ještě lépe, tím blíže bych se měl přiblížit tržní hodnotě jako teoreticky nejsprávnější částce, hodnotě obecně platné „pro všechny“. Tento typ uvažování, jakkoliv může být mezi oceňovateli rozšířený, nemůže být již více nesprávný. Oceňování a ani ekonomie nejsou a nikdy nebudou exaktními vědeckými disciplínami, ve kterých by bylo možno využívat matematických a fyzikálních přístupů a takto získanému výsledku přiřkládat nějakou relevanci. Neoklasická teorie neodpovídá realitě a nikdy nebyla pro popis skutečného světa konstruována.

Tím samozřejmě není řečeno, že by teoretická ekonomie a třeba i praktická hospodářská politika nehledaly inspiraci v těchto oblastech, a nebály se dokonce modelové úvahy prakticky využívat. Dokladem tohoto způsobu uvažování není nic jiného než centrálně plánovaná ekonomika. Ano, jakkoliv perverzní se toto tvrzení může zdát, i tvůrci centrálního plánu se snažili o optimalizaci cenové struktury a modelování optimálních, rovnovážných stavů vedoucí k maximální míře společenského blahobytu. O výsledcích a o tom, jak se aplikace exaktních metod a odborného řízení osvědčily, není zapotřebí se šířeji rozepisovat. Snahy aplikovat metody exaktních věd na společenské a ekonomické podmínky, byť mohly být uskutečňovány v té nejlepší víře, vedly k neúspěchu. Za důkaz, že tyto snahy vedou ke škodlivému, tzv. konstruktivistickému racionalismu a že modelový svět – ať už centrálního plánu, či oceňovacího modelu – nikdy nemůže vystihnout realitu, byla F. A. Hayekovi v roce 1974 udělena Nobelova cena.

Ekonomie a úžeji oceňování aktiv, tedy disciplína využívající ekonomickou teorii a její analytický aparát, je primárně, podle mého názoru, behaviorální věda. V reálném světě není možno spoléhat se na modely dokonalé konkurence, úplných informací a racionality v rozhodování jednotlivce. Tato publikace má za další cíl zobecnit poznatky, které jsou v oblasti ekonomické teorie dobře známé již více než šedesát let, i na oceňování aktiv.

Samozřejmě se nejedná o české specifikum. Celospolečenská poptávka po „tržní hodnotě“, ať už si pod tímto pojmem představíme cokoliv, vede k nutnosti výpočtu „nějaké“ částky, která bude interpretovatelná jako „obecně platná“, „co nejpodrobněji a nejexaktněji propočtená“, „objektivní“... V oceňovacích posudech bychom našli další zajímavé přívlastky. Následuje „provádění oceňování“ a nad smysluplností celého pojetí již nikdo nepřemýšlí. Proč také – nejdůležitější je přece výsledné číslo založené na použití alespoň dvou metod, jeho název a kulaté razítko. Například v sousedním Německu Matschke a Brösel (2007) nazývají toto počínání některých oceňovatelů „wilde Rechnerei“, divoké počítání. Tento vývoj posledních let je možno vysvětlit, jak dále uvidíme, především úsporou transakčních nákladů zadavatelů, zpracovatelů a uživatelů ocenění. Se silící globalizací finančních trhů a celosvětovou prezencí multinacionálních společností (v drtivé většině původem z USA) a jejich četných, opět většinou amerických poradců a auditorských společností se začínají projevovat úspory plynoucí ze standardizace procesů, z postupného sjednocování externího finančního výkaznictví se silící rolí *Fair Value* a s tím související anglosaskou finanční teorií stavící na rovnováze hypotetického kapitálového trhu (viz koncepty CAPM a Miller/Modigliani), čemuž uživatelé zdánlivě rozumějí (nic jiného totiž mnohdy nikdy neviděli a výsledek DCF modelu označený jako „fair“ se na první pohled může jevit jako spolehlivý). Nepřesnosti a zkreslení výsledků mají v krátkém období nižší váhu než problémy, jež je možné v budoucnu očekávat. S vyšší intenzitou se tato přehnaná očekávání projevují při nákupech a prodeích podniků uskutečňovaných v evropských podmínkách mimo organizovaný burzovní trh a v souladu s individuálními podmínkami předmětné transakce.

