

Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část

Miloš Mařík, Pavla Maříková

Příspěvek byl zpracován jako součást výzkumného záměru MSM 6138439903 Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska

1. Úvod

Předkládaná stať navazuje na článek, který jsme uveřejnili v Odhadci č. 2/2011. Naším cílem je vytipovat nejčastější slabá místa oceňování tak říkající běžných podniků. To znamená, že se nezabýváme speciálními otázkami oceňování, jako je například ocenění pro účely vypořádání společného jmění manželů a podobnými záležitostmi.

Vážený čtenář, který sleduje naši publikační činnost, by snadno mohl nabýt dojmu, že se v mnoha ohledech opakujeme. Problém je ale v tom, že velká část znaleckých posudků zhotovených v České republice vykazuje stále stejné nedostatky, které jsou různě rozloženy mezi jednotlivé podniky. Jedním z důkazů je diplomová práce Ing. Doležalové (2011), která analyzovala soubor znaleckých posudků a zjistila a číselně doložila, že naše výhrady jsou vcelku oprávněné. Obdobné poznatky plynou i z dotazníkového šetření, které před časem provedla Ing. Jahodová (2008). Shrňme proto hlavní nedostatky tak, jak je pociťujeme z naší zkušenosti, a text doplníme opět některými statistickými výsledky z uvedených prací.

V minulém čísle jsme věnovali pozornost bázím hodnoty, strategické analýze, finanční analýze a finančnímu plánu. **Cílem této části je analýza nejčastějších slabin a formulace doporučení v následujících oblastech:**

- pokračující hodnotě,
- diskontní míře
- a souhrnném ocenění.

2. Slabá místa v pokračující hodnotě

Jak známo, výnosové ocenění se obvykle skládá ze dvou složek. Základem první složky jsou peněžní toky podle finančního plánu, druhou složku pak tvoří peněžní toky v období od konce finančního plánu dál. Jejich hodnotu vztaženou ke konci plánu obecně označujeme jako terminální hodnotu. **Terminální hodnota** pak zahrnuje tři možné případy:

- a) Prvním případem jsou peněžní toky vyplývající z fungování podniku po velmi dlouhou dobu, teoreticky do nekonečna. Zde pak hovoříme o **pokračující hodnotě**.
- b) Druhou možností jsou peníze plynoucí z prodeje podniku jako funkčního celku, což je označováno jako tzv. **exit value**.
- c) Třetí možností je peněžní tok plynoucí z likvidace podniku, tj. **likvidační hodnota podniku**.

V této stati soustředíme svou pozornost na pokračující hodnotu, i když řada aspektů může být obdobná i pro zbývající dva případy.

Jak jsme vysvětlili již v našich předchozích článcích a publikacích, první otázka, která by měla být v posudku položena, stručně diskutována a zodpovězena, je otázka, jak dlouhá má být fáze plánu, jinak řečeno, **jak dlouhá má být první fáze**.

Podle našich zkušeností se znalci většinou shodli na jakési uzanci, že první fáze má být dlouhá 4 až 5 let, a to bez toho, že by si příliš často pokládali otázku, proč by to mělo být právě např. 5 let. Bohužel lze nalézt i případy, kdy znalec, ač hledá tržní hodnotu, zvolí délku první fáze podle délky finančních plánů zpracovaných podnikem, které, pokud vůbec existují, nebývají na delší dobu než tři roky. V těchto případech autorům jaksi uniká, že plánovaný peněžní tok na tři roky bude zpravidla tvořit jen zlomek výsledné výnosové hodnoty, takže si mohli ušetřit práci a rovnou stanovit výnosovou hodnotu na základě vzorce pro pokračující hodnotu, přičemž se zpravidla používá tzv. Gordonův vzorec.

Podle terénního průzkumu Ing. Jahodové (2008) volí délku první fáze uzančně 3-5 let cca 30% dotázaných oceňovatelů.

Délka první fáze by ovšem neměla být automaticky volena na 5 let. Znalec by měl tuto záležitost ve znaleckém posudku zkoumat a měl by vždy přihlídnout alespoň k základním doporučením, která jsou v literatuře uváděna:

