GRADA®

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

Grada Publishing

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 978-247-2865-0

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** 33

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 trhů ... 95

7. Determinanty tržních struktur a funkčnost konkurence: návod pro zkoumání obvyklosti 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 finanční řízení podniku obhájil na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze.

Poděkování

Vladimíru Hamáčkovi, Romaně Nývltové a Stanislavu Šarochovi děkuji za umožnění seriózní odborné práce.

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

Veškeré 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 ignorabismus* (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 věcí 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 záchytný 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 realitě. Studiem 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 obracejte 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 disciplíny 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 podtržena v následujících částech práce; autor objasňuje podstatu metod diskontu cash flow, které jsou odvozovány od budoucích užitků 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 disciplíny 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, podtržení 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 specifik, 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 mít 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, považuji 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 nekritickém 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.
Vysoká 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 vhodněji 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 *Bewertungssubjekt*, 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 nesouvisí. 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 takovéhoto 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 „standardy 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" směšuje 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 rizikovost 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 výhrad 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 „oddefinováni" 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 plnícího 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, „vědečtěji“, 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 přikládat 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 posudcích 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 sílící 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 sílící 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 prodejích 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 lízaný 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 směňovaný 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: předpokládejme 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 Singeltonovi 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 problematické 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 Unternehmensbewert*ung), 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).

Struktura knihy

„Nic není více proti diletantismu než pevné zásady a jejich přísné dodržování.“
Johann Wolfgang von Goethe

Důvodů pro ocenění podniku existuje v České republice řada: počínaje úředními odhady přes ocenění vycházející z obchodního zákoníku až po ocenění ve formě ekonomických analýz určených pro podporu podnikatelského rozhodování. Je zřejmé, že výsledkem každého zadání ocenění bude jiný typ hodnoty s jinou interpretací výsledku. Oceňovatel zodpovědný za provedení této expertizy je vystaven riziku, že použije – vědomě či při nejlepší vůli nevědomě nebo vinou neznalosti – kategorii hodnoty, která není vhodná, není zjistitelná či je odhadnuta chybně. Příkladem může být „cena obvyklá“ nebo „tržní hodnota“ či ještě lépe „objektivní tržní hodnota“, evokující v uživatelích ocenění vyšší odbornost a vzbuzující důvěryhodnost k oceňovateli provádějícího předkládané ocenění. Co se však pod těmito pojmy skrývá? Kde a jakým způsobem jsou definovány? Co od nich může uživatel očekávat? Mají snad obecnou platnost? Nebo spíše neplatí de facto pro nikoho? A pokud neplatí pro nikoho, je tedy výsledek nepoužitelný? Zajímá takový výsledek někoho? Můžeme se domnívat, že ekonomická teorie při dnešním stavu poznání umožňuje prostřednictvím svých sofistikovaných metod odhadovat hodnoty ve smyslu obecně platných a prakticky použitelných rovnovážných cen? Může znalec na žádost soudu stanovit obvyklou cenu podniku a činit si ambice na její obecnou platnost, a tudíž závaznost na základě použití určitých oceňovacích modelů? Je, či má vůbec být smyslem oceňování dobírat se obecně platných hodnot na základě principu, že když mohu pro administrativní či daňové účely určit administrativní cenu majetku s použitím závazné vyhlášky a zde uvedených metod a koeficientů, mohu stejně tak jako odborník stanovit cenu – tržní hodnotu podniku s použitím sofistikovaných, teoreticky ukotvených oceňovacích metod?

Tyto praktické otázky je možno s lehkostí pokládat, ale pro odpovědi – a to ještě jen částečné a podmíněné současným stavem znalostí moderní vědy s využitím mezioborového přístupu na pomezí ekonomie, práva, psychologie, sociologie a filozofie – budeme potřebovat následujících mnoho desítek stran textu. Velmi nám poslouží skutečnost, že zatímco v České republice diskutujeme o pojetí disciplíny oceňování podniku stále intenzivněji zhruba od počátku 21. století, ve Spolkové republice Německo a dalších zemích se teoretici a praktičtí oceňovatelé stejnými problémy zaobírají od první poloviny šedesátých let minulého století. Nemusíme tedy vymýšlet již vymyšlené. Vymýšlet vymyšlené či bořit osvědčené tradice ani není cílem této knihy. Můžeme říci, že zde respektovaný evolucionismus a důraz na institucionální a behaviorální aspekty formování – zejména mimoburzovních – tržních transakcí stojí v protikladu k populárním módním výstřelkům „vševědoucího“ finančního oceňování aktiv poslední doby, kdy se důvěra v moderní vědecké a simulační metody a jejich obecnou platnost stala bezmeznou a v konečném důsledku vedla k neúspěchům při investování na finančních trzích. Sklouznout se na vlně spekulativní a uměle udržované bubliny na trzích dokáže leckdo a zisky za těchto okolností velkou námahu nevyžadují. K tomu roste sebevědomí a důvěra ve schopnosti modelově zdatných finančních analytiků. Stále více se ukazuje, jak užitečné je držet se osvědčených postupů potvrzených evolučním vývojem ekonomické a potažmo oceňovatelské praxe pravidel. Disciplína praktického oceňování podniku a hromadných aktiv v České republice by

tedy měla obdržet pevnější základy, které si zaslouží uživatelé jejích výstupů a také samotní oceňovatelé, kterým pravidla pro oceňování poskytnou příslušnou ochranu.

Abychom si usnadnili orientaci ve složitém názvosloví a předešli nedorozuměním, která jsou ostatně z různých důvodů v našem oboru častá, definujme nejprve základní terminologický a regulační rámec. Tento úvod je třeba chápat jen jako prvotní nástin problematiky sloužící pro další podrobné rozpracování a prezentaci teoretických a empirických argumentů.

Vyjděme z jednoduchého praktického příkladu a zabývejme se problematikou častého zadání ocenění: „Určete tržní hodnotu podniku XY, s. r. o. Podnik se bude prodávat tak, že jediný vlastník sta procent obchodního podílu bude tento obchodní podíl prodávat, již má zájemce a je potřeba kvalifikovaně, s řádnou péčí odbornou stanovit tuto tržní hodnotu, aby obchod proběhl fér a strany transakce mohly z tohoto kvalifikovaného odhadu vyjít a úspěšně dokončit jednání."

Je možno se domnívat, že nejčastější praktický postup, který by následoval, by byl – bez ohledu na konkrétní řazení kroků v rámci textu posudku – tento[4]:

1. popis a definice oceňovaného podniku, popis oceňovacích metod a postup dílčích analýz ocenění;
2. definice kategorie hodnoty – co je předmětem a cílem odhadu.

Jen zřídka je zadavatel ocenění schopen odpovědět na otázku, co konkrétně pod pojmem tržní hodnota rozumí. Obchod přece probíhá na trhu, je tu nabízející a poptávající a ceny nejsou regulovány zákonem a již ani centrálním plánem, tzn. intuitivně se přece musí jednat o tržní hodnotu – rovnovážnou cenu tržní transakce.

Ze strany oceňovatele (znalce či odhadce) je možno pozorovat v zásadě dvojí postup:

a) Definice pojmu „tržní hodnota" není v textu obsažena. Autor ocenění se neodvolává ani na oceňovací standardy, ani na odbornou literaturu. Závěrem je, že „znalec stanovuje tržní hodnotu…" nebo že „znalec stanovuje cenu obvyklou…" bez toho, aby byl uživatel schopen interpretovat použití a relevanci takto stanovené částky. To samé platí pro případy, kdy je „tržní hodnota podniku" vymezena jako synonymum „ceny obvyklé" ve smyslu zákona o oceňování majetku.
b) Definice tržní hodnoty jako kategorie hodnoty, která je na základě objednávky zadána podle odborné literatury: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku." (v překladu Mařík a kol., 2003, s. 18, nebo 2007, s. 22)

V tomto případě je uživatel ocenění zdánlivě ukolébán odkazem na mezinárodní standardy, které by měly být podle všeho správné. Je třeba říci, že pod definici obsaženou v této větě se schová opravdu široký interval hodnot. Ani v případě ocenění podniku v České republice

4 Hypotéza vychází ze studia desítek autentických znaleckých posudků a ocenění, kvalifikačních prací studentů specializačního studia Institutu oceňování majetku při VŠE v Praze a diplomových prací zaobírajících se problematikou oceňování podniku, zpracovávaných v posledních letech na několika veřejných i soukromých vysokých školách v ČR.

nelze zapomínat na podmínku stanovenou v IVS, že odhad příslušné kategorie tržní hodnoty musí být v souladu s celým standardem IVS 1, který tuto kategorii normativně definuje.[5] Jak uvidíme dále, zdaleka se nejedná jen o tuto jednu větu a platnost odhadu tržní hodnoty je podmíněna řadou dalších nutných podmínek, především existencí likvidního trhu srovnatelného aktiva, které je vůči oceňovanému aktivu v soutěžním postavení. Tyto podmínky však již praxe velkoryse přehlíží. Jaké to má důsledky? V praxi vede toto pojetí především k těmto dvěma nedorozuměním:

1. **Nedorozumění první:** Odhadnu tržní hodnotu, i když pro ni nejsou splněny definiční podmínky dle standardu.

   Prvním problémem je nedocenění významu IVS a všech atributů tržní hodnoty, tzn. především není možno odečítat věrohodná a metodicky homogenní data ze stabilního trhu oceňovaného aktiva, který je soutěžní a vyznačuje se dalšími důležitými kvalitativními charakteristikami (viz IVS a dále v textu). Oceňovatel se takto dopouští metodické chyby, kdy výsledku jsou přisuzovány vlastnosti a interpretace, které mu nepřísluší; smysl standardu se takto míjí účinkem. Vinou informační asymetrie mezi oceňovatelem a zadavatelem (uživatelem) ocenění většinou není problém výsledek obhájit. Navíc na první pohled se vše jeví velmi transparentně, protože oceňovatel usiluje o „tržní pohled". Jak dále uvidíme, výsledkem tržního ocenění (tj. v podmínkách České republiky typicky výnosového ocenění s „tržně" odvozenými vstupy) zdaleka nemusí být a ve většině případů ani nebude tržní hodnota odpovídat definici v rámci IVS 1.

2. **Nedorozumění druhé:** Odhadnu tržní hodnotu hromadného aktiva bez ohledu na to, jestli pro něj existuje skutečný trh, a to tak, že provedu výnosové ocenění DCF, které je teoreticky ukotveno neoklasickou teorií rovnováhy kapitálového trhu, zejména modelem CAPM a teorií kapitálové struktury Millera a Modiglianiho.

   Druhým nedorozuměním je, podle mého názoru, stav, kdy se oceňovatel na standardy odvolává jen volněji a přímo či nepřímo říká, že odhaduje „tržní hodnotu", která ovšem nemusí nutně splňovat kvalitativní kritéria IVS, ale „byla zadavatelem požadována", a tudíž byla i odhadnuta, či dokonce stanovena. Příčina tohoto druhého častého nedorozumění spočívá podle všeho v tom, že teorie podnikových financí a oceňovací literatura anglosaské tradice hovoří o tržní hodnotě také, ale ve zcela jiném smyslu než IVS. Výsledek výnosového ocenění DCF je poté označen za jedinou správnou rovnovážnou tržní cenu (po zohlednění všech teoretických konceptů, o kterých bude řeč dále, jako jsou mimo jiné oportunitní náklady, averze k riziku a arbitrážní ustavení rovnováhy), čili odhad tržní hodnoty. V tomto smyslu tedy skutečný relevantní trh podniku nahrazujeme modelovým dokonalým kapitálovým trhem a říkáme, za kolik by se toto hromadné aktivum mělo zobchodovat, „jako kdyby" bylo předmětem transakce na dokonalém kapitálovém trhu. Otázkou je, jestli nás takto odhadnutá částku vůbec zajímá, a dále, jestli je teorie finančního oceňování aktiv vůbec prakticky použitelná, tj. jestli její modelové výstupy mají obraz v reálném světě.

V dalším textu se budeme držet těchto definic a pojetí disciplíny oceňování (ohodnocování) podniku:

5 Aspekt normativnosti má ten význam, že stanovuje konsenzuálně přijatá pravidla, podle kterých se uživatelé standardu řídí. Nečiní a nemůže si však činit žádný nárok na obecnou pravdivost či správnost v absolutním smyslu a ani to není jeho účelem.

- **Oceňování podniku**
  Jedná se teoretickou a praktickou disciplínu, jež staví na poznatcích ekonomické teorie, teorie a praxe podnikových financí a na oceňovacích standardech. Správný překlad není oceňování podniku, ale ohodnocování podniku (*business valuation*, *Unternehmensbewertung*). Z pohledu ocenění je třeba se vypořádat s problémem ocenění a prodeje podniku a ocenění a převodu obchodního podílu. Zatímco z hlediska realizované ceny nemusí být při správné aplikaci kategorie a hladiny hodnoty žádný kvantitativní rozdíl, lišit se pravděpodobně bude struktura transakce (prodej podniku versus prodej obchodního podílu).

- **Standardy oceňování**
  Standardy oceňování (správný překlad je „standardy ohodnocování", o nepřesné terminologii a možných důvodech nesprávných překladů již byla řeč), které mají největší význam pro oceňování podniků v České republice, jsou Mezinárodní oceňovací standardy (*International Valuation Standards*, správně Mezinárodní ohodnocovací standardy, překlad převzat z Mařík a kol., 2007), kde jsou definovány tržní (standard IVS 1) a jiné než tržní (dříve označované jako „netržní") kategorie hodnoty (standard IVS 2).

Druhým zdrojem je standardizace specificky zaměřená na ohodnocování podniků v rámci standardu německého institutu auditorů IDW S 1.

- **Tržní hodnota**
  Tržní hodnotu budeme chápat výhradně jako kategorii hodnoty definovanou v rámci standardu IVS 1. Zdůrazněme, že definicí tedy není ona dokola kopírovaná věta přetištěná výše (viz Mařík, 2003 a 2007). Pojetí dle IVS založené na skutečných tržních transakcích se odlišuje od „teoretické tržní hodnoty" jako rovnovážné ceny hypotetického trhu. Standardy IDW například výslovně uvádějí, že tzv. tržní váhy v rámci iterativních propočtů vah vlastního a cizího kapitálu v oblasti kapitálové struktury v modelu DCF entity jsou teoretickými hodnotami odvozenými na základě axiomů výchozí teorie, a není možno je tedy zobecňovat i na transakce reálné. Jak dále uvidíme, bylo by proto nutno testovat validitu výchozí teorie i pro reálně probíhající tržní transakce.

Publikace vychází z relativně širokého záběru, který je nutný pro to, aby bylo možno jednoznačně interpretovat pojmy a obsah oceňovacích standardů a jejich použití. Nejprve se budeme zabývat teoretickým rámcem dvou fundamentálních pojmů této disciplíny – ceny a hodnoty – v oblasti široce chápané ekonomické teorie. Samozřejmě ekonomická teorie není ve vysvětlení těchto pojmů jednotná a tyto odlišnosti je potřeba uvést na pravou míru. Zatímco v oblasti stále převládající neoklasické ekonomické teorie je možno pojmy cena a hodnota chápat také jako synonyma, v oblasti praktického oceňování tomu tak není. Je potřeba si také uvědomit, že pojmy, které v oblasti ekonomické teorie mají své opodstatnění, musejí zůstat po zkušenostech z minulosti, o nichž bude řeč, pro oceňovatele navždy tabu (objektivní hodnota, objektivní tržní hodnota).

Důležitá je rovněž teorie trhu, či šířeji tržního řádu, který je koordinován na principu konkurence (*Wettbewerbsordnung*). Struktura trhů, chování jejich tvůrců a výsledky tržních procesů tvoří složitý komplex vzájemných vazeb a vztahů. Ceny, které se vytvoří až na základě souhry nabídky a poptávky soutěžního trhu, se vyznačují určitými specifickými vlastnostmi, a mohou tak při splnění některých dalších kritérií sloužit jako východisko pro odhad tržní hodnoty dle definice Mezinárodních oceňovacích standardů a také ceny obvyklé dle zákona o oceňování majetku.

Teoretický exkurz bude dále postaven do kontrastu s praktickým oceňováním. Rozdíly existují v oblasti terminologie i v oblasti aplikační. Pokud nebudeme mít tyto rozdíly neustále na zřeteli, můžeme se snadno dopustit hrubých zkreslení či ambiciózních závěrů, které však vyplývají spíše z neznalosti limitů a možností našeho poznání. Základy oceňování aktiv v tomto případě nesměřují prvořadě k „divokému počítání" (viz Matschke, Brösel, 2007), ale zabývají se samotným pojetím této disciplíny. Odpovídají na otázku, proč potřebujeme oceňovat (ohodnocovat) a jaké funkce ocenění, respektive subjekt provádějící ocenění, plní ve vztahu k účelu ocenění. Vztah funkce a účelu je natolik důležitý, že podmiňuje platnost vypočtené hodnoty, respektive intervalu hodnot, předpoklady a zadání. V případě oceňování podniků v České republice je v naprosté většině ocenění iluzorní očekávat, že může být odhadnuta částka obecně platná pro všechny (tzv. tržní hodnota). To má své známé praktické důsledky v případech, kdy na základě poptávky „tržní hodnoty" je klientovi také vyhověno a různí oceňovatelé docházejí k významně se lišícím výsledků stejně ambiciózně pojímané „tržní hodnoty". Je zajímavé také zkoumat, jakou roli hrají v případě oceňování podniků tržní hodnotou Mezinárodní oceňovací standardy, a to především tehdy, není-li tržní hodnota odhadnutelná (o možnostech odhadu podrobně pojednává třetí kapitola). V zásadě existují dvě možnosti: buď se oceňovatel k respektování Mezinárodních oceňovacích standardů dobrovolně v úvodu své práce přihlásí, vypočtená částka spadá de facto pod kategorie hodnot netržních a oceňovatel se takto dopouští metodické chyby; nebo se k respektování Standardů nepřihlásí, a odhaduje tedy „nějakou" tržní hodnotu, neboli částku nesoucí pouze tento název a mající relativně omezenou vypovídací schopnost, protože jí chybí interpretovatelnost. Uživatel ocenění ale již bohužel mnohdy tyto nástrahy není schopen docenit.

Závažný problém představují úvahy oceňovatelů, kteří mají americké (potažmo anglosaské) vzdělání v oblasti finančního oceňování aktiv (sám k nim patřím) a zabývají se modelováním určitých situací, které poté vydávají za obecně platnou tržní hodnotu, dokonce často v souladu s IVS. Typickým případem je ocenění podniku ve formě nekotované kapitálové obchodní společnosti, který je zcela unikátním hromadným aktivem. Srovnatelné podniky ani srovnatelné transakce neexistují, a zvoleno je tedy ocenění výnosové, nejčastěji některá z variant modelů DCF. Tato teorie vycházející z neoklasické ekonomie a teorie kapitálového trhu říká, zjednodušeně vyjádřeno, že za určitých předpokladů ohledně tvůrců trhu a kvality trhu se hodnota aktiva odvíjí od očekávaných užitků (in concreto peněžních toků), které vlastník na základě držby vlastnického práva k tomuto aktivu může v budoucnu očekávat, diskontovaných na současnou hodnotu symetrickou diskontní mírou, která v sobě odráží rizikovost těchto peněžních příjmů a fakt, že vlastník odsouvá svoji spotřebu do budoucnosti a díky tomu požaduje kompenzaci za toto čekání. Výsledná částka je poté nazvána tržní hodnotou, nikoliv proto, že by byla přímo odvozena z trhu tohoto aktiva, v tomto případě z trhu stejného typu podniků, ale proto, že by se podnik o těchto finančních parametrech na některém hypotetickém trhu za daných teoretických předpokladů pravděpodobně obchodoval. Dále ukážeme, že takto odvozená částka má svůj důležitý praktický význam a také svoji vypovídací schopnost, ale obecně se nejedná o tržní hodnotu dle IVS. Sebesofistikovanější výnosové oceňovací modely netvoří a nemohou tvořit postup odhadu obecně platné tržní hodnoty, nejsou-li k dispozici srovnatelná aktiva v soutěžním postavení, jejichž rovnovážné ceny současně tuto výnosovou hodnotu dokládají a jinými slovy takto ověřují, že preference a subjektivní užitkové funkce tvůrců trhu odpovídají hypotetické rovnováze získané výnosovým modelem. Zásadně není pravda, že čím více budeme objektivizovat vstupy ocenění a čím lépe budeme počítat, tím více se budeme blížit tržní hodnotě (viz Šantrůček, 2005, a polemika in: Krabec, 2007), protože pojetí této kategorie hodnoty vůbec na tomto přístupu založeno není! Dále bude podrobně argumentováno, že tržní hodnota

je rovnovážná cena, odečítaná k určitému datu z trhu určité kvality u určitého aktiva standardizovaných vlastností. Aspekt času, ke kterému odhad platí, je důležitý, protože tržní hodnota není vnitřní hodnotou či fundamentální hodnotou aktiva (to platí jen na dokonalém trhu, nikoliv v realitě, což dokládá existence ex ante nerozpoznatelných bublin na finančních trzích).

Světové přístupy ke standardizaci oceňování, jejím formám, významu a využití jsou obsahem následující části. Opět logicky navazuje na teoreticky pojatou druhou kapitolu. Ukazuje, kdo, proč a jak se rozhodl jednotlivé funkce, které oceňování zastává, systematizovat a kodifikovat. Zatímco existuje objektivní a subjektivní teorie hodnoty, existuje také objektivní a subjektivní teorie ohodnocování podniku (*objektive und subjektive Unternehmensbewertungstheorie*). V návaznosti na ekonomickou teorii, respektive vzájemně se odlišující ekonomické teorie, bude poskytnuto pravé vysvětlení tvorby (kodifikace), vývoje a možností směřování standardizace.

Věnovat se budeme taktéž oceňování aktiv v České republice. V první řadě je pozornost věnována zákonnému oceňování. V případech, na které se zákonná regulace nevztahuje, je nutno využívat pravidel jiného druhu. Inspiraci můžeme hledat v různých standardech, jejichž dodržování je nezávazné. V podmínkách České republiky jsou to zejména Mezinárodní oceňovací standardy a německé standardy pro ohodnocování podniků IDW S 1, které je možno subsidiárně k oceněním dle zákona o oceňování majetku využívat.

Mezinárodními oceňovacími standardy (také jako „IVS“ či „Standardy“), jejich podrobným rozborem a interpretací, možnostmi a limity použitelnosti jednotlivých tržních a netržních kategorií hodnot v oceňovatelské praxi a institucionálním rámci České republiky se budeme zabývat dále.

Závěrečná část obsahuje jiný zdroj standardizace, který může v případě provedení nutných modifikací nalézt v České republice také své uplatnění. Jsou jím německé standardy vydávané Institutem auditorů IDW specificky pro oceňování podniků. Prozatím se v České republice, především kvůli absemci oficiálního českého překladu, neprosazovaly. Některé důležité termíny, jako například objektivizované ocenění, již své místo nalezly. Bohužel mnohdy jsou využívány nepřesně a vše je potřeba uvést na pravou míru. Kniha je doplněna krátkým shrnutím ve formě přílohy.

Část I.

Teorie ceny a hodnoty

„Ceny nemají žádný vztah k hodnotě.“
Aswath Damodaran

1. Trh a tržní procesy

Než bude možno přistoupit k teoriím ceny a hodnoty, bude užitečné se nejprve zabývat prostředím, v rámci něhož hospodářský proces probíhá, tzv. hospodářským řádem (či synonymicky vyjádřeno institucionální strukturou) a jeho vlastnostmi. Podrobnější vysvětlení pravidel, podle kterých se řídí nejen hospodářské (tržní), ale i společenské procesy, poslouží i pro rozvoj teorií trhu a tržních struktur a také k interpretací různých teorií hodnoty a ceny, jak se v historii vyvinuly a v průběhu času částečně prolnuly do právního řádu a některých hospodářských politik, zejména politik pro ochranu hospodářské soutěže. Ve svém souhrnu se jedná o instituce ve smyslu široce chápaných pravidel chování, které vytvářejí rovnovážnou cenu v rámci procesu více či méně intenzivní tržní soutěže. Zobecnění a vysvětlení je předmětem zájmu ekonomické teorie. Z pohledu oceňování se tyto ceny vzniklé v realitě a v rámci určité struktury pravidel chování vyznačují důležitými vlastnostmi, jež jsou nebo naopak nejsou využitelné pro odhad určitých standardizovaných kategorií hodnoty. Z pohledu ekonomické teorie se jedná o východisko pro zobecňující úvahu o vysvětlení hodnoty či rovnovážné ceny (jaká by měla být cena za určitých výchozích předpokladů). Jak uvidíme, ekonomická teorie hlavního proudu, která mimo jiné stále tvoří fundamenty výnosových oceňovacích metod, dlouho ignorovala behaviorální faktory, které se do způsobu ustavení a výše rovnovážné ceny významně promítají. Ačkoliv se intuitivně může jevit jako nad slunce jasné, že na rozhodnutí o koupi, na prodeji a ceně, za niž se transakce uskuteční, budou mít vliv nejen ekonomické úvahy, ale rovněž faktory jako kultura, tradice, morálka a způsob vedení obchodního jednání, anglosaské proudy ekonomické teorie se až na určité výjimky z oblasti institucionální ekonomie začínají naplno zabývat těmito aspekty hodnoty až ve druhé polovině minulého století. Do teorie ohodnocování podniku začínají pronikat až v nedávné době.

Opět je třeba zdůraznit, že teorie ohodnocování podniku je podstatně širší pojem než jen metodika oceňování, často však dochází k nepřístojnému směšování těchto pojmů. V Evropě je tradice teorie ohodnocování podniků o několik desítek let delší. Teorie hospodářského řádu poskytuje navíc i metodologické východisko pro analýzu standardů oceňování, protože standardy samy o sobě jsou opět souborem pravidel chování zainteresovaných subjektů. Můžeme říci, že standardy vytváří další z úrovní kodifikovaných pravidel v rámci právního řádu a dalších institucí (tj. všeobecně chápaných kodifikovaných i nekodifikovaných pravidel chování), které pomáhají regulovat potřeby uživatelů profesionálních odhadů hodnoty podle jejich potřeb.

Hospodářským řádem a jeho interpretací se zabývá především institucionální a nová institucionální ekonomie a v evropských podmínkách ordoliberalismus, především posteuckenovské proudy freiburgské školy. Vysvětlení způsobu fungování ekonomického mechanismu uspořádaného na tržním základě prostřednictvím metodologie hospodářského řádu se bude hodit i pro názornou demonstraci vývoje teoretických konceptů v průběhu změn výrobních technik a následných společenských přerodů a formování hodnoty na trzích a pro jeho teoretická vysvětlení.

Pro interpretaci oceňovacích standardů a jejich obsahu je zapotřebí začít se nejprve zabývat ekonomickou aktivitou a jejím uspořádáním. Můžeme říci, že kategorie hodnoty se liší tím, že podle účelu ocenění předpokládají odlišnou kvalitu trhu ve smyslu jeho definice nebo jeho účastníků. Toto konstatování není zdaleka samozřejmostí, protože ne všechny ceny jsou determinovány v rámci vyjednávání, jehož rámec poskytují právě obecně pojímaná pravidla vytvářející tržní hospodářský řád. Jsou-li ceny určitých aktiv regulovány, či dokonce fixovány,

a to bez ohledu na to, jestli důvodem takové fixace je makroekonomický centrální plán, nebo regulace zákonných výjimek v rámci standardní tržní ekonomiky, nemůže být v takovémto případě o tržní hodnotě řeč. Ve standardní tržní ekonomice není snadné uchopit chování trhu, popsat jeho strukturu a očekávané výstupy, a jak uvidíme, ani ekonomické teorie nejsou ve vysvětlení jednotné. Interpretace různých škol ekonomického myšlení mohou být i vzájemně protichůdné podle toho, z jakých předpokladů ve svých teoretických konstrukcích vycházejí.

V této kapitole definujeme základní terminologická a koncepční východiska, která poslouží v dalším textu pro bližší popis a vysvětlení standardizačních procesů, aktivit a jejich forem. Zde uvedená východiska čerpají především z ordoliberálních a novějších institucionálních a neoinstitucionálních teorií řádu. Konkrétní obsah terminologického aparátu oceňovací disciplíny je otázkou příklonu k jisté formě návazné, konkretizující ekonomické teorie. Teorie řádu je označení pro vysvětlení rámcových podmínek, na jejichž základě jsou uspořádány činnosti a procesy probíhající v rámci ekonomiky a společnosti a které je možno považovat za východisko plánování ekonomických a společenských rozhodnutí ze strany jednotlivých subjektů účastnících se hospodářského procesu, přičemž oceňování aktiv je jedním z jeho specifických prvků. Potud můžeme považovat analýzy za dalece hodnotově neutrální. Konkrétní interpretaci dává pojmům, jako je „trh" či „konkurence", až teorie vycházející z určitých předpokladů ohledně výchozích pravidel, ale především účastníků tržního procesu. Tyto poznatky a doporučení stojí někdy v interdependentním vztahu s hospodářským řádem, protože mohou sloužit jako jeden ze zdrojů pravidel v rámci autoritativně implementované regulace.[6] Bohužel nejsme schopni za normálních okolností správnost teoretického vysvětlení prokázat (viz Popper, 1971), a jako oceňovatelé si tedy ani nemůžeme činit nárok na odhad hodnot bez omezení jejich použitelnosti v rámci účelu příslušející kategorie hodnoty.

Jednání ve společnosti závisí na množství informací, které žádná mysl není schopna v celku obsáhnout, natož pak vyhodnotit. Společenské instituce reagují právě na tento fakt, totiž že nikdo není vědomě schopen brát v úvahu veškeré skutečnosti (viz Hayek, 1995 aj.). Definičně není vymezení pojmu „instituce" ustálené. Hayek (1994) pojímá instituce jako pravidla chování, která se v průběhu času ukázala jako správná, respektive relativně efektivnější. Právě v tomto smyslu je potřeba pohlížet na standardizaci oceňování, která vychází z potřeb uživatelů těchto pravidel (odborné odhadcovské veřejnosti) a uživatelů výstupů oceňovacích činností, usnadňuje jim rozhodování a snižuje transakční náklady.

Neoklasická ekonomie, na které je současné finanční oceňování aktiv především založeno, vychází z metodologie komparativní statiky vyvinuté na konci 19. století. Finanční oceňování podniku dále staví na modelech z padesátých a šedesátých let minulého století (CAPM a Miller, Modigliani), které se ovšem již od tohoto teoretického paradigmatu neoprostily. Neoklasika ignorovala důležitost institucionálního rámce, v němž ekonomická aktivita probíhá. Modely a jejich rovnováha jsou platné z definice, protože existují jednoznačné předpoklady ohledně formy trhu, tržních aktérů a způsobu ustavení rovnováhy. Již v devadesátých letech 19. století bylo zřejmé, že si ekonomie s takto zjednodušeným pojetím reality nevystačí. Zatímco u tržních rozhodnutí, která jsou na první pohled triviální, by nikoho nenapadlo zobecňovat

6 Příkladem pro vyjasnění této obecné formulace může být opatření soutěžní politiky, které zakazuje cenové dohody mezi soutěžiteli na základě argumentace, že vedou ke snížení celospolečenské prospěšnosti soutěže pro maximalizaci efektivnosti a blahobytu. Samozřejmě existují v oblasti ekonomické teorie i koncepce, které by naopak toto, podle některých interpretací, nesoutěžní chování schvalovaly, protože není možné změřit pokles blahobytu u spotřebitelů a říci, že převýší ztrátu blahobytu aktérů účastníků cenové koluze (viz k libertariánství Rothbard, 2000, Armentano, 2000).

nezobecnitelné (příkladem může být trh zmrzliny, jejíž prodej v České republice a dalších středo- a jihoevropských zemích v zimě klesá, zatímco v Rusku v zimních měsících stoupá), v rámci finančního oceňování aktiv přesně k tomuto vývoji v posledních letech dochází.

Od čtyřicátých let minulého století začíná být předmětem výzkumu i chování člověka v podmínkách omezené racionality a neúplných informací, což vyúsťuje do formování nové institucionální ekonomie, která již operuje s pojmy, jako jsou transakční náklady, a zkoumá vlastnická práva i trhy vlastnických práv jako instituce umožňující jejich směnu (avšak již netvrdí, že trhy zajišťují optimální alokaci zdrojů v neoklasickém smyslu). V USA se rozvíjí institucionální ekonomie a začíná neoklasiku vystavovat neúprosné kritice pro její statičnost a abstraktně deduktivní metodologické základy. V Evropě dochází paralelně k rozvoji doktríny liberalismu, které však po zkušenostech opouští pozice laissez-faire a přiklání se k ordoliberalismu, kde je opět kladen značný důraz na význam pravidel, podle nichž tržní a společenský mechanismus fungují, a na udržení, respektive prosazování těch pravidel, které se v praxi ustálila a prokázala svoji užitečnost pro zachování tržní a společenské rovnováhy a v konečném důsledku maximalizaci blahobytu.

Neoklasická ekonomie se nepotřebovala trápit skutečností, že chování tržních aktérů je vždy ovlivněno prostředím, v němž transakce probíhají – institucionální strukturou či hospodářským řádem (*Wirtschaftsordnung*, jedná se o analogický termín freiburgské školy ordoliberalismu). Problém nečiní ani možná iracionalita v rozhodování ekonomických subjektů, která je v rámci předpokladů „oddefinována", a v rámci statického pohledu problém nečiní ani skutečnost, že preference tržních aktérů jsou nekonstantní a nelineární (jedná se o v praxi zcela běžné porušení předpokladu tranzitivity – viz v souhrnu Damodaran, 2008) a mění se neustále podle příchodu nových informací a způsobu jejich subjektivní interpretace. Tento problém neřeší ani skutečnost, že platnost ocenění je vztažena k určitému datu. Stejné nedostatky platí přiměřeně i pro DCF modely a jiné finančně matematické modely využívané pro oceňování hromadných aktiv. V realitě je chování lidí (ekonomické i společenské) ovlivňováno širokým souborem pravidel, a to jak formálních (či kodifikovaných), tak nijak neformalizovaných (obchodní zvyklosti, morálka, tradice, jazyk a mnohé další kulturní, psychologické a sociologické faktory). Výsledky tržních aktivit jsou tedy závislé na lidském jednání, které formují společenské instituce a podle některých interpretací mohou vést i k situaci, kdy výsledky odpovídají spíše tomu, co je v dané chvíli „společensky přípustné", ale nemaximalizují nutně očekávaný užitek rozhodovatele. Další důležité rozpracování přináší evoluční ekonomie, která konkretizuje fakt, že i instituce jako takové se v čase vyvíjejí, což má opět důsledky pro fungování společenského a ekonomického mechanismu. To platí i pro standardy oceňování, které se vyvíjejí v návaznosti na změny v oblasti zdrojů standardizace (definovány budou dále).

Z pohledu oceňování podniku má největší relevanci vymezení relevantního trhu oceňovaného aktiva a pochopení způsobu, jakým je tento konkrétní relevantní trh konkrétního oceňovaného aktiva uváděn do rovnováhy. Oceňovatel často zjišťuje právě tuto rovnovážnou cenu, tedy cenu automaticky zajišťující férovost a výhodnost transakce pro všechny skutečné či hypotetické účastníky transakce. Jak uvidíme dále v textu, tržní hodnota je dle IVS kategorií hodnoty, kterou je třeba odhadovat v souladu s účelem tehdy, existuje-li funkční likvidní soutěžní trh, avšak nejsou k dispozici přímé cenové kotace (typicky trh komerčních nemovitostí a likvidních věcí movitých). Tehdy je zapotřebí služeb profesionálního oceňovatele, který bude schopen na základě svých znalostí tohoto trhu říci, jaká by byla s ohledem na vlastnosti oceňovaného aktiva a k datu ocenění aktuální tržní situace nejpravděpodobnější rovnovážná cena standardizované transakce, tj. tržní hodnota jako maximálně věrná aproximace rovnovážné tržní ceny.

2. Hospodářský řád a hospodářský proces

„Nutnost rozhodovat sahá dále než možnost poznat.“

Immanuel Kant

Ekonomické zdroje je možno alokovat prostřednictvím centrálního plánu, zájmových skupin jednajících podle vlastních pravidel a preferencí nebo soutěžního tržního mechanismu. Předpokládejme, že v prostředí České republiky probíhá ekonomická aktivita na základě pravidel svobodné soutěže. Tento způsob uspořádání ekonomických aktivit nevznikne sám od sebe. Aby byl prospěšný všem účastníkům hospodářského procesu, je potřeba udržovat jej při životě. Děje se tak prostřednictvím různých typů regulace, které teorie nazývá konstitutivními a regulativními principy soutěžního hospodářského řádu (viz Eucken, 1990).

Pro vysvětlení významu standardizace oceňování je vhodné využít a zobecnit teorii hospodářského řádu formulovanou na konci 30. let minulého století freiburgskými ordoliberály, především Walterem Euckenem (viz Eucken, 1965 a Eucken 1990). Tyto příspěvky vyvolaly značnou praktickou odezvu v poválečné SRN a následně i na úrovni evropské. Odkrývají totiž základní momenty nutné pro zajištění efektivně fungujícího a pro všechny prospěšného soutěžního hospodářského řádu a systematizují je do rámce konstitutivních a regulativních principů. Položily tak základ nejen moderní měnové politice (Bundesbanka byla institucionalizována právě způsobem vyvozeným podle ordoliberální teoretické školy), soutěžní politice, politice trhu práce a dalším, ale ve svém souhrnu položily základ hospodářsko-politickému modelu Adenauer-Erhardovy éry, sociálního tržnímu hospodářství (Soziale Marktwirtschaft, viz v souhrnu Krabec, 2003 a 2004, z těchto statí částečně vychází následující text)). Současný výzkum institucionální kvality a jejího vlivu na ekonomický růst jednoznačně potvrzuje pozitivní korelaci mezi kvalitou pravidel chování a ekonomickým růstem (viz průběžný výzkum Světové banky, mj. Brunetti, Kisunko, Weeder, 1997).

Eucken buduje ordoliberální teorii řádu následujícím způsobem. Nejprve definuje tzv. formu hospodářského řádu (*Ordnungsform der Wirtschaft*). Pod tímto pojmem je nutno si především představit formu, jakou je hospodářství koordinováno – jednoduše, zda alokace probíhá prostřednictvím tržního mechanismu, či jinak (státní plánovací centra, zájmové skupiny). Jde o „institucionální, právní a morfologické soustavy“. „Hospodářský řád je základem života ve společnosti založené na dělbě práce. To proto, že zahrnuje všechna pravidla, normy a instituce, které působí jako rámcové podmínky pro ekonomická rozhodnutí a jednání účastníků hospodářských procesů.“ Hospodářské procesy (*Wirtschaftsprozesse*) jsou nutně determinovány konkrétní formou hospodářského řádu. Jedná se o konkrétní chování v rámci obecně daných a známých pravidel. Pravidla, jejichž dodržováním je řád vytvářen, mohou mít buď evoluční původ, nebo mohou být vědomě „zasazena“ mocí, svěřenou jisté autoritě. Podle původu těchto pravidel můžeme odlišit řád spontánní (kosmos) a řád vědomě projektovaný (taxis) – srovnej (Hayek, 1994). Dle ordoliberálního konceptu není možné ponechat vývoji úplnou volnost, jelikož ta by automaticky nevytvořila žádoucí soutěžní hospodářský řád se všemi výhodami, které by mohl společnosti poskytovat. Zde je nutná přítomnost státní autority, která by na základě zkušeností a pečlivé analýzy minulého vývoje vytvářela rámcové podmínky pro vývoj pravidel, jejichž dodržování generuje konkrétní (žádoucí) podobu hospodářského řádu.

Relativnost ekonomických zákonů Eucken nepřipouští: „Fundamentální problémy světa a lidstva nejsou vázány na žádné časové období… ale problémy hospodářské politiky v procesu technizace, industrializace, hromadění a urbanizace získaly jiný rozměr. Teprve nyní, po jistých historických zkušenostech, jsou lidé schopni ji pochopit.“ (Eucken, 1990, s. 15–16) To samé platí pro specifická pravidla oceňování, která doplňují obchodně-právní regulaci, precizují určité činnosti, které je výhodné kodifikovat, avšak nikoliv ve smyslu svazující rutinizace. Fundamentální problémy oceňování také nejsou vázány na určité časové období, protože nutně spočívají na základních ekonomických kategoriích, jako je směna, užitek a tržní transakce. Ovšem účel ocenění a vázanost platnosti výsledku na tento účel již musí respektovat aktuální ekonomické a tržní podmínky.

Řada nedorozumění při korektním přiřazení kategorie hodnoty vychází z odlišného chápání trhu. Klasifikace trhů z různých účelových hledisek je mimo jiné klíčová pro vymezení tržní hodnoty oceňovaných statků, neboť forma trhu je jedním z důležitých faktorů ovlivňujících způsob ustavení tržní rovnováhy. Od teoretiků ordoliberalismu pochází první systematizace podmínek, jejichž současné splnění je vyžadováno proto, aby vznikl a mohl se rozvinout soutěžní hospodářský řád (*Wettbewerbsordnung*), který umožňuje nejen blahobyt maximalizující pořádání ekonomických a společenských aktivit, ale rovněž zajišťuje svobodu jednotlivce tím, že zabraňuje vzniku a zneužívání ekonomické moci (v podrobnostech viz Eucken, 1990, Arndt, 1980, Cox a kol., 1980 a mnozí další). Mimoburzovní trhy podniků (respektive soukromé equity trhy) se vyznačují opět mnoha odlišnostmi oproti trhům statků, jimiž se tradičně zabývaly různé proudy ekonomické teorie. Pokud odhlédneme od specifických transakcí, kdy směna majetkových práv není svobodná, je třeba se vypořádat s podnikem ve formě věci hromadné a vázaností hodnoty na budoucí výnosový potenciál.