Spíše než hodnota odpovídající rovnovážné ceně na hypotetickém dokonalém kapitálovém trhu (platící „pro všechny“, ale de facto pro nikoho) bude účastníky transakce zajímat hodnota jejich investice do daného podniku s ohledem na riziko a ekonomickou návratnost.

Je třeba mít se na pozoru před tím, aby módní vlny, opisované dokola a bez nutné interpretace z amerických učebnic podnikových financí a oceňování, tvořily základ budoucího vývoje této disciplíny v České republice. V jiných ekonomických disciplínách, jako je marketing či management, se již dávno upustilo od amerických či anglosaských receptů na úspěch. Kultura, tradice a pravidla, podle nichž se řídí společenská a podnikatelská činnost, nejsou srovnatelná. Stejně jako by málokterý management malého a středního podniku v České republice, který by byl mimochodem považován za mikropodnik v USA, používal stejné metody marketingového výzkumu a marketingového mixu jako multinacionální kotované společnosti v USA, tak metody finanční analýzy a oceňování přebírané z amerických publikací je třeba používat s vědomím toho, že vycházejí z nesrovnatelného prostředí a jsou určeny pro jiný typ čtenářů, než jakými jsou čeští oceňovatelé.

I moderní americké publikace na téma podnikových financí zdůrazňují rozdíl mezi různou kvalitou trhů aktiv a jejich důsledky pro způsob stanovení hodnoty těchto aktiv: „**Soukromé trhy**, kde transakce jsou vypořádány přímo mezi dvěma stranami, se liší od **trhů veřejných**, kde jsou standardizované kontrakty obchodovány způsobem organizované směny... Protože jsou tyto transakce soukromé, mohou být strukturovány jakýmkoliv způsobem, který bude vyhovovat oběma zúčastněným stranám. Na rozdíl od toho, cenné papíry emitované na veřejných trzích (například kmenové akcie nebo korporátní obligace) jsou nevyhnutelně drženy vysokým počtem individuálních subjektů. Veřejné cenné papíry tedy musejí mít pevně stanoveny parametry, jednak proto, aby vyhovovaly velkému množství investorů a také proto, že veřejní investoři nemohou věnovat tolik času studiu unikátních, nestandardizovaných kontraktů. Diverzifikace vlastnictví také zaručuje, že veřejné cenné papíry jsou relativně likvidní. Soukromé cenné papíry jsou tím, že jsou optimalizovány na daný případ, méně likvidní, zatímco veřejné cenné papíry jsou více likvidní, ale podléhají větší standardizaci.“ (Brigham, Erhardt, 2005, s. 13, zvýraznění v originále)

Tato publikace si klade za cíl mimo jiné poskytnout argumenty k zamyšlení, a to do větší hloubky a větší komplexnosti, než umožňují konferenční či časopisecké příspěvky. Je třeba mít na vědomí, že burzovní equity trhy fungují jinak a jejich funkce dalekosáhle ovlivňuje fungování podniků. Zatímco u kotovaných podniků rozhoduje výše čtvrtletních výsledků, u podniků mimo burzu je možné uvažovat v dlouhodobém horizontu a soustředit se na aktivity, jako je například budování a positioning značky, přinášející ekonomické efekty až ve středně dlouhém období.

Z toho vyplývá i způsob alokace kapitálu (equity i dluhového kapitálu). Soukromí i institucionální investoři obchodující standardizované kontrakty na globálním trhu se chovají jinak než investoři kupující podniky na malých a ilikvidních trzích v oblasti střední Evropy. Je to zhruba stejné jako hrát blackjack v Las Vegas nebo lizaný mariáš v žižkovské knajpě. Pravidla hry, vnější prostředí i sázky se dost liší a důvěrná znalost jednoho prostředí hráči nezaručí úspěch v prostředí druhém. Pravidla oceňování ve smyslu metodologie i standardizace také není možno bez dalších modifikací přenášet. Výsledek totiž může být stejně nepřiměřený účelu, pro nějž byl odhadnut.