- Délka první fáze může záviset na **povaze podnikání**. Pokud například oceňujeme důlní podnik, kde jednotlivé doly mají obvykle různou a zároveň omezenou životnost, pak zpravidla nezbývá než zpracovat první fázi, jejíž délku určuje životnost dolu, jehož ložiska budou vyčerpána jako poslední.
- Délka první fáze také může být ovlivněna zkoumáním dlouhodobé **životnosti podniku**, což by mělo být jedním z hlavních výsledků finanční analýzy, strategické analýzy a finančního plánu. Pokud znalec zjistí, že podnik není v dobrém stavu, je pak

vysloveně chybné počítat výnosové ocenění na bázi nekonečného pokračování podniku. Znalec ovšem těžko odhadne přesnou dobu zbývající životnosti, stejně jako ji těžko odhadne v případě nemovitosti. Problémy s odhadem zbývající životnosti může částečně vyřešit tím, že bude zbývající životnost odhadovat s určitým rozpětím, což by mělo napomoci vymezení intervalového odhadu výsledné hodnoty (jak jsme už uvedli dříve a jak ještě dále znovu připomeneme, měla by být výsledná hodnota podniku většinou hledána jako interval).

- Délka první fáze bude ovlivněna i **fází životnosti podniku**, ve které se oceňovaný podnik nachází. Není třeba zvlášť vysvětlovat, že například relativně mladý podnik v počátečných fázích vývoje by měl být oceňován s využitím delšího plánovaného období tak, aby alespoň na konci plánovaného období již bylo možno předpokládat zralejší fázi vývoje.
- Některé oceňovací koncepty, jako např. CF ROI (např. Mařík – Maříková, 2005) pracují s tím, že první fáze by měla být především tak dlouhá, aby pokryla období, kdy podnik **vydělává více, než jsou náklady kapitálu**. Podle našeho názoru však toto kritérium není vždy jednoznačně použitelné, protože účetní rozvaha neobsahuje u mnoha podniků podstatnou část nehmotného majetku, což pak zdánlivě zvyšuje rentabilitu investovaného kapitálu a její převis nad náklady kapitálu.
- Základním kritériem na délku první fáze by však měl být požadavek, aby byl **podnik na konci první fáze stabilizován**. Je zřejmé, že podnik nebude pravděpodobně nikdy stabilizován. Nicméně nemůžeme přehlížet, že ocenění je jakýmsi snímkem podniku vztaženým k datu ocenění. Předpoklad stabilizace je tedy především určitou fikcí o vývoji podniku, který přesahuje běžný horizont podnikového vedení a různých plánů a opatření, které podnikové vedení (resp. hypotetický investor) může mít. V souladu s americkou literaturou však tvrdíme, že základním kritériem stabilizace a spolu s tím tedy i délky první fáze je požadavek, aby nejdůležitější ukazatele hospodaření podniku dosahovaly na konci první fáze takových hodnot, o kterých lze předpokládat, že je podnik bude schopen dosahovat po dlouhé období.

Podle našeho názoru je důležité, aby byly **stabilizovány dva rozhodující generátory hodnoty**, kterými jsou růst podniku a dosahovaná rentabilita investic. Stabilizované tempo růstu je takové tempo růstu, kdy tržby podniku rostou stejně rychle jako je předpokládaný dlouhodobý růst trhu, což logicky znamená, že se stabilizuje tržní podíl

oceňovaného podniku. Rentabilitu investic pro zjednodušení velikostně ztotožňujeme s rentabilitou investovaného kapitálu. Rovnost rentability čistých investic a rentability investovaného kapitálu na konci první fáze je zároveň dalším znakem stability. Pro praktické použití to znamená, že na konci období plánu by měla být dosahována taková rentabilita investovaného kapitálu, o které se oceňovatel domnívá, že bude dosahována dlouhodobě a že stejnou výši bude tedy mít i rentabilita nových investic. Tradiční pohled na rentabilitu uváděl, že rentabilita by měla být rovna nebo o něco vyšší než náklady kapitálu. Jak jsme vysvětlili, dosahují ale dnes podniky často i podstatně vyšší rentability účetně vykázaného investovaného kapitálu, než by odpovídalo velikosti průměrných vážených nákladů kapitálu (zejména u podniků služeb, podniků s rozsáhlejším nehmotným majetkem nezachyceným v účetnictví apod.). Proto je vhodné se orientovat podle **rentability hlavních konkurentů**.

Po volbě délky první fáze by měl následovat **propočít pokročující hodnoty**. Pokročující hodnota je v praxi stále ve většině případů počítána pomocí tzv. Gordonova modelu. Podle výzkumu L. Jahodové (2008) jej používalo 46% respondentů. Jeho výhodou je jednoduchost vlastního propočtu, protože tento propočít se v podstatě v reálné praxi omezuje na **volbu tempa růstu**. Volba tempa růstu je podle běžných zvyklostí vázána pouze na růst HDP, přičemž se uvádí, že tempo růstu podniku by mělo být menší než tempo růstu HDP. Oceňovatel tak může volit do jisté míry dokonce libovolné číslo mezi nulou a nominálním tempem růstu HDP, což tradičně bylo okolo šesti procent. Není třeba zvlášť vysvětlovat, že zde byl značný prostor pro libovůli. Celý odhad pokročující hodnoty se často smrškl pouze na větu: oceňovatel předpokládá, že v druhé fázi bude tempo růstu nějaké číslo mezi 0 a nominálním tempem HDP. Vzhledem k tomu, že pokročující hodnota tvoří obvykle rozhodující část výnosového ocenění, je takový postup rozhodně na pováženu.