Uveďme na tomto místě ty podmínky existence soutěžního řádu, které se postupně prosazovaly a daly vzniknout mnohým institucím a organizacím zakládajícím tyto podmínky (v ordoliberální terminologii tzv. konstitutivní principy) a dohlížejícím na jejich splnění a udržování (regulativní principy). Ordoliberální teoreticko-metodologické paradigma nevyvolalo důležité implikace jen v oblasti praktické hospodářské politiky, kde položilo základ hospodářského zázraku poválečné SRN[7] a následně i v procesu evropské integrace. Z pohledu ekonomické teorie a jejích důsledků pro soutěžní politiku a z pohledu této práce, zejména důsledků pro možnosti vymezení a analýzy relevantních trhů, se budeme níže zabývat dále v textu.

2.1 Konstitutivní principy soutěžního hospodářského řádu

Walter Eucken po mnohaletém teoretickém výzkumu navrhl soubor principů, při jejichž současné aplikaci nám empirická zkušenost dává dobrou naději, že jimi budou generovány podmínky vzniku chtěného soutěžního řádu maximalizujícího blahobyt. To se děje tím, že umožňuje mírovou sociální kohezi a vytváří podmínky, za nichž je možno plánovat výrobu a směnu a reagovat takto na preference spotřebitelů.

7 Tato politika řádu bývá nazývána sociální tržní hospodářství (viz v podrobnostech v češtině Krabec, 2004, následující text částečně vychází z této stati).

a) Měnová stabilita

Výsadní postavení při tvorbě soutěžního řádu zaujímá stabilní měna, potažmo měnová politika, která je schopna toto zabezpečit. Důvodem je zejména snížení nejistoty tržních subjektů a následná možnost lépe a pečlivěji plánovat vlastní budoucí podnikatelské aktivity. Podle Euckena je existence soutěžního řádu při absenci stabilního měnového prostředí vyloučená.

Princip měnové stability je důležitý i ve smyslu praktického oceňování. Za předpokladu dynamického nárůstu cen je velmi obtížné činit úsudky o přepokládaných rovnovážných cenách, neboť ne všechny ceny se v inflační ekonomice vyvíjejí stejným tempem a čím vyšší bude agregátní nárůst cenové hladiny, tím je pravděpodobnější, že inflace bude více volatilní, a tudíž i obtížněji prognózovatelná. V praxi jsou finanční plány často vyhotovovány v nominálních hodnotách, a tedy volatilní cenová hladina se bude promítat i do často a rychle se měnících inflačních očekáváních při stanovení požadované výnosnosti (nákladů vlastního či investovaného kapitálu).

b) Otevřený vstup na trh

De lege by mělo být znemožněno soukromým subjektům ničit konkurenční prostředí formou konkurenčních blokád, věrnostních rabatů, exkluzivních cen či dumpingu. Dle mého názoru je tento požadavek zřejmý a nevyžaduje podrobnější diskusi. Ordoliberálové připouštějí jisté výjimky, kdy je autoritativní regulace vstupu na daný trh ospravedlnitelná. Za všechny jmenujme státní centrální banku. Mimoburzovní trh podniků by měl tuto podmínku obecně splňovat také. Jak ale dále uvidíme, relevantní trh podniku zpravidla neexistuje kontinuálně a účelem ocenění často bývá odhad hodnoty transakce pro specifického investora.

c) Soukromé vlastnictví

Bez jeho existence nevznikne soutěžní řád. Tento předpoklad ovšem není tak triviální. Je sice nutnou podmínkou pro svobodný tržní a společenský řád, ale ne dostačující. V podmínkách nedokonale konkurenčního či monopolizovaného trhu vede dle Euckena soukromé vlastnictví ceteris paribus ke škodám. Proč? Soukromé vlastnictví totiž umožňuje, pokud není omezeno rámcovými pravidly, získat a vykonávat moc nad jinými – dělníky, odběrateli, konkurenty –, přičemž garance právního státu nemusí být dostatečně silné, aby ji omezily. Řešení tohoto problému je nasnadě. „Pouze v rámci soutěžního řádu platí proslulá věta, že soukromé vlastnictví je užitečné jak pro vlastníky, tak pro ‚nevlastníky'." (Eucken, 1990, s. 274) Pro trhy podniků je soukromé vlastnictví také výchozím předpokladem směny vlastnických práv.

d) Svoboda smlouvy

Ta je dalším důležitým, avšak rovněž per se nedostatečným předpokladem konkurence. Nebezpečí je nutno vidět v možném zneužití a zpětném omezení smluvní svobody. Jak? Je-li naprostá svoboda v uzavírání smluv, je také možno jejím prostřednictvím vytvářet tajné kartelové dohody (koluze) a podobné instituty, které mají za následek postupnou přeměnu konkurenčního řádu na centralizovanou formu řízení, protože smluvní členové skupiny mají podmínky svého chování již centrálně stanoveny. Stát zde hraje významnou úlohu v tom, aby definoval a vynucoval taková obecná pravidla, která budou zárukou skutečné smluvní svobody.

e) Ručení

Jeho existence a následná vynutitelnost jsou dalšími předpoklady pro stabilní hospodářský řád. Ručí osoba (podnikatel), která je zodpovědná za konkrétní plány konkrétních tržních subjektů. Čím širší je ručení, tím klesá podstupovaná nejistota. Nejistotu však nelze vyloučit úplně. Všeobecné ručení, tj. jistota jednotlivců za cenu nejistoty celého systému, odpovídá socialismu a končí úpadkem celku. Žádoucí jsou taktéž pravidla, která zamezují přesun povinnosti ručení na někoho jiného, například na věřitele. Důkaz můžeme vidět na příčinách aktuálně probíhající finanční krize (Fox, 2009).

f) Stabilita hospodářské politiky

Je nutná ze dvou důvodů. Prvním z nich jsou investice. Tržní subjekty se při rozhodování o svých budoucích investičních záměrech orientují podle dostupných a očekávaných dat. Problémem je zde nejistota budoucího vývoje jednak ze strany konkurence, jednak ze strany státu. Čím je investiční projekt větší a jeho návratnost rizikovější, tím důležitější je stabilní podnikatelské prostředí a minimalizace tržních deformací. Tržní deformace zaviněné vládou (Eucken zmiňoval například vysoko fixované mzdy) nebo nedokonalostí konkurence (cenové dohody) vyúsťují ve změnu cen vstupujících do kalkulací investorů. Podle nich se následně určité investiční záměry jeví jako nevýhodné a první zásah do řádu vyvolává sekundární následek v podobě suboptimální alokace. Systém musí mít takové charakteristiky, aby byl schopen obnovovat rovnováhu mezi cenami kapitálových a spotřebních statků a takto vysílat k investorům správné signály o výhodnosti nebo nevýhodnosti jejich plánů. V případě výnosového ocenění podniku se problémy v nestabilitě hospodářské politiky projeví především ve finančním plánu pro ocenění, kdy oceňovatel musí často subjektivně volit parametry, jako je očekávaná míra zdanění zisků a mezd apod.

Druhým důvodem, proč by měla hospodářská politika vytvářet stabilní podnikatelský rámec, je tvorba koncernů. V nestabilním podnikatelském prostředí, kdy zdrojem nejistoty jsou právě časté změny pravidel ze strany hospodářských politik, je pro podniky výhodné úžeji spolupracovat; nikoliv ovšem pouze z ekonomických, nýbrž také z „korporativních" důvodů. Své zájmy tak u četných státních institucí dokážou prosazovat snáze, s vyšší efektivitou a možná i s nižšími transakčními náklady. Výsledné negativní působení na soutěžní řád je zřejmé. Jednání státu i ekonomických subjektů se musí řídit takovými vynutitelnými pravidly, která by toto zamezovala. Konkurence je u ordoliberálů kategorií zásadního významu. Udržuje v rovnováze nejen hospodářství, ale i společnost. Proto je třeba ji chránit a pěstovat soutěžní hospodářský řád. Tuto úlohu ordoliberálové přisuzují silnému demokratickému státu, který je pokud možno chráněn před škodlivým vlivem zájmových skupin a sám vytváří podmínky rozvoje, pro firmy často nepohodlného, konkurenčního prostředí.

V případě oceňování a formování hodnoty podniku platí veškeré výše uvedené. Pokud nefungují mimoburzovní (a někdy i burzovně organizované) equity trhy na principu svobodné soutěže v rámci vynutitelných a pro všechny závazných pravidel, bude to mít vliv na možnost odhadu hodnoty podniku. Příkladem může být korupční prostředí v zemích tzv. státního kapitalismu, kdy dochází k propojení vlády a podniků jak ve smyslu majetkových účastí, tak z pohledu řízení. I když tedy budou základní oceňovací metody a modely stejné či podobné, interpretace výsledků stejná být nemůže.

2.2 Regulativní principy

Regulativní principy stojí v komplementárním vztahu ke konstitutivním principům. Důsledné uplatnění mixu konstitutivních principů je prvotním předpokladem vzniku soutěžního řádu tržního hospodářství. Přesto však existují četné překážky volné soutěže. Jejich řešení je právě předmětem regulace, která vychází z regulativních principů (viz Eucken, 1990). Z pohledu oceňování aktiv a jeho standardizace je důležité v případě kategorie tržní hodnoty posoudit, jestli trh oceňovaného aktiva vykazuje určitý „stupeň soutěže" (viz IVS, 2007). Regulativní principy mohou posloužit jako nutné podmínky a východisko pro to, jak vůbec soutěž a soutěžní proces chápat. Jak potvrzuje empirie, bez kultivace a udržování není možno soutěžní řád v dlouhém období udržet a ten takto nemůže plnit své hlavní funkce.

a) Kontrola monopolů

Prvním problémem je spontánní vznik škodlivých monopolních struktur. Tím však ještě nebylo řečeno nic k definici (soutěžní) konkurence a definici monopolu. I v této otázce se bohužel názory jednotlivých ekonomických škol odlišují (viz zejména subkapitolu věnovanou neoklasické statice).

Podle Euckena (1965 a 1990) se musí odlišení konkurenčního a koncentračního, respektive monopolního chování odvíjet od ekonomických plánů jednotlivých tržních subjektů. V konkurenčním prostředí musejí jednotliví účastníci ekonomického procesu při plánování budoucích hospodářských aktivit brát v úvahu dvě věci: reakce na poptávkové, respektive nabídkové straně trhu a chování konkurentů (jejich inovační politiku, marketingové strategie, nové investice apod.). V závislosti na tržní formě jsou poté tyto plány vzájemně koordinovány a případně uváděny do praxe (o vlivu tržní formy na investiční a inovační aktivitu pojednáme v subkapitolách věnovaných neoschumpeteriánským hypotézám). A je to právě konkurenční tržní prostředí, které determinuje funkčnost – pro koordinaci nenahraditelného – cenového mechanismu. Tak tomu není v případě koncentrovaného odvětví. Zde ceny nejsou výsledkem soutěžního procesu, a tudíž exogenním kritériem výrobních a alokačních rozhodnutí. Pokud je konkurence vyřazena z činnosti, je možno vycházet z očekávaných reakcí tržní „protistrany", které mohou být již dopředu pojištěny například formou exkluzivních dodavatelských podmínek. Z takto vymezených podmínek můžeme dedukovat, že Eucken považuje za optimální tržní strukturu takovou, která se blíží podmínkám dokonalé konkurence.

Řešení dostalo v poválečné Evropě formu institucionalizace soutěžních autorit, v naší zemi je jí Úřad pro ochranu hospodářské soutěže. Ten zasahuje v případě omezení soutěže. „Existuje dost symptomů, podle nichž je možno zvnějšku rozpoznat, zda se někdo pokouší o monopolizaci trhu… blokády, věrnostní slevy, cenové diferenciace (včetně dumpingu), bojové ceny a další. V případě, že se zřetelně objeví symptomy takového monopolního chování, pouze tehdy antimonopolní úřad zasahuje. Sice sám rozhoduje o naplnění skutkové podstaty mocenského postavení, ale je zákonem vázán zasahovat pouze tam, kde jsou symptomy monopolizovaného trhu zjistitelné zvenčí." (1990, s. 295)

Cílem soutěžně právní legislativy a dohledu je podle ordoliberálů přimět „nositele hospodářské moci" k chování, které by odpovídalo pravidlům soutěžního řádu Wettbewerbsordnung. Tento úkol se však v podmínkách rozsahu a komplikovanosti lidské společnosti jeví jako hluboce netriviální. Hayek ukázal, že není možné ospravedlnit arbitrární stanovení ceny odpovídající mezním nákladům dokonale konkurenční firmy. Není to jednoduše možné

z důvodu nepoznatelnosti všech relevantních informací, které by úřad potřeboval. Samozřejmě stejným informačním problémům čelí oceňovatelé. Pokud je úkolem znalce „stanovit spravedlivou cenu“ či „stanovit cenu obvyklou“ pro podnik, u kterého buď relevantní trh vůbec neexistuje, nebo není dostatečně spolehlivě identifikovatelný, nebo nejsou k dispozici dostatečně spolehlivá a unifikovaná data (rovnovážné ceny srovnatelných transakcí), nebude tento úkol splnitelný. V konečném důsledku se bude jednat o odhad subjektivní hodnoty z pohledu oceňovatele.

b) Korekce tržního rozdělení důchodů

Ordoliberálové věří v nenahraditelnost a efektivnost rozdělování národního důchodu prostřednictvím cenového mechanismu, nejlépe za podmínek neomezené soutěže. Jiné varianty, jako například svévolné rozhodování zájmových skupin, jsou pro ně nepřijatelné. Přesto je nutné trhem zajištěné rozdělování doplnit o jisté regulativní principy a takto se vyhnout pravděpodobným nerovnostem v rozdělování, které mohou přerůst do nežádoucího sociálního napětí, a následné preferenci extremistických stran v procesu veřejné volby.

Prostředkem není nic jiného než progresivní zdanění. Ordoliberální zdůvodnění potřeby progresivního daňového systému se tedy podstatně odlišuje od zdůvodnění keynesovců. Jeho idea nespočívá v podpoře investiční činnosti a plné zaměstnanosti prostřednictvím korekce nízkého sklonu k investicím, respektive vysokého sklonu k úsporám. Zde vystupuje daňová progrese spíše jako nutné zlo, které má apriorně zabránit společensky neúnosným nerovnostem v rozdělování. Její maximální výše nesmí bránit investicím – v ordoliberálním světě vyšší úspory ceteris paribus generují vyšší investice, a takto je tedy progresi obecně dána maximální výše.

c) Hospodářské účtování

Takto nazýval Eucken kategorii dnes známou jako problém externalit. Tržní forma, ve které se firmy pohybují, není určující pro to, zda ve své účetní evidenci vykazují skutečné náklady své činnosti, či nikoliv. Za předpokladu monopsonu na trhu práce si v minulosti, při neexistující regulaci pracovních podmínek, zaměstnavatelé mohli dovolit poskytovat zaměstnancům podstatně horší pracovní podmínky než v případě konkurenčního prostředí. Do účetních knih nebyly zaznamenávány dodatečné náklady (například na zdravotní péči) ani monopsonem, ani konkurenčními firmami, přičemž v případě monopsonu byly vyšší. Problém samozřejmě není možné zužovat pouze na trh práce, jelikož negativní externality pozorujeme na řadě jiných míst. Jaké navrhuje ordoliberální teorie řešení problému externalit? Euckenova odpověď byla rafinovaná – stát musí zabezpečit žádoucí ochranu přírody, pracovníků aj. a vynutit dodržování přijatých regulativních norem. Tato nezbytná státní regulace však nesmí jít dále, než je stanovení obecných pravidel. Obecná a pro všechny platná pravidla poté slouží tržním subjektům jako rámec pro plánování podnikatelských aktivit, do kterých již stát nemá zasahovat a bránit jim. Stát pouze kontroluje, zda tržní subjekty tato pravidla dodržují.

d) Anomální chování nabídky

Toto je poslední problémový okruh vyžadující státní regulaci. Jde o případy rostoucí nabídky při klesajících cenách, zejména rostoucí nabídka pracovních sil při klesající mzdové sazbě. Eucken (1990) přiblížil tento problém pomocí příkladu, kdy při vysoké nezaměstnanosti a klesajících mzdách rodiny posílají na pracovní trh stále více svých členů včetně dětí. Řešit lze tyto problémy důsledným uplatněním výše zmíněných principů a „aktivizací“ politi-

ky zaměstnanosti – podpora mobility pracovníků podložená bytovou výstavbou a podobně. Důležitou roli zde zaujímá taktéž státní regulace pracovních podmínek, tj. zákaz práce dětí, stanovení minimální mzdy aj.

2.3 Shrnutí významu hospodářského řádu pro odhad hodnoty podniku a jeho metodologii

Jisté směry ekonomické teorie se snažily o definování a vysvětlení podmínek rovnováhy ideálního, respektive dokonalého trhu a potažmo ekonomického systému. Jiné směry se naopak snažily více reflektovat skutečný stav věcí. Tyto dva koncepty se odrážejí i ve dvou hlavních přístupech k oceňování podniku. S jistým zjednodušením lze říci, že finanční oceňování aktiv staví na předpokladech a metodách prvního proudu (neoklasické) ekonomické teorie; funkcionální oceňování podniku, respektive teorie ohodnocování podniku, zdůrazňuje fakt, že cenová rozhodnutí mohou být až výsledkem individuálních podnikatelských plánů v rámci obecných pravidel chování.

3. Relevantní trh podniku

Častým problémem při oceňování a volbě kategorie hodnoty bývá přehlížení významu identifikace relevantního trhu podniku, tedy prostředí, na němž jsou akcie, oceňovaný podnik či s ním srovnatelná aktiva předmětem kontinuální směny. Problém je způsoben, jak si můžeme myslet, domněnkou, že výsledek výnosového ocenění je, pokud jsou tržby, finanční plán, diskontní míra apod. odvozeny z tržních dat (viz Mařík a kol., 2007), automaticky vydáván za tržní hodnotu podniku, a to aniž by bylo ověřeno, že výnosové ocenění odpovídá hodnotám aktuálních srovnatelných transakcí. O tržní hodnotě se totiž v oblasti teoretické literatury (Mařík a kol., 2007, Marek a kol., 2006 a další) zpravidla nehovoří jako o kategorii Mezinárodních oceňovacích standardů, ale jako o pojmu ekonomické, respektive podnikohospodářské teorie. Někdy je zřejmé, že oceňovatelé vydávají za tržní hodnotu tzv. vnitřní hodnotu (*intrinsic value*), tj. – můžeme se domnívat – výsledek výnosového ocenění odvozený z fundamentálních parametrů (úžeji generátorů hodnoty) subjektivně naplánovaných oceňovatelem, aniž by bylo ověřeno, že se jedná o očekávání tvůrců trhu podniku k rozhodnému datu ocenění. Obdobně definují takovou „modelovou" tržní hodnotu standardy IDW, kdy je myšlen její teoretický význam jako modelové veličiny hypotetického trhu. Vnitřní hodnota je termín, který vůbec do teorie ohodnocování podniku nepatří a v rámci IVS je vnitřní hodnota řazena mezi netržní kategorie hodnoty (IVS 2007, GN 5, odst. 3.10).

Standard tržní hodnoty dle IVS však nelze s podnikohospodářským chápáním modelové „tržní hodnoty" ztotožňovat. Pokud je tedy výnosové ocenění provedeno dle metody DCF (v její libovolné variantě), je třeba se zabývat otázkou, pro jaký trh takto odvozená hodnota platí. Kdo jsou subjekty trhu tohoto podniku? Budou se tyto subjekty vůbec rozhodovat podle výsledku DCF ocenění? A pokud ano, budou v rámci DCF využívat stejné parametry jako oceňovatel? Veškeré modely, které tvoří teoretickou bázi jsou, jak dále podrobně uvidíme, vystavěny na předpokladech dokonalého kapitálového trhu: CAPM a odvození diskontní míry a teorie Millera a Modiglianiho o významu kapitálové struktury. Pokud tedy provedeme výnosové ocenění, odhadujeme, a to se značnými praktickými obtížemi a omezeními, hodnotu jako modelovou aproximaci rovnovážné ceny dokonalého kapitálového trhu, tj. za kolik by bylo možno eventuálně podnik reprezentovaný výlučně očekávanými peněžními toky a určitou rizikovostí směnit na dokonalém statickém kapitálovém trhu. Zbývá položit si následující otázky:

- Pro koho platí a koho může ve skutečnosti zajímat takto odhadnutá částka?
- Je možno aplikovat teoretické poznatky standardních teorií trhu a konkurence na trzích zboží a služeb i na trh podniků (jedinečných hromadných aktiv)?
- Mají ceny vzniklé na principu soutěže na stabilizovaných trzích zboží a služeb stejné vlastnosti jako ceny realizované při jednorázových nákupech a prodejích podniků?
- Jaký je vztah modelového trhu a skutečného trhu podniku?
- Pokud skutečný kontinuální trh podniku neexistuje a dojde k jednorázovému prodeji mezi dvěma či jen několika málo subjekty, je dokonalý trh vhodným referenčním modelem?

Relevantní trh podniku je možno vymezit podle kritérií místa, času a obchodovaného aktiva a je zapotřebí, aby tento trh fungoval kontinuálně. Podniky jsou předmětem obchodování na kapitálovém trhu. Jen v omezeném množství případů je tímto trhem burza (veřejný trh), která

funguje podle specifických pravidel: jednak z pohledu regulace obchodování se standardizovanými instrumenty a jednak z pohledu informačních povinností. Nesmíme zapomínat ani na fakt, že na burze se obchodují akcie a trh akcie a trh podniku jsou zcela jiné relevantní trhy z pohledu směňovaného aktiva, místa, času, trvání i strany nabídky a poptávky. Je to ostatně také důvodem, proč tržní kapitalizace akcií nevyjadřuje tržní hodnotu podniku.

Jak ale chápat mimoburzovní trh podniků v České republice? Rozbor tohoto problému je zcela zásadní pro správnou aplikaci oceňovacích standardů i teorie ohodnocování podniků. Bez jednoznačné definice trhu oceňovaného aktiva (podniku) není možno správně zvolit kategorii hodnoty, nelze vybrat vhodná vstupní data a parametry oceňovacích metod, není možné interpretovat výsledky oceňovací expertizy ve vztahu k zadání a účelu ocenění.

Mimoburzovní trh podniků a jeho kvalita jsou dány z institucionálního hlediska primárně obchodně-právní regulací a související judikaturou. Mají-li být data čerpaná z relevantního trhu srovnatelná, je třeba vycházet z identické či alespoň srovnatelné regulativní (institucionální) formy trhu jako prostředí, v jehož rámci transakce probíhají. V případě, že se významným způsobem liší například režim zdanění podniků, mohou být transakce s podniky vedeny odlišnými motivy a mít odlišnou strukturu. V případě odhadu tržní hodnoty by měl oceňovatel zohledňovat i tato fakta. Jak dále uvidíme, zpravidla to nebude možné provést dostatečně transparentním a z pohledu nezávislého odborníka či uživatele ocenění opakovatelným způsobem.

Z ekonomického hlediska se jedná o trh se stranou nabídky, stranou poptávky (subjekty transakce) a obchodovaným aktivem (objekt transakce). Vzájemná interakce strany nabídky a poptávky vede tento trh do rovnováhy a v případě, že podmínky transakce zvýší subjektivní užitek subjektů transakce[8], dojde k uskutečnění tohoto obchodu. Pokud jsme schopni opatřit si údaje o rovnovážných cenách historicky uskutečněných transakcí, je potřeba ověřit, že se jedná o stejný relevantní trh, tj. jestli nabízející a poptávající tohoto trhu jsou zároveň i nabízejícími a poptávajícími trhu oceňovaného aktiva.

Prodává-li se tedy nekotovaný podnik, jedná se o jedinečné aktivum. Navíc existují rozdíly oproti anonymizovanému burzovnímu trhu s dalece oddělenou správou společností a jejich vlastnictvím, které mají opět značný význam pro způsob obchodování. Tím, že není odděleno řízení a vlastnictví podniku, bez přítomnosti a aktivní účasti stávajícího managementu na řízení podniku není možno spoléhat na udržení ekonomické výkonnosti obchodovaného podniku. Pokud management po prodeji svého podniku odejde, kvalitativně se mění způsob řízení a fungování podniku. V praxi proto dochází k tzv. strukturovaným transakcím, kdy je management motivován různými způsoby na tom, aby v podniku zůstal a zabezpečil kontinuitu jeho ekonomické výkonnosti. Z tohoto hlediska je problematické standardizovat tyto transakce pro účely možného srovnání.

Další rozdíl spočívá v rozdílném přístupu k externímu (vlastnímu a cizímu) kapitálu a z toho do značné míry vyplývajících rozdílů ve způsobu financování a ve způsobu investování. Je

8 V praxi záleží na organizační struktuře a rozhodovacích procesech na úrovni subjektů transakce (pokud jsou těmito subjekty podnikatelé – právnické osoby –, a ne fyzické osoby – jednotlivci). Transakce vždy probíhají v prostředí, které je charakteristické neúplnými informacemi a informační asymetrií. Toho mohou využít zúčastnění aktéři pro prosazení svých osobních preferencí a zájmů, které nemusejí být zcela v souladu či mohou být protikladné zájmům subjektu transakce (tj. jimi spravované společnosti v postavení subjektu na poptávkové straně trhu podniku, tj. například akvizitora). Nelze obecně předpokládat, že výsledek transakce bude shodný (cena, struktura a podmínky transakce), bude-li se rozhodovat jednotlivec, tým (představenstvo) či valná hromada (mající opět různé množství zástupců s různými, a to často i protichůdnými zájmy).

třeba si uvědomit, že podnik prodávaný na mimoburzovním trhu obecně nestojí (ve smyslu investiční příležitosti) v soutěžním vztahu s akciemi podniků kotovaných na veřejných trzích. Strana nabídky a poptávky těchto trhů je odlišná, nejedná se o stejné relevantní trhy, nejedná se tedy ani o stejný způsob, jakým tyto trhy dospívají do rovnováhy.

Forma trhu není jedinou kvalitativní odlišností oproti burze. Rovněž způsob obchodování nabývá komplexnějšího charakteru. Zatímco na burze v ideálním případě dochází k obchodům anonymně a kupují se jednotlivé akcie, mimoburzovní trh anonymní není a transakce je podstatně více strukturovaná. Cena akcie (či sta procent akcií) není jediným parametrem. Teorie ohodnocování podniku na tento problém reagovala koncem 60. let minulého století vývojem tzv. hodnot pro rozhodnutí, které tvoří interval možných hodnot, v jejichž rámci se za daných předpokladů může výsledná částka pohybovat. Konečný výsledek bude však záviset na obchodním vyjednávání subjektů transakce.

Subjekty transakce vyžadují rovněž pozornost, protože se jedná o tvůrce strany nabídky a poptávky trhu. V drtivé většině případů nejsou na trhu podniku strana nabídky a strana poptávky atomizované. To má za důsledek, že tržní strany mohou a budou využívat ekonomickou moc pro to, aby si zajistily maximální prospěch z transakce. Ekonomická moc může mít mnoho faktorů, jako je například:

- informační asymetrie, zkušenosti a taktika vyjednávání o ceně a podmínkách transakce a okolnosti transakce jako takové;
- množství vlastněných majetkových podílů, počet vlastníků, jejich cíle a preference;
- způsob regulace činnosti společnosti (stanovy a společenská smlouva);
- nátlak a jiné problematické praktiky.

Zbývá aspekt času. Z výše uvedených charakteristik mimoburzovního equity trhu vyplývá, že relevantní trh podniku existuje ve většině případů jen v okamžiku průběhu transakce. Dále uvidíme, že důsledky tohoto faktu jsou významné pro použití metod oceňování. Pokud například známe tržní násobitele odvozené z kapitálového trhu USA u podniků z odvětví, v kterém působí i námi oceňovaná společnost, není jediný důvod se domnívat, že by tyto násobitele měly vůbec nějakou relevanci pro odhad její tržní hodnoty dle IVS[9]. Jedná se o jiná aktiva[10], obchodovaná v jiném místě, a tudíž v nesrovnatelném institucionálním prostředí, tvůrci trhu, jejichž preference vedoucí trh do rovnováhy jsou jiné – koupě podniku české s. r. o. a koupě akcií IBM o stejné nominální hodnotě budou vedeny jinými motivy a očekáváními –, a tudíž není jediný důvod se domnívat, že by subjekty námi oceňované transakce měly mít srovnatelná očekávání a preference. Navíc známe jen ceny jedné akcie (bez diskontů a prémií) pro (nejspíše) diversifikované investory.

Zkoumání trhů a rovnovážných procesů je tedy klíčem k porozumění rovnovážné ceně a možnostem jejího odhadu. Než však přejdeme k teoretickým exkurzům do oblasti

9 Tím není řečeno, že by se subjekty transakce nemohly při koupi českého podniku rozhodovat na základě násobitelů odvozených z trhů v USA, Japonska či Austrálie. Mohly. Nic tomu nebrání. Z pohledu kategorií hodnoty se bude jednat o investiční hodnotu nebo hodnotu pro rozhodnutí, které umožňují libovolný způsob odhadu.

10 Argument, že obchodní riziko je srovnatelné, neobstojí, protože ve většině případů společnosti nesoutěží na stejných relevantních trzích finální produkce. Kotované společnosti mají díky své velikosti také větší možnosti produktové diverzifikace a diferenciace nebo jsou schopny dosáhnout silnější konkurenční výhody založené na nákladech (sledují-li strategii *lowest cost*).

mikroekonomie trhu, zabývejme se podrobněji vztahem ceny a hodnoty v oblasti ekonomické teorie. Ekonomická teorie není ani v těchto fundamentálních otázkách jednotná. Precizace terminologie bude nutná i pro to, abychom mohli uvést na pravou míru některé interpretace těchto pojmů především z oblasti právní literatury. Například Dědič a kol. (in 2002, s. 2445) uvádí: „Pojem ‚ceny' bývá chápán jako pojem závazkových vztahů. O ‚hodnotě' pak hovoříme v zásadě v souvislosti s oceněním majetku. Hodnota se tak zdá být ekonomickou kategorií vyjádřenou obvykle v penězích, která je vlastní konkrétnímu hmotnému či nehmotnému statku bez ohledu na to, zda je, či není předmětem transakce. Hodnotu lze stanovit různými metodami, z nichž některé mohou být i přímo odvozeny z ceny (například z ceny, za kterou byl majetek pořízen při úplatném nabytí); to neznamená, že by cena pro účely následného zcizení nemohla být určena odlišně od účetní hodnoty apod. Provádí-li znalec ocenění majetku, určuje jeho hodnotu, a nikoliv cenu, neboť určení ceny je předmětem návrhu a akceptace při kontraktaci mezi smluvními stranami závazkového vztahu (cena sjednaná ve výši dle znaleckého posudku)." Jak uvidíme dále, ekonomická teorie přibližně od druhé poloviny 19. století vylučuje interpretaci hodnoty jako vlastnosti statku. V praxi je často potřeba určit hodnotu i tehdy, pokud ke směně vlastnického práva nedochází. Je možno říci, že hodnota je statku vlastní jen ve smyslu normativně definované kategorie hodnoty, která je definovaná pro konkrétní účel použití, a jejíž platnost je tedy omezená použitím pro tento daný účel. Zabývejme se tedy vztahem ceny a hodnoty hlouběji.

4. Heterogenita ekonomické teorie a některé chybné interpretace a aplikace teorie

Problematika rozebíraná v této části a následná diskuse o současném pojímání oceňování v rámci standardů a národních regulací poskytne možnost pro srovnání „teorie“ a „praxe“, a to v aspektech terminologických a především metodologických. Bude zajímavé pozorovat, s jakým časovým odstupem a v jakých modifikacích jsou teoretické koncepty přejímány, využívány a následně standardizovány pro praktické potřeby (viz k tomu také Mařík, Krabec, 2006).

Ceny byly předmětem zájmu již od antiky. V průběhu času docházelo k paradigmatickým přerodů měnícím zásadním způsobem pohled na elementární ekonomické kategorie. Teorie hodnoty v rámci ekonomických teorií sloužila jako východisko pro vysvětlení výše a podstaty rovnovážné tržní ceny. „…slovo *hodnota* je v ekonomii užíváno takřka synonymicky se slovem *cena* a pro ekonoma je teorie hodnoty striktně řečeno teorií cenové tvorby nebo směnné hodnoty.“ (Woo, 1992, s. 11, kurziva v originále) Hodnota jako kategorie užívaná pro účely současného oceňování aktiv je ve své podstatě analogií, avšak s jinými předpoklady a jinými praktickými implikacemi a použitím.

Jelikož je v oblasti formální ekonomické teorie užíváno pojmů cena a hodnota synonymicky, vede to k tomu, že není ani nutné slovo hodnota nijak explicitně definovat. Woo (1992) poukazuje na fakt, že například v práci nositele Nobelovy ceny za ekonomii Geralda Debreua *The Theory of Value* z roku 1959 není hodnota definována; hodnotu nedefinuje ani další nobelista J. R. Hicks ve slavném *Value and Capital* z roku 1939.

Antika a středověk

První úvahy o hodnotě a jejích konstitutivních faktorech pocházejí ze starého Řecka. Aristoteles svými úvahami o ekvivalenci směny dal prvotní podnět k pozdějšímu rozvoji nákladových teorií hodnoty. Základní myšlenkou jeho úvah bylo odpovědět na otázku, jaká má být cena. Aby směna byla ekvivalentní, musí se směňovat „stejné za stejné“, čili směňované statky by měly mít „jakousi vnitřní hodnotu“ (Holman, 1999, s. 4).

Z pohledu teorie hodnoty byla Aristotelem prvně rozlišena užitná hodnota (*value in use*) a směnná hodnota (*value in exchange*). Ačkoliv se někteří autoři domnívají (Schumpeter, 1986), že Aristoteles již intuitivně chápal závislost těchto dvou kategorií, teorii ceny prozatím neformuloval.

Tomáš Akvinský rozpracoval teorii hodnoty v rámci křesťanského scholasticismu. Stejně jako Aristoteles chápal hodnotu jako širší kategorii – nejen ve smyslu vynaložených nákladů. Byl si vědom i důležitého významu subjektivně vnímané užitečnosti.

Hodnotové teorie ceny (nákladové teorie hodnoty)

Hodnotové teorie zaujímají významné místo v oblasti ekonomické teorie a je důležité si povšimnout, že stále přetrvává jejich značný význam i v pojímání hodnoty v právních textech a částečně i oceňovacích standardech, kde se v některých specifických příkladech využívá metod založených na nákladech.

První významný pokrok v nákladových teoriích hodnoty přinesly práce Williama Pettyho – autora pracovní teorie hodnoty. Vnitřní hodnota zboží se podle této teorie odvíjí od délky pracovního času nutného k jeho výrobě a dopravě na trh, čili na trhu se směňují ekvivalentní kvanta pracovního času vloženého do zboží (Holman, 1999).

Adam Smith

Teorie hodnoty Adama Smithe formulovaná v průběhu druhé poloviny 18. století pokračuje v hledání objektivní, vnitřní hodnoty zboží, nezávislé na ocenění spotřebitele (viz opět ilustrativní citace z Dědičova komentáře obchodního zákoníku). Slavný je paradox vody a diamantu, na kterém Smith demonstruje rozdíl mezi užitnou hodnotou a směnnou hodnotou (přirozenou cenou danou přirozenou mzdou a přirozenou mírou zisku) zboží (Smith, 2001, s. 27 a násl.) a dospívá k závěru, že na sobě směnná a užitná hodnota nezávisejí. Přirozená cena zboží je dána náklady (mzdou, ziskem a rentou) nutnými pro dodání zboží na trh (Smith, 2001). Měřítkem reálné hodnoty je práce. Hodnota práce se nemění (Smith implicitně předpokládá danou technologii, a tudíž i stabilní produkční funkci), a tedy práce může být měřítkem zajišťujícím srovnatelnost hodnoty v místě a čase. Peněžní ocenění poskytuje již jen nominální měřítko hodnoty. Než byl tento omyl marginalistickou revolucí vyvrácen, stačili nákladovou teorii hodnoty dále rozpracovat David Ricardo, J. S. Mill a Karl Marx (viz Stavenhagen 1969, Holman 1999).

Tržní ceny mohou podle Smithe v krátkém období kolem přirozené ceny vlivem nabídky a poptávky kolísat. To však není možné dlouhodobě, protože za jinak stejných podmínek by „nepřirozená“ výše ceny neodměňovala tržní subjekty přirozenou výší mzdy, zisku a renty. Hodnota je v tomto pojetí veličinou charakterizující rovnováhu daného dílčího trhu (srov. také Fuchs, 1999). Okamžité ceny se k této hodnotě v průběhu času přibližují a udržují takto ekonomický systém ve stavu dynamické rovnováhy.

David Ricardo

David Ricardo opět dělil užitnou a směnnou hodnotu zboží a také přirozené (tj. náklady práce určené) ceny a tržní ceny, které se od přirozených cen mohou odchylovat jen díky změnám tržní poptávky. V dlouhém období se prosadí tendence, kdy se tržní cena ustálí na své přirozené úrovni. Výjimkou je jen tzv. vzácné zboží (obrazy starých mistrů, zvláštní druhy vín), jejichž nabídka je dokonale neelastická, a cena je tedy určena jen poptávkou (Holman, 1999).

Směnná hodnota zboží obchodovaném na konkurenčním trhu závisí výlučně na množství práce v něm obsažené. Výši ceny je možno odvodit jen od hodnoty, kterou dokážeme měřit na základě vynaložených nákladů.

J. S. Mill

J. S. Mill pokračoval v precizování nákladové teorie hodnoty, kterou osobně považoval za dokončenou. Hodnota a tržní cena závisí v tomto pojetí na odlišných faktorech: zatímco tržní cena je tvořena souhrou nabídky a poptávky, hodnotu tvoří pouze náklady. V krátkém období tržní ceny kolem „objektivní" hodnoty kolísají.

Současný význam nákladových teorií hodnoty

V klasickém pojetí je cena (alespoň v dlouhém období) determinována hodnotou, čili v tomto pojetí výrobními náklady. Tato interpretace vychází z pojetí hospodářství jako neustále se opakujícího koloběhu činností (Fuchs, 1999), kdy cena musí být chápána jednak jako nositelka bohatství a zároveň jako veličina zajišťující periodickou reprodukovatelnost výroby – výroba statku a způsob jeho realizace musí zajistit jejich opětovné nahrazení, a to alespoň v dlouhém období, kdy je možno abstrahovat od krátkodobých vlivů tržní nabídky a poptávky. Struktura a výše ceny se poté logicky odvíjí od nákladových vstupů nutných pro vytvoření daného statku a hodnota je ztotožněna s výrobními náklady. To vše samozřejmě za předpokladu stabilní produkční funkce a stabilizovaného ekonomického systému. Je třeba si uvědomit, že tyto teorie vznikaly v období před počátkem průmyslové revoluce a reagovaly tak na svět, v němž technologický pokrok a zlomové inovace výrobních technik nebyly tak časté jako později.

Tento myšlenkový postup měl nicméně poměrně značný vliv pro praktické oceňování aktiv. Můžeme se domnívat, že především díky intuitivnímu chápání hodnoty a jejímu vztahu k tržním cenám nachází nákladové teorie hodnoty své použití i v současné době. Mill se paradoxně nemusel příliš mýlit, když prohlásil teorii hodnoty za dokončenou. Přes revoluci ve vysvětlení tržních cen vyvolanou v 70. letech 19. století marginalisty a následnou precizaci o časovou dimenzi tržních procesů u Marshalla (1890, zde in: 1920) nacházejí nákladové přístupy uplatnění i dnes.

Některé obecně závazné předpisy vychází ze stejných myšlenkových úvah jako klasikové politické ekonomie a jejich pokračovatelé (Marx). (Tržní) cena obvyklá a nákladové metody jejího odhadu se blíží klasické politické ekonomii. Bohužel, množství práce obětované na výrobu statku či přípravu a poskytnutí služby může být pro její tržní hodnotu (ve smyslu IVS) zcela nepodstatné, neexistují-li na straně poptávky spotřebitelé, jejichž preference by tento statek či služba uspokojovaly.

Marginalistická revoluce

Obrat nastává až marginalistickou revolucí ze začátku 70. let devatenáctého století. William Jevons představuje roku 1871 ve své práci *Theory of Political Economy* zbrusu novou teorii hodnoty: teorii mezní užitečnosti, jejíž nosnou myšlenkou byl předpoklad, že hodnota závisí jen a pouze na mezní užitečnosti subjektivně přisuzované spotřebitelem statku. Do pozadí ustupuje chápání hodnoty jako vnitřní hodnoty, tedy vlastnosti, kterou každý statek objektivně vykazuje a k níž by měly tržní ceny v dlouhém období směřovat. Přístup mezní užitečnosti využíval i Leon Walras pro formulaci teorie všeobecné rovnováhy v podmínkách dokonalé konkurence. Z hlediska praktického oceňování je důležité, že nemá smysl srovnávat vnitřní hodnotu akcie a její tržní cenu (někdy také nepřesně označovanou jako tržní hodnotu) za účelem odhadu tržní

hodnoty. Vnitřní hodnota není objektivně existující veličinou, ke které by měla tržní cena aktiva dlouhodobě směřovat. Jak dále uvidíme, existují jen rovnovážné a nerovnovážné ceny a vnitřní hodnota chápaná jako výsledek výnosového ocenění je pojmem, jehož použití je v kontextu odhadu tržní hodnoty dle IVS zcela zbytečné. Pozor opět na terminologické překrývání „vnitřní hodnoty" jako pojmu klasické politické ekonomie, „vnitřní hodnoty" jako pojmu definovaného v IVS (GN 5, odst. 3.10) a „vnitřní hodnoty" jako subjektivního názoru akciového analytika o tom, kam se může do budoucna vyvíjet kurz akcie.