Je možno se rovněž setkat s ambiciózními názory, že oceňovatelé mohou být samotnými tvůrci rovnovážné ceny podniku. Pokud neexistuje trh oceňovaného podniku a prodávající a kupující nejsou „experti“ v oblasti oceňování, mohou se spolehnout na „odbornost“ externího poradce, který dokáže tuto cenu zjistit pomocí sofistikovaného modelu DCF a další expertních

metod. Tento názor opět dokazuje přeceňování schopností odhadců a klientovi se může i značně prodražit, pokud prodá za cenu „dle posudku“, zatímco by šikovným vyjednáváním a strukturováním transakce mohl získat podstatně vyšší částku. Samozřejmě posudek nespočívá jen v aplikaci určitých metod. Oceňovatel může plnit roli poradce, který má zkušenosti s prodeji podniků, výsledek různě upravovat a takto jedné ze stran pomoci k výhodnější ceně či podmínkám. Z pohledu uživatelů ocenění je důležité, že se v těchto případech bude primárně jednat o odhad investiční hodnoty nebo argumentační hodnoty (případně hodnoty pro rozhodnutí). Takto je s výsledkem nutno zacházet.

4. Corporate governance a mimoburzovní equity trhy

Oceňovatelé v České republice se musejí vypořádat s problémem, který není v anglosaské oblasti tak palčivý. Je jím způsob obchodování s vlastnickými právy a jeho následný odraz v oblasti teorie podnikových financí a oceňování. Tyto rozdíly je nejen třeba uvést na pravou míru, ale užitečné bude se rovněž zabývat koncepty, které zohledňují specifika národních, respektive evropských obchodních a právních tradic.

Veřejný burzovně organizovaný kapitálový trh má v anglosaském světě tradičně větší význam než v kontinentální Evropě. Z pohledu oceňování transakcí na organizovaném veřejném kapitálovém trhu a na trzích soukromých, tj. mimo burzu, které kontinuálně neexistují a existují jen v okamžiku uskutečnění jednorázové transakce mezi několika málo subjekty, je možno identifikovat mnoho rozdílů s významnými implikacemi pro oceňovací praxi. Shrňme některé rozdíly (zdaleka se nejedná o vyčerpávající přehled):

Tabulka 1: Srovnání burzovního a mimoburzovního equity trhu

	Burzovní trh	Mimoburzovní equity trh
Obchodované aktivum	Kotovaná akcie (standardizovaný CP)	Vlastnické právo na společnosti (předmětem ocenění zpravidla vyšší majetkový podíl, často 100 %)
Existence trhu	Kontinuální	Zpravidla jen v okamžiku průběhu transakce
Cenová kotace	Ano	Ne – trh kontinuálně neexistuje, jen u srovnatelných transakcí, jsou-li k dispozici
Způsob provádění směny vlastnického práva	Standardizovaný	Individualizovaný v rámci smlouvy (kromě „share deal“ možno prodat i podnik jako „asset deal“) s důsledky pro hodnotu transakce
Struktura nabídky	Polypol	Zpravidla několik prodávajících (jeden podnik, více vlastníků)

Struktura poptávky	Polypol	Zpravidla několik (jeden) poptávající
Tvorba ceny	Cena dána trhem (exogenní proměnná)	Cena výsledkem jednání a podmínek obchodu (endogenní proměnná)
Transakční náklady	Nízké	Zpravidla vysoké
Likvidita trhu	Zpravidla vysoká	Nelze říci
Likvidnost aktiva	Zpravidla vysoká	Zpravidla nízká
Oddělené vlastnictví a řízení	Zpravidla ano	Zpravidla ne
Existence formalizované corporate governance	Zpravidla ano	Zpravidla ne, případně nemá smysl
Vázanost goodwillu na osobu provozovatele nebo management	Zpravidla ne	Zpravidla ano
Vliv změny vlastnictví na výnosovou hodnotu	Zpravidla ne (portfoliová investice)	Zpravidla ano (akvizice kontrolního balíku)
Informační povinnost	IFRS výkazy a kontinuální reporting	Regulace na národní úrovni