Naše jednoznačné doporučení tedy je, že oceňovatel musí volbě tempa růstu věnovat daleko větší pozornost a tato volba by měla navazovat na dlouhodobou prognózu tempa růstu trhu (podle Jahodové používá tento postup asi 36% oslovených oceňovatelů).

Druhou zásadní výhradou k běžným postupům odhadu pokročující hodnoty je skutečnost, že se oceňovatelé omezují pouze na jediný základní generátor hodnoty, a to je tempo růstu. Zcela pomíjejí nutnost zabývat se i druhým generátorem hodnoty, a tím je **dlouhodobě udržitelná rentabilita**. Logicky to pak vede k závěru, že je účelné dávat přednost tzv. parametrickému modelu před Gordonovým modelem. Alternativou k tomuto doporučení je švýcarský koncept tzv. normalizovaného volného cash flow (podrobněji např.

Mařík a kol. 2011). Rozvinutější formou dvouparametrického modelování pokračující hodnoty je postupné využívání konvergenčních procesů, které byly statisticky prokázány v zahraničí (podrobněji např. Mařík – Maříková 2010 a 2011). Statistické analýzy vycházející z českých dat jsou teprve prováděny a na výsledky bude nutno si ještě nějaký čas počkat. Celý koncept však považujeme za velmi nadějný.

Je také dobré připomenout, že parametrický model ve svém obvyklém provedení je určen pro metodu DCF entity. Jeho čítec tedy vyjadřuje rozvinutý výpočet volného peněžního toku do firmy. Pokud však chce oceňovatel použít **metodu DCF equity**, neměl by na aplikaci parametrického modelu rezignovat, ale neměl by ho samozřejmě použít ani v jeho základní podobě. Stačí jednoduchá úprava čítece, kdy je od základního výrazu ještě odečtena výše nákladových úroků po dani v prvním roce druhé fáze a přičtena změna úročeného cizího kapitálu. Tato změna cizího kapitálu by při dosažení stabilizace měla odpovídat součinu výše úročeného cizího kapitálu na konci první fáze a tempa růstu pro druhou fázi. Diskontní míra ve jmenovateli pak bude na úrovni zadlužených nákladů vlastního kapitálu.

Doporučení č. 1:

Doporučujeme, aby oceňovatel věnoval dostatečný prostor pro volbu délky první fáze. Dále doporučujeme, aby odhad pokračující hodnoty byl vždy postaven na odhadu obou dvou hlavních generátorů hodnoty, tj. tempa růstu i rentability. Návazně doporučujeme, aby vlastní propočet pokračující hodnoty vycházel z využití parametrického modelu, a to po jeho odpovídající úpravě pro všechny varianty metody DCF.

3. Diskontní míra

V rámci diskontní míry jsou tradičně největší potíže spojeny s odhadem nákladů vlastního kapitálu, proto se v následujícím textu soustředíme na tuto hladinu, resp. složku diskontní míry. Podle našich zkušeností a poznatků jsou náklady vlastního kapitálu v České republice obvykle kalkulována pomocí Damodaranova modelu rizika země. Výhodiskem tohoto postupu je model oceňování kapitálových aktiv, který je v základním provedení kalkulován pomocí amerických dat, a pak dále formou rizikové přírážky země jakoby převáděn do podmínek České republiky. Zdá se, že tento model není uplatňován jen u nás, ale například i ve Spolkové republice Německo. Příčiny značné popularity tohoto modelu jsou celkem jasné. Jádrem je zdánlivě nesporný CAPM, relativně spolehlivá americká data,

z hlediska oceňovatele velmi jednoduchý postup a snad hlavně skutečnost, že potřebná vstupní data jsou bezplatně dostupná na internetových stránkách prof. Damodarana.

Paradoxem proto je, že přes poměrně vysokou míru shody ve znalecké obci je právě diskontní míra jedním z nejčastějších bodů sporu při soudních jednáních o výsledcích znaleckých posudků. Spory se zpravidla vedou o volbu vstupních údajů pro model CAPM, zejména pak o výši bezrizikové výnosové míry a o možných dalších přírážkách za specifické riziko. Část sporů by však mohla odpadnout, pokud by si jejich účastníci jasně uvědomovali samotný princip diskontní míry. Proto si dovolíme této záležitosti věnovat trochu více pozornosti.