Nezávisle byl princip mezní užitečnosti objeven i zástupcem rakouské školy Carlem Mengerem (*Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, 1871). Menger definuje hodnotu vždy jako: „…důležitost, kterou pro nás mají konkrétní statky nebo množství statků díky faktu, že jsme si vědomi toho, že pro uspokojení našich potřeb s nimi musíme mít možnost disponovat…" Avšak dalším a ještě zajímavějším poznatkem ve vztahu k čisté teorii subjektivní hodnoty je pozoruhodná modernost Mengerova přístupu. Ačkoliv příležitostně hovoří o hodnotě jako o měřitelné veličině, jeho přístup poměrně jasně ukazuje, že tím nemá na mysli nic kromě toho, že hodnota jakékoliv komodity může být vyjádřena jinou komoditou stejné hodnoty. O číslech, která používá pro znázornění užitkových škál, výslovně říká, že neznázorňují absolutní, ale jen relativní důležitost potřeb, a příklady, které dává při jejich představování, jasně říkají, že má na mysli nikoliv kardinální, ale ordinální míry. (Menger, 2004, S. 18, 19, předmluva F. A. Hayeka)

Subjektivismus rakouské školy

Mengerem počínaje přetrvává subjektivismus i u zástupců rakouské školy. Přináší i rozšiřující a precizující pohled na tvorbu tržních cen, které nenabídla ani klasická teorie, ani neoklasika stěžejní pro dnešní metody oceňování aktiv, rozebíraná níže v textu. Tři důležité momenty shrnuje Woo (1992):

1) náklady začaly být pojímány rovněž subjektivně (na rozdíl od pozorovatelných, v peněžních jednotkách vyjádřených částek, které je nutno vynaložit na výrobu statku), a to jako náklady obětované příležitosti vztažené ke spotřebě stejného množství vynaložených zdrojů (výrobních faktorů);
2) ceny jsou považovány za signály vedoucí individuální akce; soutěžní tržní řád, o němž byla řeč, funguje tedy jako informační mechanismus, přenášející cenami informace, které by se ve svém celku takto k účastníkům tržního procesu nikdy nedostaly;
3) soutěž je v rámci tržního řádu procesem objevování, kdy se aktéři snaží na základě pokusů a omylů dospět ke zlepšení svého blahobytu. Tento přístup se blíží podstatně více reálnému světu než striktní předpoklady tvořící základy neoklasiky. Systém je veden do rovnováhy koordinací individuálních plánů právě prostřednictvím cenového mechanismu. Woo (tamtéž) poukazuje na obtíže, které rakouská škola zcela nevyřešila: chybí vysvětlení formování subjektivní hodnoty – tj. jak spotřebitelé získají preference, které mají, a vysvětlen není ani proces a kauzální vztahy u procesů formování cen. Z pohledu rakouské školy, shrnuje Woo, „oceňování není ničím jiným než duševním vážením alternativ" (s. 47). Tato interpretace cen a jejich funkcí má opět závažné důsledky pro oceňování a možnosti odhadu kategorií hodnot. Pokud nejsou oceňovateli ceny vzniklé na základě probíhající soutěžního procesu v rámci standardizovaných podmínek dostupné, nebude možné a nebude ani smysluplné se o modelování tohoto procesu pokoušet. Z informačních důvodů toho není a nikdy nebude žádný oceňovatel schopen.

Neoklasická mikroekonomie

Zde jde o koncept laussanské školy. Mezi zástupce patří L. Walras, V. Pareto, J. R. Hicks. Zatímco Walras rozpracoval především teorii všeobecné rovnováhy, Pareto se věnoval teorii blahobytu. Někdy je možno se setkat s názorem, že tržní hodnota ve smyslu IVS by měla reprezentovat cenu jisté obecné rovnováhy. Samozřejmě walrasiánské paradigma nemá k pojetí hodnoty v rámci Standardů vůbec žádný vztah a metodologický přístup Walrase nelze pro praktické účely ve smyslu odhadu tržní hodnoty využít, což mimo jiné dokládá tento citát: „V naší teorii je možno předpokládat, že každý obchodník si stanovuje svůj užitek či svoji preferenční funkci, jak je mu libo. Jakmile jsou tyto křivky stanoveny, ukážeme, jak se z nich dospěje k cenám za předpokladu hypotetického režimu absolutně volné soutěže." (Walras, 1954, s. 256)

Hicks rozvinul dále teorii hodnoty ve smyslu teorie chování spotřebitele, když kardinalistický pojem mezní užitečnosti statku nahradil přístupem mezní míry substituce (viz v podrobnostech například Stavenhagen, 1969). Spotřebitelem vnímaná hodnota statku je takto vyjádřena prostřednictvím hodnoty statků ostatních.

Zatímco laussanská škola podrobovala analytickému zkoumání všeobecnou tržní rovnováhu, cambridgeská škola, zastoupená především Alfredem Marshallem, zkoumala dílčí rovnováhu na (relevantním) trhu. Marshall jako první nahradil pojem „hodnota", respektive „přirozená cena", používaný klasiky politické ekonomie, pojmy „rovnovážná a nerovnovážná cena" (viz Marshall, 1920). Rovnovážná cena je určena jak nabídkou (odvozenou od mezních nákladů), tak poptávkou (odvozenou od mezní užitečnosti). Problém, na který ještě poukážeme níže, však představuje silný předpoklad, že mezní užitečnost je dána mezní užitečností peněz (peněžního důchodu, nikoliv peněžních zůstatků), přičemž se předpokládá její konstantnost. Důležitý je poznatek, že nemá smysl hledat vnitřní hodnotu zboží (objektivní hodnotu), objektivně vycházející z nákladů práce. Tržní ceny nekolísají kolem přirozených hodnot zboží, ale nerovnovážné ceny kolísají kolem ceny rovnovážné. Hodnota, tj. rovnovážná tržní cena, je určena zároveň nabídkou i poptávkou. Tento více než sto let starý poznatek (v rámci hlavního proudu neoklasiky) opět přispívá k vyvrácení častého názoru některých právníků, že hodnota majetku je „vlastní konkrétnímu hmotnému či nehmotnému statku bez ohledu na to, zda je či není předmětem transakce". (Dědič, tamtéž, s. 2445) Hodnotu v ekonomickém smyslu statku dává až aktivní projev nabídky a poptávky tvůrců trhu. Tehdy se ale již bez pojmu „hodnota" teorie obejde, protože již je k dispozici rovnovážná cena čistící tento trh. Aby nedošlo k nedorozumění, je třeba zdůraznit, že hodnota jako pojem ekonomické teorie není to samé co hodnota ve smyslu kategorie hodnoty dle standardů oceňování. Oceňovatel může stanovit hodnotu „hmotného či nehmotného statku bez ohledu na to, zda je, či není předmětem transakce", ale jen jako kategorii hodnoty, která z tržních transakcí s oceňovaným aktivem nevychází (například *Value in Use*, dle IVS 2, IVS 2005).

Nemá smysl se na tomto místě zabývat metodologickými podrobnostmi, problémy neoklasického přístupu, jakkoliv názorná a logická tato teorie může být, jsou dostatečně známé. Realitě vzdálené předpoklady, jako je dokonalý trh, nulové transakční náklady a abstrahování od časové dimenze, bohužel nemohou sloužit jako dostatečná výzbroj pro vyhodnocování a popis reálných tržních situací. Jak shrnuje vystižně Woo (1992, s. 38): „Myšlenka optimalizace, i když je robustní, nemůže adekvátně vysvětlit úkaz rostoucích výnosů a růstu. Lidské bytosti se svými mnoha kognitivními slabinami nemohou vždy odolat sociálním vlivům, které je mohou přimět akceptovat suboptimální hodnoty a stanoviska."

Abychom přiblížili teorii více realitě, bude tématem dalších kapitol rozbor konceptů trhu a procesů probíhajících na trzích; jednak ve skutečnosti, jednak z hlediska teoretického, kdy jsou tržní struktury systematizovány a podle předpokladů je možno za určitých okolností činit i úsudky o výsledcích tržních akcí a jejich povaze, a tudíž i o využitelnosti v oblasti praktického oceňování.

Současný vývoj teorie hodnoty a ceny: hledání objektivních kritérií objektivní hodnoty?

Vývoj v oblasti teorie hodnoty v druhé polovině minulého století je možno rozdělit, vedle dynamizujících a stále zdokonalovaných teorií všeobecné rovnováhy, na dva vývojové proudy:

a) Italsko-cambridgeská škola

Nejen v oblasti postkeynesovské makroekonomie, ale rovněž v metodologickém zkoumání mikroekonomických jevů zaujímá italsko-cambridgeská škola (Robinsonová, Kaldor, Kahn, Kalecki, Pasinetti, Garegnani) významné postavení.

Zajímavým způsobem rozpracoval teorii užitku a determinace ceny v dlouhém období Pasinetti (1986). Bohužel, základní nedostatky objektivních teorií hodnoty nikdy překonány nebyly. Podle tohoto konceptu existují v mysli každého člověka určité hluboce zakořeněné a neměnné soubory faktorů, které je možno po důkladném zkoumání rozpoznat a využít pro vysvětlení determinace ceny. Ta je poté v rámci tohoto striktního přístupu určena nabídkovými faktory a zejména prací: „Ceny, tedy směnné poměry mezi komoditami, vyvstávají z faktu, že každý se specializuje na produkci jednoho (či dokonce jen zlomku jednoho) spotřebního statku, ale ve stejnou chvíli potřebuje všechny spotřební statky, které musí získat prostřednictvím směny. Výroba a směna jsou tedy inherentně spojeny dělbou práce. V tomto kontextu ceny představují ‚dřinu a nesnáze' výroby. Z tohoto důvodu se fyzické množství práce ukazuje jako nejjasnější objektivní standard, podle kterého by se měly srovnávat veškeré statky a služby." (tamtéž, s. 423)

b) Rakouská škola (šířeji neoliberalismus)

Je možno nalézt nezpochybnitelná kritéria, která by nám umožnila deterministický výpočet či stanovení hodnoty aktiva? Zástupci rakouské školy a jejích následovníků výše uvedené přístupy striktně odmítají s tím, že hodnota je vždy ryze subjektivní kategorie. Otázka je analogická s dlouholetým právním dilematem právní teorie ohledně hledání objektivních kritérií spravedlnosti. Právní pozitivismus (viz diskuse v Hayek, 1994, Knapp, 1995 a mnozí další), ačkoliv se žádné objektivní kritérium nalézt nepodařilo a nikdy nepodaří, vychází z představy, kterou pregnantně formuloval Radbruch: „Nedaří-li se někomu zjistit, co je spravedlivé, pak musí někdo stanovit, co bude správné podle zákona." (in Hayek, 1994, s. 191, pozn. 40) Níže v textu bude věnována objektivitě hodnoty a analogii s teorií práva širší pozornost. V oblasti normativní standardizace kategorií hodnoty dochází ke klasifikaci účelů stanovení hodnoty. To, co je správné či přiměřené z pohledu způsobu zjišťování hodnoty, a tedy i výsledná částka či interval hodnoty, má tudíž vždy jen relativní platnost.

Shrnutí teorií ceny a hodnoty

Přehled teorií ceny a hodnoty v rámci ekonomické teorie a jejího vývoje od antiky až po současnost ukazuje, jak heterogenní různé proudy ekonomické teorie v této oblasti jsou. Ani po více než dvou tisících let neexistuje mezi teoretickými proudy konsenzus. Zabývali jsme se významem hodnoty v rámci explifikační ekonomické teorie, z čehož vyplývají stěžejní rozdíly oproti chápání hodnoty ve smyslu normativně definovaného standardu oceňování. V rámci ekonomických teorií je teorie hodnoty primárně teorií rovnovážné ceny; cenu a hodnotu je možno v oblasti hlavního proudu teorie chápat synonymicky. Důsledky pro praktické oceňování je třeba hledat v reálných podmínkách fungování relevantních trhů oceňovaných aktiv.

Z mikroekonomického pohledu je potřeba vyjít z individuálních užitkových a hodnotových funkcí investorů a vnějších determinant individuálních alokačních rozhodnutí. Moderní mikroekonomická teorie (jedná se o proud *prospect theory*) upouští od pojmu užitku a konceptů maximalizace celkového očekávaného užitku, z nichž ostatně vychází základní metody používané pro výnosové oceňování podniku, a nahrazuje je pojmem subjektivní hodnotové funkce (viz Kahneman, Tversky, 1979), jež umožňuje vysvětlit zdánlivé paradoxy, kdy se lidé rozhodují v protikladu oproti teoretickým předpokladům (Allais, in Allais, Hagen, 1979). Učinila tak další krok k rozvoji behaviorálních financí a vysvětlení rozhodování o výběru investic (Damodaran, 2008).

Zatímco vysoce rozvinutý, efektivní kapitálový trh nabízí prostředí, ve kterém je možno diverzifikovat své investiční portfolio, v evropských podmínkách je situace odlišná. Hodnota aktiva na široce rozvinutém, transparentním kapitálovém trhu může být determinována především očekávanými peněžními příjmy a rizikovostí této investice. Z tohoto hlediska může být investor v podstatě indiferentní mezi volbou z více investic se shodnými očekávanými profily rizika a výnosnosti, pokud bude abstrahovat od behaviorálních faktorů, které mají na burzovní obchody významný, avšak velmi obtížně kvantifikovatelný a prognózovatelný vliv.

V kontinentální Evropě, a v naší zemi především, jsou důvody pro pořízení aktiva ve formě podílu na obchodní společnosti či pro pořízení podniku odlišné. Hodnota podniku nemůže být redukována jen a výlučně na „trhem" očekávanou výnosnost a rizikovost. Užitková funkce investora neinvestujícího do podniku kotovaného na rozvinutém kapitálovém trhu bude obsahovat více proměnných (míra ovlivnění chodu podniku, schopnost minimalizace daňové zátěže, možnost nevykazovat v souladu s nákladnou a přísnou regulací IAS/IFRS a mnohé další). To již přesahuje reálné možnosti kalkulace, a proto je nutno jisté postupy v rámci standardizace za účelem redukace komplexity normativně definovat. Za standardních okolností reálné ekonomiky není možno přepokládat, že (užitná) hodnota kotovaného podniku bude pro průměrného investora stejná jako hodnota podniku nekotovaného. Standardy plní důležitou úlohu v tom, že sice neříkají, který způsob praktického řešení je „obecně správný" či „platný", o což by se pokoušelo vysvětlení ekonomické teorie, ale říkají, jaký způsob postupu je konzistentní s danou kategorií hodnoty (například použití modelu CAPM pro odhad hodnoty objektivizované jako normativní substitut odhadů oportunitních nákladů diversifikovaných equity investorů).

Ekonomická teorie vytváří jeden z hlavních zdrojů standardizace oceňování aktiv, ale zdaleka ne jediný. Vlastní standardizace a mezinárodní srovnání různých přístupů bude předmětem rozboru v následujících kapitolách. Předtím budou z praktických důvodů shrnuty poznatky z této a předcházející kapitoly, poskytující široký přehled teoretického ukotvení oceňování aktiv a jeho metod, aby bylo možno používat terminologii a metodologii v té interpretaci, která jí přísluší, a nezastiňovat tak podstatu ekonomických jevů.

Hodnota hledaná klasiky politické ekonomie byla charakterizována snahou o nalezení absolutní, obecně platné částky. Tato vnitřní hodnota („*intrinsic value*“) je vlastností každého statku, a tržní cena k ní tedy musí zákonitě, alespoň v dlouhém období, podle této interpretace směřovat, protože ekonomika je v zásadě stabilizovaný systém periodicky se opakujících činností (což byl udržitelný předpoklad ohledně světa před průmyslovou revolucí). Objektivním měřítkem hodnoty byla práce – ať již současná, nebo zhmotnělá ve formě kapitálové zásoby – a předpoklad dané a neměnné technologie, a tedy produkční funkce. Do jaké míry jsou objektivní teorie hodnoty vůbec udržitelné? Z nákladového přístupu totiž vychází řada metod praktického oceňování. Níže bude ještě podrobněji rozebrán význam tohoto druhu oceňování; standardy IDW například explicitně uvádějí, že substanční hodnotě v rámci ocenění žádný svébytný význam nepřísluší. Je to logické, neboť tyto přístupy abstrahují od základní myšlenky tržní směny – abstrahují od strany poptávky a od procesu konkurence, který teprve uvádí trh do rovnováhy. To samé platí pro cenu obvyklou dle českého zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, je-li stanovena výhradně na základě příslušné vyhlášky či metodami, které nevycházejí primárně z tržního porovnání.

Teorie hodnoty z pohledu neoklasiky, v akademické oblasti stále dominantní, je teorií ceny a její determinace. Teorie se snaží různým způsobem a na základě rozličných zjednodušujících předpokladů dovodit, jaká by měla být rovnovážná tržní cena určitého aktiva či jaká by měla být cena čistící určitý relevantní trh (rovnovážná cena relevantního trhu). Připomeňme již nyní, že Standardy takto striktní ve své interpretaci tržního chování nejsou. Hodnota je vymezována podle účelu ocenění normativně, tj. prostřednictvím určité kategorie hodnoty, a tedy nikoliv jako obecně platná částka či jako vlastnost každého statku.

Neoklasika poskytla instrumentarium nabídky a poptávky, koncept relevantního trhu a zcela nové chápání hodnoty jako rovnovážné ceny čistící tento trh. Neoklasická hodnota je tedy rovnovážnou cenou relevantního trhu a touto cenou je měřena (Marshall, 1920). Metodologicky se jedná samozřejmě o vysvětlení, které vždy abstrahuje od mnoha faktorů. Formování poptávky již vychází z daných a pro danou chvíli neměnných preferencí účastníků trhu. Vysvětlení a zohlednění individuálního pojímání užitku u každého z účastníků již není v kognitivních schopnostech žádné lidské bytosti. Vysvětlení cenové tvorby se poté redukuje na striktně ekonomické úvahy (maximalizace zisku, užitku apod.). Přesto neoklasika vyvrátila jednu z obtíží klasické politické ekonomie tím, že pojetím hodnoty jako rovnovážné tržní ceny, tedy relativního konceptu zohledňujícího nabídkové i poptávkové vlivy (náklady versus spotřebitelský užitek), učinila snahu o hledání objektivních kritérií hodnoty zbytečnou.

Neoklasika vesměs předpokládá, že hodnota je determinována preferencemi účastníků trhu. Woo (1992) nicméně poukazuje na zajímavou věc, kterou je multikauzalita ceny a hodnoty (ve smyslu ex ante odhadu ceny). Determinuje hodnota cenu, nebo stávající ceny hodnotu? Jaký je mezi nimi vztah?

Zatímco trhy jednotlivých aktiv (trh použitých automobilů apod.) jsou řízeny procesem konkurence, na trh s nekotovanými podniky či jejich částmi (obecně s aktivy ve smyslu věci hromadné) toto tvrzení do důsledků zobecnit nelze. Přehled hluboce teoreticky rozpracovaných forem trhu a metod zkoumání aktivit na trzích včetně možných zobecnění ohledně tržních výstupů má značnou informační hodnotu v tom, když by měl být zobecněn na trh podniků v České republice či střední Evropě. Je zřejmé, že trh oceňovaného podniku nebude existovat vůbec či v lepším případě nebude nabývat formy koordinované procesem funkční soutěže. Dále v textu bude ještě poukázáno na některé drobné výjimky z tohoto pravidla. U některých typů podniků s exogenně determinovanou výší příjmů a srovnatelnou nákladovou strukturou (lékařské praxe, kadeřnictví) a u podniků jen formálně překrývajících soubor aktiv, pro něž

kvalitní relevantní trh existuje (nemovitostní fondy), bude možno tržní hodnotu dle IVS za jistých podmínek odhadovat.

Je otázkou, do jaké míry a jakým způsobem je koordinován na základě konkurence organizovaný trh s podniky – burza. Tento závěr má několik důležitých následků:

- z trhů koordinovaných na základě konkurence můžeme čerpat historická data o zveřejněných transakcí a za předpokladu homogenity statků, respektive srovnatelnosti obchodních podmínek, i usuzovat na pravděpodobnou cenu, za kterou by se tento statek obchodoval nyní – tedy v terminologii standardů odhadovat jeho tržní hodnotu[11];
- u trhů, kde koordinace na základě konkurence není díky povaze těchto obchodovaných aktiv (věcí hromadných, většinou unikátního charakteru) tak zjevná (tím důrazně není řečeno, že není možná), je problém ocenit tuto transakci, neboť oceňovatel si musí pomoci zásadními zjednodušeními:
  - předpoklad arbitrážní teorie oceňování, že hodnota aktiv poskytujícím svému vlastníkovi stejně vysoké, v peněžních jednotkách vyjádřené příjmy o stejné rizikovosti bude stejná;
  - předpoklad, že peněžní jednotka může sloužit jako invariantní měřítko, na jehož základě je možné hodnotu interpersonálně porovnávat, což nelze vzhledem k subjektivně pojímané užitečnosti peněz u každého z potenciálních tvůrců trhu očekávat;
  - předpoklad, že tržní strany vykazují určité vlastnosti, na základě nichž dospějí k uskutečnění transakce (rovnováha trhu ex post, ale nezjistitelná bez možnosti odhadcem modelovat způsob ustavení rovnováhy ex ante, což reálně není možné nikdy, protože neprojevené subjektivní preference jsou nezjistitelné a jsou také v čase nestabilní s příchodem nových informací).

Níže se budeme podrobně zabývat podmínkami, které oceňovací standardy na kvalitu trhu kladou, a budeme se snažit nalézt odpověď na otázku, za jakých podmínek je možno u podniku hovořit o tržní hodnotě (v rámci standardu kategorie hodnoty, nikoliv obecně platné rovnovážné tržní ceny; tržní hodnota dle IVS není a nemá být teoretickou rovnovážnou cenou). Teoretický kontext z předcházejících kapitol nám bude dobrým průvodcem. Z kapitol věnovaných trhu z pohledu soutěže je vidět, že klasifikace trhů a způsob pohledu na konkurenční proces může nabývat rozličných forem.

U praktických oceněních kategorie tržní hodnoty je nutné, aby odhadce alespoň rámcově vymezil relevantní trh z pohledu soutěže a vyjádřil se k intenzitě soutěže, kterou Standardy výslovně vyžadují. Analogicky toto platí i pro stanovení ceny obvyklé. K tomu mohou jako vodítko posloužit teoretická východiska teorie soutěžních trhů obsažená v dalším textu, která budou úzce navazovat na teorie ceny a hodnoty, neboť spolu časově i věcně souvisejí. Jen soutěžní trhy a na nich vzniklé ceny totiž umožňují zkoumat obvyklost tržních transakcí. Obvyklost podmínek zásadně nelze modelovat ex ante, a to ani podle axiomů ekonomické teorie, a už vůbec ne podle subjektivního názoru oceňovatele. Typickým problémem způsobující nedorozumění a neustálé kontroverze je koncept průměrného investora. Jak dále uvidíme, nejedná se o neoklasického spotřebitele pocházejícího z modelů CAPM a jiných neoklasických modelů rovnováhy, který maximalizuje užitek a chová se podle jednoznačně definovaných

11 Tento poznatek má relevanci i pro účetní *Fair Value*. Normativní definice tohoto pojmu je sice pro praktické použití nezbytná, nicméně za předpokladu soutěžně koordinovaného trhu bilančního aktiva je možné jeho ocenění „férovou“ hodnotou připustit: aktivum bylo oceněno trhem na základě souhry nabídky a poptávky (dané projevenými preferencemi tvůrců trhu).

axiomů. Behaviorální ekonomie před desítkami let prokázala, že lidé se podle axiomů neoklasické ekonomie nechovají (viz v souhrnu a s příslušnými odkazy Damodaran, 2008). Obvyklost se musí projevit až průběhem tržních transakcí a periodický průběh těchto transakcí také definuje obvyklý způsob jejich vypořádání. Apriorně budovanou ekonomickou teorii není možné v oblasti oceňování aplikovat na reálné jevy, pro které mimo jiné teorie nikdy nebyla konstruována. Oceňování reaguje na reálné potřeby a je nezbytné, aby také z reality aktuální k datu ocenění vycházelo.

5. Teorie trhu a tržních procesů v rámci ekonomické teorie: mikroekonomie relevantního trhu podniku

Ocenění tržní hodnotou či cenou obvyklou předpokládá existenci trhu – tedy prostředí, v jehož rámci by se měla oceňovaná transakce uskutečnit. „Pojmy trh a trhy implikují aktiva, kupující, prodávající a jistý stupeň soutěže." (IVS 2005, odst. 5.18, s. 166) Díky souhře nabídky a poptávky dochází k rozvinutí konkurenčního procesu a ustanovení tržní rovnováhy v okamžiku uskutečnění transakce. Účelem této kapitoly je zasadit proces ocenění do širšího kontextu teorie trhu a tržních struktur. Obecné ekonomické interpretace tržních struktur se v pojímání tohoto složitého problému odlišují, a to svými předpoklady počínaje a implikacemi modelování rovnováhy a způsobu jejího ustanovení konče. Oceňovatel se nicméně musí s formou trhu a konkurenčním prostředím na straně poptávky i na straně nabídky na tomto určitým způsobem definovaném relevantním trhu[12] vypořádat při odhadu parametrů vstupujících do ocenění, jako jsou prognóza tržeb, ziskové marže, investic a ostatních generátorů hodnoty. Bylo vysvětleno, že hodnota není vlastností statku. Tržní hodnota jako rovnovážná cena se v praxi i v pojetí standardů ustanovuje na soutěžním trhu. Dopady tohoto pojetí kategorie tržní hodnoty, a potažmo ceny obvyklé, jsou zásadní a v praxi bývají velkoryse ignorovány.

Funkční soutěž vedoucí trh do stavu kompetitivní rovnováhy je nutnou podmínkou pro zkoumání obvyklosti tržních transakcí. Kritéria obvyklosti slouží jako vstupní parametry pro modelování – ponechme prozatím stranou konkrétní postup – a usuzování na pravděpodobnou rovnovážnou cenu tohoto trhu. Bohužel ekonomická teorie se liší v interpretaci soutěžního procesu i v jeho zobecněních. Různá teoretická východiska vedou proto k různým doporučením. To kromě oceňování aktiv platí i pro soutěžní politiku, ve které našly svůj hlavní význam. Trhem je možno označit také hypotetické prostředí. Pro určitá aktiva (především u ocenění nepeněžních vkladů, částí podniků ve smyslu aktiv s povahou věci hromadné, nekotovaných podniků s vazbou goodwillu na osobu provozovatele apod.) organizovaný a likvidní trh vůbec neexistuje, a kvůli transakčním nákladům dokonce ani existovat nemůže. K tržní transakci mezi nabízejícím a poptávajícím by sice dojít mohlo, ale v praxi dojít nemusí a není možno předpokládat, že trh bude dostatečně kvalitní z pohledu Standardů či obhajitelný v případě odhadu ceny obvyklé. Na tomto okamžikovém trhu nelze zkoumat funkčnost soutěže, a tudíž ani obvyklost podmínek. Oceňovatel má ale přesto odhadnout odpovídající hodnotu takovéto transakce. Standardy postulují, že každý trh se vyznačuje přítomností strany nabídky, strany poptávky a procesem konkurence, která vede tento systém v průběhu času do rovnováhy. Tyto procesy a jejich možné interpretace a implikace je nutno pochopit, abychom mohli v odpovídajících souvislostech posuzovat i různé formy standardizace oceňování, které se právě s těmito

12 Jednak na trhu podniku jako takového a jednak na trzích produkce oceňovaného podniku.

složitými problémy potýkají. Řešení spočívá v případě nutnosti ocenění aktiv, pro které neexistuje soutěžní trh – většinou v tom, že je použita jiná kategorie hodnoty (netržní hodnota nebo hodnota objektivizovaná). Oceňovatel využije v maximální možné míře údaje reflektující realitu a odhad současně podloží teoretickými východisky ekonomické teorie. V žádném případě nelze tvrdit, že netržní kategorie hodnoty nevycházejí, či dokonce nemají vycházet z tržních dat. Výsledkem tržního ocenění nemusí být nutně kategorie tržní hodnoty.

Při odhadu tržní hodnoty (ceny obvyklé) je nutno mít stále na paměti, že se musí jednat o skutečný relevantní trh aktiva. Oceňovací modely pro odhad hodnoty podniku založené na kapitálově-teoretických východiscích, jako jsou typicky varianty modelů DCF založené na teorii CAPM a Miller–Modigliani, kterými se budeme podrobně zabývat dále, poskytují řešení problému neexistence skutečného trhu oceňovaného podniku jen zdánlivě. Podnik je z finančního hlediska redukován na hromadné aktivum přinášející svým vlastníků příjmy o různé rizikovosti, a výsledek výpočtů by tedy měl vyjadřovat teoreticky podloženou rovnovážnou cenu. Samozřejmě takto získaný výsledek nemůže být sám o sobě bez provedení dalších analýz (zejména posouzení srovnatelných transakcí, jsou-li k dispozici) vydáván za rovnovážnou cenu trhu. Nelze totiž takto obejít přítomnost subjektů transakce. Rozhodovatelé na straně nabídky a poptávky budou mít významný vliv na výsledek, podmínky a v konečném důsledku i na realizovanou rovnovážnou cenu. Pro kvalitu a interpretovatelnost tržní hodnoty podniku má stěžejní význam proces, na základě kterého se relevantní trh tohoto podniku dostává do rovnováhy. V tomto případě není lhostejné, jestli se jedná o trh, kde stranu nabídky a poptávky tvoří relativně velké množství nabízejících a poptávajících, navíc často bez toho, aby znali svoji totožnost, anebo jestli se naopak jedná o transakci uzavřenou, kde existuje jen jediný nabízející a jediný či jen několik málo kupujících. V Evropě se mimoburzovní nákup a prodej podniků uskutečňuje právě tímto neanonymním a nestandardizovaným způsobem. Pokud se jedná o likvidní, dlouhodobě existující trh, kde velké množství nabízejících a prodávajících uskutečňuje za standardizovaných podmínek obchody, je možno hovořit o rovnovážných cenách, v nichž se sráží preference a očekávání širokého spektra tvůrců trhu. Tyto ceny jsou velmi důležitými koordinačními parametry celého ekonomického procesu a oceňovatel je může s výhodou využívat jako stabilní východisko pro odhad tržní hodnoty jako nejpravděpodobnější částky, za kterou by se oceňované aktivum mělo podle všeho zobchodovat. Avšak tito tvůrci strany nabídky a poptávky jsou cenovými příjemci, kteří kupují homogenní aktiva za standardizovaných podmínek a jako cenoví příjemci nemohou bezprostředně ovlivnit cenu a podmínky obchodu.

Aby cenový proces fungoval a plnil svoji koordinační úlohu v decentralizovaném řízení ekonomického procesu a zároveň poskytoval spolehlivé informační vstupy pro ocenění, je bezpodmínečně nutné, aby se jednalo o trh soutěžní, respektive konkurenční (pojmy budeme považovat za synonyma). Zásadním pojmem je konkurence, neboť trh bez funkční konkurence – dále bude podrobně vysvětleno v jakém smyslu se o „funkčnosti“ hovoří – neplní své základní poslání maximalizace blahobytu účastníků a nevede ani ke splnění předpokladu o nejvyšším a nejlepším využití aktiva, které Standardy s tržní hodnotou spojují. Následující přehled obsahuje různé interpretace konkurenčního procesu, který nám pomůže lépe pochopit proces ustanovování dynamické rovnováhy informačně komplexního tržního mechanismu. Pomůže nám též pochopit omezení a praktické nedostatky neoklasické ekonomie, na níž stále ještě stojí metodologické fundamenty výnosového oceňování aktiv. Tato situace je o to zajímavější, že v oblasti politiky na ochranu hospodářské soutěže, která rovněž potřebuje teorii trhu a tržního procesu, se od neoklasické doktríny dokonalé konkurence jako výrobně, alokačně a distribučně optimální tržní formy upustilo před více než šedesáti lety. Některé koncepce ohodnocování podniku staví na neoklasických základech dodnes, což by sice samo o sobě nečinilo žádné

praktické potíže, ale bohužel příliš často dochází k přeceňování použitelnosti takto získaných výsledků.

Slovo konkurence se spojuje s mnoha adjektivy, proto uveďme nyní pro lepší orientaci některá z nich: dokonalá, nedokonalá, monopolistická, monopolní, oligopolní, polypolní, volná, funkční, účinná, intenzivní, omezená, inovační, atomistická, kreativní (tvořivá), potenciální, nekalá, podstatná… Dále budou uvedeny ještě i další přívlastky.

Při definování konkurence[13] se různí autoři vždy – více či méně – dotýkají dvou jevů spojených s tímto procesem – konkurenčního chování ve smyslu konkurenčního procesu a konkurenční struktury prostředí, která by chování tohoto druhu měla umožňovat. Herdzina se pokusil systematizovat obecné aspekty, které by měla každá definice obsahovat:

- konkurence vykazuje jistou působnost, popřípadě vede k jistým tržním výsledkům;
- přítomnost konkurence dokládá jistý průběh tržního procesu, popřípadě je doložena jistým chováním účastníků tržního procesu;
- konkurence vzniká tehdy a jen tehdy, pokud jsou splněny jisté nutné a postačující podmínky (1993, s. 10).

Konkrétně se jednotlivé obecné body naplní podle toho, jaké výsledky na základě přijaté interpretace tržního procesu a jeho výsledků je možno očekávat. Lze tedy i dovozovat, že ani obecná definice hodnoty nemá žádný smysl. Pro standardizaci oceňování vyplývá z povahy tržního řádu důležitá implikace: normativní standardizace vyžaduje, aby pro různé účely ocenění byly definovány různé kategorie hodnoty.

Z pohledu oceňování a možností odhadu ceny obvyklé či tržní hodnoty jsou důležité vlastnosti cen, které jsou výsledkem soutěžního procesu. Jedná se o ceny, které v sobě zahrnují svobodně projevené preference tvůrců nabídky a poptávky. Pokud tedy tento trh existuje kontinuálně a razantně se nemění externí vlivy (například vlivem finanční a ekonomické krize, vstupu zlomových inovací apod.), tak je možné tyto ceny, i když nejsou kotované, zobecnit a usuzovat tak na hodnotu oceňovaného majetku.

Pro zajímavost uveďme výčtem definice soutěže některých autorů:

- „Hospodářská soutěž je samostatná snaha soutěžících – nabízejících nebo poptávajících – vzájemně se ovlivňujících ve svém ekonomickém úspěchu o obchodní spojení s třetí stranou (zákazníkem), a to prostřednictvím poskytnutí těch nejlepších možných obchodních podmínek.“ (Borchardt, Fikentscher, 1957, s. 15)
- „Konkurence může vzniknout pouze tam, kde je počet účastníků vyšší než jeden… Konkurence je definována jako zápas mezi nabízejícími nebo poptávajícími. Zápas znamená snahu předčit ostatní nabízející či poptávající[14].“ (Ott, 1959, s. 44 in Herdzina, 1993, s. 9)

13 Definice konkurence není sama o sobě triviální záležitostí. Obsáhlé pojednání o širších souvislostech definování konkurence a jejich úskalích, včetně metodologických, logických a obecných filozofických exkurzů až k metodologickému esencialismu antiky, je předmětem například prací Popper (zejména 1957–8, 1971 a jinde) nebo Schmidtchen (1978). Následující text částečně vychází z práce Krabec (2006).

14 Tato definice by ex ante vylučovala aplikaci kategorie tržní hodnoty na ocenění veškerých transakcí, kde není splněna podmínka množství účastníků transakce. Je otázkou, jestli můžeme o tržní hodnotě hovořit ex post, došlo-li k uzavření obchodu mezi dvěma účastníky a nikdo jiný o tomto obcho-

- „Jako konkurenci označme usilování založené na vlastním výkonu, které díky lepším podmínkám či ceně ve srovnání s konkurenčními firmami spotřebitele přiměje k uzavření smlouvy.“ (Kirschstein, 1974, s. 16 cituje z vládního komentáře ke GWB[15])
- „Konkurence existuje tehdy, jestliže ekonomické subjekty usilují o přízeň svých poptávajících tím, že se předhánějí ve snižování cen a zvyšování kvality svých produktů. Funkční konkurence… je organizačním principem, který podle principu vzácnosti reguluje produkci a distribuci (rozdělování) na trzích ekonomické společnosti.“ (Arndt, 1976, s. 15)
- „…hospodářskou soutěží se rozumí každá forma hospodářského jednání, které je zaměřené na to, jak v hospodářském zápasu získat výhodu na úkor soutěžitele.“ (Kirschstein, 1974, s. 17 citace převzata ze zprávy Výboru pro hospodářskou politiku)
- „Konkurence je otevřený tržní proces objevování a přizpůsobování v podmínkách nejistoty, který může zahrnout přechodné soupeření i přechodnou spolupráci. V tomto konkurenčním procesu nevyjadřuje tržní podíl firmy její tržní ‚sílu‘, ale odráží její celkovou efektivnost.“ (Armentano, 2000, s. 36)

Druhý bod Herdzinovy systematizace vyžaduje širší diskusi v otázce účastníků tržního procesu. Ekonomická teorie často hovoří o tržních subjektech na základě určitých předpokladů, bez nichž by následné formálně-logické modelové konstrukce byly neproveditelné. V ortodoxních neoklasických modelech firmy se například implicitně předpokládá orientace firem na maximalizaci zisku, dokonalá informovanost a racionalita, nulové nebo zanedbatelné transakční náklady či totožnost „principalů“ a „agentů“. S oblibou se také předpokládá naprostá homogenita firem na analyzovaném trhu. Vyloučíme-li předpoklad o identických nákladových funkcí zkoumaných firem, tak ani známý Chamberlinův model determinace ceny výrobků v podmínkách monopolistické konkurence nevysvětlí nic. Tato zjednodušení je třeba mít neustále na paměti při interpretaci různých modelů tržních struktur a tržního chování. Pro analýzu mohou mít formálně-logické modely hodnotu referenční, avšak podle některých, níže v textu charakterizovaných teoretických konceptů je i jejich referenční hodnota nulová a pouze zamlžuje reálnou podstatu jevů (chicagská škola kupříkladu zcela odmítá teorii nedokonale konkurenční cenové tvorby jako redundantní komplikaci). Pro možnosti modelového odhadu hypotetických tržních hodnot podniků platí samozřejmě stejná omezení.

Při zkoumání reálných trhů s reálnými tržními subjekty vstupují do hry četné další proměnné, na něž poukazuje zejména ekonomická teorie organizace. Na firmy již není nahlíženo jako na homogenní atomistické jednotky, které se chovají dle striktních předpokladů. Pro tržní, respektive konkurenční chování firem je důležitá jejich organizační a vlastnická struktura, motivace exekutivních složek a vlastnosti zaměstnanců. O novátorské rozpracování behaviorální teorie racionálního rozhodování – teorie omezené racionality – se zasloužil především nositel Nobelovy ceny z roku 1978 Herbert Simon. Ačkoliv je v rámci praktických ocenění s oblibou přijímán implicitní předpoklad o efektivním fungování trhu, který je tvořen racionálně se rozhodujícími subjekty, čili s jistým zjednodušením, je možno říci, že v tomto smyslu se projevuje dominantní vliv neoklasické ekonomie, v oblasti alternativních a v současné době již velmi vlivných proudů behaviorální ekonomie jsou opakovaně předkládány důkazy, které

---

du nejednal. Nepochybně se jednalo o okamžikovou rovnovážnou cenu a za předpokladu dodržení standardních obchodních podmínek i o tržní rovnováhu maximalizující subjektivní užitek účastníků. Avšak po uskutečnění transakce již tento trh podniku nebude existovat a rovnovážná cena nebude zobecnitelná na jiné transakce, tzn. nebude se jednat o tržní hodnotu dle definice IVS.

15 Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkugen (dále jako „GWB“).

oprávněnost předpokladu racionality vyvracejí. Za všechny uveďme například Vernona Smithe (2003) a v souhrnu také Damodarana (2008).

Jak již vyplynulo z textu, za potenciální „konkurenty" budeme považovat ekonomické subjekty účastnící se ekonomického procesu, kteří tím sledují určité cíle. Tato redukce je čistě praktického charakteru. Samozřejmě, že si vzájemně nekonkurují jen firmy či jednotlivci na trhu. Při evolučním pohledu na hospodářský řád, respektive institucionální strukturu uspořádání ekonomických a potažmo celospolečenských aktivit zjistíme, že v konkurenčním vztahu k sobě stojí dokonce i jednotlivá – konkrétní či abstraktní – pravidla chování. Společnosti či jednotlivci, kteří se drží těchto v konečném důsledku efektivnějších pravidel, mají vyšší šanci na přežití v ekonomické i společenské konkurenci. Příkladů existuje řada jak z oblasti společenské, kdy společnosti koordinované na základě relativně méně efektivních pravidel jsou těmi efektivnějšími „intergrovány" (srovnej rovněž Hayek, 1995b, typickým příkladem je přechod postkomunistických zemí od centrálně plánované ekonomiky k ekonomice peněžně-tržní), tak v oblasti ekonomické, kdy vítězí firmy z lepší schopností vytvářet a udržovat konkurenční výhodu. Tato forma konkurence je v dnešní době postupné evropské integrace velmi aktuální a je otevřenou otázkou, jak přistupovat ke sbližování institucionálních struktur jednotlivých států. V zásadě existují dvě možnosti – „konkurenční" a „centrálně koordinovaná".

