

Ekonomická literatura

METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ

Eva Kislingerová, Vysoká škola ekonomická v Praze; Tomáš Krabec, ŠKODA AUTO a.s. Vysoká škola

Miloš Mařík a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy Praha : Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

Odborná veřejnost čekala na slibovaný druhý díl publikace *Metody oceňování podniku* z roku 2003 (Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. Praha, Ekopress, 2003; dnes je k dispozici již 3. vydání z roku 2011) dlouhých osm let. Nyní se znalecká a odhadcovská obec v ČR a zainteresovaní ekonomové specializovaní na oceňování majetku konečně dočkali. Pustili jsme se do čtení s velkým nadšením a plní očekávání, jestli se vůbec bylo na co těšit a zda publikace autorského kolektivu členů Katedry financí a oceňování podniku VŠE v Praze v ostré konkurenci zahraničních prací na toto téma obstojí. Hned po přečtení obsahu a úvodních kapitol knihy věnovaným metodám diskontovaných peněžních toků, metodám ekonomické přidané hodnoty, kapitálové struktuře a vzájemným vazbám mezi těmito metodami musíme konstatovat, že spíše než jednoznačné odpovědi na otázky oceňování podniku se před námi začaly otevírat další a další otázky. Mj. také proto, že publikace pojímá oceňování podniku jako finanční oceňování aktiv (viz poznámka na závěr). Je stále ještě neoklasicky založená metodologie výnosových oce-

ňovacích metod *en vogue*? Neukázala nám finanční krize, že výchozí předpoklady neoklasického modelového oceňování v realitě neplatí ani přibližně a že se fundamentální hodnoty zhroutí jako obr na hliněných nohou ihned poté, co trhy zachvátí iracionální panika? Proč se autorský kolektiv tak tvrdošíjně snaží ukázat technickou dokonalost a kompatibilitu jednotlivých oceňovacích metod a přitom velkoryse mlčí o tom, že závěry platí výhradně za předem definovaných striktních předpokladů? Jak by měla tedy oceňovatelská praxe s poznatky obsaženými v recenzované publikaci nakládat? Je vůbec možno čtenáři takto pojatý text doporučit? Na tyto a další otázky jsme se snažili nalézt odpovědi; nyní Vám, čtenářům, předkládáme naše krátké zhodnocení.

Knihy si zřejmě klade za cíl volně navázat na předchozí texty a doplnit jej o části, které zde nebyly uvedeny. Jedná se především o varianty jednotlivých výnosových metod a jejich vzájemné vztahy. V pozadí stojí záměr autorů konečně jednoznačně prokázat, že jednotlivé varianty hlavních výnosových metod by měly poskytovat stejné výsledky.

Použití jednotlivých výnosových metod je pak spojeno s využitím diskontní míry a zejména její vazby na kapitálovou strukturu v modelových tržních hodnotách, což ztělesňuje problematika takzvaných reagenčních funkcí, kterým je v publikaci věnována značná pozornost. Právě ve správném odhadu diskontní míry ve vazbě na kapitálovou strukturu v tržních hodnotách je spatřována jedna ze základních podmínek pro shodnost základních výnosových metod.

Dalším cílem je zřejmě snaha podrobněji se věnovat speciálním otázkám, jako jsou diskonty a premie při oceňování podniku a především dosud dosti opomíjené otázce oceňování koncernů.

Jak bývá zvykem, zkusme se nejprve podívat na strukturu publikace. Již první pohled na výtisk nám dává tušit značný rozsah, včetně rejstříku je to přesně 545 stránek. Konkrétně je publikace členěna do šesti relativně samostatných částí. První část nazvaná výnosové metody je strukturována do dvou částí, a to první specifikuje varianty metod diskontu cash flow, druhá pak je určena ekonomické přidané hodnotě. Vrátime-li se k obsahu první části nazvané výnosové metody, pak konkrétně jsou pojednány varianty metody diskontu cash flow, a to metoda DCF entity, DCF equity a metoda APV. Jedná se tedy o základní přehled dnes praxí využívaných výnosových metod. Autorský kolektiv zvolil, logicky, u prvních dvou metod shodnou strukturu, a to nejprve je přiblížen výpočet volných peněžních toků, následuje přiřazení diskontní míry a pod třetí subkapitolou se čtenář dozví, jak vlastně vše dát „dohromady“, tj. jak vypočítat hodnotu podniku. Po přečtení těchto prvních dvou subkapitol první části publikace získá čtenář elementární vhled do techniky, jak vlastně hodnotu vypočítat. Z textu tak, jak je uspořádán, tvoří základní materií a lze vytušit elementární předpoklad autorů, a sice že