Model CAPM a jeho snadné použití, jak se zdá, pro mnohé praktiky poněkud zastírá vlastní podstatu diskontní míry. Při použití výnosové hodnoty totiž poněkud zaniká skutečnost, že i výnosové ocenění je postaveno na principu **srovnání**, tak jak je tomu například u metody tržního porovnání. Diskontní míra tedy není jakási z modelu CAPM odvozená úroková míra, ale měla by to být výnosnost dosažitelná při alternativním použití investovaných zdrojů. Je tedy vždy postavena na principu nákladů příležitosti. Rozdíl je pak jen v tom, jak budeme tuto příležitost chápat. Pokud má být indikována pomocí výnosových metod tržní hodnota, tedy hodnota z pohledu průměrného hypotetického investora, pak je třeba pracovat s alternativní investicí, která je obecněji dostupná. Takovou investicí je koupě stejně rizikového instrumentu na kapitálovém trhu, tedy stejně rizikové akcie. Model CAPM není nic jiného než pokus odhadnout ve vazbě na riziko pravděpodobnou výnosnost této alternativní investice.

Je pak logické, že veškeré dílčí složky CAPM by měly být kalkulovány s využitím optiky, která ladí s předchozí úvahou:

a) Bezriziková výnosová míra

Bezriziková výnosová míra by měla být volena na základě úvahy, že hledám alternativní investici pro případ bezrizikového podniku s určitou, převážně tedy nekonečnou dobou trvání. K datu ocenění mám tedy dvě možnosti. Buď koupím podnik s určitými očekávanými příjmy, nebo koupím na kapitálovém trhu bezrizikový, či spíše málo rizikový instrument. Vládne shoda, že tímto instrumentem by měly být státní dluhopisy, samozřejmě u států, které nejsou zatím ohroženy finančními riziky. Pokud ve výnosovém ocenění předpokládáme nekonečné trvání podniku, pak za nejlepší alternativní investici je možno považovat státní dluhopisy s velmi dlouhou, či nekonečnou dobou splatnosti, čemuž by

v historii nejlépe odpovídala britská consola. Consoly ovšem nejsou k dispozici, proto lze doporučit použití dluhopisů s co nejdelší dobou do splatnosti.

V případě České republiky by to aktuálně mohly být padesátileté dluhopisy, případně alespoň třicetileté. Samozřejmě platí i zde, že řešení, které má nejlepší parametry z určitého hlediska, nemusí být výhodné z hledisek jiných. Proti padesátiletým dluhopisům tak lze namítat, že nejsou dostatečně intenzivně obchodovány, což jejich použitelnost poněkud snižuje. Výhodou dlouhodobých dluhopisů je však skutečnost, že je lze považovat za aktuální tržní informaci a není pak třeba se zabývat dalšími úpravami.

Oceňovatelé dříve s oblibou využívali dluhopisy desetileté, již také proto, že dlouhodobější dluhopisy nebyly k dispozici. Ani tato varianta nemusí být zcela vyloučena, je však třeba si být vědom širších souvislostí. Pokud srovnávám investici do desetiletého dluhopisu s investicí do podniku s předpokládanou nekonečnou životností, pak je třeba zodpovědět otázku, s jakou výnosností budu kupovat další dluhopisy po deseti letech, protože jinak obě investice nejsou z časového hlediska souměřitelné. Oceňovatel si pak poněkud komplikuje život, protože musí do propočtu zavést další předpoklad, který však může být považován za sporný. Chybou ovšem je, pokud oceňovatel použije desetileté dluhopisy a obdobím po jejich splatnosti se vůbec nezabývá. Prakticky to znamená, že skrytě předpokládá, že v dalším období koupí dluhopis se stejnou výnosností do doby splatnosti, jako tomu bylo k datu ocenění. To může být problém zejména v situacích, kdy byl výnos do doby splatnosti k datu ocenění neobvykle nízký nebo vysoký.

Co však považujeme za jednoznačné, je požadavek, aby šlo skutečně o reálnou alternativní investici. K datu ocenění tedy porovnáváme investici s aktuálně dosažitelnou výnosností do státního dluhopisu. Bezriziková výnosová míra pak musí být logicky odvozována z výnosu do doby splatnosti k datu ocenění, protože jen tak si lze představit uskutečnitelnou alternativní investici.