Konkrétně můžeme tuto kontroverzi přiblížit na odlišnosti světových forem standardizace oceňování. Který způsob je „lepší"? Centrálně, na základě konkrétního plánu, harmonizovat oceňovací standardy k plánované uniformní podobě, anebo jednotlivé státy nechat samostatně nastavit implementaci standardů podle jejich vlastních potřeb a implicitně takto uvolnit prostor pro institucionální konkurenci? Obě cesty pravděpodobně v delším časovém období a sílícím procesu globalizace a přeshraničních fúzí a akvizic povedou ke konečné harmonizaci, každá z cest však s sebou ponese odlišné vedlejší efekty. Svobodná konkurenční možnost povede k výsledku, který je ex ante neznámý a nepoznatelný. Druhá možnost povede k danému cíli, jehož dosažení bude veškeré úsilí podřízeno. Spontánní aktivity jsou vyloučeny, pokud se IVS zásahem státní autority implementují naráz, bez toho, aby se postupnou spontánní evolucí prokázala jejich optimální kompatibilita s právním řádem a místními obchodními zvyklostmi dané země. Velký význam má rovněž interpretace textace standardů pro účely použití v podmínkách dané země. Na bližší analýzu a zasazení problematiky do širšího kontextu zde již není místo. V oblasti standardizace oceňování aktiv bude nutná koordinace v návaznosti na standardizaci IFRS.

V dalším textu pojednáme podrobněji o nejdůležitějších funkcích konkurence a ukážeme, jaký je těmto funkcím v odlišných teoretických koncepcích předkládán význam a proč. Základní dělení můžeme provést na funkce ekonomické a mimoekonomické. Z pohledu ocenění se jedná o pochopení dynamických faktorů, které vedou trh do rovnováhy nebo které také mohou trh udržovat ve stavu, který kvůli zneužití ekonomické moci nedospěje k ustavení kompetitivní rovnováhy. Pokud se nejedná o soutěžní trh, není možné ani zobecňovat rovnovážné ceny ve formě tržní hodnoty.

Důležitý je dynamický aspekt konkurenčního procesu. Odhad rovnovážné tržní ceny je komplikován o nutnost zobecnění a předpokladu ohledně ustanovení hypotetické rovnováhy. Zmíníme se rovněž o vlivu zájmových skupin a „ideologie" na výsledky regulace pravidel, podle nichž trhy fungují. Jak poznamenal Eucken (1965), celá intelektuální historie lidstva je poznamenána neustálou snahou zájmových skupin na získáni či udržení soukromé moci. Nejefektivnější způsob, jak toho dosáhnout, je docílit, aby lidé uvěřili některé ideologii. K tomu jim – vědomě nebo nevědomě – pomáhají intelektuálové, kteří na objednávku zájmových skupin tyto interpretace reality vyvíjejí. Do jaké míry je podoba současného stavu

oceňování aktiv a standardizace oceňování výsledkem lobbování a jak závisí rozvoj „žádoucí" interpretace reality v oblasti ekonomické teorie na objednávkách zájmových skupin, je bohužel otázka, jejíž obecně přijatelné zodpovězení se vymyká kognitivním schopnostem současného vědeckého poznání.

Cíle a principy konkrétní formy standardizace oceňování jsou vždy úzce spojeny s právě přijímaným teoretickým systémem. Tato otázka není zdaleka triviální. V dalším textu uvedeme způsob, kterým se jednotlivá teoretická východiska uvádějí do praxe. Ekonomická teorie je ovšem jen jedním ze zdrojů standardizace. Dalším zdrojem jsou obchodní zvyklosti a praxe běžná v dané oblasti. Nepřekvapí proto, že například kapitálovému trhu je přikládán zcela jistý význam v rámci soudobé podnikohospodářské teorie a menší význam ve standardech IVS a IDW. Jiná je i role zákonodárce a soudní praxe. Odlišný přístup ke standardizaci oceňování je do jisté míry analogií s legislativním procesem. Bude proto užitečné se z praktických důvodů kodifikací zvykového a obyčejového práva zabývat, neboť právní řád poskytuje rámec fungování tržních vztahů, v jejichž rámci je vyžadována činnosti oceňovatele.

Vůbec první písemnou „praúpravou" dotýkající se úpravy pravidel tržní konkurence byla kodifikace babylonského obyčejového práva v tzv. Chammurabiho zákoníku z 18. století před Kristem. Také ve starověké Číně a Indii byly stanoveny tresty za chování ohrožující konkurenci. Měly zabránit trhovcům, aby drželi zboží mimo trh a takto uměle zvyšovali ceny. Na základě neformálních dohod prý existovaly i kartely mezi starověkými obchodními národy – Féničany, Egypťany a Babyloňany (v odkazu na Barnikelovu práci *Kartelle in Deutschland* cituje Cox, in Cox a kol. 1981). Nejpodrobnější kodifikací starověkého „antimonopolního zákonodárství" byl Corpus Juris Civilis Justinianeum zpracovaný v letech 528–534 za vlády římského císaře Justiniána. První evropské kartely jsou známy ze 13. století. Jednalo se o kamencový kartel mezi papežem a neapolským králem, bavorsko-rakouský solný kartel a rakousko-uherský „měděný" kartel.

Náš historicko-teoretický exkurz k pojetí trhu a vysvětlení na něm probíhajících aktivit zahájíme u klasiků politické ekonomie, především potom u Adama Smithe. Navážeme přehledovým exkurzem do neoklasické analýzy a zejména se při tom budeme soustředit na důležité poznatky, které později hrály podstatnou úlohu při koncipování teorie a praxe soutěžních politik, a budeme se zabývat aplikacemi těchto zkušeností na standardizaci oceňování. Následující subkapitola je věnována inovativním příspěvků J. A. Schumpetera. Další vývoj v oblasti teorie soutěže se vydává dvěma směry podle toho, jaké funkce jsou soutěžnímu procesu přisuzovány:

a) Přístup svobody konkurence

Takto souhrnně nazvěme teoretické koncepce ordoliberálů, F. A. von Hayeka a dále autorů tzv. chicagské školy. V žádném případě nelze tvrdit, že se jedná o přístupy zcela homogenní. Zahrnutí těchto směrů do jednoho proudu je čistě praktického rázu. I mezi těmito koncepcemi existují silné rozpory a vyplývají z nich odlišné implikace pro praktickou soutěžní politiku a možnosti praktického použití pro odhad kategorií hodnot. Na největší kontroverze samozřejmě dále explicitně poukážeme. Některá východiska jsou však společná.

Přístupy se opírají o předpoklad, že pokud existuje svoboda konkurence, je takto automaticky zajištěna i svoboda jednotlivce v jeho rozhodování. Systém uspořádaný na tomto základě vede automaticky k maximalizaci společenského blahobytu ve statickém i dynamickém smyslu. Takto vzniklé ceny tedy věrně zobrazují výsledky dobrovolných tržních transakcí a tímto zakládají podmínky pro kvalitní odhad tržní hodnoty. Zbývá, aby oceňovatel na základě souboru různých testů posoudil „svobodu soutěže" na daném trhu.

b) Přístup optimální intenzity konkurence

Tak jako u přístupu svobody konkurence existují i zde četné modifikace. Prvním skutečným zástupcem a do značné míry iniciátorem toho směru byl americký ekonom J. B. Clark, který v některých důležitých aspektech navazuje na dílo Schumpeterovo. Dalšími zástupci tohoto proudu byli autoři tzv. harvardské školy a v Německu především Erhard Kantzenbach.

Přístup do značné míry vychází z neoklasického paradigmatu a má blízko k hospodářským politikám „ekonomie blahobytu". Z toho také vyplývají praktické implikace příslušné teorie v podobě formulace konkrétních funkcí a cílů, které by například soutěžní politika měla zároveň (!) plnit (rychlý technický pokrok, optimální alokace zdrojů a podobně). K dosažení těchto cílů byla vypracována příslušná teorie. Zde bude věnována těmto tématům pozornost jen okrajově a ve vztahu ke Standardům oceňování a interpretace jejich obsahu.

Význam zde rozebíraných teoretických vysvětlení soutěžního procesu a jeho výsledků je nutno z našeho pohledu chápat ve dvojím smyslu. Teorie vyvolaly praktické důsledky v oblasti soutěžní politiky, kdy se státní či nadnárodní autority zasazovaly o to, aby byl trh organizován na základě hypotéz té které teorie. V oblasti praktického oceňování aktiv jsou tyto poznatky využitelné pro analýzu mikroekonomických podmínek fungování relevantního trhu a poslouží také jako argumenty pro nemožnost vysvětlení kompetitivní rovnováhy kontinuálně neexistujícího trhu prostřednictvím zjednodušeného modelu výnosového ocenění.

Teorie a praxe soutěžní politiky nabízí zajímavá přirovnání k praxi standardizace oceňování a oceňovací činnosti jako takové. Zatímco v počátcích politiky na ochranu hospodářské soutěže byl vzorem alokační efektivnosti, maximalizace blahobytu a spravedlnosti v rozdělování dokonalý trh, u oceňování plní tuto úlohu na straně jedné výnosové metody oceňování, o jejichž omezeních a nemožnosti určit obecně platnou hodnotu již byla řeč na více místech, a na straně druhé nákladové teorie hodnoty, respektive v praxi nákladové metody stanovení hodnoty jako odhadu ceny, a to díky své intuitivní jednoznačnosti a relativně snadné opakovatelnosti. V teorii a praxi soutěžní politiky bylo od tohoto způsobu uvažování upuštěno ve 40. letech minulého století. V oblasti oceňování a v interpretaci oceňovacích standardů je tento úkol ještě před námi a pro teorii ohodnocování podniků bychom si proto měli vzít poučení, že výsledky tržních procesů nejsou předvídatelné.

Následující kapitoly by měly přispět k pochopení komplexnosti a dynamické povahy tržního procesu a poskytnout tak sumarizovanou argumentaci pro uvedení těchto domněnek na pravou míru:

- hodnota aktiva je jeho objektivně existující vlastností, kterou může odhadce jednající s náležitou odbornou péčí a pracující s nejmodernějšími metodami určit;
- neoklasika a její metodologie parciální (Marshall, 1920) či všeobecné rovnováhy (Walras, 1954) nemůže sloužit ani pro praktická ocenění, ani jako referenční rámec, neboť na základě nereálných předpokladů není možno vyvozovat závěry dotýkající se skutečných tržních transakcí.[16]

Standardy předpokládají pro aplikaci kategorie tržní hodnoty soutěžní trh. Jak je možno uchopit pojem z IVS „stupeň soutěže"? V oblasti teorie soutěžní politiky byla vyvinuta řada postupů

16 Tím opět není řečeno, že nesplnění předpokladů vyúsťuje v absolutní nepoužitelnost výsledků získaných pomocí rovnovážných modelů, vycházejících z neoklasických pozic. Snižuje se vypovídací schopnost modelu a jeho použitelnost. Validitu neoklasické teorie nelze předpokládat.

a metod, které umožňují „stupeň soutěže" (dále budeme používat ekonomického termínu „intenzita soutěže") na definovaném relevantním trhu zkoumat. Zajímavé bude zkoumat i následky nedostatečné intenzity soutěže na výsledky na trhu. Někdy bývá zájmem tržních stran soutěž potlačit či zcela vyloučit. To vyvolává nutnost regulace tržních podmínek ve smyslu buď per se zákazů (například cenových kartelů), nebo regulace ve smyslu *rule of reason*, kdy se soutěžní autorita snaží o vytvoření optimální intenzity soutěže. Omezení soutěže má význam i tehdy, má-li se provést ocenění kategorie tržní hodnoty, které „určitý stupeň soutěže" na trhu předpokládá. Samozřejmě není možno po oceňovateli chtít, aby před převzetím údajů z trhu oceňovaného aktiva zkoumal konkurenční prostředí na tomto trhu. Důležitější je spíše instrumentální úloha soutěžního procesu ve smyslu možnosti přiřazení správné kategorie hodnoty, respektive testu ohledně možnosti použití kategorie hodnoty tržní. Dále se bude jednat o ověření, zda dostupné rovnovážné tržní ceny odpovídají Standardy stanovenému předpokladu nejvyššího a nejlepšího využití oceňovaného aktiva, ke kterému soutěžní trh vede. Soutěžní trh je jediným prostředkem zaručujícím splnění této podmínky bez toho, aby nejlepší a nejvyšší využití subjektivně postuloval oceňovatel.

5.1 Konkurence z pohledu Adama Smithe a dalších klasiků politické ekonomie

Pod klasiky politické ekonomie budeme mít na mysli tzv. filozofy přirozených zákonů – Françoise Quesnayho, Davida Humea a Johna Locka. Na jejich hypotézy postupně navazovali angličtí klasikové, z nichž především budeme vycházet z odkazu Adama Smithe Smithe (následující přehled dle Krabec, 2006).

Tito autoři ve značné míře přispěli k rozvoji ekonomické vědy a zejména podnětné byly jejich hypotézy týkající se vzájemných vztahů a provázanosti hospodářského procesu. Ten je podle nich řízen přirozenými a neustále přetrvávajícími zákony, které ho automaticky vedou k rovnováze. Konstitutivní prvky hospodářského řádu přelomu 18. a 19. a zhruba první poloviny 19. století byly založeny právě na „klasické" interpretaci národního hospodářství. Základem efektivního a bohatství maximalizující tržního řádu měly být „tři fundamentální přirozené zákony", které poprvé formuloval David Hume jako (srovnej in Hayek, 1994, s. 170):

1. zákon stability vlastnictví;
2. zákon jeho dobrovolného převodu;
3. zákon dodržování slibů.

Ještě se v této souvislosti uvádí princip svobody obchodu. Ten je však pouhým rozšířením platnosti zákona dobrovolného převodu na nadnárodní úroveň. Teprve systém uspořádaný na tomto základě vytváří podle Humeova přítele Adama Smithe podmínky pro vznik konkurence, či jinými slovy koordinaci pomocí „neviditelné ruky trhu". Na základě specializace, dělby práce a akumulace je poté docilováno nejefektivnějších společenských a ekonomických výsledků, souladu mezi sobeckými zájmy jednotlivců a zájmy celospolečenskými – takto je u Adama Smithe definována podstata konkurence.

Smith také sám poukazoval na nebezpečí potenciální kartelizace, aniž se domníval, že je nutné explicitní řešení. Jeho slavná formulace patří i v současnosti k absolutním citačním

standardům: „Zřídkakdy se sejdou příslušníci téhož druhu podnikání, i když je to jen k zábavě a rozptýlení, aby se nakonec jejich rozhovor nestočil na nějaké punktování proti společnosti nebo na vymýšlení způsobu, jak zvýšit ceny. Pravda, zabránit takovým schůzkám zákonem, který by se dal vynutit a který by se neprotivil svobodě a spravedlnosti, není možné.“ (tamtéž, s. 116–117)

Brzy se však ukázalo, že sám o sobě tento systém „přirozené svobody“ nemůže přetrvat v podobě, v jaké si ho výše zmínění autoři představovali. De lege garantované principy svobody smlouvy a svobody konkurence se v praxi velmi rychle vytratily. Sám o sobě totiž soutěžní hospodářský řád není řádem přirozeným („*ordre naturel*“). Ukázalo se, že pouhá hrozba – mezinárodní – konkurence je, spolu s nepřítomností efektivní státní regulace, příliš slabým ochráncem před koncentračním chováním výrobců. Pozornost klasiků byla příliš zaměřena na kritiku škodlivosti státních, tržně nekonformních zásahů (obchodní monopoly apod.). Měli nepochybně pravdu, že na svobodném trhu bez bariér vstupu do odvětví je dlouhodobá existence neadministrativního monopolu vyloučená, a to kvůli snaze ostatních podnikatelů získat podíl na abnormálním monopolním zisku. Příliš málo důrazu bylo věnováno nebezpečí moci soukromé. Spontánní vznik koncentrovaných tržních struktur vyplývající z garantované svobody smlouvy totiž brzy zahubí svobodný soutěžní řád. To má závažné důsledky nejen pro alokační (statickou) a dynamickou ekonomickou efektivnost, ale rovněž pro svobodu jednotlivce. Formálně jsou základní lidská práva a svobody garantovány, ve skutečnosti je může zajistit pouze soutěžní hospodářský řád. Eucken (1990) objasňoval tento problém následujícím příkladem: předpokládejme, že právní stát poskytuje garance svobodné volby podnikání. Tato garance je však pouhou formalitou, pokud chce například podnikatel začít obchodovat s cementem, a syndikát producentů cementu mu odmítne jakýkoliv cement prodat.

Pro disciplínu ohodnocování akcií a podniků je pojetí klasické koncepce trhu inspirativní z hlediska identifikace konkurenčních faktorů a významu cen vzniklých na základě procesu svobodné soutěže. Klasické pojetí dynamické rovnováhy trhu vychází z několika základních předpokladů:

- trhy jsou koordinovány na základě konkurence;
- systém je dlouhodobě stabilní, tj. transakce se neustále opakují, a to v obdobné „kvalitě“, což zajišťuje tvorbu přirozených cen zajišťující přirozenou (normální) odměnu výrobním faktorům a přirozenou míru zisku; pro přirozené ceny a dosahování rovnováhy je tedy zapotřebí, aby trhy existovaly po delší časové období, což ve stabilizované ekonomice do 18. století bylo skutečností;
- vzhledem k tomu, že pro způsob alokace jsou rozhodující pravidla, podle nichž systém funguje, je potřeba se některých nežádoucích důsledků svobodné soutěže vyvarovat, tj. zajistit, aby soutěž zůstala svobodná v rámci pravidel (to později rozpracovala hlavně ordoliberální škola).

5.2 Statická analýza neoklasické ekonomie

Statická analýza neoklasické ekonomie tvoří až do dnešní doby základ výuky veškeré mikroekonomické teorie na vysokých školách, a to celosvětově. Je proto logické, že i analytické předpoklady, metody a terminologie přecházejí do úpravy řady činností a regulací ve smyslu

zákonné či podzákonné regulace. V minulosti to mohla být soutěžní politika, svůj obraz má neoklasika částečně i v dnešních oceňovacích standardech a hlavně v oceňovací metodologii. Co je však především důležité a co v praxi vyvolává mnohé kontroverze, je fakt, že oceňovatelé využívají některých oceňovacích metod právě v návaznosti na neoklasické hypotézy, které však vždy platí jen za striktně definovaných podmínek, a co je důležité, teorie nebyla pro vysvětlení reality původně konstruována. Jako příklad je možno uvést předpoklad stabilizace odvětví v dlouhém období. Na empirických testech v další kapitole bude ukázáno, jak mylné mohou tyto předpoklady být a že obecně výnosovými metodami není možno odhadnout vnitřní hodnotu aktiva, není-li k dispozici soutěžní trh, který by tento odhad verifikoval.

Ve světě klasické ekonomie hrála konkurence dynamickou roli. Při jistém zjednodušení můžeme říci, že pravidelný koloběh klasického světa redukoval roli konkurence jen na funkci rozdělování na základě konkurenční tvorby cen. Neoklasická analýza se soustředí především na modelový popis procesu dosažení rovnováhy za daných podmínek. Pokud zahrneme pod tzv. „neoklasickou ekonomii" cambridgeskou školu, pak je to marshallovská „*ceteris paribus*" analýza, u laussanské školy (Walras) se jedná o přístup agregátní. Aspekty dynamické role konkurence jsou v realitě neustále se měnících tržních podmínek zanedbány, abstrahuje se od role podnikatele v procesu ekonomické evoluce.

Neoklasická teorie cenové tvorby úzce souvisí nejen s pozdějšími teoriemi soutěžní politiky, své reflexe nachází i v metodologii a standardizaci oceňování, kdy někteří lidé podléhají iluzi, že můžeme v realitě spolehlivě zjistit rovnovážné ceny (tržní hodnoty) pomocí modelů dokonale konkurenčních trhů. Znalost teorie cenové tvorby je výchozím předpokladem pro to, abychom mohli vysvětlit strukturu relativních cen v tržní ekonomice, popsat tvorbu ceny v konkrétní formě tržního uspořádání a v neposlední řadě také vysvětlit, z jakých důvodů může docházet ke změnám relativních cen. V následujících teoretických exkurzech se zmíníme o některých aspektech neoklasické teorie cenové tvorby a teorii budeme konfrontovat s realitou.

Neoklasickému přístupu je vytýkána především jeho statičnost a nereálnost předpokladů. Následné formální dedukce vyplývající z apriorních předpokladů hledají jen velmi obtížně svůj obraz v reálném světě. Přesto nelze tuto teorii označit za nepotřebou či mylnou. Její poznatky pro nás mají značnou referenční hodnotu – vypovídají o podmínkách rovnováhy a způsobu, jakým je systém do rovnováhy uváděn. Zde ale využití neoklasické teorie pro účely praktického oceňování končí.

Ekonomická teorie bohužel není zcela jednotná v užívání pojmů „statika", „dynamika" a „proces". Autoři především často zaměňují dynamické a procesuální aspekty ekonomického vývoje. Je třeba zdůraznit, že se obecně nejedná synonyma. Zde učiňme jen krátkou definiční poznámku. Statickou analýzou se budeme zabývat podrobněji v následujícím odstavci. Jednoduše můžeme shrnout, že statická analýza relevantních proměnných se vztahuje k jednomu časovému okamžiku. Dynamická analýza je poté rozšířením statické analýzy o aspekt času. Odlišení mezi statikou a dynamikou, respektive tzv. komparativní statikou – srovnání rovnováhy v různých časových okamžicích –, pochází od Ragnara Frische. Procesní analýza je kvalitativně zcela odlišná! Jak bude podrobněji uvedeno v kapitole věnované Schumpeterovi, procesní pohled je širší než jen pohled dynamický. Nejsou analyzovány pouze dvě proměnné – cena a množství –, nýbrž veškeré konkurenční akční parametry. Rovněž výsledky dynamické a procesní analýzy mohou být značně odlišné. Jak poznamenal Arndt: „V rovnováze je minulost uzavřena a budoucnost neexistuje. V ekonomických procesech je tomu jinak." (1976, s. 8) „Snaha o dosažení zisku v ekonomickém procesu a maximalizace zisku v podmínkách rovnováhy nejsou identické." (tamtéž, s. 28)

5.2.1 Model dokonalé konkurence

Vedle laického chápání hodnoty jako objektivní vlastnosti statku je častým případem také nazírání na hodnotu jako rovnovážnou cenu na apriorně postulovaném dokonalém trhu. Samozřejmě i toto druhé pojímání hodnoty vyžaduje uvést na pravou míru. Model dokonalé konkurence má pro nás ale ještě jednu důležitou aplikaci: umožňuje definovat podmínky, za jejichž současného splnění bude existovat jen jediná, správná, jednoznačně určitelná, a tudíž v tomto smyslu objektivní a na vůli odhadce nezávislá rovnovážná cena; v terminologii praktického oceňování aktiv tedy snad „objektivní tržní hodnota“. Na základě znalosti těchto definičních podmínek a jejich porovnání s podmínkami reálnými dospějeme k jednomu z důležitých dílčích závěrů, a sice že objektivnost není vlastností tržní hodnoty ve smyslu rovnovážné tržní ceny (Mařík, Krabec, 2006).

Pro alokačně a výrobně efektivní model dokonalé konkurence musejí být splněny dva druhy podmínek, které jako první precizoval F. H. Knight (1921). Za níže uvedených předpokladů se bude ekonomika nacházet ve stavu Paretova optima. Až zhruba do období druhé světové války byl tento model brán jako hlavní referenční rámec tehdy aplikované politiky na ochranu hospodářské soutěže. Stejně jako bylo upuštěno od aplikace modelů vzdáleným realitě v oblasti soutěžní politiky, je nutno revidovat chápání těchto složitých jevů i v oblasti teoretického a praktického oceňování aktiv. Uveďme pro zajímavost definiční znaky modelu dokonalé konkurence a podmínek determinovanosti cen (in Schmidt, 1993):

1. **stacionární stav ekonomiky:**
   a) daný stav technologie a tím dané produkční a výnosové funkce;
   b) daný stav obyvatelstva a zásoby výrobních faktorů;
   c) daný soubor vyráběných statků, daná struktura preferencí a daný důchod, a tudíž daná poptávka;

2. **definiční charakteristiky dokonalé konkurence:**
   a) tržní struktura:
      - podnikatelé a spotřebitelé se chovají racionálně, tj. maximalizují zisk a užitek; proces tvorby cen není nijak narušován;
      - neexistují žádné věcné, osobní, prostorové nebo časové preference nabízejících nebo poptávajících, statky jsou tudíž zcela homogenní;
      - neexistují žádné tržní frikce, tzn. trhy jsou zcela transparentní, tržní subjekty mají perfektní očekávání, statky a výrobní faktory jsou nekonečně dělitelné a prostorově pohyblivé;
      - neexistují právní ani jiné bariéry vstupu pro nabízející či poptávající;
      - reakce poptávajících a nabízejících na změny tržních dat jsou nekonečně rychlé;
      - neexistují žádné zásahy do volného procesu tvorby cen ze strany státu (například cenové kontroly) nebo ze strany hospodářských subjektů (například kartelů);
      - externí výnosy nebo náklady v pigouovském smyslu jsou vyloučeny nebo jsou automaticky eliminovány v rámci tržního procesu;
      - počet nabízejících a poptávajících je velmi vysoký, tvoří atomistický trh;

b) tržní chování:
   - nabízející a poptávající díky svému zanedbatelnému podílu na trhu nemohou svým chováním ovlivnit tržní cenu, a musí tedy podle ceny (exogenně dané trhem) přizpůsobovat vyráběné množství (parametr);

c) tržní výstup.

Na základě výše uvedených podmínek je jasně dáno tržní chování a zároveň tržní výstup, který bude charakterizován:

- **efektivností ve směně** (domácnosti dosahují maximálního užitku, mezní míra substituce se rovná převrácenému poměru cen statků; rozdělení statků mezi domácnosti je pareto-optimální, protože se mezní míry substituce všech domácností rovnají);
- **efektivností ve výrobě** (firmy vyrábějí s minimálními náklady, protože mezní míra technické substituce se rovná převrácenému poměru cen těchto výrobních faktorů; tím jsou také výrobní faktory odměňovány podle své mezní produktivity; důchod je rozdělován spravedlivě podle vykonané služby, protože nabízejícími výrobních faktorů jsou domácnosti; faktory jsou alokovány optimálně i mezi firmami, mezní míry technické substituce jsou pro všechny firmy stejné);
- **výrobně-spotřební efektivností** (tržní rovnováha je dosažena přizpůsobením nabídky spotřebitelským preferencím, mezní míra transformace nabízených statků se rovná mezní míře substituce poptávaných statků a ta se rovná převrácenému poměru cen těchto statků).

Brzy bylo od Paretova optima jako žádoucího cíle soutěžní politiky upuštěno. Koncept totiž trpí příliš nereálnými definičními charakteristikami. Z formálního pohledu nabízí elegantní popis determinace rovnovážného stavu, pro praktické účely je nepoužitelný. Předně zcela abstrahuje od evolučního vývoje hospodářství a tím vylučuje jednu z nejdůležitějších funkcí konkurence – inovační aktivitu. Jako další důvody můžeme uvést:

- konflikt cílů mezi atomistickou konkurencí a výnosy z rozsahu;
- předpoklad homogenity produkce, který implikuje nemožnost produktové diferenciace v souladu se spotřebitelskými preferencemi;
- neexistence konkurence – ano, v souladu s výše uvedenými předpoklady skutečně není místo pro konkurenční chování; cena a kvalita produkce jsou dány, tržní chování a výsledek rovněž (jako první na tento paradox poukázal J. M. Clark).

Tyto nedostatky tedy značně omezují použití, byť i jen referenční, pro modelové stanovení kategorie tržní hodnoty v rámci IVS. Standardy jednoznačně vyžadují „určitý stupeň soutěže“, chápou tedy trh jako dynamický mechanismus s přítomností skutečných lidí, a nikoliv s racionálními a perfektně informovanými spotřebiteli.

Pro bližší popis reality byly na přelomu dvacátých a třicátých let minulého století vyvinuty nezávisle na sobě dva podobné modely nedokonalé konkurence – monopolistické konkurence v díle E. Chamberlina a nedokonalé konkurence v díle Joan Robinsonové. Modely jsou dobře známy z mikroekonomické teorie, zde je uvedeme jen informativně. Důležité je, že tyto modely se staly výchozími pro poválečnou teorii a praxi politiky na ochranu hospodářské soutěže. Z Chamberlinova konceptu vychází přístup „*workable competition*“ autorů harvardské školy

(někdy se označuje jako škola odvětvové organizace – *Industrial Organisation School*). Koncept J. Robinsonové se stal základem pro precizování hypotézy relevantního trhu.

5.2.2 Monopolistická konkurence v díle E. Chamberlina

Monopolistická konkurence vychází z předpokládané heterogenity produkce a implicitně z existence preferencí. Každý výrobce nabízí svoji produkci na svém trhu, kde může ovlivnit cenu i nabízené množství produkce. Cournotův bod je zde bodem rovnováhy individuálního výrobce.

Chamberlin oddělil polypol od oligopolu. Na oligopolních trzích se spojují dva „monopolistické" faktory – malé množství nabízejících a heterogenita produkce. Větší důraz klade na výrobkovou diferenciaci než na tržní nedokonalosti. Důležitý je předpoklad, že výrobci dané skupiny mají identické nákladové funkce. Z toho Chamberlin vyvozuje, že firmy budou mít pravděpodobně přebytečnou kapacitu, a to se projeví v alokační neefektivnosti.

5.2.3 Nedokonalá konkurence v díle Joan Robinsonové

Robinsonová vychází z předpokladu, že statky vyráběné v podmínkách dokonalé konkurence jsou také dokonalými substituty. Konkurence je „nedokonalá" tehdy, pokud v rámci jedné skupiny statků existuje snazší substituovaltelnost než mezi statky této skupiny a jiných skupin – tzv. substituční mezera. Skupiny statků jsou determinovány spotřebitelskými preferencemi. Z toho plyne, že výrobce ve „své" skupině může ovlivnit nabízené množství své produkce. Kdyby byla konkurence v této skupině dokonalá, a tudíž i spotřebitelské preference irelevantní, tuto možnost by neměl.

5.2.4 Model monopolu

Značné interpretační problémy vznikají kvůli nekorektní definici monopolu či případně jeho ztotožňování s jinými formami tržní struktury. Reprezentativní přehled mírně odlišných definic zde uvádět nebudeme (viz k tomu Krabec, 2006). Pro definici monopolního postavení v „cournotovsko-marshallovském" smyslu jsou důležité dvě charakteristiky. Monopol je jediným nabízejícím a zároveň přitom čelí dané poptávkové křivce, která je nezávislá na chování tohoto monopolu stejně tak, jako je nezávislá na reakcích ostatních firem na chování tohoto monopolu (viz Schumpeter, 1972, s. 162). Při této definici jsou platné závěry tradiční monopolní teorie.

Podle poptávkové křivky si monopol zvolí optimální množství nabízené produkce a automaticky i tržní cenu. Cena není exogenní proměnnou danou trhem. Schumpeter (1972) poznamenává, že podnikatelé přicházející s novými produkty – včetně například síťových odvětví – si musejí nejprve svoji poptávkou křivku na základě charakteru své produkce vytvořit. Je-li vstup na trh otevřený, brzy dojde ke vstupu dalších firem snažících se participovat na dočasném abnormálním zisku. Bez státního zásahu garantujícího výsadní monopolní postavení není v dlouhém období pravděpodobné, že by se některé firmě podařilo udržet si abnormální zisk. Jiná je otázka v případě koncentrovaných odvětví (kartely, syndikáty apod.). Avšak tam nejsou splněny definičním podmínky monopolu!

Jaké další podmínky musejí být splněny, aby bylo možné použít standardní neoklasické analýzy? Důležitým a velmi silným předpokladem pro srovnání výstupu v monopolním a konkurenčním případě je naprostá totožnost výrobních a organizačních podmínek výroby. Na některé nedostatky vyplývající z předpokladu homogenity firem, totožnosti „principalů" a „agentů" či abstrahování od významu organizační struktury, bude ještě poukázáno.

Z hlediska oceňování podniků obchodovaných na neburzovním equity trhu jsou teoretický model a definiční znaky monopolu významné z hlediska strany nabídky. Jsou případy, kde skutečně figuruje jen jediný nabízející (například vlastník sta procent obchodního podílu). Teorie ohodnocování podniků se od interpretace teoretické ekonomie odlišuje tím, že se snaží o vysvětlení způsobu formování subjektivní hraničních hodnot tržních stran, tj. i jediného nabízejícího a jediného poptávajícího, již ale ponechává otevřené, jak obecně tyto strany dospějí k rovnovážné ceně, protože není možno anticipovat ani podmínky uzavření transakce, ani nekonstantní preferenční funkce subjektů transakce.

Pokud je na trhu podniku jediný nabízející a několik poptávajících, tj. dle teoretických předpokladů monopol čelí dané poptávkové křivce, nelze zobecňovat situaci, „jako kdyby" byly nekonečně dělitelné akcie tohoto podniku obchodovány na dokonalém trhu, k čemuž výnosové oceňovací metody zpravidla vedou. Dalším specifikem je fakt, že ačkoliv tržní struktura trhu podniku může být ve stavu monopol-monopson, tak trh neexistuje kontinuálně. Teorie ohodnocování podniku se nesnaží vysvětlit a zobecnit tento stav, ale naopak dospívá k řešení užitečnému z pohledu uživatelů, tj. k ke standardizaci určitých kategorií hodnoty.

5.3 Evolucionismus a dynamika v díle J. A. Schumpetera

Rakouský ekonom J. A. Schumpeter způsobil svým rozpracováním teorie tržní dynamiky a teorie inovací radikální změnu na pohled funkčnosti a významu konkurence. Jak bylo uvedeno výše, dokonalá konkurence z mnoha důvodů není optimálním koordinačním mechanismem. Pro rozvoj a nárůst blahobytu je důležitá inovační aktivita a ta je posilována nadějí na realizaci abnormálních zisků, které inovátor díky svému výjimečnému tržnímu postavení bude v krátkém či středně dlouhém období realizovat. Inovační aktivita v dokonale konkurenčním prostředí nemá žádný význam, protože produkce je homogenní, neexistují preference, transakční náklady jsou nulové a neexistuje časová dimenze, takže abnormální zisk by byl ihned vynulován. Kontroverze neoklasické mikroekonomie se nejlépe projeví ve světle tržní dynamiky. Generátory hodnoty a pokračující hodnota v rámci výnosového ocenění nám poslouží jako vhodný prostředek pro to, abychom ukázali, jak důležitá je role očekávání ekonomických subjektů (tvůrců trhu) ohledně budoucnosti. Vzhledem k tomu, že budoucnost je nepředvídatelná, je potřeba vytvářet očekávání. Daný stav věcí ale bude u každého z tvůrců nabídky a poptávky trhu vyvolávat jiná očekávání. Lachmann (1977) ve své teorii divergentních očekávání dokonce naráží na samotnou metodologickou podstatu rakouské školy, když zpochybňuje racionalitu tržního procesu (Holman, 1999). Z pohledu ocenění těchto transakcí je nutno se zabývat budoucím vývojem peněžních toků plynoucích vlastníkovi akcie či hromadného aktiva a jejich rizikovostí. Právě metodologie založená na současné hodnotě očekávaných peněžních toků povede k tomu, že budoucnost bude redukována do modelů, které jsou nutně informačně deficitní a nemohou přesně vystihovat budoucí vývoj, a výnosová

hodnota (tj. výsledek diskontního modelu) tak nebude mít vlastnost obecně platné částky (objektivní hodnoty).

Tato skutečnost by nemusela představovat problém při zjišťování tržní hodnoty podniku dle IVS za předpokladu, že by bylo možno prokázat tvorbu očekávání právě na základě stejného modelu a stejných předpokladů i u prodávajících a kupujících tohoto aktiva, navíc za standardizovaných podmínek transakcí. Tato podmínka v praxi zpravidla ověřitelná nebude. Bylo by konkrétně nutno prokázat, že tvůrci nabídky a poptávky trhu vytvářejí finanční plány podle stejné metodiky, mají stejné subjektivní oportunitní náklady svých investic do daného aktiva, stejný investiční horizont a podobně a že právě na základě tohoto modelu se skutečně ve svém rozhodování řídí, tzn. model má cenotvornou funkci a je zobecnitelný do tržní hodnoty.

Zajímavé je prověřit vztah kategorií hodnoty a způsobu tvorby očekávání. Očekávání je možno tvořit prostou extrapolací, adaptivně či racionálně. Nikdy však nemohou být perfektní. V dalším textu uvedeme na příkladech, jak se může stav odvětví rychle měnit a jak rozdílný může být vývoj podobných firem s podobnými růstovými příležitostmi, ale jinou podnikatelskou strategií. Poslouží nám k tomu novátorský teoretický rámec Schumpeterovy tržní dynamiky. Argumentace obsažená v této subkapitole dokládá, že k objektivní hodnotě statku není možno dospět ani pomocí metod založených na kapitalizaci cash flow či zisku (*income approach, Ertragswertverfahren*), ani metodami srovnávacími. Vedle odmítnutí „objektivních", na historických nákladech založených oceňovacích metod se jedná o další soubor argumentů proti hypotézám-interpretacím, že budu-li postupovat v souladu s nejlepší možnou výpočtovou metodikou, mohu se takto dobrat tržní hodnoty podniku (Šantrůček, 2006).

Za předpokladu, že by byl trh oceňované věci hromadné (podniku) řízen konkurenčním procesem, bylo by možné použít – jako výchozí či substitučně[17] – metody tržního porovnání. V případě, že by výnosové a porovnávací metody dávaly různé výsledky, jsou možná následující vysvětlení:

- Společnost je trhem na bázi porovnání oceněna příliš optimisticky či příliš pesimisticky, protože trh jako takový funguje informačně a organizačně neefektivně, na první pohled se jeví, že výsledek tohoto srovnání je možné využít pro výhodný prodej nebo nákup akcií této společnosti. Pravda je o něco složitější. Důležité je, že tržní kapitalizace není to samé co tržní hodnota podniku; za normálních okolností je složité zjistit, jaké strategické či regulatorní faktory mohou u tvůrců trhu odlišnosti mezi „teoretickými" a skutečnými hodnotami způsobovat. To je mimo jiné také důvod, proč je obtížné rozpoznat cenové bubliny na akciových trzích od stavu, kdy tržní kurzy rostou kvůli zlepšujícím se fundamentálním finančním parametrům u emitentů.
- Pokud trh funguje efektivně, přednost by měla dostat metoda porovnávací, protože funkční trh poskytuje ocenění, do kterého vstupují preference a očekávání tvůrců trhu. Tento poznatek je také významný, protože odkrývá fakt, že dopředu hledící výnosová ocenění sice určují současnou hodnotu očekávaných budoucích peněžních toků, zcela však abstrahují od důležitosti vztahu nabídkové a poptávkové strany trhu. Opět je důležité odlišovat ocenění ex ante a ex post. U odhadu prováděného ex ante je použití srovnávacích metod založených na datech čerpaných ze soutěžního trhu věrohodnější právě proto, že již sumarizujeme a operujeme s údaji vycházejícími z projevených preferencí tvůrců trhu (bez ohledu na to, jestli jsou

17 Tj. buď vztáhnout ocenění přímo k cenám dané společnosti (jejích akcií či obchodních podílů), nebo využít údajů za srovnatelné podniky, jsou-li k dispozici. Opět je třeba mít na paměti, že z pohledu funkce a soutěže se v případě kotovaných akcií a podniku jedná o rozdílné trhy.

založeny na správném či mylném chápání současnosti a budoucnosti), což metody vycházející z kapitalizace peněžních toků či zisku neumožňují. Pohled ex post, po uskutečnění oceňované transakce, teprve umožňuje legitimizovat ocenění vycházející z očekávaných výnosů tím, že ho tvůrci trhu buď akceptují, nebo nikoliv. Neoklasické modely kapitálového trhu těmto praktickým problémů čelit nemusejí, protože předpokládají, že se transakce uskutečňují na trhu dokonalém, a tedy všechna očekávání jsou homogenní a perfektní.

Podívejme se nyní podrobně na postup výnosového ocenění a jeho teoretické fundace a konfrontujme tento pohled s procesuálním pohledem na tržní hospodářský řád, v němž probíhá ekonomická aktivita oceňovaného podniku, respektive aktiva. Zabývejme se dvěma aspekty:

- užitečností zobecňující neoklasické teorie pro oceňování hromadných aktiv v dynamickém prostředí;
- cenotvornou funkcí výsledku výnosového ocenění (někdy označovaného jako vnitřní hodnota akcie či podniku).

Jeden z důležitých metodologických problémů tvoří již odhad finančních parametrů v rámci analýzy a prognózy generátorů hodnoty (viz Mařík a kol., 2007), od nichž se odvíjí výše peněžních toků, jejich současná hodnota a především velikost pokračující hodnoty, čili hodnoty peněžních toků či zisků realizovaných v období „stabilizace" činnosti oceňovaného podniku.