čtenář, který bere tuto publikaci do ruky je sofistikovaný, zasvěcený a není třeba nic dodávat... mezi jiným například již dříve zmíněné předpoklady použití výnosových metod. Pro ucelený pohled na problematiku bychom doporučovali v dalším vydání tyto, byť elementární předpoklady připomenout, doplnit, neboť jsou významné z hlediska souvislosti s vlastním výrokem o hodnotě podniku; ne každý čtenář musí nutně znát teoretická východiska a souvislosti. V části jedna se rovněž specifikuje podstata metody DCF APV. Z textu plyne, že tato metoda je praxí méně využívána. Možná je to proto, že pro její vlastní uchopení je nutná základní znalost teorie financí. Nicméně pro dokreslení celkového přehledu výnosových metod je určitě vhodná neboť zahraniční odborníci ji považují za metodu základní, která slouží jako etalon pro ostatní metody. Zdá se tedy, že by širší použití v naší praxi bylo možné jen přivítat.

Pro odbornou veřejnost zasvěcenou do základních tajů podstaty je významná kap. 1.2, která se zabývá otázkou pokračující hodnoty; ta, jak je všeobecně známo, tvoří klíčovou součást výsledného výroku o hodnotě. Je nutné ocenit podrobný rozbor rentability investovaného kapitálu, rentability čistých investic a tempa růstu. Někdy právě tyto významné souvislosti zůstávají zastřeny a neřešeny ve výrocích o hodnotě, někdy i mylně pojaty. Právě ukázání souvislosti s odpisovou politikou považujeme za zvláště cenné.

Druhá část obsahuje pojednání o vztahu mezi kapitálovou strukturou a hodnotou podniku.

Část třetí rozebírá vzájemné vztahy mezi výnosovými metodami. Zde bychom se rádi zastavili u zajímavého teoretického problému kompatibility variantních modelů DCF entity, DCF equity a DCF APV (pro metodologii EVA platí analogicky). Tímto problémem je zohlednění, resp. v případě

recenzované publikace nezohlednění, rizika finanční tísně v případě modelu DCF APV (ani ve světové literatuře není prozatím tento problém zcela vyjasněn a recenzovaná publikace se kloní k nezohlednění rizika finanční tísně při použití DCF APV). Ze vzorce pro výpočet upravené současné hodnoty podniku na první pohled vyplývá, že i koncept DCF APV plně respektuje Miller-Modiglianího tvrzení o nulovém vlivu kapitálové struktury na hodnotu firmy na hladině entity. Hodnota roste se zadlužením jen díky rostoucímu daňovému štítu.

S výhodou je tedy možno využívat ocenění na bázi DCF APV v případech, kdy dochází k změnám v (tržní) kapitálové struktuře oceňované společnosti (např. u zadlužených odkupů či projektů při silně se měnícím podílu úročeného cizího kapitálu) a tehdy, očekává-li se změna v efektivní míře zdanění. U DCF APV je na první pohled patrný vliv daňových efektů ze zapojení cizího kapitálu a neschovávají se tedy jen ve snížení průměrných vážených nákladů kapitálu jako je tomu v případě metody DCF Entity (viz Born, K.: *Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung*, 2. vydání, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2003). V prvním kroku ziskaná hodnota odráží jen hodnotu investičních strategií podniku (hodnotu operativních činností), oproštěnou od vlivu hodnotově orientovaných strategií financování (resp. strany pasiv upravené oceňovací rozvahy, viz Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*, 4. vydání, München: Vahlen Verlag 2003, s. 214 a násl.).