Rozvinutý kapitálový trh zprostředkovává směnu vlastnického práva na společnosti podle jiných pravidel oproti equity transakcím mimo burzu. V praxi bude dále podstatný rozdíl v tom, jestli je předmětem směny podnik (*asset deal*), či obchodní podíl (*share deal*). Jak dále uvidíme, určité kategorie hodnoty mohou dávat shodný numerický výsledek v případě ocenění podniku a obchodního podílu (za určitých podmínek se jedná z ekonomického hlediska o dvojí pohled na totéž), ale rovnovážná cena transakce bude zpravidla jiná a bude dána až výsledkem shody subjektů transakce. Vliv na výši rovnovážné ceny bude mít tedy nejen směřovaný objekt transakce (podnik či obchodní podíl), ale také cíle a preference subjektů transakce, které jsou z pohledu externího oceňovatele obtížně rozpoznatelné. Navíc v průběhu obchodu se tyto preference mohou rychle měnit podle způsobu realizace transakce a mnohdy i podle vzájemného objevování možností, které na začátku nemusely být subjektům známy.

Kotované společnosti mají zpravidla oddělené vlastnictví a správu. Zatímco majetkové poměry se mohou průběžně měnit, profesionální management zůstává a řídí strategii a chod společnosti. Děje se tak podle pravidel *corporate governance*. U soukromých společností často vlastnictví a řízení oddělené není.¹ To má podstatný význam pro ocenění a způsob aplikace oceňovacích metod. Zatímco goodwill se u veřejně obchodovaných společností vztahuje ke společnosti jako takové (ponechme stranou jeho konkrétní determinanty), u soukromých společností je značnou měrou vytvářen právě stávajícími vlastníky – provozovateli –, a je tedy po

1 Pozor na možné nedorozumění: v anglosaském světě se označují jako veřejné (public) společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na organizovaném veřejném trhu, a soukromé (private) jsou společnosti bez kotovaných akcií. Toto může v postkomunistických zemích působit zavádějícím dojmem, neboť za standardních okolností jsou v tržní ekonomice veškeré společnosti soukromé. Jedná se ovšem pouze o terminologickou záležitost.

směně vlastnického práva na společnosti přenositelný jen za specifických podmínek.² Výnosový potenciál kotované společnosti a nekotované společnosti řízené vlastníky a jeho ocenění bude tedy primárně záviset na účelu ocenění. Dále uvidíme, jak důležitá je volba správné kategorie hodnoty, které spojuje účel a zadání ocenění.

Důležitý je rovněž vliv právních a obchodních tradic, tj. jak se vůbec v praxi tyto obchody provádějí. Položme si otázku: předpokládáme existenci dvou naprosto totožných společností. Jedna je kotovaná a druhá není. Budou mít obě společnosti stejnou hodnotu? Či přesněji: pokud se bude jeden investor rozhodovat, jestli zakoupí buď kotovanou, nebo identickou nekotovanou společnost, měl by zaplatit stejnou částku? Američan vzdělaný v oceňování aktiv bez přemýšlení odpoví, že „samozřejmě ano“.³ Evropan žijící na kontinentu odpoví, že „samozřejmě ne“. Trhy není možné srovnávat z hlediska funkce, protože každý trh funguje podle jiných pravidel. V Evropě bude spíše výhodnější vlastnit a kontrolovat společnost nekotovanou. Podléhá podstatně volnější regulaci, nemusí plnit rozsáhlé informační povinnosti a její správa je obecně levnější a více operativní. Navíc financování netto investic je primárně pokryto interními zdroji či bankovním úvěrem. Je to logické. V Evropě většina začínajících společností přemýšlí o podnikání na území, kde se hovoří jedním jazykem, platí pravidla podnikání a kde mají zakladatelé a manažeři své zkušenosti. O expanzi na ostatní trhy se začíná uvažovat až ve fázi stabilizace. Je proto logické, že počáteční náklady nejsou tak vysoké a že je možno si vystačit s vlastními zdroji a eventuálně s bankovním úvěrem či půjčkou. Na největším trhu světa, v USA, je tlak na rozvoj podnikání silnější. Má-li podnik založený v Delaware k dispozici zajímavý inovativní produkt či službu, je potřeba jednat rychle: vytvořit a podnikatelsky využít silného tržního postavení. Cílovou skupinou není jen domovský stát, ale zpravidla celé Spojené státy, či dokonce celý svět (jsou-li klienty celosvětově působící multinacionální společnosti). To samozřejmě vyžaduje hned na začátku značné kapitálové investice. Investoři jsou si vědomi faktu, že hodnota je dána zejména očekávanými výnosy, a proto chtějí společnost spoluvlastnit a o těchto očekávaných výnosech rozhodovat. Kapitálový trh tedy umožňuje profinancování těchto podnikatelských záměrů, které by se jinak nemohly uskutečnit buď vůbec nebo jen v dlouhém období a na úkor konkurenčních produktů.