Pokračující hodnota tvoří v závislosti na délce finančního plánu nadpoloviční část výnosové hodnoty oceňovaného podniku. Není proto s podivem, že pojetí pokračující hodnoty a vymezení generátorů hodnoty, z nichž finanční plán sestavený pro účely ocenění vychází, vyvolává řadu diskusí. Jaký typ pokračující hodnoty zvolit (u výnosového ocenění prostá perpetuita, Gordonův vzorec, parametrický vzorec aj.) a jak tuto veličinu konstruovat? Oceňovací metody a jejich teoretické pozadí jsou odvozeny především z ortodoxních neoklasických východisek a předpokladů ohledně chování firmy a odvětví v dlouhém období (k tomu viz Marshall, 1890, zde in 1920, Schumpeter, 1986, Schmidt, 1993 a mnozí další). Z česky psané literatury můžeme mezi dalšími vyzdvihnout práce Mařík a kol. (2003, 2007), Šantrůček (2006) a ze zahraničí Copeland a kol. (2000) či Damodaran (2002 a 2006). Citovaní autoři vycházejí z hypotézy, že firma v dlouhém období obecně nemůže mít kladný ekonomický zisk, tedy permanentně dosahovat vyššího zhodnocení zapojeného kapitálu, než jsou její oportunitní náklady.

Odlišný pohled na problematiku pokračující hodnoty profilující se vedle hlavního proudu naší a světové oceňovací literatury zabývající se touto tematikou vychází z procesuálního pohledu na ekonomickou aktivitu. Na příkladech z praxe ukážeme, jak mylný může předpoklad stabilizace ohledně parametrů výnosové pokračující hodnoty být a jak „touha po stabilizaci a stacionaritě" neodpovídá základní vlastnosti umožňující uspět na trhu, tedy podnikatelství (viz Schumpeter, 1964 a Kirzner, 1998), a jak v případě odhadu tržní hodnoty ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS, 2007) naráží na předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití oceňovaného aktiva (*highest and best use*). Není-li totiž možno na základě existence soutěžního trhu zdůvodnit splnění předpokladu o nejvyšším a nejlepším využití oceňovaného aktiva, není možno odhadovat ani jeho tržní hodnotu. Je nutné se zabývat předpokladem nejvyššího a nejlepšího využití, jenž tvoří jeden ze základních principů tržních oceněních prováděných v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy: „Nejvyšší a nejlepší využití je definováno jako: nejpravděpodobnější využití aktiva, které je fyzicky možné, dostatečně zdůvodněné, právně povolené, finančně proveditelné a jehož výsledkem je nejvyšší hodnota oceňovaného aktiva… Koncept nejvyššího a nejlepšího využití je fundamentální a integrální součástí odha-

dů tržní hodnoty.“ (IVS, 2007, s. 28 a násl) Toto pojetí tržní hodnoty odpovídá výše uvedené hypotéze, že u likvidních aktiv obchodovaných na konkurenčních, efektivně tímto procesem řízených trzích by měl tržní kurz směřovat k hodnotě určené podle výnosové metody ocenění, která z pohledu investora umožňuje posoudit rizikově-výnosový profil investice. Nejlepší a nejvyšší využití je tedy – máme-li se vyhnout subjektivním spekulacím – zjistitelné až ex post na základě analýzy transakcí probíhajících na soutěžním trhu. Podle definice nejvyššího a nejlepšího využití je zřejmé, že se hodí, a je míněna spíše pro aktiva, jejichž hodnota sice závisí na budoucích peněžních tocích, ale nemají povahu věci hromadné. Typickým příkladem jsou komerční nemovitosti, kde je nejvyšší a nejlepší využití s odbornou péčí a zkušenostmi oceňovatele zjistitelné. Jak ukážeme na příkladech, u podniků je situace složitější, protože jejich budoucí výnosnost záleží zejména na konkurenční strategii a její implementaci, tedy na faktorech, které je velmi obtížné anticipovat.

Tržní dynamice, procesuálnímu vývoji hospodářství a inovacím jako zdroji ekonomického vývoje bude věnována pozornost poté, co poukážeme na slabá místa konceptu základního. Je pozoruhodné, že ačkoliv se nejedná v oblasti ekonomické teorie o žádné novinky, cestu do oceňovací praxe si hledaly desítky let. V dnešní době dochází navíc k neustálému zintenzivňování významu inovací a neustávající kontinuální potřeby adaptace a změn podnikatelských strategií a modelů z důvodu globální konkurence a narůstajícího významu sofistikovaných informačních technologií. Moderní literatura zabývající se marketingem a podnikatelskou strategií jako Kotler a kol. (2006) či Grant (2005) široce a v detailech poukazuje na to, že trh není jen předvídatelně se vyvíjející odbytiště nějaké fyzické produkce, z čehož stále vycházejí standardní oceňovací metody, ale složitým, v čase se měnícím, multidimenzionálním mechanismem; a to vůbec nehovoříme o aktivech s vlastnostmi věci hromadné, jejichž výnosová hodnota závisí primárně na funkčnosti realizované podnikatelské strategie, kterou musejí podniky kontinuálně adaptovat na nové konkurenční výzvy – zde nebude nejvyšší a nejlepší využití tohoto typu aktiva obecně možné identifikovat. Uveďme k tomu dva příklady k prognóze tržeb:

1. Zaprvé se zabývejme vývojem odbytových trhů. Při zvýšení nominálních tržeb se zdaleka neoperuje jen s parametry cenou a množstvím produkce realizovaným na stávajících trzích. Trh se zvětšuje totiž nejen ve smyslu stávajících výkonů (*market expansion* – geografické, produktové skupiny, organický růst), ale firmy mají stále více možností provádět rozšiřování trhu ve smyslu funkčním (*market extension*). Tehdy dochází k otevření nových trhů, produkce firmy je prodávána novým zákazníkům v jiných odvětvích (například společnost vyrábějící laserové přístroje pro použití v těžkém průmyslu se rozhodne rozšířit portfolio produktů o lasery s aplikací v medicíně, rozředit takto své fixní náklady a díky realizaci synergických efektů z technického know-how a držbě patentů zvýšit využitelnost a rentabilitu investovaného kapitálu).
2. Zadruhé uveďme příklad způsobu prodeje. Představme si podnik vyrábějící hračky. Jaká podnikatelská strategie zajišťuje nejvyšší a nejlepší využití podniku-hromadného aktiva? Do čeho má smysl investovat? Do distribučních kanálů přes maloobchodní řetězce, do budování vlastního internetového portálu, nebo dokonce do využití stále více populárních MSP (*Multisided Platforms*)? Jako příklad může posloužit společnost Toys „R“ Us, která se rozhodla využívat portálu Amazon jako MSP pro odbyt své produkce. Na první pohled vynikající myšlenka založená na argumentu komparativních výhod, realizace úspor z rozsahu a dosažení podstatně širšího spektra klientů přes portál Amazon skončila finančními ztrátami výrobce hraček a žalobou na Amazon (o detailech a důvodech viz Hagiu, Yoffie, 2009). Je naprosto iluzorní se domnívat, že by oceňovatel i při nejlepší odborné péči byl schopen tyto alternativy z pohledu identifikace nejvyššího a nejlepšího využití vyhodnotit ex ante.

Postihnutí evolučního vývoje firmy, jejích stávajících a potenciálních relevantních trhů a schopnosti managementu na tyto výzvy reagovat vyžaduje, abychom se začali zabývat mikroekonomickým výzkumem behaviorálních faktorů na úrovni firmy. Tyto poznatky je poté nutno promítat do metod „dopředu hledícího" výnosového ocenění. Ambicí této subkapitoly není kritizovat stávající hlavní proud finanční teorie, ale doplnit ho o postřehy z oblasti evoluční a institucionální ekonomie, dokladovat jejich význam na převzatém empirickém materiálu a v závěru formulovat některá doporučení pro praktickou použitelnost tržních a netržních kategorií hodnoty podle Mezinárodních oceňovacích standardů.

5.3.1 Základní koncept a běžná praxe

Je-li splněna podmínka trvalého pokračování podniku (*going concern*), je na místě použití výnosové pokračující hodnoty, většinou v podobě (viz Mařík a kol., 2007):

1. jednoduché perpetuity;

$$Pokračující\ hodnota = \frac{FCF_{T+1}}{i_k} \tag{1}$$

kde FCF_{T+1} = volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
i_k = diskontní míra

2. Gordonova vzorce (konstantně rostoucí perpetuita);

$$Pokračující\ hodnota = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \tag{2}$$

kde FCF_{T+1} = volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
i_k = diskontní míra
g = míra růstu

3. parametrického vzorce.

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPV_{T+1}\left(1-\frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g} \tag{3}$$

kde KPV_{T+1} = korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce prognózy
r_i = rentabilita čistých investic
i_k = diskontní míra
g = míra růstu

Tyto koncepty vycházejí z předpokladu, že podnik se vyvíjí určitým typizovaným způsobem. Investice do firmy bude investorovi přinášet určité očekávané peněžní příjmy, zatížené příslušným rizikem na principu souměrnosti (peněžní tok je diskontován na svoji současnou hodnotu odpovídající diskontní sazbou, ve variantě Entity průměrnými váženými náklady kapitálu a ve variantě Equity pouze náklady kapitálu vlastního). Základní otázkou je, zdali tvůrci poptávkové strany trhu, alespoň v průměru, tvoří své preference v souladu se základními předpoklady modelů výnosového ocenění. Dále v textu uvidíme, že nikoliv, respektive že toto není možné prokázat či že důkaz tohoto typu nemá smysl, protože trh kontinuálně neexistuje.

Standardní situace odpovídá čtyřem tržním fázím, od zavedení produktu až po stagnaci (Heuss, 1965, Krabec, 2006). Podle situace odhadce naplánuje očekávanou dynamiku tržeb a z ní odvodí příslušné volné cash flow a s ohledem na předpokládané financování rozvoje i výši diskontní sazby. Podle podrobnosti finančního plánu se používá v různých variantách **dvoufázového** modelu DCF:

$$V = \sum_{t=1}^{T} FCF_t (1 + i_k)^{-1} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \tag{4}$$

kde T = délka první fáze v letech
TV = pokračující hodnota
i_k = diskontní míra
FCF = volný peněžní tok
V = hodnota podniku (entity či equity)

či **třífázového** modelu DCF:

$$V = \sum_{t=1}^{T1} FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} FCF_t (1 + i_k)^{-t} + FCF_{T2+1} (1 + i_k)^{-T2} i_k^{-1} \tag{5}$$

kde T1 = délka první fáze v letech
$T2$ = součet délky první a druhé fáze
i_k = diskontní míra
FCF = volný peněžní tok
V = hodnota podniku (entity či equity)

Toto jemnější členění umožňuje postihnout očekávané rozdíly v dynamice tržeb a zprostředkovaně i volného cash flow v časovém horizontu finančního plánu. Typizace vývoje firmy pro účely ocenění je paušalizací, která může vystihovat skutečnou situaci. Čím je však tržní prostředí variabilnější, tím větší odchylky je možno očekávat. Jedná se většinou o veličiny, které firma samotná ovlivnit nemůže nebo které může ovlivnit jen zprostředkovaně či jich více či méně úspěšně využít. Toto je bohužel jen jedna strana mince. Existují případy firem operujících v „umírajících" odvětvích, a přesto vykazujících excelentní výsledky nejen v dynamice realizovaných tržeb, ale především ve vytváření kladné přidané ekonomické hodnoty. Tento potenciál pro dosažení úspěchu je primárně podmíněn kvantitativně přímo neměřitelnými faktory s vlivem na nejvyšší a nejlepší využití kapitálu investovaného do podniku. Firma není

jen černou schránkou mající za úkol maximalizovat zisk, ale složitým sociálněekonomickým prostředím. Výzkum behaviorálních faktorů na mikroekonomické úrovni opětovně potvrzuje důležitost firemní kultury a sociálního prostředí jako důležitého zdroje konkurenční výhody pro dosažení úspěchu. Produktové a výrobní inovace zdaleka samy o sobě nedostačují. Výsledky se neprojeví skokově, ale až ve středně dlouhém období (například po uplynutí první fáze finančního plánu, níže v textu budou uvedeny příklady).

5.3.2 Zdroje konkurenční výhody a tvorba ekonomické přidané hodnoty

Budoucnost není možno předpovídat. „Předpoklad stabilizace" je nutným zjednodušením, který oceňovateli „kryje záda" před případnými námitkami a vešel tak i do standardizace objektivizované hodnoty upravené v rámci IDW S 1. Standard tržní hodnoty dle IVS 1 o stabilizaci nehovoří. Prostředí není stabilní dnes, v průběhu první fáze, a není jediný důvod předpokládat, že bude stabilní po pěti či deseti letech. Oceňovatel je při odhadu kategorií tržní či objektivizované hodnoty stavěn do role scenáristy modelujícího chování a rozhodovací proces účastníků (reálné či hypotetické) tržní transakce s oceňovaným aktivem. Máme řadu důvodů se domnívat, že zde může docházet ke značnému nesouladu. Při konstrukci finančního plánu postaveného na generátorech hodnoty a odhadu parametrů pokračující hodnoty je běžná praxe následující:

- **Odhadcovský pohled**: průměr trhu komentovaný v empirických studiích je tak a tak vysoký, z důvodu opakovatelnosti a transparentnosti ocenění se na to odkáži a budu předpokládat stabilizaci v dlouhém období, protože to říkají poučky neoklasické (mikro-)ekonomie a na ně navazující oceňovatelská literatura. Vymezením relevantního trhu oceňovaného aktiva (tj. trhu samotného podniku, nikoliv trhů jeho produkce) z pohledu poptávkové strany trhu se vůbec zabývat nebudu.

- **Podnikatelský pohled** je zcela odlišný[18]: nikdy nesmím spadnout do průměru. Udělám vše pro to, abych překonal konkurenci a abych přežil. Normální zisk mi nestačí, a to ani v dlouhém období. Své firmě budu vštěpovat kulturu podnikatelství a „risk taking-u". Nikdy se neztotožním s tím, že by v dlouhém období měly tržby a zisky v průměru růst tempem, které je odvozeno z agregovaných tržních dat či makroekonomických ukazatelů (průměrný růst HDP, ekonometricky odhadnutý růst potenciálního HDP apod.). Pokud se vyčerpá jeden z produktů, v předstihu se začnu zabývat dalšími výrobními a produktovými inovacemi, repositioningem a marketingovou strategií, možnostmi použití v jiných oborech aj. Jen tak budu schopen zajistit, že investovaný kapitál do podniku bude nejvíce a nejlépe využit (*highest and best use*).

Na řadě praktických příkladů je možno ukázat, že odhadcovský pohled obecně neplatí a že zjednodušení pramenící z neoklasické abstrakce, metodologického kolektivismu a paušalizace mohou vést k výsledkům velmi se odchylujícím od reality, a tudíž si nemohou a nemají činit ambice na odhad obecně platných hodnot bez toho, aby pro oceňované aktivum existoval dostatečně kvalitní soutěžní trh. Empirie poskytuje dostatečně ilustrativní příklady. Pro určité účely ocenění to není překážkou (například pro odhad *Fair Value*, *Value in Use* či objektivizované

18 Jedná se o podnikatele v schumpeteriánském smyslu, nikoliv o manažery-správce.

hodnoty, které jisté postupy přímo normuje), avšak uživatelé ocenění si musejí být dobře vědomi správné interpretace výsledku a případně jeho omezené vypovídací schopnosti.

Ocelářství je typickým odvětvím ve čtvrté fázi vývojového cyklu. Největší rozmach se uskutečnil v 19. století, kdy docházelo k industrializaci a rozvoji dopravní infrastruktury. Druhá polovina minulého století již žádné vyhlídky abnormálního růstu neslibovala. Ocelářská lobby v USA dosáhla toho, že federální vláda v zájmu ochrany strategických odvětví uvalila na tento typ produkce celní ochranu. Tato tržní nedokonalost dlouhá desetiletí prospívala ocelářským gigantům, jako byla například US Steel či Bethlehem Steel. Po zrušení celní ochrany začaly mít americké ocelárny velké potíže: stabilizované odvětví s takřka homogenní produkcí, konkurenti z Číny, Brazílie a Japonska s obdobnou expertizou, nesrovnatelně nižšími náklady a často bohatší o inovativní technologie a mnohé další faktory.

Při ocenění americké ocelárny by byl standardní způsob uvažování oceňovatele (respektive v postup v souladu s výše citovanou literaturou) následující:

- oceňuji firmu podnikající ve stabilizovaném, umírajícím odvětví;
- konkurenční tlak je mimořádně silný;
- firma sice dlouhodobě přežít může, ale při nejlepší vůli maximálně pokryje své náklady kapitálu;
- empirie mi říká, že ocelářství dlouhodobě ničí hodnotu (v letech 1986–1997 vykazovalo odvětví v USA průměrný podíl EVA k investovanému kapitálu na úrovni minus 6,4 % a rentabilita aktiv dosahovala 2,3 % – citace dle Grant, 2005, s. 71).

Odvětvový reprezentant, dříve jedna z největších firem na světě, dnes již neexistující pensylvánská Bethlehem Steel, vykazovala vývoj přesně v souladu s očekáváními (viz Collins, 2001, s. 157). Výsledek těchto úvah je nasnadě: Budu-li oceňovat průměrnou americkou ocelárnu, plán generátorů hodnoty povede při nejlepší vůli k tomu, aby byl zajištěn předpoklad trvalého pokračování podniku. Po první fázi finančního plánu použiji nulovou či velmi nízkou očekávanou míru růstu.

Výše popsaný způsob uvažování by fungoval v mnoha případech, v jiných by byl naopak fatální chybou. Příkladem je ocelářská společnost Nucor. Zatímco v odvětví docházelo v průměru k ničení hodnoty investovaného kapitálu s ohledem na riziko, v letech 1975–1990 dosáhly akcie Nucoru 5,16násobné výnosnosti ve srovnání s výnosností celého amerického akciového trhu (tamtéž) a dodnes patří k jednomu z nejvýkonnějších titulů. Můžeme spekulovat i o tom, že ocenění prováděná před rokem 1976 by dokonce preferovala investice do akcií Bethlehem Steel.

Jaké byly důvody pro tak fenomenální úspěch středně velké ocelárny s maximálně národním významem? Co pomohlo Nucoru přežít liberalizaci dle pravidel WTO, a navíc ve stejnou dobu (!) mnohonásobně překonat běžný průměr branže? Collins (2001) dochází k paradoxnímu zjištění, které shrnuje rozhovor s generálním ředitelem a iniciátorem tohoto úspěchu Kenem Iversonem: „Primárními faktory úspěchu byly jednotnost společnosti a schopnost předat naši filozofii skrze celou organizaci, umožněná nízkým množstvím hierarchických vrstev a byrokracie.“ Jiný manažer dodává: „Dvacet procent našeho úspěchu spočívá v technologii, kterou ovládáme… [ale] osmdesát procent úspěchu je v kultuře naší společnosti.“ (tamtéž, s. 156)

Na příkladech uvedených v citované práci Collinse (2001) je možno ukázat, jak významnou roli hrají faktory, které není možno přímo měřit. Je otázkou, co se konkrétně stalo v Nucoru, co způsobilo tak zdánlivě náhlý obrat od průměrných výsledků k vynikající výkonnosti. Odvozovat výpočet hodnoty primárně od parametrů finanční analýzy a odvětvových benchmarků může

vést k fatálním chybám, i když tyto chyby mohou vyjít najevo až ve středně dlouhém období. Výzkum Collinse (2001) identifikoval nejvýznamnější faktory přispívající k tomu, že aktiva společnosti budou skutečně využita podle zásady nejvyššího a nejlepšího využití.

Smyslem této subkapitoly jistě není kritika standardně používaných oceňovacích modelů a jejich informačního deficitu. Budoucnost je nepoznatelná, a právě proto je nutno činit příslušná očekávání. Metodologie vycházející z odvětvových parametrů, standardního „objektivizujícího" přístupu a z představy, že ve středně dlouhém období vše směřuje k určitému standardu, může vést ke značným nepřesnostem, a proto je třeba standardizovat a odhadovat odpovídající kategorii hodnoty, nikoliv automaticky hodnotu tržní.

5.3.3 „Průměrný management" a firma jako „bundle of core competencies"

Rozdíly mezi „průměrnými očekáváními" a skutečností má širší důsledky, než by se mohlo na první pohled zdát. Dochází totiž ke konfliktu mezi koncepty průměrného investora (či průměrného managementu) a nejvyššího a nejlepšího využití. Jak ukážeme dále, tento rozpor je jen zdánlivý. Na soutěžním trhu jsou oba tyto předpoklady splněny zároveň a právě proces konkurence zaručuje, že ceny odrážejí nejvyšší a nejlepší využití aktiva; jelikož spotřebitel je cenovým příjemcem, plní i roli průměrného investora nakupujícího za standardních podmínek (typickým příkladem takto fungujícího trhu je trh ojetých automobilů či trh komerčních nemovitostí).

Standardní neoklasický přístup vnitřně počítá s tím, že oceňovaná společnost je řízena týmem manažerů-rutinérů (tedy nikoliv podnikatelů v pravém slova smyslu), kteří se mají starat jen o co nejefektivnější vynaložení disponibilních zdrojů. Pokud se firma k datu ocenění nachází v růstu, má se za to, že je to jen dočasný pozitivní výkyv způsobený existencí patentu či inovace dočasně garantující firmě jistou formu monopolního zisku (firma je jediným nabízejícím služby či statku na daném relevantním trhu, od nezákonných, soutěž omezujících praktik abstrahuji). Je tomu ale skutečně tak?

Originální přístup nacházíme v díle J. A. Schumpetera, pro kterého je konkurence nutným prostředkem a iniciátorem tzv. tvořivé destrukce (*schöpferische Zerstörung*). Poprvé rozvinul tuto teorii v jedné ze svých stěžejních prací *Teorie hospodářského vývoje* (*Die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*) z roku 1911 (zde dle 1964). Na tomto místě Schumpeter připomíná, že první krok k dynamickém přístupu učinil J. S. Mill, který ve svých *Principles* z roku 1848 vyzývá k zahrnutí dynamického aspektu do teorie ekonomické rovnováhy klasiků, za jejichž následníka se sám považoval. Schumpeter se – dle vlastních slov – dostává ve stopách Milla ještě dále a dokazuje, že základní principy stacionární a nestacionární ekonomiky se podstatně odlišují.

Další prvenství přiznává Schumpeter J. B. Clarkovi – otci J. M. Clarka –, který jako první striktně odlišil a definoval podmínky statického a dynamického ekonomického systému. Clark pochopil, že „dynamické momenty" (růst kapitálové zásoby, růst počtu obyvatel, změna spotřebitelských preferencí, změna technologie, respektive změna organizace produkce) způsobují narušení statické rovnováhy a ekonomický systém za daných podmínek po tomto vychýlení směřuje k ustanovené rovnováhy nové. Sám však toto vymezení, jak ho předložil Clark, nepřijal. Za nejrozvinutější podobu statického přístupu považuje Schumpeter Walrasovu teorii všeobecné rovnováhy.

Abychom mohli přistoupit k problematice hospodářského vývoje, je třeba uvést, jak Schum-

peter „vývoj“ vlastně definuje (viz Krabec, 2006). Nejprve je nutno kvalitativně odlišit vliv jednotlivých změn v rámci hospodářského procesu. Při statickém pohledu se hospodářství jeví jako neustálý koloběh stále se opakujících operací. Tím, jak se všechny zúčastněné subjekty neustále adaptují na permanentní změny ekonomických proměnných (ceny, poptávané množství apod.), směřují tento systém neustále do stavu rovnováhy. Tyto změny dat mohou mít buď endogenní povahu – například mohou být dány změnou spotřebitelských preferencí –, anebo mohou být přivozeny exogenně, změnou v hospodářské politice, následkem válek apod. Určitým kombinacím dat odpovídá jistý hypotetický stav rovnováhy a tento proces je možno – za určitých daných předpokladů – popsat nástroji statické analýzy. Ze stejné logiky vychází konstrukce modelů DCF[19]. Z toho logicky nevyplývá, jak již bylo naznačeno výše, že pomocí statické analýzy je možno popsat pouze stacionární ekonomiku. Prozkoumejme tento metodologický problém podrobněji.

Dle Schumpetera potřebujeme pro pochopení dynamických momentů jiný metodologický přístup. Příčiny ani následky „nárazových“ změn dat, vyvolaných uvnitř výrobní sféry, se pomocí statického aparátu popsat nepodaří. Zásadní rozdíl tedy spočívá v tom, jakého původu jsou změny v datech. Pokud se jedná o pouhé přizpůsobování v rámci pravidelně se opakujícího procesu, o žádný vývoj v tomto smyslu nejde. Schumpeter již dobře věděl, že hypotetický stav statické rovnováhy je pouze jedním z relativních optim. Za jasně definovaného předpokladu dokonalé konkurence by dosažení tohoto stavu prakticky vylučovalo další nárůst blahobytu. Přizpůsobení probíhá stále stejným způsobem. K vývoji dochází teprve tehdy, když do hospodářského procesu aktivně vstupují nové objevy a inovace. Jejich zařazení má bezprostřední vliv na hospodářský proces, změnu dat a konečně i na způsob přizpůsobení.

Jako příklad uvádí výstavbu železnice. To, co se v rámci ekonomiky děje následkem „skokového“ zařazení tohoto nového objevu, už je možno zase vysvětlit pomocí výše uvedené metody: jako adaptaci na změnu v datech, která ale povede již k jinému stavu rovnováhy. Pokud tedy shrneme – endogenní změny dat v rámci hospodářského koloběhu mají spojitý charakter, inovace do něho zasahují „nárazově“, nespojitě, a ekonomika si musí hledat jiné cesty k přizpůsobení.

Inovace jako zdroje vývoje je potřeba blíže definovat. Jedná se o skokové zařazení nových výrobních metod, čili objevení a použití nových způsobů kombinace výrobních prostředků. Schumpeter vymezil celkem pět případů, na základě kterých k vývoji dochází:

- výroba nových a spotřebitelům doposud neznámých statků nebo výroba stávajících statků v nové kvalitě;
- zavedení nové produkční metody, která v daném odvětví nebyla doposud aplikována; metoda nemusí vycházet z nových vědeckých objevů a nemusí spočívat ani v novém způsobu obchodování;
- otevření nového odbytiště, tj. trhu, na kterém dané odvětví v dané zemi doposud nepůsobilo, ať už tento trh dříve existoval, či nikoliv;
- objevení nového zdroje přírodních surovin nebo polotovarů a opět nezáleží na tom, jestli tento zdroj již dříve existoval, nebo musí být vytvořen;
- vznik nové organizační struktury, například vznikem monopolního postavení založením trustu nebo naopak demonopolizací (1964, s. 100).

19 Poznamenejme, že tržní hodnota dle IVS je také statickým snímkem ke zvolenému datu, ale vychází ze skutečného existujícího trhu, nikoliv z trhu dokonalého, jako neoklasická teorie. Za tuto připomínku děkuji Miloši Maříkovi.

Podnikatelstvím“ (*Entrepreneurship, Unternehmertum*) nazývá Schumpeter činnost potřebnou k prosazení a uvedení nových kombinací do praxe. „Podnikatel“ je definován jako každý hospodářský subjekt nadaný podnikatelstvím. Přitom není rozhodující, zda se jedná o samostatného podnikatele, nebo například o najatého ředitele akciové společnosti – rozhodující je jeho „kombinační“ inovační aktivita. Z pohledu ocenění je situace složitější o to, že musíme jednak posoudit riziko, s jakým inovace vůbec bude zisková, a také jestli tento inovativní management v oceňovaném podniku bude působit i nadále.

Soutěžní konkurence vytváří nutné předpoklady pro vznik „podnikatelů – pionýrů“, kteří mohou v krátkém období realizovat určitý abnormální neboli kladný ekonomický zisk. Ten je jim odměnou za inovace vedoucí ke zefektivnění výroby a úsporám v nákladech, respektive za kvalitativní inovace v nabídce vyráběných statků, a může existovat pouze v dynamickém ekonomickém systému. Ve stavu rovnováhy pro tento druh zisku není místo. Neexistovali by v něm podnikatelé podle definice, ale jen „vedoucí“ či „správci“, kteří zajišťují firmě v průměru jen normální zisk. Ve své činnosti jsou pouhými rutinéry, kteří si na základě zkušeností osvojili určité pracovní dovednosti a tyto postupy stále dokola aplikují v koloběhu statické hospodářské činnosti. Tyto rutiny se mohou v průběhu času zdokonalovat a postupně „v dlouhém období“ dospět až na vyšší kvalitativní úroveň. V tomto případě se ovšem o akt podnikatelství nejedná. Schumpeter sám upozorňuje na to, že činy podnikatelů musejí být svým způsobem převratné a spontánně měnit proces zaběhnutého, rutinního hospodářského koloběhu. „Malé“ a „velké“ inovace je možno dle Schumpetera synonymicky označit jako „přizpůsobující“ (*anpassend*) a „spontánní“ (*spontan*). Jednat jako rutinér, nebo jako podnikatel je ještě větší rozdíl než jít po cestě, nebo postavit cestu úplně novou (1964, s. 119, pozn. 19, s. 125).

Ne každý by však měl usilovat o to, aby patřil do úzké skupiny podnikatelů. Podnikatelé mohou získat výlučné postavení na trhu, které jim přinese odpovídající odměnu v podobě kladného ekonomického zisku. Pro společnost má takové chování mimořádně pozitivní vliv, protože vede k produktovým a technologickým inovacím a k neustálému snižování nákladů. Ne každý splňuje nutné podmínky k tomu, aby se stal podnikatelem, a ne každému by dle Schumpetera tento způsob života přinášel maximální uspokojení jeho potřeb. „Typický podnikatel se neptá, jestli každá podstupovaná námaha slibuje odpovídající ‚přebytek užitku‘. Málo se stará o hedonistické plody svých činů. Tvoří bez přestání, protože nic jiného neumí, nežije proto, aby si užíval toho, co nabude.“ (tamtéž, s. 137)

Jako příklad důležitosti inovace a manažerské kompetence můžeme uvést Chrysler pod vedením Leea Iaccocy či Teledyne pod vedením Henryho Singeltona. Po odchodu manažera s excelentními schopnostmi dochází opět ke zpomalení vývoje a růstu společnosti. Collins (2001) dochází ve svém výzkumu k závěru, že dlouhodobá abnormální výkonnost – jinými slovy můžeme pro naše účely říci nejvyšší a nejlepší využití kapitálu – bude záležet na kultuře společnosti, kterou jí „velký leader“ byl schopen vtisknout nebo naopak v tomto selhal a po jeho odchodu se vše vrátí zpět k normálnímu stavu.

Dále rozvíjí Schumpeter své koncepce v díle *Kapitalismus, socialismus a demokracie* z roku 1940. Zde podrobuje kritice statický neoklasický přístup, který podle jeho slov „vytrvale zanedbává“ vývojové aspekty kapitalistické ekonomiky. Schumpeter argumentuje, že „kapitalismus je ze své podstaty způsobem či metodou ekonomických změn a nejenže není nikdy stacionární, nýbrž ani být nikdy stacionární nemůže“ (1972, s. 136). Tento proces neustálých a stále znovu přicházejících změn nazývá „tvořivou destrukcí“ (*schöpferische Zerstörung*). Na základě charakteru tohoto procesu je nutné na změny pohlížet odpovídajícím způsobem – tj. zkoumat způsob jejich vzniku a zániku –, přičemž je nutno se vyvarovat předpokladu, že trvá „věčné bezvětří“. V konečném důsledku potom statická analýza působí dle Schumpetera jako „Hamlet bez

prince dánského“. Model dokonalé konkurence jako vzor optimální tržní struktury Schumpeter odmítá a rovněž jakoukoliv státní regulaci, která by se o něco takového snažila. Nedokonalost konkurence je základním předpokladem pro efektivní nástup procesu tvořivé destrukce, vytváří podmínky pro krátkodobou realizaci kladného ekonomického zisku. Tím ale není řečeno, že firma bude realizovat kladný ekonomický zisk jen po jedno krátké období (první fáze finančního plánu a odhadu volného cash flow). Schumpeterovy příspěvky jsou důležité i pro teorii oceňování. Při konstrukci výnosové pokračující hodnoty se vychází z předpokladu (Copeland a kol., 1994, Šantrůček, 2006), že v dlouhém období bude rentabilita netto investic, respektive rentabilita celkového investovaného kapitálu (kalkulovaného pro účely ocenění v provozně nutné výši), na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Šantrůček (2006, s. 26) uvádí, že velké a finančně silné podniky si mohou i v relativně dlouhém období udržet konkurenční výhodu a vykazovat rentabilitu investovaného kapitálu na úrovni či mírně nad úrovní nákladů zapojeného investovaného kapitálu. Tato myšlenka vyžaduje širší rozbor. Rentability nad náklady kapitálu a zároveň růstu zisku v absolutním vyjádření je možno dosáhnout dvěma způsoby: zneužitím ekonomické moci závisející především na formě trhu (Arndt, 1980), anebo permanentní inovační aktivitou (spolu s důslednou a promyšlenou implementací a uvedením na trh). Důležité je, že inovace je pro tyto účely nutno chápat v ekonomickém slova smyslu, nikoliv jen jako množství patentů či nových produktů. Je to možné prokázat? Existuje poměrně rozsáhlý empirický výzkum na téma tzv. neoschumpeteriánských hypotéz. Jedná se o to, zda se absolutní velikost firmy (hypotéza první) nebo relativní velikost firmy (hypotéza druhá) nějakým způsobem projevuje v inovační aktivitě, a tedy zprostředkovaně i v ekonomickém vývoji a hodnotě podniku (dle Krabec 2006).

5.3.4 První neoschumpeteriánská hypotéza

Podle toho, co bylo uvedeno výše, si můžeme položit legitimní otázku, zde existuje pozitivní vztah mezi absolutní velikosti podniků a inovační činností. Nebo jinými slovy: jsou velké podniky v oblasti R&D aktivnější než SMEs? Ve prospěch této hypotézy můžeme uvést, že velké podniky mohou realizovat úspory z rozsahu i ve výzkumné činnosti. Velikost podniku a rozsah produkce umožňují velké firmě vytvořit rizikově minimalizované portfolio výzkumných činností. Inovace uvede velká firma rychleji na trh, protože si může dovolit využívat sofistikovaných marketingových metod.

Proti této hypotéze stojí argument, že existuje kritická velikost výzkumných sekcí velkých firem. Po jejím překročení povede velikost již k demotivaci výzkumných pracovníků (*diseconomies of scale*). Velké firmy mohou mít složitou organizační strukturu. Při realizaci nových projektů je management spíše rizikově averzní a rozhodovací doba se může prodlužovat. Úspěšní výzkumníci musejí prosit a přesvědčovat management o převratnosti svých inovací (Scherer, Ross, 1990).

Řada empirických studií se pokouší testovat relevanci první neoschumpeteriánské hypotézy – velikost podniku v porovnání s jeho inovační aktivitou měřenou počtem patentů. Ve zkratce řečeno, tyto studie dospívají k následujícímu závěru: inovační aktivita roste nadproporcionálně s růstem velikosti firmy. Od jistého bodu, který se v každém odvětví nachází někde jinde, je již inovační aktivita konstantní, či dokonce klesající (viz například Müller, 1975 a četné další studie). Výsledky empirických výzkumů je nutno brát spíše s rezervou. Měřit inovační aktivitu pouze ve vztahu k velikosti firmy – vyjádřené počtem zaměstnanců – je pohled poněkud zúžený a při zahrnutí dalších vysvětlujících proměnných bychom mohli dojít k odlišným výsledkům.

Dále je třeba – v návaznosti na výše uvedenou Schumpeterovu diferenciaci technického pokroku – odlišit inovace (*innovations, Innovationen*) a vynálezy (*inventions, Erfindungen*). Rozdíl spočívá v tom, že ne každý vynález se stane skutečnou inovací. Množství vynálezů a potažmo i patentů je v praxi vyšší než počet realizovaných inovací. Tento problém je dosti obsáhlý a pro empirické výzkumy inovační aktivity je nutné zvolit vhodnou operabilní definici inovace.

Schmidt uvádí celou řadu příkladů, kdy vynálezy pocházejí od malých firem, či dokonce jednotlivců – klimatizace, bakelit, kuličkové pero, celofán, technika chromování, stroj na sklízení bavlny, cyklotron, elektronický mikroskop, technika ztužení tekutého tuku, helikoptéra, inzulin, tryskový pohon, Kodachrom, technika magnetického záznamu, penicilin, fotoaparát Polaroid, posilovač řízení, rychlé zmrazování, rozhlas, bezpečnostní holicí strojek, náramkové hodinky, titan, zip (1993, s. 96). Pokud navíc odlišíme schopnost inovovat a sklon inovovat, empirické výzkumy nepodporují hypotézu, že by byly velké firmy úspěšnější v inovačním procesu (JGSR 1986/87).

5.3.5 Druhá neoschumpeteriánská hypotéza

Tento problémový okruh zkoumá druhou stranu mince – existuje nějaká souvislost mezi relativní velikostí podniků, respektive tržní strukturou, a inovační či R&D aktivitou? Inspiraci nacházíme opět v Schumpeterově díle. Hypotéza uvádí, že v podmínkách dokonalé konkurence je inovační aktivita v podstatě vyloučena. Inovujícím firmám by konkurenti okamžitě odebrali veškerý abnormální zisk. Pokud však mají firmy určitou tržní moc, mohou v krátkém období realizovat kladný ekonomický zisk, a to do doby, než ho konkurence vynuluje svými inovacemi či snížením ceny u substitutů. Na trzích, kde je cenová konkurence méně obvyklá, bude docházet spíše k produktovým inovacím, a naopak na cenově konkurenčních trzích bude spíše tlak na inovace výrobního procesu (Schmidt, 1993). Inovace výrobního procesu vede za jinak stejných podmínek k vyšší mezní produktivitě výrobních faktorů. Technicky řečeno: mapa izokvant se posouvá doleva dolů, respektive funkce mezních a průměrných nákladů se posouvají směrem dolů.

Empirické výzkumy jsou i v tomto případě kontroverzní a obtížně interpretovatelné. Obtíže vznikají již při definicích a výpočtech stupně tržní koncentrace. Doposud se nepodařilo jednoznačně prokázat, že by existovala jednoznačná závislost mezi tržní koncentrací a inovační aktivitou, a rovněž nevíme, do jaké míry je tržní koncentrace výsledkem inovační aktivity.

K empirickým výzkumům pro první i druhou neoschumpeteriánskou hypotézu je třeba dodat, že inovační aktivita závisí ještě na celé řadě dalších okolností, než je velikost firmy či tržní koncentrace. Z hlediska teoretických předpokladů může být tržní struktura velmi proinovační; pokud ale nebudou například k dispozici výzkumníci s náležitou kvalifikací, inovační aktivita zřejmě vysoká nebude. Samotná empirická šetření inovační aktivity trpí mnoha neduhy. V největší evropské ekonomice – ve Spolkové republice Německo – je běžné, že se institutům provádějícím inovační výzkum standardně vrátí zpět jen mezi deseti až dvaceti procenty rozeslaných formulářů. Legitimní otázkou poté je, jestli odpověděly inovující firmy, či nikoliv. Většinou můžeme slyšet názor, že právě inovující firmy nemají dostatek času vyplňovat četné dotazníky. Vzhledem k velikosti a atraktivitě německého trhu jsou totiž tamní firmy doslova zavaleny rozličnými marketingovými a podobnými dotazníky. Jako zajímavost můžeme uvést, že koncern BASF zaměstnává v současnosti na plný úvazek čtyři pracovníky, jejichž jediným úkolem je vyplňovat došlé dotazníky a posílat je zpět.

Je vidět, že samotná velikost oceňované společnosti ani typ tržní struktury nejsou dostatečným kritériem pro to, abychom mohli činit korektní úsudky o jejím budoucím vývoji. Musíme se tedy zabývat soft faktory na úrovni manažerské kompetence a efektivního vůdcovství (leadership).

5.3.6 Evoluční pohled na generátory hodnoty a pokračující hodnotu

Problémem ocenění založených na analýze výnosů je skutečnost, že značný podíl výnosové hodnoty tvoří pokračující hodnota, čili ocenění přebytků plynoucích vlastníkům podniku po uplynutí doby finančního plánu (pět až deset let) do doby likvidace, respektive do nekonečna.

V odborné literatuře (viz Mařík a kol., 2003, 2007) je činěn předpoklad, že dojde ke stabilizaci parametrů (míra růstu zisku, rentabilita investic) a firma bude vykazovat vlastnosti „průměrnosti". Jedná se o praktické zjednodušení. Je možno použít historických či očekávaných makroekonomických ukazatelů (míra růstu HDP, míra růstu potenciálního HDP), které dávají tomuto ocenění punc objektivizace. Firma musí vykazovat konkurenční výhodu pořád.

5.4 Závěry pro ocenění založené na výnosech

Z výše uvedeného vyplývá, že neoklasická ekonomie a z ní vycházející oceňovací techniky nejsou všespasitelné a všeobecně platné. Ani IVS explicitně způsob konstrukce generátorů hodnoty a odhadu pokračující hodnoty nekomentují.