Vkrádá se ovšem otázka, jak promítnout rostoucí náklady finanční tísně při rostoucí míře zadlužení do výnosové hodnoty podniku. Ze vzorce DCF APV totiž žádná korekce nevyplyvá, diskontní mírou volných entity peněžních toků jsou nezadlužené náklady vlastního kapitálu a diskontní mírou daňových štítů je hodnota v rozmezí nákladů

cizího kapitálu a nezadlužených nákladů vlastního kapitálu jednotlivých let. Závislost hodnoty brutto na výši daňového štítu je pozitivní, tzn. čím vyšší bude míra zadlužení, tím vyšší bude brutto hodnota. V modelu DCF entity i DCF equity dochází v rámci různé zkonstruované reagenční funkce k růstu očekávané výnosnosti equity investorů, protože úročení věřitelé mají zpravidla prioritní nárok na výplatu volného entity cash flow. Vliv daňového štítu je tedy u těchto variant zastřenější, ale z rovnosti výsledků všech tří variant DCF je patrné, že působí stejným způsobem i zde.

Recenzovaná publikace tedy možnosti promítání vlivu finanční tísně do oceňovacích modelů zatím neřeší; toto téma bude pravděpodobně předmětem dalšího výzkumu autorského kolektivu.

V rámci teoretické literatury je tento problém vnímán již relativně dlouhou dobu (Damodaran, A.: *Principles of Corporate Finance*. New York: Irvin, 2001). Aktuální výzkum metod pro kalkulace nákladů finanční tísně, jejichž zohlednění je bližší realitě (původní MM teorie od možnosti finanční tísně abstrahuje) navrhuji tento postup:

$$\begin{aligned} & \text{Očekávané náklady finanční tísně} \\ &= (\text{Hodnota nezadlužené firmy} - \text{likvidační} \\ & \text{hodnota nuceného prodeje}) * \text{pravděpodobnost} \\ & \text{finanční tísně} \end{aligned}$$

Tyto pravděpodobnosti se indikativně odvozují empiricky, a to na základě ratingů obligací příslušných firem (tamtéž).

Náklady finanční tísně není snadné odhadnout. Výpočítat je totiž nutno jednak přímé náklady finanční tísně, přičemž Damodaran (tamtéž) uvádí, že se na základě empirických studií pohybují v rozmezí cca 5–10 procent z tržní hodnoty firmy. Dále se přidávají nepřímé náklady finanční tísně, jejichž analýza zprostředkovaně závisí na výši provozní páky, čili podílu dlou-

hodobých investic v rámci zpoplatněného investovaného kapitálu. Je třeba zdůraznit, že se nejedná o metodicky nesporný postup. Evropští autoři (zejména viz Drukarczyk, op. cit.) a implicitně i recenzovaná publikace se snaží tento problém „oddefinovat“ vysvětlením, že metoda DCF APV by měla poskytovat správný výsledek bez dalšího očištění o náklady finanční tísně a pro případ finanční tísně nastávající s určitou pravděpodobností by výnosové ocenění nemělo být používáno vůbec. Není ale možné takto argumentovat i u výnosových modelů DCF entity a DCF equity?

V rámci výnosových metod a jejich parametrizace zaujímá stěžejní místo odhad diskontní míry. Této problematice je věnována část čtvrtá recenzované publikace. I zde nacházíme řadu přístupů, doposud v češtině nepublikovaných. Ačkoliv autorský kolektiv věnoval velkou pozornost problematice diskontní míry, poněkud stranou pozornosti zůstal jeden z významných prvků výpočtu nákladů vlastního kapitálu, a to výpočet Beta koeficientu. Trh USA, který je používán, jako referenční trh pro celý svět dnes prochází zásadním vývojem a s určitou mírou pravděpodobnosti lze očekávat, že role tohoto trhu pomalu končí, neboť se ve světě vytváří nová ekonomická centra. Bylo by proto vhodné upozornit, že naproti vývoji v USA se kapitálový trh v České republice vyprofiloval. Vyjdeme-li z předpokladu, že počítáme betu pro české podniky, pak je vhodné použít data, která jsou odvozena z našeho prostředí. Bez zajímavosti není sledovat přímku SML (Security/market line), která ukazuje vztah mezi „perfektně“ diverzifikovaným portfoliem (index PX) a akciemi konkrétního podniku v různých obdobích na bázi zpravidla měsíčních nebo denních výnosů. Sklon přímkou je Beta koeficient, průsečík přímkou s osou ypsilon pak konstanta Alfa; Beta pak ukazuje míru společného pohybu s trhem (informace