Tyto úvahy vedou k dvěma důsledkům pro teorii oceňování podniku:

- trh podniku jako věci hromadné a trh jednotlivých kotovaných akcií nemusejí být v praxi totožné, rovnováha bude ovlivňována jinými faktory a tvůrci nabídky i poptávky podniku či akcií budou mít jiné preference (o totožné trhy se bude jednat jen tehdy, budeme-li předpokládat dokonalý kapitálový trh, kde preference neexistují a každý účastník polypolního trhu je příjemcem ceny);
- prostředí ve smyslu obchodních pravidel, tradic, podnikatelské kultury a dalších pravidel chování, v němž oceňovaná transakce s podnikem či akciemi probíhá, bude mít významný vliv na rovnovážnou realizovanou cenu transakce.

Shrňme hlavní rozdíly do tabulky:

2 Jedná se o tzv. plánování a přípravu nástupnictví (*succession planning*).

3 Za konzultace na téma institucionální komparativistiky děkuji Clivu Singletonovi a Miloši Maříkovi.

Tabulka 2: *Trh dluhopisu a trh podniku – stejné trhy?*

	Dluhopis	Akcie	Podnik
Aktivum	Cenný papír se standardizovanými vlastnostmi a definovanými peněžními toky	Cenný papír se standardizovanými vlastnostmi	Věc hromadná
Místo	Burza Anonymizovaná strana nabídky a poptávky Standardizovaný způsob obchodování	Burza Anonymizovaná strana nabídky a poptávky Standardizovaný způsob obchodování	Mimoburzovní trh konkrétního podniku Strana nabídky a poptávky provádí individualizovaný obchod
Čas	Aktuální cenové kotace	Aktuální cenové kotace	
	Trh existuje kontinuálně v čase	Trh existuje kontinuálně v čase	Trh zpravidla existuje jen v průběhu transakce

5. Skutečný význam standardizace oceňování

Výsledky ocenění a ambice oceňovatelů by měly mít jen takovou relevanci, jakou si zaslouží. Standardy oceňování evolučně reagují spontánní cestou právě na nemožnost poznat veškeré nutné vstupní údaje pro výpočet obecně platné rovnovážné ceny (tržní hodnoty) a jejich očekávaný vývoj tím, že definují kategorie hodnoty, jejichž výsledkem je částka, kterou uživatelé oceňovací expertizy mohou interpretovat. Každý výsledek je podmíněn účelem ocenění, zejména pokud není možno odečíst historické rovnovážné ceny z trhu oceňovaného aktiva a je-li nutno využívat oceňovacích modelů.