Podle našeho názoru proto není správné nahrazovat aktuální výnos do doby splatnosti průměrnou výnosností státních dluhopisů za nějak zvolené minulé období, protože takovouto investici nelze reálně uskutečnit. Alternativní volba bezrizikové výnosnosti na základě průměru bývá zdůvodňována tím, že je třeba vyloučit různé výkyvy na kapitálovém trhu. Zde je však třeba připomenout úzkou vazbu mezi bází hodnoty a postupem výnosového ocenění včetně odhadu diskontní míry. Jak známo, tržní hodnota je hodnota platná pouze k danému datu ocenění a měla by odpovědět na otázku, za kolik bych mohl k tomuto datu podnik prodat, a to bez ohledu na to, jaký je například stav konjunktury. Není to tedy nějaká správná,

vyhlazená, trvalá hodnota, žádná tzv. vnitřní hodnota. Je to odpověď na otázku, za kolik bych skutečně mohl s ohledem na stav okolí podnik prodat s přihlédnutím opět k aktuálním možnostem investování na kapitálovém trhu.

Poznamenejme ještě, že tento malý příklad jasně svědčí o tom, že volba oceňovací báze (standardu hodnoty) není jakousi celkem zbytečnou šlehačkou na dortu, ale parametrem, který může výrazně ovlivnit výsledky ocenění. Domníváme se, že praxe si tuto skutečnost, a to nejen u nás, stále příliš neuvědomuje a bez ohledu na nějaké definice prostě hledá své vyjádření jakési objektivní hodnoty bez přívlastku, kterou získáme, uplatníme-li „správné“ (podle některých názorů dokonce „objektivní“) metody oceňování. Smůla podobných pohledů spočívá v tom, že žádná objektivní a jediná správná hodnota prostě neexistuje.

Průměrnou výnosnost státních dluhopisů za minulost ovšem není vyloučené použít jako odhad předpokládané bezrizikové výnosnosti pro období následující po uplynutí životnosti státního dluhopisu, jehož výnos do doby splatnosti byl použit. Platí to tedy především v případě použití desetiletých státních dluhopisů, které pokryjí poměrně krátký úsek předpokládané budoucí existence oceňovaného podniku.

Časté spory se vedou o tom, zda má oceňovatel použít české nebo zahraniční dluhopisy. Je zcela zřejmé, že správnější je použití dluhopisů českých. Problém je však v tom, že jsme se zatím nedopracovali k dostatečně spolehlivým českým betám a českým premiím kapitálového trhu. Stoupenci použití zahraničních dluhopisů pak namítají, že je problematické kombinovat české dluhopisy s americkými premiemi a dávají pak přednost například dlouhodobým americkým dluhopisům. K tomu poznamenejme, že lze kombinovat české dluhopisy a americké prémie, ovšem pouze pokud se dokážeme vyhnout vícenásobnému započtení některých rizik (například modifikace navržená T. Buusem, podrobněji viz Maříková – Mařík, 2007, str. 151).

Na závěr této části připomínáme, že výnos do doby splatnosti je přiměřeným odhadem bezrizikové výnosové míry jen za předpokladu, že výnosové křivky jsou dostatečně ploché. Pokud tomu tak není, je třeba použít prognóz diferencovaných bezrizikových měř. Bohužel zde zbývá ještě řada nedořešených problémů a této otázce se budeme věnovat v budoucím období. Jakmile dospějeme k nějakým obecněji použitelným doporučením, předložíme je odborné veřejnosti.

Doporučení č. 2

Bezrizikovou výnosovou míru doporučujeme kalkulovat na základě výnosu do doby splatnosti k datu ocenění dlouhodobých státních dluhopisů. Dlouhodobými státními dluhopisy rozumíme dluhopisy s dobou do splatnosti mezi 20 až 50 roky. Pokud použijeme dluhopisy s kratší životností, je třeba odhadnout výnos do doby splatnosti u dluhopisů, do kterých bude investor investovat po skončení životnosti první sady dluhopisů. Pokud životnost první sady dluhopisů převyšuje předpokládanou délku první fáze, doporučujeme spočítat průměrnou výnosnost z výnosnosti dluhopisů první sady a výnosnosti dluhopisů druhé sady, tedy dluhopisů, do kterých bude investováno po skončení doby do splatnosti první sady dluhopisů. Alternativně je také možné použít třífázovou metodu, kde by prostřední fáze pokryla zbývající životnost první sady dluhopisů. V případě, že výnosové křivky nejsou dostatečně ploché, je vhodné použít diferencované bezrizikové výnosové míry.

b) Riziková prémie kapitálového trhu

Prémie kapitálového trhu se obvykle automaticky přebírá ze stránek prof. Damodarana a nebo z ročenek Ibbotsonu (Morningstar). Tyto rizikové prémie kapitálového trhu jsou počítány za minulost, přičemž je obvykle volen průměr za dlouhé období od 20. let a většina oceňovatelů v České republice, alespoň podle našich zkušeností, volí průměr geometrický. Při tomto postupu se tiše předpokládá, že dlouhodobější budoucnost bude podobná jako dlouhodobější minulost. Jinak řečeno, že budoucnost lze prognózovat na základě minulého vývoje.