o riziku akcie), Alfa pak informuje o průměrném výnosu oproti výnosu trhu. Čtenář by se určitě měl dozvědět, že Beta nabývá hodnot od -1 do 1. Kdybychom toto číslo umocnili, dostaneme hodnotu R^2 , tj. rozptyl informující o tom, kolik z celkového rozptylu lze vysvětlit pohybem trhu. Autory uváděná „statistická chyba“ pak určuje možnou výchylku od zjištěné střední hodnoty Beta. Logicky vzato, odečteme-li od střední hodnoty dvojnásobek statistické chyby, dostaneme spodní hranici Beta a opačně. Z toho plyne, že skutečná Beta leží s 95% pravděpodobností v takto vypočteném intervalu. V části pojednávající o výpočtu diskontní míry je však nutné zvláště ocenit, že je podrobně rozebrána problematika bezrizikové výnosové míry.

Část pátá se zaměřuje újeji na oceňování specifických typů podniků, konkrétně na podniky s omezenou perspektivou a dále na oceňování koncernu. Publikace uzavírá částí šestou, jež je věnována tématu diskontů a premií aplikovaných při ocenění.

V publikaci autoři zmiňují řadu problémů v české literatuře poprvé a podle našeho názoru některé interpretace a poznatky nemají obdoby ani ve světové literatuře. Především je nutno vyzdvihnout originální příspěvky v oblasti kompatibility variant modelů DCF u nekotovaných společností, kde se podstatným způsobem odlišují účetní a „tržní“ kapitálová struktura. Z vlastní praxe považujeme za velice přínosnou přehlednou analýzu zdrojů odchylek ve výsledcích jednotlivých DCF modelů. Pokud se oceňovatel trápí, když při praktických oceněních podniků výsledky výpočteně shodné nevychází, nalezne v publikaci inspiraci pro to, jakým směrem by se měla jeho mravení práce dále ubírat.

Co může čtenáře překvapit na nově připravené publikaci, je, že ani v tomto novém vydání, které přináší hlubší vhlad do problematiky oceňování pro odborníky zajímající se o toto téma, se autorům nepodařilo

„vyladit“ používané zkratky. Oceňujeme, že nastal velký pokrok v tomto směru, nicméně vyjdeme-li například pro ilustraci ze vzorců na str. 115, kde se uvádí vzorec pro výpočet průměrných kapitálových nákladů, pak se čtenář potýká s prolínáním anglických a českých zkratek (viz WACC, VK místo E, CK místo D apod.) Snad právě u této rovnice působí tato nevšední kombinace poněkud nestandardně, i když zřejmě cílem autorů je, aby právě tato originalita vedla k lepšímu zapamatování čtenářů. Když bychom ještě v tomto směru pokračovali, pak se lze podívat na str. 114, kde se nalézá vzorec pro výpočet hodnoty podniku odvozený z volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF diskontovaný WACC, ale výsledek je označen H_b . Proč nemůže být použit například symbol V_{OF} nebo V_{0A} , který by se nesl v logice WACC, FCFF... Lze však odhadnout, že kombinace českých a anglických zkratek byla záměrným cílem k tomu, aby byly vzorce srozumitelné nejen pro vědce, ale zároveň i pro znalce v běžné praxi. Zkratky v anglické verzi autoři používají tam, kde jsou ustálené a všeobecně známé, zatímco u veličin, pro které se i v zahraniční literatuře objevuje nejednotná symbolika, jsou použity zkratky české. Shrňme poznámku k této problematice, autoři odvedli velký kus práce tím, že se pokusili o sjednocení terminologie a do určité míry i použitých symbolů. Nicméně stále zde ještě zůstává do budoucna velký prostor pro další zdokonalení. Projevuje se zde značný vliv anglického jazyka, který možná v budoucnosti bude nahrazen nějakým jiným. Uvidíme.