Tržní hodnota (ve smyslu IVS či jakkoliv jinak definovaná hodnota této kategorie) nedává a ani nemůže poskytovat garanci objektivity bez ohledu na sofistikovanost použitých oceňovacích metod. Bez přítomnosti likvidního soutěžního trhu oceňovaného aktiva není možno tvrdit a před uskutečněním obchodu ani ověřit, že za takto vypočtenou hodnotu se transakce zrealizuje, a usuzovat tím na širší platnost takto odhadnuté částky (Mařík, Krabec, 2006, Krabec, 2007). Není jediný důvod upřednostňovat přístup založený na stabilizaci parametrů při konstrukci pokračující hodnoty a vycházet z adaptivních očekávání odvozených z doložené minulosti. Trh je dynamické prostředí a firma musí odpovídajícím způsobem reagovat. Postupy vycházející ze standardních předpokladů a zejména z předpokladu stabilizace je možno v rámci oceňování podle IVS doporučit pro odhad jiných kategorií hodnot než hodnoty tržní; především se jedná o *Fair Value* a *going concern value*. Tržní hodnotu musí ověřovat tržní data. Informačně deficitní výnosové oceňovací metody nemohou dostatečně dobře nahradit ocenění založené na cenových informacích, které vycházejí z uskutečněných tržních transakcí u srovnatelných aktiv a promítají se do nich očekávání a preference investorů.

Není-li možno identifikovat a s dostatečnou vypovídající schopností a odpovědností zdůvodnit charakteristické a pro oceňovaný podnik typické vlastnosti vedoucí k očekávané abnormální výnosnosti (jedná se o schopnosti, spouštěcí mechanismy), až poté přichází na řadu standardní přístup předpokládající, že nově uskutečňované projekty budou v průměru přinášet právě jen zhodnocení na úrovni nákladů kapitálu.

Postupy běžně uváděné v literatuře je možno doporučit v případě ocenění kategorie objektivizované hodnoty. Pojetí objektivizované hodnoty vychází především ze zásad opakovatelnosti a ověřitelnosti přijímaných předpokladů. V případě ocenění tržní hodnotou ve smyslu

Mezinárodních oceňovacích standardů, kde obecně postup konstrukce generátorů hodnoty a pokračující hodnoty definován není, považuji za důležité doplnit ocenění o podrobný rozbor mikroekonomických behaviorálních vlastností oceňované společnosti. Empirický výzkum (Collins, 2001) rozkrývá typické vlastnosti podniků, které zakládají předpoklad pro dlouhodobý abnormální růst a permanentní vytváření kladné ekonomické přidané hodnoty. Způsob a metodika konstrukce generátorů hodnoty a odhadu pokračující hodnoty vyžaduje další základní výzkum, umožňující – s vědomím souvisejících problémů – identifikovat nejvyšší a nejlepší využití oceňovaného hromadného aktiva.

Jak bylo ukázáno výše, aplikace kategorie tržní hodnoty vyžaduje přítomnost soutěžního trhu, na němž je oceňované aktivum obchodováno. V oblasti ekonomické teorie vzniklo několik přístupů pro interpretaci soutěžního procesu a analýzu jeho působnosti a významu. S jistou mírou zjednodušení je možno tvrdit, že z časového hlediska zhruba od poloviny minulého století dochází k divergenci v oblasti teorie hospodářské soutěže a následně i k rozpracování odlišných přístupů k teorii a praxi soutěžní politiky. Ačkoliv soutěžní politika byla a je primárním zájmem výzkumu a vývoje v oblasti ekonomické teorie, z pohledu cílů této práce poskytnou následující kapitoly četná cenná upřesnění a náhledy na konkurenční proces a v závěru umožní lépe pochopit roli standardizace oceňování.

6. Posouzení funkčnosti konkurence pro zjištění vlastností cen

Při oceňování unitárních i hromadných aktiv srovnávacími (tržními) metodami je důležité posoudit, jakou kvalitu mají historické rovnovážné ceny, za které se srovnatelná aktiva či přímo aktiva na relevantním trhu v minulosti obchodovala. Pokud se nemění podmínky fungování identického relevantního trhu a čerpaná data jsou spolehlivá, bude možno s relativně vysokou spolehlivostí zjistit, za kolik by se za standardních podmínek zobchodovalo oceňované aktivum. Jak dále uvidíme, bude se jednat o stanovení jeho tržní hodnoty ve smyslu IVS a také ceny obvyklé dle zákona o oceňování majetku.

Ekonomická teorie vyvinula množství metod a postupů, jak funkčnost konkurence na reálných, tj. nikoliv dokonalých, trzích zkoumat. Vzhledem k tomu, že tržní řád je dynamický systém, kde subjekty transakce hrají významnou roli a jejich chování a rozhodování nelze věrohodně zobecňovat, liší se i vysvětlení povahy a výstupů procesů probíhajících na konkurenčních trzích. Následující přehled koncepcí konkurence jednotlivých autorů či škol, částečně převzatý z práce Krabec (2006), slouží primárně k tomu, aby ukázal složitost tržních procesů a rozdílná teoretická vysvětlení. Neslouží jako praktický návod pro postup při praktických ocenění. Je zřejmé, že žádná z teorií nezaujímá převahu, a nelze říci, které vysvětlení je „více správné" a které „méně správné". Kvůli složitosti a komplexitě tržního mechanismu nelze validitu teoretického vysvětlení ověřit. Světová praxe oceňování aktiv si poradila příklonem ke standardizaci kategorií hodnoty.

6.1 Erich Hoppmann – novoklasický koncept svobody konkurence

Tento přístup k vysvětlení podstaty hospodářské soutěže na trzích vychází – stejně jako dále v textu podrobněji charakterizovaný přístup Kantzenbachův – z druhé poloviny 60. let minulého století. Erich Hoppmann se pokusil o ambiciózní syntézu dynamického přístupu klasiků politické ekonomie – proto „novoklasický" v názvu – s tehdy dominujícími koncepcemi „*workable competition*". S přístupy intenzity konkurence se v žádném případě neztotožňuje a svůj koncept proti nim vymezuje negativně. Silně patrný je také vliv F. A. von Hayeka, na jehož práce Hoppmann široce navazuje, dále je modifikuje a vyvozuje závěry pro praktickou soutěžní politiku.

Po vzoru klasiků Hoppmann považuje konkurenci za dynamický proces, který umožňuje každému účastníkovi ekonomického procesu tvůrčí svobodu a tak implicitně vede k optimálnímu uspokojení spotřebitelských preferencí. Pro rozvoj konkurence je nutnou podmínkou svoboda ke konkurenčnímu chování. Postačující podmínkou je poté skutečné využití možností, které každému konkurenční svoboda nabízí (Berg, 1988).

Hoppmannův pohled se liší od přístupů funkční, respektive intenzivní konkurence v tom smyslu, že na konkurenci je pohlíženo jako na cíl sám o sobě („*Ziel in sich selbst*"). Konkurence

je potřeba díky vlastnostem, které jako proces zahrnuje. Sama o sobě má „hodnotu" sama o sobě je prospěšná. Dle Hoppmanna rozdělení cílů soutěžní politiky na nástroje a konečné vlivy kvůli zanedbání hodnotové komponenty není možné (tamtéž, s. 14).

Kdy je konkurence svobodná? Právě tehdy, pokud umožňuje tržním subjektům svobodnou inovační a imitační aktivitu a svobodný výběr partnera na druhé straně trhu. Při rozhodování neexistuje žádný nátlak třetích osob ani omezení směny ze strany ostatních tržních účastníků. Svoboda je nutnou podmínkou – *condicio sine qua non* – pro vznik konkurence. Jinými slovy, prostor pro svodné jednání tržních účastníků je tedy vymezen ve vztahu k oběma tržním stranám. Výběr partnera na druhé straně trhu musí být svobodný (*Austauschprozess*) a zároveň musí existovat svoboda k soutěžnímu chování – se všemi myslitelnými soutěžními parametry – mezi subjekty na té které tržní straně (*Parallelprozess*). Tyto dva procesy jsou vzájemně podmíněné a nelze na ně pohlížet odděleně. Aby se konkurence skutečně rozvinula, je třeba ještě podnikatelů v Schumpeterově slova smyslu, tedy tržních účastníků nadaných „podnikatelstvím". Obdobné pojetí odráží i standard tržní hodnoty (IVS 1), který kromě vícero tvůrců strany nabídky a poptávky předpokládá „náležitý marketing" a absenci nátlaku. Na řadu hospodářských situací nebude možno použít standardu tržní hodnoty a tržního ocenění, neboť ne všechny trhy jsou nutně soutěžní a rovnovážné ceny (jsou-li vůbec k dispozici) nevyjadřují vlastnosti soutěžních cen. Trhy musejí existovat kontinuálně. Tato podmínka zpravidla u podniku či na mimoburzovních equity trzích splněna není.

Svoboda konkurence je chápána nikoliv v absolutním, ale v relativním smyslu. Tržní subjekty jsou svobodné v tom smyslu, že neexistuje moc, které by je nutila nedobrovolně – nátlakem – alokovat vzácné zdroje; neexistuje žádný arbitrárně stanovený cíl, jemuž musí tržní subjekty své chování a úsilí podřídit. I zde samozřejmě musí platit, že svoboda jednoho končí tam, kde začíná svoboda jiného.

Na rozdíl od Kantzenbacha a přístupů intenzity konkurence vychází Hoppmann při těchto úvahách z Hayekova přístupu ke konkurenci (viz Hayek, 1994, Hayek 1978 a v souhrnu Krabec, 2006) – konkurence je procesem hledání a nalézání, slouží k permanentní evoluci znalostního potenciálu společnosti. Výsledky tohoto procesu nelze předpovědět a nemá smysl nutit individuální tržní subjekty, aby své chovávání podřizovaly cílům, jak je například formuloval Kantzenbach v podobě jednotlivých funkcí konkurence. Ve zkratce řečeno – Hoppmann zdůrazňuje více ony dva cíle konkurenčního procesu (*Freiheit des Wettbewerbs als Wert in sich* a zároveň *die allgemeine ökonomische Vorteilhaftigkeit*), Kantzenbach a autoři harvardské školy kladou větší důraz na prostředky nutné k vytvoření konkurenčních podmínek.

Pro praktickou soutěžní politiku založenou na teoretických východiscích svobody konkurence představuje tento test velkou výzvu: kdy je konkurence ještě dostatečně svobodná na to, aby zajistila implicitní realizaci konkurenčních, a tudíž i cenotvorných funkcí? Oproti konceptům funkční soutěže přijímáme důležitý předpoklad, že tržní podmínky sice ovlivňují chování tržních subjektů, ale není již možno tvrdit, že je jimi toto chování determinováno. Podle testu svobody konkurence již také není možno odvodit testy tržních výsledků (*market performance test*). Teoretické fundace testů svobody konkurence jsou poměrně komplikované a z praktických důvodů se v této práci omezíme jen na krátký přehled.

Test ekonomické svobody, respektive test ekonomické moci, spočívá v posouzení svobody směny (substituovatelnost statků, flexibilita produkce, křížové poptávkové elasticity aj.). V testování svobody paralelního procesu, tj. na jedné straně trhu, se zase zkoumá nasazení konkurenčních proměnných (cena, kvalita…), inovační a imitační konkurence apod.

Test svobody konkurence vyžaduje pro praktické použití ještě doplnit o kritérium „podstatnosti", pomocí kterého posoudíme, zda je ekonomická moc již příliš vysoká, či nikoliv. Zde se

již pohybujeme mimo hodnotově neutrální oblast a dle Hoppmanna je potřeba „podstatnost" posuzovat zvlášť případ od případu. To platí i pro transakce uskutečňované na trzích hromadných aktiv.

Koncept svobody konkurence trpí pod tíhou nemožnosti seriózně definovat základní pojmy. Svoboda konkurence je příliš obecný termín na to, aby mohl sloužit jako vůdčí znak praktické soutěžní politiky, a obtíže bude představovat i pro posouzení soutěžní situace na trhu, kde je obchodováno oceňované aktivum, na něž má být aplikována kategorie tržní hodnoty. Těžko se dá například určit, kdy je tržní moc příliš silná na to, aby omezovala svobodu individuálních konkurenčních akcí.

6.2 Chicagská škola a některé implikace pro kategorie hodnoty

Tzv. chicagskou školu zdaleka není možno identifikovat pouze s friedmanovským moneterismem. Od sedmdesátých let se pod touto hlavičkou aktivně rozvíjí také koncepce soutěžní hospodářské politiky – tzv. *Chicago School of Antitrust Analysis* (Posner) – se značným vlivem v oblasti teorie i praxe. K hlavním představitelům tohoto směru můžeme zařadit autory jako Robert H. Bork, Harold Demsetz, Director, Yale Brozen, Richard Posner a G. J. Stigler.

Přístup k politice hospodářské soutěže je značně liberální – stát má vykonávat jen minimální aktivitu ve vztahu ke svobodnému trhu. Ten spontánně povede k eliminaci méně efektivních firem a přežijí jen ti nejsilnější. Tento proces označil Stigler jako „*survival of the fittest*". Teoretická koncepce chicagské školy se poté někdy označuje jako „*Chicago´s Survivor Theory*". Celý tento teoretický přístup se postupem času vyprofiloval jako kritická reakce na názory harvardské školy, především na hypotézy „struktura–chování–výsledek", které odmítají jako neplatné (viz Brozen, 1977). Proč? Ve zkratce jsme odpověď právě poskytli – zatímco harvardská škola vychází z kauzálního vztahu „struktura–chování–výsledek", u chicagské školy se kauzalita obrací. Podle nákladové struktury produkce se v odvětví automaticky ustaví rovnováha tehdy, jestliže zůstanou pouze „*survivels*". Je potom zřejmé, že ze samotné struktury trhu, respektive počtu firem, není podle přístupu chicagské školy možné činit vůbec žádné úsudky o tržním chování a následně i výsledcích.

Cílem politiky hospodářské soutěže je maximalizace spotřebitelského blahobytu (*performance approach*). To je možné jen na funkčním trhu. Regulace by měla pomáhat zajistit maximální výrobní a alokační efektivnost. Jako referenční analytické vodítko slouží neoklasické modely dokonalé konkurence a monopolu. Stigler odmítá i modely monopolistické konkurence.

Ideální referenční trh z pohledu chicagské školy vypadá takto:

- spotřebitelé a firmy se chovají racionálně (maximalizují užitek, respektive zisk);
- dalekosáhle dokonalé trhy – tj. homogenní produkce a transparentnost;
- trh je polypol, neexistuje nutnost reagovat na chování konkurence;
- dokonalá mobilita výrobních faktorů, zohlednění konkurence uvnitř odvětví (na relevantním trhu);
- neexistují zábrany vstupu do odvětví a na trh; uznávají se pouze bariéry vzniklé na základě státních zásahů, například vertikální integrace neznamená podle tohoto přístupu omezení spotřebitelského blahobytu, nýbrž jeho maximalizaci! (Schmidt, 1993).

Fenomén hospodářské moci považují autoři chicagské školy za časově omezený a nevyžadující regulační opatření ze strany státu – za předpokladu otevřeného trhu bude v dlouhém období automaticky eliminována tržními silami. Jak uvádí Stigler (1958), testem efektivnosti je schopnost firmy dlouhodobě se udržet na trhu, čili přežít (*to survive*). Ke Stiglerově optimismu je třeba dodat, že ekonomická efektivnost firmy není zdaleka jediným způsobem, jakým se může firma udržet na trhu, a to – za jinak stejných podmínek – i v dosti dlouhém období. O aspektu hospodářské moci a vlivu konkrétní podoby hospodářského a společenského řádu viz zejména Arndt (1980 a další práce).

Chicagská škola žádné principy či cíle hospodářské politiky nedefinuje. Zásahy do tržní struktury nemají také žádnou legitimitu. Pokud je odvětví ponecháno po relativně dlouhou dobu bez regulativních zásahů bránícím vstupu dalších konkurentů, velikost firem se ustálí na určité úrovni. V odvětví budou zastoupeny pouze „*survivals*". Jejich počet je optimální v tom smyslu, že neexistují ekonomické podněty ke vstupu dalších firem. Stávající firmy mohou také – dle Posnera – docilovat tzv. suprakompetitivní zisky, které vyplývají z dlouhodobé zkušenosti na daném trhu. Nováčci zkušenosti nemají, a tudíž by spotřebiteli tak výhodné podmínky nabídnout nemohli. Při svých analýzách autoři chicagské školy používají pouze dva referenční modely tržní struktury – dokonalé konkurence a monopolu. Ostatní modely cenové tvorby v podmínkách nedokonalé konkurence považují za nadbytečné.

Bork odlišuje způsob růstu firem. Ten může probíhat dvěma způsoby – interně či externě. Při interním růstu je takto zvyšována efektivnost výroby v rámci jedné firmy. Externí růst vyplývá z fúzování. Ani na jednom způsobu nevidí nic špatného. Fúze jsou rovněž možností, jak docílit maximálních úspor z rozsahu či jak maximalizovat spotřebitelský blahobyt například tím, že management přebírané firmy bude nahrazen úspěšnějším vedením silnějšího konkurenta. Schmidt (1993) poukazuje na to, že jsou přehlíženy s koncentrací související obtíže jako ztráty z rozsahu (*diseconomies of scale*) či X-neefektivnost (*X-inefficiencies*). Zásahy do tržní struktury tedy dle chicagovců potřebné nejsou. V názorech na zásahy do tržního chování nejsou zástupci chicagské školy jednotní.

Koluzivní dohody jsou ostře děleny na horizontální a vertikální. Vertikální koluze nejsou vůbec považovány za znepokojivé. Nevyplývá z nich žádný nárůst tržního podílu, který by umožňoval zdvihnout cenu nad její konkurenční úroveň. O uzavírání trhu a efektů vytlačení z trhu je „dalece abstrahováno" (Schmidt, 1993).

U horizontálních koluzí je situace složitější. Zástupci chicagské školy – odlišně se k problematice horizontálních fúzí staví Stigler – nepopírají, že vyšší koncentrace usnadňuje koluzivní chování. Cenový mechanismu dle jejich názoru uvede do odvětví další konkurenční firmy nebo naopak budou muset být ceny sníženy, aby se nové firmy do stejného druhu podnikání nepouštěly. Argumentace je ovšem založena na ideálním referenčním trhu a neexistenci překážek vstupu (Schmidt, 1993, s. 22).

Seriózně vypracovaný teoretický koncept chicagské školy vyvolává značné kontroverze. Zde uvedeme několik výhrad podle německého experta na americkou politiku hospodářské soutěže Ingo Schmidta (1993). V popředí zájmu chicagských autorů stojí efektivita jednotlivých firem, přičemž kontrolní a koordinační funkce konkurence zůstává „silně podhodnocena". Další z četných výhrad směřuje k obecnému použití neoklasické „dokonale konkurenční" teorie cenové tvorby. Chicagovci odmítají teorii oligopolu, což implikuje, že při neexistenci státních ani tržních zábran vstupu na trh se musejí oligopolisté pod tlakem potenciální konkurence chovat jako na dokonale konkurenčním trhu.

Cíl je podle chicagské školy omezen pouze na dosažení maximalizace blahobytu a je tak abstrahováno od preventivní role konkurence ve vztahu ekonomické moci. Kritérium

efektivnosti není jasně definováno, což vede k ospravedlnění řady způsobů omezení konkurence. V neposlední řadě vyčítá Schmidt chicagovcům jejich „selektivní empirismus“. To je metoda, kdy se vybírají pouze takové empirické studie, které potvrzují jejich hypotézy. Od empirických studií vyvracejících jejich názory je zcela logicky abstrahováno. Schmidt shrnuje následovně: „Poznatek, že se omezením konkurence může dosáhnout individuálních výhod, není nový. Oproti těmto jednotlivým zlepšením stojí však značné národohospodářské náklady. Problém, jak převést na společný jmenovatel individuální užitek jednotlivých tržních subjektů a celkový užitek celé ekonomiky, je u chicagské školy řešen jen velmi nedostatečně tím, že se poukazuje na neexistenci tržních zábran. Protože tržní zábrany v tradičním smyslu (Bain) existují pouze jako výraz tržní efektivnosti, jsou takto ‚oddefinovány' a *eo ipso* je k dispozici dostatečný počet potenciálních konkurentů, jejichž tlak tyto individuální užitky převádí i na maximalizaci užitků agregátních.“ (1993, s. 23) Pro chicagskou teoretickou koncepci má Schmidt originální označení „obr na hliněných nohou“. Celý koncept stojí a padá s předpokladem existence volného vstupu na trh (viz tabulka Schmidt 1993, s. 65) a předpokladem dlouhodobého časového horizontu.

V konceptech rozebíraných v následujících kapitolách je obsaženo opačné teoretické paradigma. Z pohledu ocenění a použitelnosti tržní hodnoty je podstatně přívětivější, neboť na soutěž nahlíží ve funkčním smyslu, a poskytuje tedy teoretická i praktická východiska pro posouzení „stupně soutěže“ (IVS, 2005, odst. 5.18, s. 166) na trzích oceňovaných aktiv. Modely a postupy používané v teorii a praxi soutěžní politiky opět poslouží jako metodické východisko.

6.3 John M. Clark a koncept „workable competition“

Aby J. M. Clark mohl navrhnout prakticky orientované řešení koncentračního problému, musela být nejprve doplněna neoklasická teorie cenové tvorby o teorii monopolistické konkurence a zároveň musela být znovuobjevena a precizována dynamická funkce konkurenčního procesu v díle Schumpeterově. Clarkovi šlo o nalezení „*second-best*“ řešení, které sice nebude staticky rovnovážné a tím pádem ani „optimální“, ale bude vycházet z premis blížících se realitě a tím pádem bude i prakticky použitelné.

Oproti přístupu standardnímu v tehdejší době se Clark obrací o 180 stupňů a místo snahy o přiblížení se podmínkám dokonalosti konkurence a tím optimální rovnováze navrhuje řešení opačné: dokonalá konkurence jako inspirace pro hospodářskou politiku sloužit nemůže. Jaké je druhé nejlepší (*second-best*) řešení? Clark ho předložil ve své slavné stati *Toward a Concept of Workable Competition* na konci 30. let minulého století, jako koncepci „*workable competition*“. Pro přiblížení se optimální tržní situaci je lepší stávající „tržní nedokonalosti“ doplnit o „nedokonalosti“ další místo toho, aby se pozornost politiky na ochranu hospodářské soutěže zaměřovala na eliminaci „nedokonalostí“ původních. Ve známost vešlo jako tzv. „metoda protijedu“ (*remedial imperfections*) – tržní nedokonalosti se mohou navzájem kompenzovat. Princip vyvažování sil, jak později uvidíme, se prosazuje i v teorii ohodnocování podniku, protože výsledná rovnovážná cena je právě obsažena v intervalu hraničních hodnot pro rozhodnutí subjektů transakce.

Schmidt (1993) uvádí jako praktický příklad regulovaný oligopolní trh s homogenní produkcí.

Pokud je snaha o vyšší transparenci a firmy musejí hlásit své cenové podmínky (*open price systems*), je takto snížena intenzita konkurence a firmy mají sklon k paralelnímu chování.

Struktura trhu a chování na (relevantním) trhu jsou dle Clarka determinovány následujícími faktory (Clark, 1940 in Herdzina, 1975):

- diferenciace produkce;
- počet a velikostní rozdělení firem na tomto trhu;
- obecný způsob cenové tvorby;
- obecná metoda odbytu;
- charakter a zprostředkování tržních informací;
- geografické rozdělení produkce a spotřeby;
- stupeň běžné kontroly výstupu (*Ausstoss-Kontrolle*);
- změny nákladů při velikostní změně závodu či firmy;
- změny nákladů při změně využití kapacity;
- flexibilita produkční kapacity.

Clark svůj koncept funkční konkurence nepovažoval za druhé nejlepší řešení celý život. Postupně statický koncept dokonalé konkurence zcela zavrhl a „*workable competition*" přisoudil primát „*first-best*" řešení. Pod vlivem Schumpetera zdůrazňuje význam konkurence jako dynamického procesu. Schumpeterovy podnikatelé-pionýři razí cestu pokroku a ostatní je následují. Konkurence je funkční tehdy, pokud zajišťuje neustálý pokrok. Tržní nedokonalosti nejsou brzdou pokroku, a dokonce mohou působit stimulativně.

Na Clarkovy a Schumpeterovy koncepty navázal Erhard Kantzenbach v Německu a teoretici harvardské školy v USA. Kantzenbachově variantě *workable competiton* – tzv. koncepci optimální intenzity konkurence – budeme v následující subkapitole věnovat širší pozornost, protože měla značný praktický význam. V teoretické literatuře existuje samozřejmě modifikací více a Edward Mason ve své práci *Economic Concentration and the Monopoly Problem* již v roce 1957 tento vývoj charakterizoval bonmotem, že definic funkční soutěže je už tolik jako funkčních, respektive práceschopných ekonomů (citováno in Kartte, Holtschneider, in Cox a spol., 1981, v originále na s. 381).

6.4 Harvardská škola

Harvardská škola získala po druhé světové válce značný vliv na politiku hospodářské soutěže ve Spojených státech amerických. K zvratu došlo až v letech osmdesátých, kdy za Reaganovy administrativy začaly být vlivné koncepce školy chicagské. Zde se budeme touto koncepcí zabývat jen okrajově a soustředíme se na popis tržních procesů užitečných pro bližší interpretaci tržní dynamiku a ustavování rovnovážných cen. Později uvidíme řešení v rámci teorie ohodnocování podniku.

Prvním dílem, na které postupně navazovali další autoři a které vytvořilo základ pro vznik harvardské školy, je práce E. S. Masona z roku 1939: *Price and Production Policies of Large Scale Enterprises*. Celá koncepce přístupu k problematice hospodářské soutěže vychází u harvardské školy z nedokonale konkurenční cenové tvorby vyvinuté počátkem třicátých let minulého století. J. M. Clark je někdy řazen přímo mezi zástupce harvardské školy, pro větší přehlednost je zde charakterizován zvlášť. Podle Clarkova termínu se někdy hovoří

u harvardské školy o přístupu *workable competition*, respektive o škole odvětvové organizace (*Industrial Organization Analysis*), založeného na analýze tržního chování a tržních struktur. Podle toho je možno dále dělit zástupce na strukturalisty a behavioristy.

Behavioristé, mezi něž patří například vydavatel známého časopisu The Journal of Industrial Economics F. M. Scherer, kladou při svých analýzách značný důraz na chování tržních subjektů a jeho determinanty.

Strukturalisté se nedomnívají, že by zahrnutí složité analýzy chování tržních subjektů znamenalo významný přínos. Hlavním zástupcem tohoto proudu je Joseph S. Bain.

Hospodářsko-politické implikace odvozují teoretici harvardské školy ze známého Shererova (1980, s. 4) modelu „struktura–chování–výsledek". Přístup harvardské školy je charakteristický tím, že se snaží nejprve vysvětlit chování na konkrétním trhu. K tomu je možno využít i pro daný trh specifických proměnných. Pomocí statistických a ekonometrických metod je posuzována struktura, chování a výsledek. Až po analýze procesů a vysvětlení chování na trhu se může přistoupit k „optimalizačním" návrhům. Chování účastníků na trhu je zmiňováno rovněž IVS. Trhy podniků a trhy produktové, kterými se teoretici harvardské školy z hlediska funkce zabývají, se liší v době své existence. Trh podniku existuje zpravidla jen v průběhu transakce, a tudíž testování soutěže, a tedy i významu rovnovážné ceny pro odhad kategorie tržní hodnoty je tímto značně omezeno.

Odvozovat chování od struktury trhu a následně i výsledky tržního procesu je v lepším případě velmi zúžený pohled na komplexní a dynamicky probíhající tržní proces. Často je rovněž přístupu harvardské školy vytýkáno odvozování doporučení z modelů cenové tvorby, které jsou již samy sobě abstrakcemi založenými na striktních předpokladech.

6.5 Erhard Kantzenbach a optimální intenzita konkurence

Počínaje rokem 1967 bylo na ministerstvu financí SRN započato s přípravami na zásadní novelizaci Zákona proti omezování konkurence. Základní teoretickou fundací se stala tehdy zbrusu nová koncepce Erharda Kantzenbacha, tzv. teorie optimální intenzity konkurence. Roku 1973 byla tato novela Spolkovým sněmem schválena a došlo rovněž k institucionalizaci Monopolní komise (*Monopolkommission*), které se stal Kantzenbach předsedou. V této subkapitole vyložíme Kantzenbachův koncept a na závěr se zmíníme o nejdůležitějších výhradách.

Kantzenbachovo pojetí konkurence bývá označováno jako tzv. „ekonomicko-instrumentální". To znamená, že na konkurenci je pohlíženo jako na instrument – nástroj pro dosažení jistých cílů: konkurence je funkční tehdy, vede-li k dosažení odpovídajících cílů. Podle Kantzenbacha (1967) vykonává konkurence tři funkce statické (spravedlivé rozdělování důchodu, suverenita spotřebitele a z ní vyplývající nabídka statků, optimální alokace výrobních faktorů) a dvě funkce dynamické (flexibilní přizpůsobení a technický pokrok daný inovační aktivitou). Funkční konkurence by měla splňovat zároveň všech těchto pět funkcí, respektive plnit všech pět těchto cílů. Za splnění této podmínky vede konkurenční proces k optimálnímu zásobení spotřebitele statky podle jeho preferencí, motivuje firmy k rychlým inovacím produktů a produkčních metod a zajišťuje plynulé přizpůsobení výrobních programů, kapacit a způsobů výroby na neustále se měnící podmínky rostoucího hospodářství. Stojí za povšimnutí, že Kantzenbach odmítá mimoekonomické funkce konkurence, které jí přiřazují jiní autoři. U klasiků,

ordoliberálů či u Hoppmanna je kladen důraz i na přínos funkční konkurence v tom smyslu, že zachovává a garantuje každému ekonomickému subjektu prostor pro svobodné rozhodování a jednání. Intenzita konkurence je v Kantzenbachově pojetí determinována rychlostí, kterou jsou prostřednictvím úspěšných imitací nulovány kladné ekonomické zisky konkurentů plynoucí z původní inovace; jinými slovy řečeno rychlost, jakou trvá první a druhé tržní stadium. V rámci odvětví musejí firmy následovat inovátora, protože jinak se vystavují riziku ztráty konkurenceschopnosti, a tudíž i ceteris paribus místa na daném trhu. Minimální potenciální intenzita konkurence je pochopitelně na dokonale konkurenčním trhu. Tehdy by nereagování firmy znamenalo absolutní ztrátu jejího tržního podílu – za vyšší cenu by neprodala vůbec žádnou svoji produkci. Na základě předpokladu homogenity produkce je možno dedukovat, že neexistují spotřebitelské preference, a tudíž firmy nemají sebemenší důvod k inovacím. V praxi je potenciální intenzita konkurence na daném trhu vyšší než na trhu dokonale konkurenčním. Dle Kantzenbacha odpovídá skutečná neboli efektivní intenzita konkurence nutnosti reagovat na změnu tržních podmínek ze strany konkurence. Pokud existují překážky, respektive omezení konkurence (viz níže), potenciální intenzita se nebude moci projevit naplno. To znamená, že efektivní intenzita konkurence nedosahuje intenzity potenciální.

Intenzita konkurence je tím vyšší, čím vyšší je nutnost reagovat na chování konkurence. Inovátor může pasivním konkurentům odebrat část jejich poptávky. Jakou část tržní poptávky pro sebe může díky inovaci získat, závisí na řadě faktorů – homogenitě produkce, dokonalosti informací a podobně. Intenzita konkurence je ještě přímo úměrně zvyšována schopností inovátora tuto dodatečně získanou tržní poptávku uspokojit. Pokud abstrahujeme od existence zásob, tak v krátkém období je směrodatná velikost nevyužité výrobní kapacity inovátora. Je proto logické, že nejvyšší teoreticky možná potenciální intenzita konkurence je na dokonalém trhu (nulové transakční náklady, homogenita produkce apod.) s dvěma identickými rivaly – tzv. symetrický duopol –, jejichž výrobní kapacita je využitá méně než z padesáti procent. Za uvedených předpokladů duopolisté vědí, že jakýmkoliv marginálním „zlepšením“ své nabídky přetáhnou konkurentovi všechny jeho klienty na svoji stranu, a to okamžitě. Statická rovnováha je proto velmi labilní a firmy jsou intenzivně motivovány k inovačnímu chování do doby, než se jedna z nich stane na daném trhu ceteris paribus monopolem. Pro intenzitu konkurence jsou důležité tedy dva faktory: tržní struktura a tržní chování, respektive stupeň rivality.

Podle Kantzenbacha existují mezi typem tržní struktury a intenzitou konkurence tyto kauzální vztahy:

- potenciální intenzita konkurence roste s klesajícím počtem konkurentů a rostoucí dokonalostí trhu (informace, transakční náklady, homogenita produkce apod.);
- nejvyšší je potenciální intenzita konkurence v homogenním duopolu, nejnižší naopak v heterogenním polypolu.

Z toho odvozuje optimální podmínky pro rozvoj intenzivní konkurence. Dospívá k závěru, že za předpokladu neexistujících konkurenčních zábran odpovídají „širokému“ oligopolu vyrábějícímu „mírně diferencovanou“ produkci. K tomu uvádí tyto důvody:

- oproti úzkému oligopolu zde není okamžitá reakce existenčně nutná; to implikuje čilou inovační aktivitu, neboť se firmy za ceteris paribus nemusejí obávat okamžité ztráty svého kladného ekonomického zisku vlivem konkurenční reakce a nejsou ani motivovány eliminovat své existenční riziko prostřednictvím vzájemných dohod omezujících konkurenci, jako by tomu mohlo být v podmínkách úzkého oligopolu;

- oproti polypolu, kde se na inovace nereagující podnikatelé nemusejí bezprostředně obávat o svoji existenci, existuje tlak na vytváření inovací i na adaptaci ostatních firem v odvětví;
- firmy jsou již dost velké na to, aby mohly docilovat výnosů z rozsahu a dostatečného zisku pro financování inovací a přizpůsobovacích nákladů.

Položme si otázku, proč Kantzenbach hovoří o optimální intenzitě konkurence. Není maximální intenzita konkurence zároveň i intenzitou optimální? Na první pohled by se mohlo zdát, že nic lepšího než rivalitu homogenních duopolistů si můžeme sotva představit. Ve skutečnosti tomu je ovšem podle Kantzenbacha jinak. Silná vzájemná závislost duopolistů by pravděpodobně vedla dvěma možnými cestami:

1. První – méně pravděpodobnou – možností je úporný, zničující boj. Rozhodující by ale nebyl podaný tržní výkon, nýbrž efektivnost v uplatnění ekonomické moci. Vítěz by se stal na daném trhu monopolistou.
2. Druhá možnost jak postupovat, vyplývá z analogických preferencí duopolistů. Firmy mohou shledat, že je snazší společně se domluvit než spolu bojovat. Jakým způsobem eliminují konkurenční riziko, je již sekundární problém. V každém případě maximální potenciální intenzita konkurence bude časem produkovat minimální intenzitu efektivní.

Kantzenbachovy závěry jsou poměrně silné:

- na polypolních trzích podporovat vzájemnou spolupráci a spojování firem až do struktury širokého oligopolu;
- v podmínkách širokého oligopolu zavést mechanismy, které by bránily fúzím a následnému přerodu do úzkého oligopolu;
- v podmínkách úzkého oligopolu zvýšit počet firem dělením; tam, kde to není možné nebo to nemá smysl, zavést účinný dohled, který zabrání zneužití firemního postavení a tak zachová dlouhodobou investiční a inovační aktivitu.

Kantzenbach připouští spolu s harvardskou školou (tzv. *structure–conduct–performance–paradigm*) oprávněnost a potřebnost testů. Testy tržní struktury zahrnují dlouhodobě stabilní faktory, které determinují strukturu trhu v širokém pojetí. Testy tržního chování zkoumají vliv faktorů determinujících chování firem mezi sebou a chování ve vztahu k opačné straně trhu. Testy tržních výsledků slouží k posouzení relevantních výsledků tržních procesů. Podle testů je možno v praxi sestavovat podmíněné prognózy tržních výsledků, které s určitou pravděpodobností mohou nastat.

V krátkosti je možno Kantzenbachův koncept shrnout jako snahu o vybudování teoretického systému, jehož respektování by mělo v praxi umožnit, aby soutěžní konkurence plnila výše uvedené funkce. V tomto smyslu navazuje Kantzenbach na výzvu J. M. Clarka. Hlavním faktorem determinujícím intenzitu, respektive „workabilitu" soutěže je zde forma relevantního trhu, především poté počet firem. V tomto aspektu spočívá podobnost s přístupy výše rozebírané harvardské školy, jejíž zástupci rovněž vycházejí z kauzálních vztahů mezi tržní formou, tržním chováním a tržním výsledkem. V teorii existují i jiná vysvětlení faktorů zaručujících v praxi dosažení zmíněných cílů (viz chicagská škola).

Koncept optimální intenzity konkurence tak vyvolal celou řadu kritických komentářů. Kantzenbach se pokusil navrhnout ideální vzor či normu, na kterou by měl být konkurenční proces „nasazen", a poté by měl za jinak stejných podmínek takto uspořádaný systém vést

k optimálním alokačním a výrobním výsledkům. K hlavním výhradám můžeme uvést obtíže při praktické definici stěžejních pojmů. Co to znamená „úzký“ a „široký“ oligopol? Kde jsou hranice mezi polypolem a „širokým“ oligopolem? Co to je „mírně diferencovaná“ produkce? Jak je možno změřit rychlost reakcí na inovace? Proč by měla klesat intenzita konkurence při vstupu nových firem na široký oligopolní trh? Proč by měla být rychlost inovační aktivity stejná na trzích, kde je se stejnou rychlostí vymazáván kladný ekonomický zisk? Konkurence je chápána jako funkce tržní struktury, kterou však dynamické procesy mají tendenci měnit. Určitá tržní forma pravděpodobně nebude zaručovat ve všech odvětvích optimální intenzitu konkurence. Hrozí reálné nebezpečí, že se hospodářská politika přesune od vytváření žádoucích podmínek k aktivní mikroekonomické regulaci. (viz Schmidt, 1993, Berg in Bender, Berg a kol., 1988 a další autoři)

6.6 Shrnutí hlavních poznatků k funkci trhů

Cílem teoretického výzkumu vždy bylo vytvořit integrovanou teorii ceny a konkurenčního procesu, která by mohla sloužit jako východisko pro racionální hospodářskou politiku. První praktické aplikace teorie trhů, tržních procesů a cenové tvorby sloužily v oblasti soutěžní politiky. S ohledem na současné pojetí oceňování podniků je možno teoretické poznatky krátce shrnout do následujících bodů:

- standardy postulovaný požadavek na přítomnost „stupně soutěže“ na trhu oceňovaného aktiva je možno z pohledu ekonomické teorie a navazující praxe soutěžní politiky interpretovat dvěma způsoby, a to podle konceptu svobody konkurence, nebo podle konceptu optimální intenzity soutěže;
- model dokonalé konkurence či dokonalého trhu nemůže sloužit jako východisko pro praktické „objektivní“ oceňování aktiv, nemůže sloužit ani jako model referenční, IVS, jak bude uvedeno dále, nikde neříkají, že by se mělo jednat v případě odhadu tržní hodnoty aktiva o dokonalý trh či o trh neoklasický (dokonale, monopolisticky, respektive nedokonale konkurenční);
- byly uvedeny podmínky zajišťující existenci „objektivní tržní hodnoty“, čili obecně platné rovnovážné ceny čistící dokonalý trh oceňovaného aktiva;
- bylo uvedeno vysvětlení pojmů „statika“, „dynamika“ a „proces“;
- vzhledem k nepředvídatelné budoucnosti procesuálně se vyvíjející reálné ekonomiky je zapotřebí vytvářet očekávání, oceňovatel musí tedy pracovat s očekáváními tvůrců trhu, což je opět možné jen a pouze na trzích soutěžních, kde existují pozorovatelné, projevené a praktikami omezujícími soutěž nepotlačené preference tvůrců trhu; na příkladu subjektivnosti pokračující hodnoty výnosového ocenění bylo ukázáno, že oceňovatel nemůže věrně odhadnout budoucí vývoj, nejsou toho schopni ani tvůrci trhu, ale bez znalosti jejích projevených preferencí nelze obecně používat výnosové ocenění jako dostatečně spolehlivou náhražku pro odhad rovnovážné ceny hromadného aktiva;
- rozbor teoretických koncepcí intenzity soutěže umožnil vyvrátit domněnky, že hodnota je objektivně existující vlastností oceňovaného aktiva nebo že by teorie parciální či všeobecné rovnováhy mohla sloužit jako metoda praktického ocenění;
- bylo vysvětleno, že rovnovážné ceny soutěžního trhu plní důležité funkce koordinace ekonomických aktivit;

- pro použití kategorie tržní hodnoty a potažmo ceny obvyklé, je-li to v souladu s účelem ocenění, je nutno vycházet právě z historických rovnovážných cen stabilizovaného relevantního trhu;
- při hlubším pohledu na metodické aspekty posouzení funkčnosti soutěže docházíme k závěru, že v tomto smyslu je možno analyzovat likvidní produktové trhy, nikoliv však trhy jedinečných aktiv, kterými jsou obecně podniky, protože likvidní a dostatečně kvalitní trhy těchto podniků neexistují či neexistují kontinuálně (právě na tuto skutečnost reagují explicitně standardy IDW);
- právě test funkčnosti soutěže, prozatím ponechme stranou jeho rigoróznost v případě praktických ocenění, je důležitým předpokladem pro zdůvodnění existence a možnosti odhadu tržní hodnoty ve smyslu její definice dle IVS, a zakládá východisko pro posouzení kvality jejího odhadu, a tudíž i míry obecné platnosti;
- na pozadí Standardy postulovaného předpokladu o nejvyšším a nejlepším využití aktiva je diskutováno o vztahu srovnávacích a výnosových oceňovacích metod pro odhad tržní hodnoty;
- pro způsob tvorby očekávání a prognózy inovační aktivity a míry konkurenční výhody jsou ocenění a především výnosové oceňovací metody zasazeny do evolučního rámce vývoje trhu a hospodářství, uveden je empirický přehled ohledně posouzení platnosti neoschumpeteriánských hypotéz, čili vztahu absolutní a relativní velikosti podniku k inovační aktivitě, který se ukazuje dlouhodobě jako nedeterministický.