S ohledem na celkovou hospodářskou situaci světa se tento předpoklad zdá být nyní poněkud zpochybněn. Zahraniční odborníci se touto otázkou zabývají již dlouho a jedním z výsledků jejich úsilí bylo použití tzv. **implikovaných, nebo též implicitních premií kapitálového trhu**. Nepředpokládáme ovšem, že každý oceňovatel si bude implikované prémie počítat sám. Proto zatím doporučujeme, aby byly pro tento účel využívány implikované prémie, které má na svých stránkách prof. Damodaran. Jak známo, implikované prémie jsou často kritizovány a známá americká ročenka Ibbotsonu se zatím drží premií historických. Proto doporučujeme zatím vycházet z historických premií, ale zároveň uvádět i prémie implikované a případný rozdíl využít k alternativnímu ocenění a vytvoření výsledné hodnoty v podobě intervalu.

Dalším málo diskutovaným problémem v České republice je automatické používání geometrického průměru. Dospěli jsme zatím k závěru, že americké přístupy založené na průměru aritmetickém (viz ročenky Ibbotsonu) mohou mít své oprávnění. Otázku, zda geometrický či aritmetický průměr však považujeme zatím za otevřenou a budeme se k ní v budoucnosti ještě vracet ve zvláštním článku.

Doporučení č. 3

Rizikovou prémii kapitálového trhu doporučujeme i nadále přebírat z podkladů prof. Damodarana, přičemž doporučujeme volit premii za co nejdější minulé období. Odhad historické premie doporučujeme porovnávat s odhady implikované rizikové premie kapitálového trhu, které jsou též uvedeny na stránkách prof. Damodarana.

c) Další rizikové přírážky

Problémem modelu CAPM je skutečnost, že v rámci rizikové přírážky reflektuje pouze tzv. systematické riziko. Je však zřejmé, že velká část investic do podniků v našich podmínkách není prováděna investory, kteří by disponovali portfoliem investic umožňujícím potlačit specifická rizika. Proto je celkem obvyklé, že oceňovatelé ve své práci doplňují výpočet získaný pomocí CAPM ještě dalšími rizikovými přírážkami, o kterých se domnívají, že budou odrážet vliv výrazných specifických rizik. Tento přístup má své kritiky jak v rámci teoretiků finanční ekonomie (srov. např. Brealey – Myers 2000), tak mezi uživateli posudků. Typickým příkladem je nepřetržitá kritika ze strany minoritních akcionářů postižených tzv. squeeze outy. Minoritní akcionáři využívají skutečnosti, že tyto přírážky jsou v lepším případě pouze intuitivním odhadem oceňovatele, který zpravidla není schopen dostatečně zdůvodnit jejich konkrétní výši.

Problém je v tom, že model CAPM se alespoň teoreticky opírá o situace, které v ideálním případě mohou nastat na kapitálovém trhu. Horší je to se specifickými riziky. Podle našeho názoru je pak nejvhodnější pracovat s celkovým rizikem vyjádřeným tzv. **totální betou** (viz např. Maříková – Mařík 2007, str. 140; Damodaran 2001, str. 87). Znamená to, že použijeme rovnici obvyklou pro CAPM, ale běžnou betu nahradíme totální betou. Použití totální bety ovšem znamená, že odhadujeme souhrnné riziko včetně všech specifických rizik. Život však nebývá černobílý a oceňovatel může rozpoznat, že investoři zabývající se investicemi do podniků určitého typu nejsou ani dostatečně diverzifikováni, ale nejsou to ani investoři s nulovou diverzifikací portfolia. Potom doporučujeme, aby byla

zvolena beta někde v rozpětí mezi běžnou a totální betou. Výhodou námi doporučeného řešení je, že i totální bety podle odvětví lze vyčíst ze stránek prof. Damodarana a postup je zejména pro tržní hodnotu lépe obhajitelný než subjektivně stanovené přírážky.