Podobně jako v jiných případech lze najít i prostor pro další určité připomínky, náměty ev. i výhrady. Jak již bylo v úvodu konstatováno, publikace si pravděpodobně klade za cíl oslovit již poněkud náročnějšího čtenáře, který má k problémům oceňování hlubší vztah, ať už jako akademik, nebo jako zkušený znalec. Proto by nebylo na škodu připomenout, tak jak

se to často uvádí například u modelu CAPM, že zde analyzované oceňovací postupy jsou v zásadě založené na neoklasické teorii, což již není jediný přijímaný teoretický přístup. Alternativní teoretické přístupy ovšem zpravidla umožňují pouze odhady investiční, či hraniční hodnoty, nikoliv však hodnot, které jsou zatím označovány jako „tržní“.

Dále by nemělo být přehlíženo, že v současné době, která je spojena s finanční krizí, je více než kdy jindy nutno kalkulovat s náklady finanční tísně. Tento aspekt je zatím v publikacích zpracovaných pod vedením prof. Maříka respektován pouze na základě vyhodnocení strategické a finanční analýzy, ze kterého by měl vyplynout odhad, zda je podnik schopen dlouhodobé existence. Vliv finanční tísně u podniků, které se jeví jako zdravé nebo téměř jako zdravé, je zde zatím reflektován jen v omezené míře, a to vlivem vyššího zadlužení na náklady kapitálu, zejména kapitálu vlastního, případně prostřednictvím opatrnějších prognóz budoucích hospodářských výsledků podložených důkladnou strategickou a finanční analýzou. Jemnější nástroje založené na statistické analýze možnosti vzniku nákladů finanční tísně zde zatím nenacházíme, viz poznámka výše. Domníváme se však, že je to pochopitelné, protože v tomto případě by nebylo žádoucí stavět pouze na obdobných datech přijímaných ze zahraničí, především ze Spojených států, a proto jsou potřebné například empirické analýzy životnosti českých podniků a jejich vývoj v čase. Možnou variantou v případě odhadu investiční hodnoty je prosazovat do praxe i širší využití simulačních metod. Nelze však přehlížet, že i zde stojí v pozadí především subjektivní pohled oceňovatele, tak, jak to odpovídá povaze investiční hodnoty. Jeden ze základních záměrů knihy ukázat shodu výsledků u výnosových metod by však neměl být ovlivněn ani započtením nákladů finanční tísně.

Co říci závěrem? Je možno konstatovat, že autorský kolektiv naše vysoká očekávání nezklamal. V češtině se jedná o prozatím nejhluběji zpracované pojednání z oblasti finančního oceňování podniku, čili hlavního proudu oceňování podniku ve světě, navíc s originálními příspěvky relevantními pro oceňování nekotovaných českých společností, navíc vykazujících podle národních účetních standardů. Zbývá jen vyslovit neskromné přání, aby autorský kolektiv ve své poctivé tvrdé práci pokračoval i nadále. Akademická obec i všichni ekonomové specializovaní na oceňování majetku mohou tajně doufat, že na třetí díl publikace nebudou čekat příliš dlouho.

Poznámka: Finanční oceňování aktiv je přístup k ocenění, který redukuje oceňovaný podnik (společnost) na očekávané peněžní toky, jež mohou být směřovány na efektivním kapitálovém trhu a hodnota takového aktiva tudíž odpovídá současné hodnotě těchto peněžních toků, diskontovaných z hlediska času a rizika symetrickou diskontní mírou. Oproti finančnímu oceňování aktiv poskytuje odlišnou interpretaci *teorie ohodnocování podniku*, kdy podnik je považován za věc hromadnou, která je předmětem možné směny sama o sobě (v podrobnostech viz Matschke, M. J.; Brösel, G.: *Unternehmensbewertung*. 3. vydání. Wiesbaden: Gabler 2007 a Hering, T.: *Unternehmensbewertung*. 2. vydání. München, Wien: Oldenbourg 2006.)