7. Determinanty tržních struktur a funkčnost konkurence: návod pro zkoumání obvyklosti tržních podmínek

IVS předpokládají, že pro odhad tržní hodnoty je nutno využít datových zdrojů přímo z trhu oceňovaného aktiva. O podrobnostech bude ještě řeč v kapitole věnované teoretickému rozboru a interpretaci standardů. Nejprve je nutno se zabývat analytickým aparátem, který tuto interpretaci umožní a který bude možno eventuálně využívat při praktických oceněních, když se oceňovatel bude rozhodovat o tom, která kategorie hodnoty je pro daný účel ocenění vhodná, respektive jejíž použití je přípustné. Dále bude tato podmínka argumentačně rozvedena, protože obecně nelze pro ocenění využít srovnatelného aktiva, které bude mít shodný pouze očekávaný rizikově-výnosový profil užitků plynoucích jeho vlastníkovi na základě držby vlastnického práva k tomuto aktivu[20]. Srovnatelnost je nutno posuzovat ještě z jiných hledisek, především z pohledu užitkové funkce investorů. Pokud tedy neexistuje široký, soutěžním procesem řízený trh homogenního aktiva, není možno modelovat hypotetický trh řízený hypotetickými účastnickými preferencemi, a tedy ani tržní hodnotu ve smyslu rovnovážné ceny. Právě proto potřebujeme údaje o historickém vývoji trhu oceňovaného aktiva, potřebujeme zdůvodnit předpoklad stability struktury tohoto definovaného trhu, musíme činit úsudky o chování tržních účastníků a v konečné fázi o výsledcích těchto aktivit ve smyslu konstituce rovnovážné ceny a její kvality.

Tato kapitola je věnována právě různým ekonomickým teoretickým východiskům. Rozkrývá vztah struktury trhu a tržního chování a následných výstupů ve formě rovnovážných tržních cen, oceňovatelem využívaných pro odhad tržních hodnot. Pro bližší analýzu konkurenčního procesu a popisu ustavení tržních cen se neobejdeme bez teorie tržních struktur. Co je to trh? Jakými nástroji je možno uchopit chování trhu, popsat jeho strukturu a očekávané výstupy? Výše jsme definovali konkurenční proces, pro který je existence tržního mechanismu nutnou podmínkou. Dle některých ekonomických teorií soutěžní politiky je možno u konkurenčního procesu zkoumat jednu jeho důležitou vlastnost – funkčnost. Stejné potřeby vykazuje i praxe oceňování aktiv; primárně při analýze kvality trhu, na němž je oceňované aktivum obchodováno, a dále rovněž při ocenění jako takovém, když jsou vymezovány relevantní trhy z pohledu odbytiště výkonů podniku. Zde uvedeme shrnutí způsobů, jak „funkčnost" konkurence můžeme posuzovat. Stále je třeba mít na vědomí, že tento druh ekonomické fundace je pouze jedním z možných, avšak pro naše praktické potřeby z pohledu ocenění se hodí nejlépe. Existují i jiná pojetí procesu konkurence (Hayek, Kirzner, chicagské škola), které se na tržní mechanismus dívají pod jiným úhlem, než je předmětem výkladu v této subkapitole.

V tomto odstavci budeme zkoumat trh z pohledu definice platnosti podmínek pro možnost aplikace kategorie tržní hodnoty dle IVS. Koncepce relevantního trhu má i řadu jiných častých

20 Je to však možno v rámci normativního standardu postulovat – viz použití CAPM v IDW S 1.

využití. Hlavní spočívá v oblasti soutěžní politiky, tedy za účelem zabezpečení soutěžního prostředí na arbitrárně vymezeném relevantním trhu. Hovoří-li zákonodárce o zneužití dominantního postavení, je třeba dodat, že příslušný úřad musí toto zneužití prokázat. Český zákon na ochranu hospodářské soutěže definuje relevantní trh v § 2 odst. 2 jako trh zboží, které je z hlediska jeho charakteristiky, ceny a zamýšleného použití shodné, porovnatelné nebo vzájemně zastupitelné, a to na území, na němž jsou soutěžní podmínky dostatečně homogenní a zřetelně odlišitelné od sousedních území. Relevantní je tedy věcný a územní aspekt. Je vidět, že zákonodárce relevantní trh definuje značně vágně. Pro praktickou interpretaci ekonomickými subjekty a posuzování Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže je třeba dát těmto pojmům „nějakou" interpretaci, a to samé platí i pro postup ocenění.

Z pohledu formální ekonomické analýzy je homogenita, respektive zastupitelnost statků triviální záležitostí. Stačí přece vypočítat křížovou cenovou elasticitu a číselně stanovit „hranice homogenity"! Z pohledu praktického použití je třeba připomenout, že se tato charakteristika dá použít jen a pouze za splnění podmínky ceteris paribus. Praktické použití na skutečném trhu leží mimo naše kognitivní schopnosti.

Jak chápat soutěžní podmínky „dostatečně homogenní a zřetelně odlišitelné od sousedních území"? Na první pohled z ustanovení vyplývá, že zákonodárce – z čistě praktických důvodů – nemá na mysli homogenitu produkce ve smyslu naprosté identičnosti. Jaké aspekty je možno ve vztahu k trhu zkoumat a jaký je jim přikládán význam nejen pro soutěžní politiku, ale zejména pro praktické oceňování aktiv? Rozbor teorie trhu, tržních procesů a konkurence umožní správně interpretovat podmínky, které Mezinárodní oceňovací standardy kladou na použití kategorie tržní hodnoty. Mezi ty nejkontroverznější pojmy, jež u praktikujících oceňovatelů vyvolávají často nepochopení a vedou k metodickým chybám v přiřazení kategorie hodnoty, ale i v samotném postupu ocenění, patří mimo mnohé jiné:

- stupeň soutěže;
- průměrný investor.

Následující teoretické kapitoly vedou k rozkrytí těchto složitých a abstraktních procesů a jevů. Aby nedocházelo pouze k jednostranné interpretaci reality z pohledu určitého proudu ekonomické teorie, byl zvolen způsob srovnávací, kdy rozebereme metodologické aspekty teoreticko-ekonomických proudů a následné interpretace trhů, tržních procesů a tržních výsledků, které zástupci jednotlivých teoretických paradigmat vyvozují a které se následně promítají do praxe. Ať je tomu v oblasti soutěžní politiky, nebo standardizace oceňování aktiv, kategorie hodnot najednou dostávají jiný ráz, jsou-li zasazeny do kontextu fundované teoreticko-ekonomické interpretace. Hlavní závěry a důsledky budou shrnuty na závěr kapitoly a dále budou prostupovat celou část věnovanou rozborům a srovnání různých forem mezinárodní standardizace oceňování, ať již světové ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů, nebo německých standardů IDW. Adresován bude i význam a interpretace účetní terminologie v kontextu Mezinárodních oceňovacích standardů.

7.1 Formy trhu

Formu trhu je nutno posoudit z pohledu funkčnosti soutěže. V praxi je možno identifikovat dvacet pět základních tržních forem, přičemž jen některé z nich jsou kompatibilní s konkurenční formou koordinace na nich probíhajících rovnovážných procesů. Jak již bylo uvedeno dříve

v souvislosti s cenotvornými procesy, jen soutěžně ustavená rovnovážná cena je využitelná jako východisko pro stanovení tržní hodnoty, protože v sobě zahrnuje svobodně projevené preference a očekávání tvůrců trhu. Tato kapitola, částečně vycházející z praxe Krabec (2006), obsahuje teoretické poznatky ohledně možností identifikace relevantního trhu oceňovaného aktiva a zkoumá a zobecňuje výsledky tržních procesů.

První pokusy o teoretické uchopení formy trhu můžeme nalézt již v dílech merkantilistů. Od té doby měl výzkum v této oblasti jen malou atraktivitu. Metodologie klasiků politické ekonomie žádnou teorii tržních forem nepotřebovala. Klasikové se snažili nalézat „přirozené" zákony determinující ekonomický koloběh, výše cen apod.

Neoklasickou teorii tržních forem – tj. dokonalé a nedokonalé konkurence – a její význam pro koncepty „*workable competition*" byly rozebrány. Již od třicátých let byly neoklasické hypotézy podrobovány neúprosné kritice, a to především kvůli příliš restriktivním předpokladům. Kritici poukazovali na to, že formální podoba této teorie je sice velmi elegantní, nicméně selhává při vysvětlení reality. Jako referenční forma pro zásahy soutěžní politiky se již tehdy jevila „neoklasika" jako nedostatečná a již v literatuře ze třicátých let pozorujeme snahy o navržení jiných způsobů vysvětlení tržních forem. Od čtyřicátých let bylo neoklasické paradigma ostře kritizováno i ze strany ekonomů „teorie organizace".

Zevrubná a značně sofistikovaná klasifikace tržních forem je obsažena v pracích Waltera Euckena z konce třicátých let a na poválečnou právní úpravu ochrany konkurence v SRN měla značný vliv. Zde uvedeme podrobněji Euckenovu teorii tržních forem. Eucken (1965) vychází při klasifikaci skutečných, reálných trhů z chování firem působících na těchto trzích, tj. zároveň je analyzována nabídková i poptávková strana trhu. Proč je toto odlišení tak důležité? Eucken v roce 1939, kdy psal své *Grundlagen der Nationalökonomie*, poukazoval na četná nedorozumění a chybné interpretace tržních forem, a to jak u „veřejnosti", tak na poli vědy. Uváděl například, že bývá často chybně ztotožňována tržní forma dokonalé konkurence s otevřeností trhu. Ztotožnění dokonalé konkurence a systému „*laissez faire*" označuje za „dodnes nevymýcený základní omyl ekonomie" (tamtéž, pozn. 34, s. 256). Musíme dát Euckenovi za pravdu i dnes, neboť tyto problémy jsou nadále aktuální.

Základním klasifikačním východiskem, využitelným při definici relevantního trhu při aplikaci kategorie tržní hodnoty dle IVS, je pro Euckena rozdělení nabídky a poptávky na „otevřenou" (*offen*) či „uzavřenou" (*geschlossen*). „Otevřená" je nabídka, respektive poptávka tehdy, jestliže každý může nabízet, případně poptávat takové množství statků či služeb, které osobně považuje za optimální. Neexistují tedy žádné kvóty, cechy a podobně. Pro „uzavřenou" nabídku, respektive poptávku naopak platí regulační omezení: „…buď je omezen okruh či počet oprávněných osob, nebo je fixována velikost či efektivita závodu, nebo se takto děje zároveň." (tamtéž, s. 92) Jeden ekonomický subjekt může být účasten zároveň obou forem nabídky a poptávky.

Jak tyto formy v praxi určit? Podle toho, jak se firmy rozhodují o svých tržních akcích, odlišuje Eucken celkem pět způsobů (pořádacích forem) jednání: konkurence, částečný oligopol, oligopol, částečný monopol a monopol. Při zohlednění obou stran trhu získáme tudíž celkem dvacet pět možných kombinací tržních forem. Ještě jednou zopakujme, že se v ohledu na metodologický přístup nejedná o apriorně vybudovanou teorii, ke které by se následně hledaly reflexe v reálném světě! Tržní formy se dají odvodit z reality, a to pomocí objektivních faktorů determinujících rozhodování zúčastněných ekonomických subjektů. Dle Euckena je třeba vycházet „odspoda", z centra rozhodování hospodářského subjektu, tj. z daných faktorů (*Plandaten*), podle kterých hospodářský subjekt vytváří své hospodářské plány, a nikoliv dedukovat na základě realitě vzdálených předpokladů (viz Robinsonová, Chamberlin).

Hospodářské plány objektivně určují formy nabídky a poptávky a následně i tržní formy dané jejich interakcí. Počet dvaceti pěti tržních forem se dále zečtyřnásobí, pokud připustíme pro každou z forem „otevřenou“ či „uzavřenou“ nabídkovou, respektive poptávkovou stranu trhu. Jako příklad Eucken uvádí, že je-li monopol uzavřený – jako je tomu dodnes u některých typů zásilek pošty –, jeho mocenské postavení je daleko silnější než například postavení otevřeného síťového monopolu nabízejícího elektřinu. V tomto druhém případě reálně existuje hrozba potenciální konkurence, neboť si firmy mohou vyrábět elektřinu samy, a to musí monopol také plánovat (tamtéž, s. 108).

Rozeberme jednotlivé základní tržní formy podrobněji:

a) Monopol

Monopolní forma trhu – jeden nabízející či poptávající – umožňuje monopolistovi plánovat cenu. Cena není exogenní proměnnou, monopolista si ji může stanovit podle svého hospodářského plánu, do něhož však zahrnuje očekávané reakce tržní protistrany; tj. jinými slovy řečeno – monopolista nemůže stanovit zároveň cenu i množství. Samozřejmě nutnou podmínkou je existence poptávky.

Analogií je apriorní ztotožnění výsledku výnosového ocenění z tržní hodnotou hromadného aktiva. Výnosové ocenění nemůže kvůli omezeným kognitivním schopnostem oceňovatele zohlednit reakce tržní protistrany. To znamená, že tato tržní situace nesplňuje podmínku kladenou Standardy na použití kategorie tržní hodnoty. Existuje-li jediný nabízející a jediný poptávající, předmětem odhadu mohou být jen subjektivní hraniční hodnoty pro rozhodnutí, eventuálně doplněné o hodnoty argumentační nebo o rozhodčí hodnotu, dohodnou-li se takto předem subjekty transakce.

b) Částečný monopol

Na této formě trhu je jedna „velká“ firma stanovující tržní ceny. Ve stínu této velké firmy přežívají ještě další „malé“ firmy, pro které je cena „velké“ firmy exogenní proměnnou, podle níž plánují. Dohromady jsou však „malé“ firmy stále dostatečně významné na to, aby „velká“ firma brala ohled na jejich přítomnost. „Velká“ firma v tomto případě není oligopolistou, protože ví, že „malé“ firmy její cenu jednoduše přejímají. Z pohledu organizace mimoburzovního equity trhu platí analogicky.

c) Konkurence

Pro konkurenční tržní formu je charakteristické, že kvůli velikosti trhu je množství nabízených či poptávaných statků tržními subjekty relativně malé. To implikuje chování těchto tržních subjektů, které neočekávají žádnou změnu tržní ceny způsobenou jejich tržním chováním, tzn. v tomto případě se opravdu jedná o „průměrné investory“. Tržní cena je pro ně exogenní proměnnou a podle toho jednají – své plány přizpůsobí tržní ceně. Fakt, že v konečném důsledku může ke změně tržní ceny skutečně dojít, v této souvislosti není podstatný, protože s ním tržní subjekty nepočítají. Právě takto pojímaná konkurenční forma trhu oceňovaného aktiva je předpokladem možnosti aplikace kategorie tržní hodnoty a eventuálně ceny obvylé.

d) Oligopol

V oligopolní tržní formě musejí jednotlivé tržní subjekty počítat s reakcemi svých konkurentů a zároveň s reakcemi tržní protistrany. Zde se jedná především o obchody, kdy exis-

tuje jediný nabízející podnik, přičemž není důležité, jestli se jedná o jeden subjekt či více subjektů, za které jedná jediné vedení podle dohodnutých kritérií, a na straně poptávky se vyskytuje konkurence několika málo zájemců (u neburzovních obchodů obvykle strategický investor a private equity investoři).

e) Částečný oligopol

V Euckenově terminologii se jedná o tržní formu, kde několik málo „velkých" firem počítá s reakcemi tržní protistrany a zároveň s reakcemi konkurentů. Kromě toho se na tomto trhu pohybují další „malé" firmy, které přijímají ceny „velkých" firem jako dané exogenní proměnné, přičemž „velkým" firmám je tato skutečnost známa.

Tabulka 3: *Tržní formy (in Eucken, 1965, s. 111)*

		Forma nabídky				
		Konkurence	**Částečný oligopol**	**Oligopol**	**Částečný monopol**	**Monopol (jednotný či kolektivní)**
Forma poptávky	**Konkurence**	Dokonalá konkurence	Částečný oligopol na straně nabídky	Oligopol na straně nabídky	Částečný monopol na straně nabídky	Monopol na straně nabídky
	Částečný oligopol	Částečný oligopol na straně poptávky	Oboustranný částečný oligopol	Částečně oligopolisticky omezený oligopol na straně nabídky	Částečně oligopolisticky omezený částečný monopol na straně nabídky	Částečně oligopolisticky omezený monopol na straně nabídky
	Oligopol	Oligopol na straně poptávky	Částečně oligopolisticky omezený oligopol na straně poptávky	Oboustranný oligopol	Oligopolisticky omezený částečný monopol na straně nabídky	Oligopolisticky omezený monopol na straně nabídky
	Částečný monopol	Částečný monopol na straně poptávky	Částečně oligopolisticky omezený částečný monopol na straně poptávky	Oligopolisticky omezený částečný monopol na straně poptávky	Oboustranný částečný monopol	Částečně monopolně omezený monopol na straně nabídky
	Monopol (jednotný či kolektivní)	Monopol na straně poptávky (monopson)	Částečně oligopolisticky omezený monopol na straně poptávky	Oligopolisticky omezený monopol na straně poptávky	Částečně monopolně omezený monopol na straně poptávky	Oboustranný monopol

V Euckenově klasifikaci má primární význam aspekt struktury trhu, tj. plánování skupin nabízejících a poptávajících. Všimněme si jedné velmi důležité věci nutné pro správné porozumění Euckenovu teoretickému přístupu. Z přehledového popisu je patrné, že tržní výsledky nejsou primárně determinovány počtem a velikostí firem ani druhem nabízené produkce. Tržní výsledky se odvíjejí od plánů těchto firem. Naproti tomu stojí Chamberlinem inspirovaný teoretický přístup „*workable competiton*" harvardské školy, kde je ze struktury trhu – dané počtem nabízejících a poptávajících, diferenciací produkce, bariérami vstupu, nákladovou strukturou a horizontální a konglomerátní koncentrací – přímo usuzováno na tržní chování a tržní výsledek. Tak daleko Eucken v žádném případě nezachází; o výhradách ke konceptu harvardské školy bylo pojednáno v příslušné kapitole.

Euckenovu teorii dále modifikoval Schneider (1972) doplněním o koncept substitučního vymezení relevantního trhu. Firmy mohou nasadit v konkurenční soutěži více parametrů – kromě ceny také množství či obchodní podmínky. Monopol podle Schneidera počítá s tím, že jeho odbyt závisí pouze na kombinaci jeho parametrů a chování tržní protistrany. Chování konkurence – tj. nasazení a kombinace parametrů – již monopol nezajímá. V opačných případech na trhu existuje konkurence. Ta může být buď polypolní – v tom případě firma nepředpokládá reakci soutěžitelů na změnu svých parametrů –, nebo oligopolní. Tehdy jsou reakce soutěžitelů očekávány a co je důležité – plánovány.

Díla Euckena a Schneidera způsobila velký posun v pohledu na význam tržní struktury a charakteru produkce. Primárně nemusí existovat vůbec žádný vztah mezi morfologickou strukturou obou stran trhu, charakterem produkce a tržním chováním, respektive tržními výsledky. Tržní výsledky jsou primárně determinovány tržními plány firem. Množství firem a charakter produkce nejsou sice irelevantní, ale mají toliko sekundární význam.

Tyto teoretické koncepty mají pro praktické použití nepopiratelnou referenční hodnotu. Problém však představuje jejich operabilita. Jak je možno zjistit ony hospodářské plány subjektů transakce? Pro oceňování, a platí to především pro odhad kategorie tržní hodnoty, je forma trhu jedním z faktorů, které je spolu s charakteristikou nabízejících a poptávajících a charakteristikou obvyklých zvyklostí při průběhu obchodů na zkoumaném trhu nutno posoudit. Tržní plány firem při obchodech na trzích aktiv (hmotných statků, služeb, ale i kapitálu) budou hrát významnou roli při konstituci rovnovážné ceny, tato rovnovážná cena bude jejich výsledkem. Otázkou zůstává, do jaké míry jsme schopni jako externí pozorovatelé anticipovat výsledky těchto jednotlivých plánů nebo jinými slovy do jaké míry jsou oceňovací metody v souladu s těmito plány. Metody ocenění založené na bázi srovnatelných transakcí již tyto nekvantifikovatelné a z pozice oceňovatele ve své šíři a detailnosti nepozorovatelné faktory zohledňují, a to právě kvůli informační hodnotě historických tržní cen. Tržní cena ustavená na soutěžním trhu má značnou informační hodnotu. Je možno využít i jiných metod běžně užívaných v praktických ocenění, které nevycházejí přímo z dat trhu oceňovaného aktiva? Uveďme jako příklad ocenění nekotované společnosti metodou DCF.

Přepokládejme, že máme pro výnosové ocenění k dispozici veškerá relevantní data na úrovni podniku a dostatek informací máme také o trzích, na nichž oceňovaný podnik realizuje své výkony. Všechny tyto kvantifikovatelné faktory jsme schopni zahrnout do ocenění. Získáváme ale tržní hodnotu tohoto podniku? Není-li možno hodnotu oceňovaného podniku vztáhnout k cenám srovnatelných podniků, jež s tímto podnikem tvoří „relevantní trh tohoto podniku", který je řízen procesem soutěže vycházející z různorodých individuálních plánů tvůrců tohoto trhu, není možno se obecně dobrat ani tržní hodnoty. Nelze totiž zpravidla předpokládat, že všichni tvůrci trhu mající vliv na rovnovážnou cenu se budou řídit pomocí stejných očekávání, která zároveň budou stejným způsobem převádět na hodnotu vyčíslenou v penězích, a že peníze

budou mít pro tyto tvůrce trhu stejnou subjektivně pociťovanou užitečnost.[21] Je to obdobné, jako by se oceňovatel snažil naroubovat myšlení tržních účastníků s marginálním vlivem na cenu oceňovaného aktiva na několik základních pouček podnikohospodářské teorie. Samozřejmě není možno popřít zásadní význam podnikohospodářských metod založených na finančním oceňování investic a jejich zobecnění na ocenění celých podniků. Oddiskutovat nelze ani význam těchto metod pro hodnotové řízení firem, tedy maximalizaci rizikově očištěných užitků pro vlastníky. Tržní hodnota je nicméně širší pojem. Kvantifikovat můžeme totiž jen měřitelný užitek pro investora (tedy nominální výši očekávaného peněžního příjmu), ale již nelze ex ante stanovit, jaká cena se ustaví souhrou nabídky a poptávky. Proto není možno tržní kapitalizaci ani u likvidních emisí akcií postavit na roveň tržní hodnotě podniku. Je to také důvod pro existenci prémií a diskontů, protože užitkové funkce investorů obsahují řadu dalších proměnných, než je jen výše peněžních toků a s nimi spojené riziko, jak to postuluje neoklasická teorie úrokové míry (prací Fisher, 1930 počínaje) a potažmo i teorie podnikových financí.

Jak poté chápat koncept průměrného investora ve smyslu IVS? Jistě není možno se při odhadu tržní hodnoty spoléhat na to, že jsme schopni určit neprojevené preference účastníků trhu majících cenotvorný vliv. Není možno dokázat, a tudíž ani tvrdit, že v průměru se tvůrci trhu chovají určitým obvyklým způsobem, a tak je možno toto chování matematicky v rámci výpočtových kroků výnosového ocenění simulovat a vypočítanou částku považovat za objektivně zjištěnou tržní hodnotu. Neexistuje jediný důvod pro to, aby trh k takto vypočtené částce směřoval, a nepomůže ani, využijeme-li složitého analytického aparátu teorie her. Vždyť von Neumann s Morgensternem v průkopnické práci této disciplíny, v *Teorii her a ekonomické rozhodování* z roku 1944, považují dokonce užitek za kardinálně měřitelnou veličinu s možností interpersonálního porovnávání! Můžeme vyjádřit názor, že konceptu průměrného investora je třeba rozumět jako výslednici uskutečněných tržních akcí, jejichž výsledky již známe. Tržní podmínky, způsob obchodování a povaha oceňovaného aktiva musejí být navíc do té míry „obvyklé“ či standardizované, že můžeme usuzovat, že by si i každý další účastník tohoto trhu tato pravidla při nabídce či koupi předmětného statku přisvojil. V tomto smyslu by se tedy jednalo o průměrného investora. Samozřejmě tyto podmínky jsou dosti restriktivní a platí na kontinuálně existujících trzích, které jsou skutečně uspořádány na principu soutěže. Apriorně je nutno vyloučit sporadicky probíhající transakce se specifickými aktivy (zejména podniky), kde se jedná vždy o obchod na základě individuálně dohodnutých podmínek. Vyloučit je nutno i trhy, které není možno považovat za soutěžní, ať již vlivem struktury, koluzivních dohod či obecně nesoutěžního jednání, nedostatku informací, prohibitivních transakčních nákladů a podobně.

Teorie her pomáhá za jistých předpokladů vysvětlit chování tvůrců nedokonale konkurenčního trhu, kteří se vlivem své tržní pozice mohou s výhodou chovat strategicky a takto svého postavení zneužívat, v praxi bohužel nikdy nebudeme schopni řešení těchto v čase probíhajících tržních her kvůli nezjistitelnosti relevantních modelových informační vstupů vypočítat (viz k tomu Simon, in Jonáš, 1994).

21 Pro zajímavost je možno vysvětlení konstituce tržních cen pomocí informačně neúplné podnikohospodářské metodiky založené na řadě restriktivních a obecně neaplikovaltených, nepřiměřených předpokladů přiblížit na nesouladu subjektivních preferencí a užitkových funkcí v oblasti rozhodování investorů. Pohled jen přes výši peněžních příjmů abstrahuje od „obvyklých“ společenských konvencí (analogie metod *income approach* založených jen na známých či zjistitelných údajích a datech, které není schopno operovat z informacemi z trhů oceňovaných aktiv, jako je tomu v případě metod *market approach* založených výlučně na tržních datech).

7.2 Relevantní trh

Jak chápat obsah pojmu trh či konkrétněji relevantní trh? Je důležité upozornit na časté přehlížení podmínky, že ocenění kategorií tržní hodnoty předpokládá existenci trhu oceňovaného aktiva. Oceňuje-li se podnik tržní hodnotou, je nutno nejprve vymezit, vůči jakému trhu se budou úvahy orientovat. Jinými slovy, je nutno definovat relevantní trh tohoto aktiva. V praxi se budou úvahy odvíjet od dostupnosti tržních dat a odborného posouzení oceňovatele. Způsob vymezení relevantního trhu může a často bude mít vliv na konečnou výši tržní hodnoty, protože různé segmenty trhu mohou vykazovat různé úrovně hodnoty. Oceňovatel by měl posoudit vztah nabídky a poptávky daného segmentu, kvality a metodické srovnatelnosti dostupných dat a v maximální možné míře tento prvek nutné subjektivnosti v posouzení doplnit zdůvodněním.

Hranice relevantního trhu je možno vymezit (Krabec, 2006):

a) Horizontálně:
- Substituční či komplementární vztah ke statkům na jiných trzích.
  Z předchozích úvah je zřejmé, že mezi kritéria „relevantnosti" je nutno zahrnout i cenu statků. V praxi je snadné představit si situaci, kdy se homogenní produkce prodává za různé ceny, například vinou nedostatku informací (informační asymetrii) na straně poptávky.
- Vymezení skupiny nabízejících či poptávajících.

b) Vertikálně:
- Hranice dané jednotlivými stupni distribučního řetězce, tj. úrovněmi trhu zboží.
  Jeden a tentýž statek může procházet na cestě ke konečnému spotřebiteli řadou trhů z vertikálního pohledu. Pokud má distribuční řetězec formu výrobce–velkoobchod–maloobchod–spotřebitel, prochází statek celkem třemi různými trhy. I zde může docházet k vyřazení soutěžní konkurence. Například tehdy, když velkoobchodník zneužije svého postavení a odmítne prodat maloobchodníkovi jím požadované zboží, aniž odebere další zboží, které by sám od sebe nikdy v dané situaci dobrovolně nepoptával.

c) Prostorově:
- mezinárodní;
- národní;
- regionální;
- lokální.

d) Časově:
- hranice daná de lege (v některých zemích je například regulována maximální otevírací doba obchodů);
- hranice přirozeného charakteru (sezonní produkce);
- hranice ekonomicko-technické (zavedení nových produktů).

Jak vymezit relevantní trh konkrétně – tj. pro praktické účely? Uveďme pouze tři nejvýznamnější teoretické přístupy.

7.2.1 Odvětvový koncept (A. Marshall)

Marshall byl jedním z prvních, kdo se pokusil definovat kritéria, podle nichž by bylo možno vymezit relevantní trh oproti ostatním trhům. Vychází ze dvou požadavků:

- technicko-fyzikální nabídková homogenita – tj. technický proces, podobné materiály;
- poptávková homogenita – tj. možnosti substituce statků.

Pro praktické použití je podle některých interpretací tento způsob ohraničení relevantního trhu příliš široký (srovnej Herdzina, 1993). Marshall totiž zanedbává fakt, že si technická a poptávková homogenita vůbec nemusejí odpovídat. Herdzina uvádí příklad okenních rámů vyrobených ze dřeva či z hliníku (tamtéž).

Relevantní trh podniku vymezený z pohledu poptávkové homogenity bude tvořit východisko pro volbu kategorie hodnoty i oceňovací metodologie. Pokud se využívají kotované ceny akcií srovnatelných podniků, je nutné, aby tyto akcie náležely stejnému trhu. Analogicky platí i u následujícího postupu.

7.2.2 Substituční koncept (J. Robinsonová, H. Arndt)

Ohraničení vychází opět z poptávkové strany. Arndt tvrdí, že je možno trhy statků rozdělit podle účelu uspokojení potřeb (*Bedarfsmarktkonzept*). Na relevantním trhu jsou statky, které slouží k uspokojení stejného druhu potřeb. V praxi jsou dva způsoby, jak empiricky prokázat příslušnost statků k takto vymezenému relevantnímu trhu. Oba jsou značně kontroverzní:

- dotazování expertů (subjektivní názor!) a výzkumy veřejného mínění;
- pozorování skutečného poptávkového chování.

Joan Robinsonová přichází s podobným konceptem – tzv. substitučních mezer, které se dají odvodit na základě křížové cenové elasticity poptávky. Tím ovšem není řečeno, jestli jsou takto vymezené relevantní trhy rovněž relevantní z hlediska soutěže (Herdzina, 1993).

7.2.3 Koncept flexibility produkce (Narver)

Rozhodující pro tento přístup je předpoklad o existenci tzv. nabídkového prostoru (*Supply Space*). Nabídkový prostor je tvořen všemi trhy, na nichž je firma v dané chvíli aktivní, a zároveň všemi potenciálními trhy, na které může s ohledem na svůj produkční potenciál vstoupit. Ex post, tj. až po skutečném vstupu na nový trh v rámci nabídkového prostoru, se dají jako kritérium flexibility použít křížové cenové elasticity nabídky, při ex ante výzkumech jsme odkázáni na expertní odhady (Herdzina, 1993).

K těmto přístupům existuje mnoho výhrad. Kritizován je metodický postup, neboť v praxi se dají elasticity empiricky odhadovat jen s velkými obtížemi. Druhý proud výhrad směřuje k nutnosti arbitrárních hodnotových soudů, což je v praxi předmětem soudních rozhodnutí a doporučení expertních poradních orgánů. Objektivní kritérium pro „dostatečnou“ homogenitu statků nebo „dostatečnou“ substituční mezeru pochopitelně neexistuje.

Z pohledu ocenění a definice relevantního trhu aktiva se bude jednat o odborný názor oceňovatele. V případě odhadu kategorie tržní hodnoty či ceny obvyklé je nutné relevantní trh definovat a blíže charakterizovat, aby bylo možné zjistit, jestli je tato kategorie hodnoty vůbec odhadnutelná, a také proto, aby bylo možno interpretovat výsledek a posoudit jeho spolehlivost. Výše vymezené teoretické přístupy pro identifikaci relevantního trhu budou v případě podniku v praxe narážet jednak na problém kontinuální neexistence trhu podniku, v tom případě je odhad kategorie tržní hodnoty irelevantní, a jednak na nedostupnost dostatečně spolehlivých tržních dat. Oceňovatel musí buď spolehlivost dat prověřit, což je podmínkou IVS (viz dále), protože je za volbu správné kategorie hodnoty a splnění podmínek pro její odhad odpovědný.

Z nedostatků uvedených tří vymezení je zřejmé, že bude třeba do analýzy zahrnout více faktorů. Struktura trhu je determinována jistými, v čase relativně stálými faktory. Podle zastoupení těchto faktorů je v souladu s některými interpretacemi konkurenčního procesu možno usuzovat na intenzitu konkurence na tomto relevantním trhu.

7.3 Výsledek aktivit na relevantním trhu – testy intenzity konkurence

Vymezení relevantního trhu je nutnou podmínkou pro praktickou analýzu aktivit a stavu konkurenčního prostředí. Například regulačním úřadům vyplývá ex lege povinnost[22] takovéto chování blíže analyzovat a v případě, že neodpovídá příslušným pravidlům, přistoupit k nápravným opatřením. Pokud existuje ze strany úřadu důvodné podezření, že například trh ovládající firma zneužívá svého dominantního postavení a požaduje za své produkty „neobvykle vysoké" ceny, má úřad dle vymezení relevantního trhu řadu možností, jak takové podezření prokázat či vyvrátit: srovnání v čase (*before and after approach*), srovnání prostorové (například se sousední zemí s podobnými podmínkami[23]), srovnání věcné (substituty).

K ověření dostatečné intenzity konkurence v daných podmínkách je třeba souboru testů. V testech jde jednoduše řečeno o to, „otestovat", jestli jsou podle určitých předpokladů tržní struktura, chování či výsledek „dostatečně konkurenční". Zdůrazněme ještě jednou, že ne všechny teoretické přístupy testy tohoto typu připouštějí a považují je za smysluplné. Zde popisované nástroje odpovídají obecně konceptům harvardské školy a její německé odnože kolem E. Kantzenbacha. Narážejí na značné problémy jak v oblasti teoretických fundací, tak v oblasti praktické aplikovatelnosti. Jedná se však jen o popis možné logiky odvození tržních výstupů. Prostřednictvím testu tržní struktury, testu tržního chování a testu tržních výsledků je snaha ověřit, zda výstupy z kontinuálně existujícího relevantního trhu odpovídají výstupům za předpokladu přítomnosti intenzivní konkurence (viz Kantzenbachova či Clarkova klasifikace funkcí konkurence jim odpovídajícím cílům, jež by měla plnit). Z hlediska relevantního trhu podniku se touto problematikou dále zabývat nebudeme.

22 Avšak jen na trhu statků, nikoliv na trhu podniků (§ 2 odst. 2 zákona č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže, ve znění pozdějších předpisů).

23 Využití dat z jiných relevantních trhů vymezených z hlediska soutěže je při ocenění podniku samozřejmě možné, samo o sobě ale nezakládá dostatečný důvod pro to, aby výsledek splňoval kvalitativní parametry kategorie tržní hodnoty dle IVS.

Část II.

Teorie a koncepce ohodnocování podniku (Unternehmensbewertungstheorie)

Doposud byla pozornost zaměřena na ekonomické teorie. Zabývali jsme se teoriemi ceny a hodnoty, teoriemi trhu a teoretickými vysvětleními tržního procesu a jeho výsledků. Vedle ekonomické teorie, jejímž primárním zájmem je vysvětlení a postižení obecných principů fungování ekonomických jevů, existuje paralelní disciplína, kterou není možno co do náplně a účelů ztotožňovat. Jedná se o teorii oceňování podniků a finančních a hromadných aktiv. Teorii ohodnocování je tedy možno charakterizovat jako podmnožinu různých forem široce chápané generalizující ekonomické teorie, zabývající se hodnotovými aspekty majetkových transakcí s hromadnými aktivy a vyčíslováním jejich hodnoty v návaznosti na účel ocenění. Teorie ohodnocování podniků je také často automaticky považována za součást teorie podnikových financí. Toto přiřazení není správné a plynou z něho některá nedorozumění, především interpretace tržní hodnoty podniku (odhadované za účelem směny) jako maximální výnosové hodnoty tohoto podniku. Je pravda, že pro oceňování podniků se využívá některých metod z oblasti podnikových financí, cíle obou disciplín jsou však různé. Jak záhy ukážeme, v oblasti podnikových financí tradovaný cíl „maximalizace tržní hodnoty podniku“ (Marek a kol., 2006, s. 18) je z pohledu disciplíny ohodnocování podniku maximalizací výnosové hodnoty podniku, neboť tržní hodnota dle definice je zjistitelná jen při splnění svých definičních předpokladů. Tržní hodnota a výnosová hodnota podniku si obecně nejsou rovny, pokud nepředpokládáme existenci dokonalého trhu podniku.

Prvopočátky teorie ohodnocování je možno datovat do 19. století, především do německé jazykové oblasti. Významný rozvoj prodělala tato disciplína ve stoletím dvacátém, kdy se vedle metodologie předmětem zájmu stalo i pojetí disciplíny jako takové (objektivní, subjektivní, tzv. tržní a funkcionální koncept). Těmito pojetími se budeme zabývat v podrobnostech dále. Z ekonomické teorie koncepty ohodnocování podniku čerpají metodologická východiska a těm poskytují interpretační náplň v návaznosti na zadání a podle účelu konkrétní oceňovací úlohy. To je podstatný rozdíl oproti generalizující teorii.

8. Potřeby oceňování aktiv

V praxi je rozšířeno mnoho polopravd o možnostech odhadu relevantní hodnoty. Především se jedná o módní využívání tzv. tržních přístupů za náležité podpory modelů kapitálového trhu vycházejících z neoklasických předpokladů v případech, kdy pro ohodnocované aktivum neexistuje aktivní likvidní trh, z kterého by bylo možné převzít k datu ocenění aktuální rovnovážné ceny. Výstižně se vyjadřuje Mařík: „Je nutno zdůraznit, že se jedná jen o odborný odhad specialisty, jehož kvalifikace je postavena především na dlouhodobých zkušenostech… Není žádný jedině správný postup, který by nám umožnil – vložíme-li příslušná data – získat správný výsledek… Hodnota podniku není jeho přirozenou a obecně danou vlastností, kterou bychom mohli dovodit z daných charakteristik.“ (in: Marek a kol., 2006, s. 522)

Potřeba oceňovat různé typy aktiv ne vždy vyžaduje přítomnost profesionálního oceňovatele. Pro určité typy aktiv je k dispozici likvidní trh s kontinuální kotací rovnovážné ceny aktiva standardizovaného množství a kvality (cizí měny, ropa a jiné suroviny, některé akciové emise a finanční instrumenty). Zde není nutné, alespoň pro většinu možných zadání ocenění, zapojení profesionálního oceňovatele. Poté existují aktiva, pro která likvidní trhy organizované na principu volné soutěže sice existují, ale jejich rovnovážnou cenu nelze přímo odečíst, protože tato aktiva se vyznačují diferenciací svých vlastností nebo množství. Typickým příkladem je trh komerčních nemovitostí, kdy oceňovatel má k dispozici tržní data geograficky a časově dobře vymezitelného relevantního trhu a může na základě těchto dat a svého profesionálního úsudku i zkušeností zjistit tržní hodnotu nemovitosti. V těchto případech oceňovatel plní roli prostředníka, jehož znalosti jsou nutné v situaci nižší uspořádanosti trhu. Nejvíce složitá je situace u aktiv, pro něž dostatečně kvalitní likvidní trh kontinuálně neexistuje. Zde je opět nutná přítomnost profesionálního oceňovatele a záleží na jeho roli, jakou kategorii hodnoty bude v souladu se zadáním odhadovat.

9. Terminologické a konceptuální pojetí disciplíny oceňování aktiv[24]

Systematizace pojmu „hodnoty“ aktiva je proveditelná podle různých kritérií. Jedna z původních klasifikací je obsažena již v práci Sieben, Löcherbach, Matschke (1974), mírné odlišnosti je možno nalézt u Borna (2003) a Peemöllera (2005). Dokonce ani interpretace jednotlivých názvů typů hodnot není v literatuře jednotná nebo někteří autoři považují za synonyma termíny, kteří jiní explicitně odlišují (typicky *Nutzwert* a *Entscheidungswert* – k tomu viz zde citované práce a dále Engels, 1962, Sieben, Schildbach, 1994 a mnozí další). Následující schéma systematizuje přehled možných klasifikací „hodnot“ zpracovaný na základě literatury zabývající se oceňováním; stranou je v tomto případě ponechána terminologie teoretické ekonomie.

a) Standard hodnoty dle International Valuation Standards (IVS):
- tržní hodnota (IVS 1);
- netržní hodnota (IVS 2).

b) Kategorie hodnoty dle IVS 1 a IVS 2:
- tržní (IVS 1);
- netržní (IVS 2, 7. a 8. vydání):
  - *Value in Use;*
  - *Value in Exchange;*
  - *Investment Value, Investment Worth;*
  - *Going Concern Value;*
  - *Insurable Value;*
  - *Assessed, Rateable, Taxable Value;*
  - *Salvage Value;*
  - *Liquidation Value;*
  - *Special Value;*
  - *Mortgage Lending Value;*
  - *Synergistic Value (Marriage Value);*
  - *Fair Value.*

c) Metoda ocenění:
- tržní přístup (*Market Approach*):
  - metody srovnatelných podniků;
  - metody srovnatelných transakcí;
  - metody odvětvových násobitelů;
- výnosová hodnota (*Income Capitalisation Approach*);
- hodnota majetková (*Asset Based Valuation*);
- hodnota založená na (historických či kalkulovaných) nákladech (*Cost Approach*).