Další možností, jak podchytit alespoň některá specifická rizika, je známý model Fama – French, kde odhad požadované výnosnosti je vyjádřen v závislosti nejen na výnosnosti kapitálového trhu, ale i v závislosti na velikosti společnosti (menší společnosti vykazují za jinak stejných podmínek větší riziko, a tím by měly mít i vyšší rizikovou přírážku) a dále zavádí závislost na poměru účetní a tržní hodnoty podniku. Tento druhý faktor podle našeho mínění vyjadřuje skutečnost, že podniky, které mají větší účetní hodnotu než hodnotu tržní, jsou zřejmě postiženy určitými hospodářskými defekty, a tedy zatíženy vyšším rizikem. Vstupní data pro tyto odhady lze ale získat jedině z ročenek Ibbotsonu, které jsou však zejména při jejich každoročním pořizování poměrně drahé, a předpokládáme tedy, že je většina samostatných znalců v České republice nepoužívá.

Doporučení č. 4:

Specifická rizika při kalkulaci diskontní míry pro výnosové ocenění v rámci hledání tržní hodnoty doporučujeme kalkulovat nikoliv na základě intuitivních odhadů oceňovatele, ale na základě využití koeficientu totálního beta.

Vzhledem k dlouhodobému používání výnosových metod jsme původně předpokládali, že v praxi nebude problém s dodržováním zásad symetrie (ekvivalence) mezi podobou peněžních toků a variantou diskontní míry (srov. např. Mařík 2011). Bohužel průzkum Ing. Doležalové (2011) ukázal, že tomu tak není, a objevují se i další problémy. Například:

- Požadované a doporučené symetrie nebyly dodrženy dokonce v cca 80% případech.
- V 18% případech nebyla vhodně zvolena diskontní míra. Byly zjištěny i případy, kdy pro metodu equity či kapitalizovaných zisků byla použita diskontní míra na úrovni průměrných nákladů kapitálu.
- Pro tržní hodnotu byla použita stavebnicová metoda odhadu nákladů vlastního kapitálu
- Chybí jasné vymezení použitého postupu u nákladů cizího kapitálu.

4. Problémy v souhrnném ocenění

K problémovým bodům ocenění podniku v České republice nezřídka patří i souhrnné ocenění na závěr znaleckého posudku. Vidíme zde minimálně následující slabá místa:

- a) V posudcích často **chybí volba a zdůvodnění metody** i metodického postupu ve vazbě na účel ocenění a indikovanou bázi hodnoty. Oceňovatelé obvykle u alespoň trochu výnosných podniků často automaticky volí metodu DCF entity, aniž by zvážili případnou vhodnost jiných metod. Je zajímavé, že metoda DCF entity je velmi často volena i pro případy, kdy podnik žádné úročené dluhy nemá. Autorům pak poněkud uniká, že za této situace přechází DCF entity automaticky v DCF equity. Zcela je opomíjena metoda DCF APV, ačkoliv má zřetelné výhody proti běžně používaným metodám.
- b) S výjimkou ocenění zpracovaných většími oceňovacími firmami je **opomíjena metoda tržního porovnání**. Jako důvod bývá uváděno, že nejsou k dispozici data o srovnatelných podnicích a že tedy žádné srovnání není možné. Jelikož však každé ocenění je srovnáním, platí, že pokud není žádné srovnání možné, není možné ani ocenění. Je s podivem, že znalec bez problémů použije data o podobných podnicích v USA, protože jinak by jen obtížně stanovoval diskontní míru, ale data o podnicích z okolních zemí pro tržní porovnání za použitelné nepovažuje.
- c) Pokud podnik není dostatečně výnosný, sahají oceňovatelé v České republice k ocenění **substanční hodnotou**. Použití substanční hodnoty jako základu pro ocenění podniku s výjimkou podniků vybraných (např. podniky holdingového typu, nebo zjišťování investiční hodnoty pro konkrétního kupujícího), je ovšem zcela nesprávné, i když chápeme, že v mnoha případech lákavé řešení. Pro úplnost připomeňme, že například německé standardy oceňování se v tomto směru vyslovují zcela jednoznačně. Podobně věc vidí i Mezinárodní oceňovací standardy IVS 2007 (GN 6, odst. 5.14.3). Pokud podnik opravdu nemá velké vyhlídky, je na místě zvážit použití likvidační hodnoty. Chápeme ovšem, že likvidační hodnota podniku je zpravidla pracnější než substanční ocenění.
- d) Pokud k tomu nejsou nějaké skutečně vážnější a jednoznačné důvody, **nemělo by být ocenění postaveno pouze na použití jedné metody**. Jedna metoda může být ovšem považována za základní a nejvhodnější, ale je třeba přihlížet, a tím zároveň i testovat získané výsledky použitím alternativních oceňovacích přístupů. Oceňovatel by tedy

měl vždy použit alespoň dva oceňovací přístupy. Výsledné ocenění by pak mělo být získáno v procesu rekonciliace, což je pojem, který do české odborné literatury zavedl Ing. Zazvonil. Proces rekonciliace je uveden i v IVS 2007 (GN 6, odst. 5.15).