Vysvětlení významu standardizace a jejích zdrojů je dalším tématem, kterým se publikace zabývá. Standardy oceňování nejsou, nikdy nebyly a nemohou být výhradně produktem ekonomické teorie. Nemohou se ani zdokonalovat spolu s tím, jak bude ekonomická teorie zdokonalována. To by bylo dokonce zcela v protikladu k jejich spontánní a na „best practice“ založené povaze a účelu použití. Evoluční pravidla (v pojetí Hayeka jsou standardy oceňování tzv. *nomos* a explicitní zákonná regulace tzv. *thesis*, viz 1996) není možné vylepšovat zásahy z pozice „expertních“ znalostí. O důvodech bude pojednáno v následujících kapitolách. Je to také mimo jiné důvod, proč se standardy nezabývají výpočtovou metodologií (v případě IVS) nebo tak činí jen v obecné míře a v souladu se zamýšleným účelem aplikace příslušné, normativně definované kategorie hodnoty (v případě standardu IDW S 1).

6. Mezinárodní komparace

Česká republika je v oblasti oceňování aktiv vystavena tlaku dvou hlavních hybných sil ovlivňujících vývoj a praktické pojetí této disciplíny. Na jedné straně jsou to mezinárodní konzultační společnosti, v drtivé většině poznamenané anglosaskými tradicemi, na druhé straně je to evropské kulturní dědictví České republiky, která má tímto blíže ke kontinentální Evropě a *code law*.

Pokud k tomu ještě přidáme fakt, že většina českých ekonomů a praktických oceňovatelů hovoří zejména anglicky, a inspiruje se tedy výhradně z anglicky psané odborné oceňovací literatury („...Damodaran, nebo Copeland...?“), nemusí nikoho dosavadní vývoj udivovat. Ačkoliv je drtivá většina anglosaských konceptů přebírána mechanicky i do České republiky, naráží na některé fundamentální obtíže, které činí výsledky nepřiměřené zadání ocenění.

Bližší je nám v tomto ohledu právě Německo, které řeší problematiku a mnohdy bezhlavé přebírání anglosaských konceptů ještě o něco déle než my. Dostáváme se tak k dalšímu z cílů publikace. Srovnání přístupů k oceňování (přesněji ohodnocování) aktiv poskytne cenné inspirace pro oceňování v České republice. Německo, Rakousko a částečně Švýcarsko, ačkoliv jsou vystaveny obdobným regulatorním požadavkům v oblasti finančního výkaznictví a potažmo oceňování jako Česká republika, se snaží přebírat jen to nejlepší, a to způsobem přiměřeným evropským potřebám. Zčásti se tak děje díky významu tzv. funkcionálního ohodnocování aktiv (*funktionale Unternehmensbewertung*), které započali a doposud rozvíjejí autoři příslušející ke známé kolínské škole (Hering, Moxter, Matsche, Brösel, Sieben, Löcherbach a další autoři, na něž bude odkazováno).

7. Regulace oceňování v České republice

Regulace oceňování v České republice a z ní vyplývající potřeby pro zpracování ocenění libovolných typů aktiv rovněž vyžadují pozornost. Oceňování podle zákona o oceňování majetku (a vyhlášky) a oceňování tržních transakcí (čili ohodnocování vedoucí k odhadu příslušné kategorie hodnoty definované v rámci posudku nebo v rámci obecného standardu) je potřeba zásadně rozlišovat, protože se může jednat jak o rozdílné interpretace hodnoty, tak se mohou tyto dva typy standardizace vhodně doplňovat.

I na tyto otázky odpovídá tato publikace. Od účelu a zadání ocenění se primárně odvíjí přiřazení správné kategorie hodnoty a následně také analytické a výpočtové postupy. Inspiraci a definice kategorií hodnoty budeme nacházet jak v Mezinárodních oceňovacích standardech, tak ve standardech evropských. Krátký exkurz bude učiněn i ve vztahu k oceňování v USA, avšak rozsah publikace neumožňuje standardizaci oceňování v USA podrobněji zkoumat. Také je nutno mít se na pozoru před přebíráním inspirací a empirických poznatků z USA a jiných zemí, protože odlišná terminologie zpravidla vyjadřuje i nesrovnatelný obsah pojmů – například americký termín *Fair Market Value* nemá nic společného s evropskými termíny *Fair Value* či *Market Value* (srovnej in: Fishman, Pratt, Morrison, 2007).