- e) Výsledné ocenění vyvozené z více metod by však mělo být **vyvozeno na základě oceňovatelem zdůvodněné a odborně podložené úvahy**. Nepovažujeme za správné, pokud oceňovatel jednotlivé hodnoty jednoduše zprůměruje s tím, že průměrování pouze uvede větou „oceňovatel zvolil ty a ty váhy“. Pak postup nebude ve většině případů správný a především nesplňuje požadavek na transparentnost a odůvodněnost (viz bývalá metodika ZNAL používaná ČNB v rámci dohledu nad kapitálovým trhem).
- f) Na základě dlouholetých zkušeností, a tedy zobecnění převažující praxe si dovoluujeme jednoznačně doporučit, aby výsledná hodnota, zejména pak hodnota tržní, **nebyla uváděna pouze bodově, ale s rozpětím**. Pokud totiž jeden oceňovatel stanoví hodnotu např. na 178 mil. Kč a druhý na 165 mil. Kč, tak bude těžké hledat u soudu jednoznačnou shodu. Když však udají své výsledky s rozpětím, shoda se najde mnohem snáz a odpadnou dlouhé a zbytečné spory. Výsledná hodnota jako jediné správné číslo ve většině případů prostě neexistuje a nelze jej tedy nalézt. Uvedené tvrzení ovšem nevylučuje, aby oceňovatel uvedl v rámci rozpětí jedno číslo, které považuje za nejpravděpodobnější, ale nikoliv za jediné možné.

Doporučení č. 5

Oceňovatel by měl použít vždy více oceňovacích přístupů, jednotlivé přístupy a jim odpovídající zvolené metody zdůvodnit. Dobře vysvětlené a zdůvodněné by mělo být i vyvození výsledného ocenění, které by pak mělo být stanoveno nejlépe s rozpětím a případně uvedením nejpravděpodobnějšího výsledku. Substanční hodnota by kromě výjimek neměla být používána jako hlavní metoda ocenění.

5. Závěr

Stat' obsahuje identifikaci vybraného souboru hlavních problémů, které se objevují ve znaleckých posudcích zpracovávaných v České republice. Na identifikaci problémů navazují návrhy na jejich řešení, které je každému oceňovateli dostupné. Návrhy na řešení se zároveň

opírají o výzkum oceňovacích procesů v České republice a jejich srovnání s praxí vyspělých zemí. Tato doporučení jsou shrnuta přímo v textu na závěr každé dílčí kapitoly článku.

Použitá literatura

1. Brealey, R. A. – Myers, S.C. (2000): Teorie a praxe firemních financí. Praha, Computer Press 2000
2. Damodaran, A. (2001): Dark side of Valuation. USA, Prentice Hall 2001
3. Doležalová, L. (2011): Nedostatky ve znaleckých posudcích s doporučením na jejich odstranění. Diplomová práce, Katedra financí a oceňování podniku, VŠE Praha 2011
4. IVSC: International Valuation Standards. Mezinárodní oceňovací standardy 2007 a 2011.
5. Jahodová, L. (2008): Empirický výzkum zkoumající klíčové otázky v rámci oceňování podniku. Oceňování č. 2/2008, ročník I, str. 22–34
6. Mařík, M. – Maříková, P. (2005) Moderní metody hodnocení a oceňování podniku (EVA, MVA, CF ROI). Praha, Ekopress 2005
7. Mařík, M. - Maříková, P. (2010): Pokračující hodnota pro výnosové ocenění podniku a konvergenční proces - 1. část. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2010, ročník XVI, str. 4-17
8. Mařík, M. - Maříková, P. (2011): Pokračující hodnota pro výnosové ocenění podniku a konvergenční proces - 2. část. Odhadce a oceňování podniku č. 1/2011, ročník XVII, str. 4-17
9. Mařík, M. a kol. (2011): Metody oceňování podniku. 3. upravené vydání, Praha, Ekopress 2011
10. Maříková, P. – Mařík, M. (2007): Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha, VŠE-IOM 2007

Weaker points in valuations of Czech enterprises – part 2

ABSTRACT

The article continues with analysis of weak points that frequently occur in Czech expert opinions for business valuation. This part focuses on problems connected with continuing value (especially length of the first period and choice of growth rate and rate of return for the second period), estimation of equity cost and with reconciliation of the final value for a valued firm.

Key words: value, business valuation, DCF method, continuing value, discount rate, equity cost.