24 Následující text vychází ze stati Krabec (2008).

d) Hladina hodnoty:
- brutto;
- netto.

e) Teoretický koncept ohodnocování (typy hodnot):
- objektivní koncepce;
- subjektivní koncepce:
  - hodnota užití (*Nutzwert*);
  - užitná hodnota (*Gebrauchswert*);
  - hodnota pro rozhodnutí (syn. hraniční hodnota, *Entscheidungswert*);
  - argumentační hodnota (*Argumentationswert*);
  - směnná hodnota (*Tauschwert*);
  - normovaná hodnota (*Normwert*);
- funkcionální koncepce:
  - hraniční hodnota (*Entscheidungswert*);
  - arbitrární (rozhodčí) hodnota (*Arbitriumwert*);
  - argumentační hodnota (*Argumentationswert*);
- tržní koncepce:
  - tržní hodnota (*Market Value*);
  - *Fair Market Value;*
  - *Open Market Value;*
  - *Fair Value;*
  - objektivní tržní hodnota;
  - vnitřní hodnota (*Intrinsic Value*);
  - teoretická hodnota.

Není jednoduché dát uvedeným pojmům konkrétní obsah. Podrobnosti a teoretické souvislosti náplně těchto pojmů jsou podrobněji zpracovány zejména v rámci evropské teoretické literatury (Born, 2003, Antill, Lee, 2005, Mard, Hitchner, Hyden, 2007, Matschke, Brösel, 2007, Mařík a kol., 2007) a částečně v rámci standardů (IVS 2007, IDW S 1, 2008). Kromě toho platí, že se tato pojetí mohou vzájemně překrývat a lze si představit výsledek ocenění jako „netržní výnosovou netto hodnotu podniku kategorie *Value in Use* s účelem použití jako hodnota pro rozhodnutí".

Vzhledem k tomu, že anglosaské a kontinentální pojetí ohodnocování aktiv vychází z jiných obchodních a právních tradic, teoretická východiska koncepcí ohodnocování a také zamýšlené použití výsledků jednotlivých kategorií hodnot nemusí nutně nacházet své jednoznačné protějšky v kategoriích hodnot paralelních koncepcí. Zatímco například obsah pojmu směnné hodnoty (*Tauschwert*) odpovídá *Value in Exchange*, tak *Arbitriumwert* je konceptuálně odlišnou kategorií hodnoty ve srovnání s tržní hodnotou dle IVS i s *Fair Value*.

Nepřehlednou činí terminologii množství adjektiv spojovaných s pojmem hodnoty s tím, pro jaký účel a jakým způsobem se tato hodnota odhaduje. Situaci neulehčuje ani vztah mezi termíny souvisejícími s ohodnocováním a oceňováním. Zde se můžeme domnívat, že se jedná o české specifikum, zejména vyplývající ze silného historického vlivu zákonné regulace oceňování a „odhady cen" pro účely definované právě zákony. Tato zažitá a praktiky užívaná terminologie přechází i do česky psané teoretické literatury a někdy vede i k méně výstižným překladům především anglické terminologie.

10. Koncepce oceňování podniku

„Hodnota podniku je tedy závislá
na plánech a budoucnosti, a tím je subjektivní.“

Matschke, Brösel, 2007

Na hlavní problémy související s nakládáním s pojmy, jako je „objektivní hodnota“, již bylo poukázáno v první kapitole věnované teoriím hodnoty. Hodnota může být objektivní veličinou v rámci určitého teoretického paradigmatu (klasická politická ekonomie a následně marxismus), ale do praktického oceňování aktiv tento pojem nepatří. V průběhu minulého století se vyprofilovalo několik koncepcí disciplíny ohodnocování podniku. V literatuře je možno najít různou podobu systematizace (viz Born, 2003, Matschke, Brösel, 2007, Hering, 2006). Pozoruhodný je vztah fundamentální ekonomické teorie, teorií ohodnocování podniků a praktických aplikací. Nelze obecně říci, že například objektivní teorie hodnoty formovala objektivní koncepci oceňování podniku. To samé platí pro subjektivní přístup. Ekonomická teorie předstihuje oceňovací teorii i praxi v některých aspektech o desítky let a snaží se odpovědět na jiné typy otázek. Praktici oceňují proto, aby stanovili částku relevantní pro daný účel. Teoretický ekonom hledá obecné platné principy. To však neznamená, že by zpětně nebylo možno nalézt jisté podobnosti s tím kterým fundamentálním proudem ekonomické teorie (viz Matschke, Brösel, 2007, s. 6 a zde obsažené odkazy).

Níže prezentované koncepce mají jeden společný jmenovatel, který je do značné míry zastíněn až nekritickou aplikací neoklasických modelů na reálné jevy. Jak uvádí Matschke a Brösel (2007, s. 7): „…objekt ohodnocení má hodnotu jen ve vztahu k subjektu hodnocení. V tomto smyslu neexistuje ‚hodnota sama o sobě‘, nýbrž jen hodnota pro někoho.“

V praxi často dochází k situacím, kdy je podnik oceněn kategorií tržní hodnoty za využití výnosových oceňovacích metod, s diskontní mírou odvozenou na základě CAPM, a tato částka se považuje za obecně platnou. Na neoklasické teorie kapitálového trhu navazující výnosové oceňovací metody a s nimi související metody srovnatelných podniků, pracující s konceptem „průměrného investora“, pro kterého zároveň platí známé neoklasické předpoklady prezentované dále u podrobného rozboru tzv. tržního oceňování. Vysvětlení, respektive obhajoba této úvahy je založena na tom, že racionální diversifikovaný investor by nebyl pravděpodobně ochoten s ohledem na ostatní tržní alternativy zaplatit vyšší částku a prodávající by zase nebyl ochoten prodat levněji. Bohužel, jak dále uvidíme, koncept průměrného investora a představa existence hypotetického efektivního kapitálového trhu („jako kdyby“ se oceňovaný podnik na takovém trhu obchodoval) nejsou dostatečně robustní na to, aby v podmínkách České republiky bylo možno takto vypočtenou částku vydávat za „objektivní“ hodnotu, tržní hodnotu či cenu obvyklou. Tržní strany nejsou tvořeny průměrnými investory s identickými užitkovými funkcemi a v čase navíc nelze předpokládat stacionaritu veškerých relevantních parametrů vykazujících cenotvorný vliv. Výše uvedenou citaci o hodnotě „vždy pro někoho konkrétního“ je možno považovat za východisko moderního oceňování, které neztratilo veškeré vazby k realitě. Ostatně i potřebnost existence různých kategorií hodnoty dokládá, že hodnota je vždy vázána účelem ocenění, a tudíž i subjekty této hypotetické či konkrétní transakce.

K dnešnímu stavu věcí vedla dlouhá cesta. Ohodnocování v evropských podmínkách prošlo několika vývojovými stadii v oblasti teoretické literatury a akademické diskuse, přičemž v současné době je možno pozorovat paralelní existenci funkcionálního a tzv. tržního oceňování

aktiv v oblasti teorie i praxe. V naší zemi je stále patrná neustálenost a prozatím nedostatečná profilace jednotlivých koncepcí oceňování.

10.1 Objektivní koncepce ohodnocování (oceňování)

Objektivní koncepce ohodnocování je založena na tom předpokladu, že existuje objektivní hodnota podniku. Tento pojem není chápán opět zcela shodně s objektivní teorií hodnoty klasické politické ekonomie. Základní hypotézu tohoto přístupu shrnují Matschke, Brösel (2007, s. 14): „…představa o odhadu hodnoty podniku, co nejvíce oproštěná od konkrétních osob jako zájemců o ocenění, na základě faktorů, které mohou být realizovány ‚kýmkoliv'."

Ačkoliv v době, kdy byla objektivní koncepce formována, již byla v oblasti teoretické ekonomie po několik desítek let známa subjektivní teorie hodnoty, a dokonce i neoklasická teorie tržní rovnováhy velký vliv na formování tohoto konceptu neměly. Snaha zastánců a původních tvůrců objektivního oceňování (viz Moral, 1920, Leitner, 1926, Felten, 1958, Mellerowicz, 1962 – in: Matschke, Brösel, 2007) byla nanejvýš chvályhodná. Jelikož si byli dobře vědomi obtíží plynoucích z nedokonalosti a případně neexistence dostatečně kvalitních trhů podniků a specifik tržních stran, snažili se o maximální možné odosobnění (*Entpersonifizierung*) a zaměření se na objekt ocenění (*Objektbezogenheit*). Hodnota je v tomto pojetí – pro účely ohodnocení – vlastností příslušného statku, protože je dosažitelná pro „kohokoliv". Ponechme stranou související problémy konkretizace pojmu „kohokoliv", jedná se totiž o ještě neurčitější pojem než „průměrný investor" v rámci tržního oceňování. „Průměrný investor" je fiktivní postava, ale oceňovatel se snaží o jisté empirické postihnutí jeho chování na základě modelových úvah (typicky odvození diskontní míry přes CAPM). „Kdokoliv" je postava implicitně vymyšlená či předpokládaná tím, kdo ocenění provádí (viz Bretzke, 1976).

Ostatně tzv. tržní oceňování přebírá jisté prvky objektivní teorie oceňování, a v praxi někteří oceňovatelé dokonce hovoří o tzv. „objektivní tržní hodnotě". Shodné koncepce objektivního a tržního oceňování nejsou, protože „kdokoliv" je – většinou – poněkud konzervativnější pojem než „průměrný investor". To se promítá v metodách využívaných pro odhad objektivní hodnoty podniku, kdy jsou preferovány metody zatížené co nejmenší nejistotou ohledně budoucího vývoje: netto substanční hodnota a kombinace substanční hodnoty a hodnoty dané budoucími výnosy za primárního předpokladu zachování majetkové podstaty (čili ve smyslu *Ertragswert*, nikoliv jinak pojímané *Zukunftserfolgswert* sloužící pro odhad hodnoty pro rozhodnutí). Rovněž diskontní (kapitalizační) míra u výnosového ocenění v rámci *Ertragswert* je odvozena jako „místně obvyklá" úroková sazba a ta je dále upravena o přirážky a srážky (viz Matschke, Brösel, 2007 a podrobně Matschke, 2000).

Jistě si lze položit otázku, jak je možné, že se udržela objektivní koncepce oceňování tak dlouho a v jistém ohledu je přítomna i v pracích dnešních oceňovatelů, kteří se snaží o odhad objektivní tržní hodnoty, i když – jak dále uvidíme – IVS o objektivitě sice hovoří, avšak nikoliv jako o vlastnosti vypočtené tržní hodnoty. Brilantní odpověď poskytl již Matschke (1976, s. 517): „…pojem objektivního je v běžné řeči spojován s vědeckostí, poctivostí, určitostí, ověřitelností a všeobecnou platností." Bohužel ekonomie není a nikdy nebude exaktní vědou stavící na přírodních konstantách s obecnou platností. Ačkoliv pro laiky – ke kterým patří drtivá většina objednatelů a uživatelů oceňovacích expertiz – je dojem objektivity tak lákavý,

praktická použitelnost není velká. Objektivní koncepce nemůže překonat své inherentní obtíže dané především spoléháním se na možnost odhadu odosobněné a obecně platné částky (částky pro všechny a zároveň pro nikoho). Stejný osud nabraly objektivní teorie hodnoty klasické politické ekonomie, které také nikdy nebyly schopny překonat své vnitřní rozpory (ani přes pokusy postkeynesiánců v druhé polovině minulého století – viz první kapitola).

Nestrannost odhadu vyvozovaná na základě odosobnění oceňované/ohodnocované transakce je podmínkou nutnou, ale nikoliv postačující (viz Matschke, Brösel, 2007). Bez znalosti či alespoň bližší konkretizace subjektů transakce totiž není možné nijak dovodit, jestli takto vypočtená částka, a to z pohledu její výše i způsobu, jakým byla získána, bude vůbec relevantní a přijatelná pro tržní strany (subjekty transakce).

Konzervativnost, založení na minulém vývoji a opatrnost v odhadu v tomto smyslu pojímané objektivní hodnoty podniku vedou k výsledkům ne vždy odpovídajícím realitě. Objektivní koncepce oceňování byla pohřbena v roce 1961, kdy selhaly pokusy o sjednocení metod pro odhad objektivní hodnoty podniků v rámci *Union Européen des Experts Comptables, Economiques et Financiers* (Matschke, Brösel, 2007).

Je důležité si uvědomit, že vítězství v oblasti teorie a odborné argumentace nevyvolají okamžité praktické důsledky. Než mohlo dojít k rozvoji v dnešní době aktuálních oceňovacích konceptů, bylo nutné projít fází subjektivního oceňování podniků, které se snaží o maximální možné zohlednění reality. Bohužel, jak dále uvidíme, podle konceptu subjektivního oceňování má každý podnik v daný okamžik právě tolik hodnot, kolik je subjektů-investorů. Dědictvím objektivního přístupu je v německé tradici kategorie tzv. objektivizované hodnoty (viz IDW S 1 nebo také Peemöller, 2001, Schulze, 2003 Wollny, 2008) a paralelně k tomu koncepce tržního oceňování, která je však do značné míry založena na jiných institucionálních a částečně i teoretických východiscích (a o to je horší, pokud je koncept tržního oceňování využíván bez jakýchkoliv metodických a interpretačních modifikací v podmínkách střední Evropy).

Je zajímavé poukázat na paralelu koncepcí oceňování (ohodnocování) podniků s vývojem teorie hodnoty v oblasti teoretické ekonomie. Nejprve byla snaha hledat objektivní hodnotu statků a prostřednictví této statkům vlastní hodnoty vysvětlovat jejich rovnovážnou „přirozenou“ cenu. V druhé polovině 19. století přichází marginalistická revoluce a mění uvažování teoretické ekonomie po několik desítek let do doby, kdy přichází neoklasická mikroekonomie, přechod k formální analýze a rovnovážným cenám determinovaných nabídkou a zároveň poptávkou o určité struktuře následně vyúsťující v neoklasickou syntézu (Hicks, 1937 a také viz Samuelson, Nordhaus 1991). Teorie oceňování reaguje o několik desetiletí později rozvojem příslušných koncepcí oceňování podniků. Rozdíly oproti teoriím rovnováhy (trhu či ekonomického systému) je možno přičíst specifikům, které podnik ve smyslu věci hromadné odlišují od jednotlivých homogenních reálných či kapitálových aktiv, kterými se primárně zabývá teoretická ekonomie. Kvůli existenci rozličných praktických potřeb, vyplývajících jednak z rozdílnosti uživatelů výsledků ocenění a jednak ze subjektů ocenění, a zároveň v důsledku toho, že hodnota hromadných aktiv záleží také na v budoucnu očekávaných užitcích, bylo nutno provést četné modifikace a adaptace abstraktních teorií.

10.2 Subjektivní koncepce oceňování

Subjektivní koncepce oceňování se profilovala paralelně s vývojem koncepce objektivní. Od začátku šedesátých let minulého století nabývá v německy mluvících zemích na stále větším

praktickém významu (Matschke, Brösel, 2007), protože z pohledu praktických potřeb vykazuje tento přístup lepší použitelnost. Základy jsou opět o několik desítek let starší. Mezi původní díla formulující nosné prvky, z nichž vychází subjektivní koncept oceňování podniku, jako je princip subjektivity (*Prinzip der Subjektivität*) a princip vztahu k budoucnosti (*Prinzip der Zukunftsbezogenheit*), je možno řadit již práce von Oyenhausen (1822, in: Matschke a Brösel 2007), Faustmann (1849 a 1854, in: Matschke a Brösel 2007), Kreutz (1909, in: Matschke a Brösel 2007), Berliner (1913, in: Matschke a Brösel 2007). Mezi nejdůležitější zastánce a zároveň autory subjektivního proudu patří rovněž jeden z nejvíce citovaných autorů německé tradice Schmalenbach (1917/1918 a 1929 in: Matschke a Brösel 2007), Mellerowicz (1962 in: Matschke a Brösel 2007) a z moderních prací Münstermann (1966), Busse von Colbe (1957), a v syntéze také Moxter (1983, respektive 1990). Princip oceňování podniku jako celku (*Prinzip der Gesamtbewertung*), kdy podnik je oceňován jako funkční celek přinášející svému vlastníkovi současné a budoucí užitky (věc hromadná), byl formulován opět již v první polovině 20. století (Mirre, 1913, Auler, 1926 in: Matschke a Brösel 2007 a dále Münstermann, 1966). Podrobnější rozbor zdrojové literatury subjektivní koncepce uvádí Born (2003) a Matschke a Brösel (2007).

Samozřejmě časová dimenze uvedená u předcházejících koncepcí oceňování se netýká České republiky, kde se o svébytném rozvoji koncepcí oceňování aktiv v oblasti teorie hovořit nedá. Česká praxe přejímá povětšinou buď terminologii z legislativy (s obtížnou a neurčitou interpretací), nebo se řídí nekritickým přebíráním anglosaského tzv. tržního přístupu, protože klienti většinou chtějí zjistit právě „objektivní tržní hodnotu“ nebo cenu obvyklou.

Východisky subjektivního konceptu jsou výše uvedené tři stavební kameny:

- princip subjektivity;
- princip vztahu k budoucnosti;
- princip ohodnocování podniku jako celku.

Každý vlastník má jiné (tzn. individuální) preference a cíle, jiné finanční možnosti, jiné možnosti synergií a také jiné vyjednávací schopnosti a ekonomickou moc. V důsledku toho má podnik hodnotu vždy jen pro subjekt ocenění, obecná hodnota (*Gemeiner Wert*) nemá smysl. Je důležité si uvědomit, že podmínky musejí platit podle tohoto konceptu zároveň. To znamená (srovnej také Matschke, Brösel, 2007), že i kdyby platil hypotetický předpoklad, že užitek tvůrců trhu ohledně pořízení ohodnocovaného podniku ve smyslu věci hromadné je identický (implicitní předpoklad o peněžní jednotce jako měřítku pro srovnání v neoklasických teoriích kapitálového trhu – čím více peněz, čím dříve a s čím nižším rizikem, tím více je stav preferován – dále v textu jsou tato východiska precizována u konceptu „průměrného investora“), tak to nepovede k jediné hodnotě tohoto podniku. V realitě není totiž možno ověřit, že tito tvůrci trhu mají zároveň všichni identické možnosti ohledně alokace kapitálu a že mezní náklady na obdržení dodatečné jednotky kapitálu jsou shodné.

Z pohledu subjektivního oceňovacího konceptu existuje několik typů hodnoty (interpretace v návaznosti na Matschke, Brösel, 2007):

- **Hodnota užití** (*Nutzwert*, *Gebrauchswert*) poukazuje na stupeň uspokojení cíle daného subjektu, jedná se tedy o hodnotu stávajícího využití aktiva, analogickým pojmem je *Value in Use* z IVS 2 (2005, 7. vydání).
- **Hodnota pro rozhodnutí** (*Entscheidungswert*, pozor na dichotomii s termínem hraniční hodnoty *Grenzwert* a pozor také na rozdíl oproti hodnotě rozhodčí (v něm. *Schiedsspruch*

nebo *Arbitriumwert*) značí z pohledu subjektu ještě mezní přijatelný kompromis pro uskutečnění transakce, hodnota užití a hodnota pro rozhodnutí jsou tedy silně spjaty, protože vytvářejí prostor pro ustavení rovnovážné ceny transakce, kdy obě strany zvýší s ohledem na své spotřební alternativy svůj užitek (zjednodušeně řečeno, subjekt ocenění prodá statek tehdy, pokud subjektivní užitek ze směny bude vyšší než užitek ze stávajícího vlastnictví); ke směně maximalizující užitek obou smluvních stran může dojít díky odlišným preferencím (respektive užitkovým funkcím), odlišným budoucím očekáváním a odlišným cílům subjektů směny.

- **Argumentační hodnota** (*Argumentationswert*) je veličinou, na základě které subjekt zdůvodňuje a obhajuje svoji pozici v rámci transakčního vyjednávání, jedná se tedy o jakousi údajnou hodnotu pro rozhodnutí, kterou se vyjednávající strany snaží obhájit, tím se rozkrývá vztah mezi skutečnou vlastní hodnotou pro rozhodnutí a hodnotou pro rozhodnutí očekávanou u tržní protistrany.
- **Směnná hodnota** (*Tauschwert*) je výsledkem konkrétního vyjednávání, procesu řešení konfliktu mezi vícero racionálně jednajícími subjekty (můžeme se domnívat, že konfliktem se rozumí toliko odlišné představy ohledně očekávané výše ceny či podmínek transakce), kteří přímo či přes prostředníky vstupují v kontakt a vytvářejí nabídku a poptávku vzácného statku, jež vedou k rovnováze. Pokud tuto výši stanoví (navrhne) po dohodě zúčastněných subjektů nezávislá třetí strana, jedná se o tzv. rozhodčí či arbitrární hodnotu (*Schiedsspruch-* nebo *Arbitriumwert* – viz tamtéž).

  Je třeba mít se na pozoru před ztotožňováním směnné hodnoty a rovnovážné ceny, či dokonce směnné hodnoty a tržní hodnoty. Ačkoliv je možné, že existují rovnovážné tržní ceny z uskutečněných transakcí srovnatelných aktiv, není správné odvozovat vlastní hodnoty pro rozhodnutí od těchto historických tržních cen, které byly v okamžiku svého ustavení určeny subjektivními hodnotami pro rozhodnutí jiných tvůrců tohoto trhu. Tehdy mohla být jiná tržní situace, tvůrci trhu mohli být v jiné vyjednávací pozici, mohli být lepší či horší vyjednavači a mohli mít jinou tržní sílu i možnost ovlivnit výši rovnovážné ceny transakce (tamtéž).
- **Normovaná hodnota** (*Normwert*) je vypočtena pro svého adresáta na základě a podle určitých norem. Adresát (uživatel této hodnoty) musí být schopen tyto normy, čili pravidla, podle nichž bylo odvození provedeno, dekódovat a tím interpretovat výsledek. V tomto smyslu se obvykle jedná o vyhlášková ocenění, která mají svůj účel ne nutně úzce spjatý s aktuálními tržními či obecnými ekonomickými podmínkami. Na pomezí stojí typy hodnot přísněji normované standardem, tzn. především objektivizovaná hodnota dle IDW S 1.

Typy hodnot v oblasti subjektivní koncepce oceňování se překrývají s některými kategoriemi hodnot v oblasti oceňovacích standardů. Ukazují evoluční aspekt formování oceňovacích koncepcí a standardů oceňování, které se vyvíjejí s ohledem na potřeby uživatelů ocenění, a tedy nutně reflektují reálné vlivy stávajícího institucionálního prostředí (instituce jsou v tomto smyslu pojímányé široce, jako obecná pravidla chování – viz North, 1990). Teoretická ekonomie, a neoklasika zejména, jsou vystavěny axiomaticky s tím, že veškeré závěry platí jen ve smyslu daných předpokladů a v souladu s principem jejich odvození (typicky komparativní statika). Kapitálově-tržní přístupy k oceňování podniku tento způsob uvažování přejímají, což vede zpravidla k tomu, že dobrý úmysl maximální míry objektivizace je vykoupen odtržením od reality podobně jako u objektivního přístupu.

Koncept subjektivního oceňování se opět v praktickém oceňování podniků zcela neprosadil. Jeho finální konstituce v 60. letech minulého století byla fakticky reakcí na neudržitelné

problémy objektivní koncepce oceňování podniků. Od jednoho extrému zastávajícího názor, že může existovat jedna obecně platná objektivní hodnota, se teorie oceňování podniků přesunula do opačné pozice: hodnota existuje vždy jen pro někoho. To je sice na jednu stranu pohled blízký realitě, který zprostředkovaně nachází svoji robustní podporu v teoretické ekonomii (viz kap. 1 u marginalistů a rakouské školy)[25], ale na druhou stranu je obtížné propočítávat subjektivní hodnotu z pozice externího oceňovatele. Navíc vznikají rozpory ohledně role nestranného experta, plnícího v rámci konfliktní situace roli rozhodčího oceňovatele. Tato úloha, podle Matschkeho a Brösela (2007), nebyla v rámci teoretického ani praktického pojetí konceptu subjektivního oceňování podniku nikdy správně vnímána a doceněna.

10.3 Tržní koncepce oceňování podniku

„ ...přiznávám se, že mám raději pravdivou, ale nedokonalou znalost,
i když ponechává mnoho neurčitého a nepředvídatelného,
než troufalé zdání přesné znalosti, která bude nejspíše chybná."

F. A. von Hayek (in: Jonáš, 1994, s. 190)

Koncepci tržního oceňování je nutno věnovat pozornost, protože v současné době se o tzv. tržní hodnotě hovoří nejčastěji a bývá ztotožňována i s cenou obvyklou. Tržní koncepci ohodnocování podniku nelze ztotožňovat s metodami oceňování vycházejícími z tržních dat (metoda srovnatelných transakcí, metoda srovnatelných podniků). Aby nedošlo k terminologickém nedorozumění, uveďme, že o tržním přístupu se v rámci teorie ohodnocování podniku hovoří ve smyslu nahražení skutečného trhu, který pro podniky zpravidla kontinuálně neexistuje, neoklasickým kapitálovým trhem: tržní koncepcí se v oblasti teorie ohodnocování podniku rozumí aplikace neoklasicky založené finanční teorie vycházející z dokonalého kapitálového trhu i na podniky ve smyslu jedinečných aktiv – věcí hromadných. Nejedná se tedy, ačkoliv to může tak působit, o přístup založený na srovnatelných transakcích a právě tento fakt způsobuje v rámci tohoto přístupu k ohodnocování podniku jisté interpretační problémy.

Zadavatel ocenění často poptává „tržní hodnotu". K problémům a zbytečným nedorozuměním vede v praxi následující otázka: Co je to tržní hodnota? Odpověď není ani jednoduchá, ani jednoznačná. Definice je obsažena a rozebrána v IVS a budeme o ní ještě hovořit v kapitole věnované Standardům. V běžném, intuitivním chápání českých oceňovatelů se interpretace tohoto pojmu od definice v IVS, můžeme se domnívat, někdy i podstatně odlišují. To má za důsledek nejasnosti ohledně vypovídací schopnosti výsledku ocenění. Čím volnější je totiž vymezení tohoto pojmu, tím více se nabízí možností interpretace a s tím souvisí i existence většího množství výsledků, které stále budou v souladu s rozvolněnou či nejasnou definicí. Z pohledu uživatelů oceňovací expertizy a jejích výsledků je tato situace nežádoucí. Ještě větší nebezpečí skýtá pro oceňovatele samotné, protože ti na sebe berou riziko buď metodické chyby v případě nesprávné volby kategorie hodnoty, nebo výpočtu částky, která bude zpochybnitelná

25 Pozor na ztotožňování subjektivní teorie hodnoty a subjektivního konceptu oceňování podniků. Metodologicky a podstatou se jedná o dva rozdílné pohledy na rozdílné jevy. Zajímavá je však opakující se historie. V oblasti teorie hodnoty dochází k odmítnutí objektivní teorie hodnoty v sedmdesátých letech 19. století marginalistickou revolucí, o necelých sto let později dochází k ústupu od objektivní teorie ohodnocování podniku na úkor subjektivní koncepce.

jako kategorie tržní hodnoty. Tuto obtíž vnímají i čeští oceňovatelé: „Definice tržní hodnoty je veskrze promyšlená a předpokládá, že jakékoli nesplnění byť třeba jediného jejího požadavku znamená, že se pak o tržní hodnotu nemůže jednat, ale že jde o některý z typů hodnot na netržní bázi, jak je například uvádějí Mezinárodní či Evropské oceňovací standardy, které tržní hodnotu od jiných typů hodnot velmi striktně rozlišují." (Zazvonil, 2008, s. 48)

Podle mého názoru založeného na dlouhodobých a obsáhlých diskusích s českými oceňovateli nejde jen o problém v ignorování desítek stran definice kategorie tržní hodnoty v rámci Mezinárodních oceňovacích standardů. Nedorozumění při snaze o odhad tržní hodnoty je zpravidla dvojího druhu a vyznačuje se odlišnými příčinami, o nichž byla řeč již v úvodu této knihy. Buď oceňovatel odhaduje tržní hodnotu, i když pro ni nejsou splněny definiční podmínky dle standardu, a dopouští se takto metodické chyby, kdy výsledku jsou přisuzovány vlastnosti a interpretace, které mu nepříslušejí; smysl standardu se takto míjí účinkem. Díky informační asymetrii mezi oceňovatelem a zadavatelem (uživatelem) ocenění většinou není problém výsledek obhájit. Druhé nedorozumění spočívá v tom, že oceňovatel odhaduje tržní hodnotu hromadného aktiva bez ohledu na to, jestli pro něj existuje skutečný trh, a to tak, že vydává za tržní hodnotu (či cenu obvyklou) výsledek výnosového ocenění, které je teoreticky ukotveno neoklasickou teorií rovnováhy, zejména modelem CAPM a teorií kapitálové struktury Millera a Modiglianiho. Přitom se oceňovatel na Standardy odvolává jen volněji a přímo či nepřímo říká, že odhaduje „tržní hodnotu", která ovšem ne nutně musí splňovat kvalitativní kritéria IVS, ale „byla zadavatelem požadována", a tudíž byla i odhadnuta. Příčina tohoto druhého častého nedorozumění spočívá podle všeho v tom, že teorie podnikových financí a oceňovací literatura anglosaské tradice hovoří o tržní hodnotě také, ale ve zcela jiném smyslu než IVS. Výsledek výnosového ocenění DCF je poté označen za jedinou správnou rovnovážnou tržní cenu (po zohlednění všech teoretických konceptů, o kterých bude řeč dále, jako jsou mimo jiné oportunitní náklady, averze k riziku a arbitrážní ustavení rovnováhy), čili odhad tržní hodnoty. Na skutečný svět, kde rovnováha je až výsledkem souhry nabídky a poptávky na trhu, se již zapomíná.[26]

Tržní koncepci označují někteří autoři také jako „neoobjektivismus" (Matschke, 2003), před tímto názvem je nicméně třeba se mít na pozoru, protože se časově ani obsahově nejedná o následníka objektivní koncepce.[27]

---

26 O teoretických kontroverzích bude pojednáno podrobněji níže v textu, ani při praktickém použití není však možno předpokládat, že bude odhadnuta částka skutečně reprezentující tržní hodnotu podniku (jakkoliv odlišně může zadavatel ocenění, oceňovatel a uživatel výsledku tuto částku chápat). Pro zajímavost uveďme, že již v roce 1997 Günther (1997, srovnej také Matschke, Brösel, 2007) vyjmenovává čtrnáct v literatuře uváděných základních koncepcí pro odvození volného cash flow. Někteří autoři jsou si vědomi neurčitosti takto vypočtené hodnoty a obtížnosti její interpretace. Důsledkem toho je, že do hry vstupují četné jiné názvy výsledku ocenění, které však nemají žádné určité definice a způsobují jen další obtíže: „vnitřní hodnota", „teoretická hodnota", „objektivní tržní hodnota" nebo také „*Fair Value*", jejíž definice je podstatně širší než definice tržní hodnoty v IVS, protože tato kategorie hodnoty je standardizována pro jiný účel (budeme se jí věnovat dále).

27 Matschke (2003) také poukazuje na záplavu publikací výhradně se zabývajícími módními kapitálově-tržními metodami, s tím, že se často zapomíná na původní autory základních oceňovacích metod a technik, kterými byli povětšinou právě němečtí píšící Evropané přelomu 19. a 20. století.

Miloši Maříkovi děkuji za upozornění na fakt, že například tradiční metoda nadzisků (*Übergewinnverfahren*) je ve své podstatě předchůdkyní komerčně neobyčejně úspěšné metody EVA, jejíž komerční potenciál byl jejími autory podstatně efektivněji využit tím, že je prodávána jako poradenský produkt.

Tržní hodnota není pojmem teoretické ekonomie, jedná se výhradně o pojem relevantní v oblasti praktického oceňování aktiv a podnikových financí. V obou disciplínách nabývá toto spojení mírně odlišnou interpretaci. V podnikových financích (viz v česky psané literatuře Marek a kol., 2006, Valach, 2005) se stírá rozdíl mezi tržní hodnotou podniku, respektive firmy, a hodnotou výnosovou. Pojem je chápán jako cíl podnikání, maximalizace tržní hodnoty představuje maximalizaci hodnoty pro vlastníky chápanou v neoklasickém smyslu (maximalizace peněžního toku pro vlastníky, obdrženého v co nejbližším časovém horizontu, zatíženého co nejnižším rizikem) a případně se promítající do tržní kapitaliazce, jsou-li akcie kotované na veřejném kapitálovém trhu.

V oblasti oceňování je tržní hodnota vymezena v IVS nebo, jak právě uvidíme, uzancemi. Uzance mnohdy velkoryse přehlížejí mravenčí práci tvůrců IVS a pojem tzv. tržní hodnoty ztrácí svůj obsah a potažmo i vypovídací schopnost. Mařík (in: Marek a kol., 2006, s. 523) uvádí: „Směnnou hodnotu jako pojem ekonomické teorie můžeme ztotožnit s pojmem tržní hodnota, který se používá v oblasti oceňování.“ Bohužel, tato citace zcela přesně vystihuje nežádoucí stav a současnou praxi v České republice. „Směnnou hodnotou“ (viz tamtéž, zvýraznění v originále) je rozuměna „cena na trhu, tj. **tržní cena**. Tržní cena je určena na trhu vztahem nabídky a poptávky. V tomto vztahu se promítne vzácnost každého konkrétního statku (zboží)“. Tato interpretace v zásadě protíná přístup subjektivní teorie hodnoty (viz kapitola první) a neoklasické teorie tržní rovnováhy (která ale hovoří výhradně o rovnovážné a nerovnovážné ceně).

Běžné chápání tržní hodnoty, můžeme se domnívat, poukazuje na částku, za kterou by také bylo možno oceňované aktivum koupit či prodat (viz Mařík, 2009). Tedy prodat na trhu. Věci se podstatně zkomplikují, pokud položíme další otázku: Na jakém trhu? Trhem se v tomto případě rozumí jakýkoliv trh, tzn. i trh jednoho nabízejícího a jednoho poptávajícího, který existuje právě jen v době průběhu transakce, neexistuje předtím a po ustavení rovnovážné ceny již dále opět neexistuje. Výše bylo rozebráno, že forma trhu monopol-monopson není tržní formou umožňující odvození rovnovážné ceny na základě pravidel volné soutěže. Tyto úvahy ale mohou vést právě jen k odhadu hodnoty směny (*Value in Exchange,* případně i *Tauschwert* dle interpretace), která se může více či méně přesně s ohledem na konkrétní a dopředu nejasné podmínky transakce proměnit v ex post zjistitelnou rovnovážnou cenu obchodu, určitě však nevede a zpravidla nemůže vést k odhadu tržní hodnoty v souladu s IVS. *Value in Exchange* je postavena na jiných principech a východiscích než tržní hodnota, což ostatně vyplyne z rozboru obsahu standardu tržního oceňování. Opět zdůrazněme, že také odhad směnné hodnoty je odhadem zpravidla vycházejícím z předpokladů ohledně dané transakce. Oceňovatel nevybírá náhodně „nějaké“ přijatelné číslo, ale postupuje s využitím expertních znalostí širších podmínek transakce a samozřejmě také s využitím příslušné oceňovací metodologie. Nic také nebrání tomu, aby oceňovatel po dohodě obou stran stanovil hodnotu rozhodčí s tím, že se obě strany mohou domluvit, že se budou řídit hodnotou získanou jako výstup z libovolného modelu výnosového ocenění.

Na tomto místě je třeba uvést, že toto rozvolněné chápání, i když se autor ocenění odvolává na soulad s IVS, vede k tomu, že funkce IVS zůstává nenaplněna. Mařík uvádí hlavní atributy tržní hodnoty dle IVS:

- „Odhad ceny, která by byla dosažitelná na trhu;
- k určitému datu;
- po dohodě mezi kupujícím a prodávajícím;
- kteří sledují racionální cíle;
- nejednají pod nátlakem;

- po dostatečném marketingovém zpracování trhu, které zajistí dostatečnou informovanost a spolu s tím přiměřenou konkurenci;
- bez ohledu na individuální vlivy a okolnosti na straně kupujícího i prodávajícího."

„Tržní hodnota je tedy odhad ceny dosažitelné na trhu při „normální podmínkách." (tamtéž, s. 523–524)

Pokud je předmětem ocenění podnik či obecně věc hromadná a specifická nehmotná aktiva, pro které neexistuje „normální" trh, na němž by bylo možno zkoumat „normální podmínky", tak musíme využít modely trhu hypotetického. V případě oceňování věcí hromadných bude tímto hypotetickým trhem neoklasicky chápaný trh kapitálu se všemi souvisejícími předpoklady relevance modelových úvah (nulové transakční náklady apod.). Podnik je poté redukován na aktivum přinášející svému vlastníkovi peněžní toky o určité rizikovosti. Kapitálová hodnota vlastnického práva k tomuto aktivu je poté odvozena prostřednictvím některé z variant modelů DCF. Bez zjednodušujících předpokladů by modelové úvahy byly neproveditelné, a to především z důvodu nemožnosti opatřit si veškeré potřebné informační vstupy. Jelikož se jedná výhradně o modelové úvahy, musíme si pomoci metodami, které jsou do značné míry vyvozeny právě z předpokladů fungování neoklasického kapitálového trhu, a převzít zodpovědnost za to, že tyto modely dostatečně věrně zobrazují (aproximují) realitu. Jiná možnost není[28]. Tento moment je zásadní, protože kvůli nutnosti redukce komplexity reálného světa do modelově popsatelného prostředí (k redukci komplexity z pohledu ohodnocování aktiv doporučuji k pozornosti habilitační téma Ballwiesera, v souhrnu in: 1987) si jako oceňovatelé zároveň bereme odpovědnost za to, že modely fungují „přiměřeně spolehlivě" z pohledu reality.

Je nutné poznamenat, že řada publikací z oboru podnikových financí již ztrácí přímé vazby na své neoklasické kořeny. Základní analytické metody, jako je diskontované cash flow či CAPM, jsou předkládány automaticky s tím, že sice striktní předpoklady obecně platit nemusejí, ale jako rozhodovací kritérium jsou dostatečné. Přetrvávající dominance neoklasické ekonomie ve vysokoškolských kurzech mikroekonomie samozřejmě napomáhá k další konzervaci tohoto stavu. Maximalizace tržní hodnoty je z pohledu podnikových financí, můžeme se domnívat, interpretována jinak, než je tomu v případě praktického oceňování. Vazba na normativní definici tržní hodnoty opírající se o nějakou formu standardů oceňování v učebnicích a odborných publikací na téma podnikových financí chybí. Základní koncept výkladu se většinou redukuje na formulaci podmínek, za nichž podle učiněných předpokladů a relevance fundamentálních faktorů bude výnosová hodnota finančního aktiva, respektive věci hromadné, maximalizována.

28 Jako alternativu tzv. tržního ocenění vycházejícího z modelů kapitálového trhu je možno využít metod srovnatelných podniků. Na první pohled velká výhoda, totiž že se operuje se skutečnými daty, do nichž se promítají skutečné preference a očekávání skutečných tvůrců trhu, při podrobnějším pohledu, přinejmenším ve stávajících podmínkách střední a východní Evropy, neobstojí. I když vybereme údaje o kotovaných podnicích ze stejné branže a i když budeme velkoryse předpokládat „dostatečnou" srovnatelnost těchto podniků, přehlížíme fakt, že se nejedná o tentýž trh těchto podniků, na němž by bylo možno provádět srovnání. Nekotované akcie střední české stavební firmy budou pravděpodobně ovlivněny jinými tvůrci trhu na straně nabídky a poptávky než akcie nadnárodních stavebních gigantů, o jejichž aktivních kotacích můžeme získat informace. Oceňovaná aktiva se tedy obchodují na jiných relevantních trzích s tím, že trh české společnosti neexistuje kontinuálně, ale jen v okamžik průběhu transakce. V případě ocenění kategorie tržní hodnoty se takto bude jednat, přinejmenším, o metodickou chybu. Obecně platná částka ve smyslu „teoreticky správné hodnoty" a tržní hodnota dle IVS jsou neodhadnutelné, to však neznamená, že nejsme schopni odhadovat hodnotu směny, objektivizovanou hodnotu, rozhodčí hodnotu či *Fair Value*.

Samozřejmě o omezeních ve vypovídací schopnosti „dokonale konkurenčních“ či jinak striktně pojatých modelů bylo napsáno mnoho a za vytvořeních alternativ, které lépe zhodnocují skutečnost byly uděleny Nobelovy ceny za ekonomii. Vyzdvihnout je nutno laureáta z roku 1978 Herberta Simona a behaviorální ekonomii. Rovněž teorie hierarchického pořádku (viz například in: Brigham, Erhardt, 2005) se staví proti relevanci abstraktních modelů vševědoucích, racionálních manažerů-rutinérů, efektivně alokujících vzácné zdroje.

10.3.1 Neoklasika a její vývoj z pohledu koncepcí oceňování podniků

Jak bylo v hrubých rysech naznačeno v první části věnované ekonomickým teoriím, smysl a účel teoretického zkoumání se neslučuje s primárními potřebami praktického oceňování aktiv. Teoretická ekonomie nicméně poskytuje metodologii a základní rámec modelového uvažování. Tržnímu přístupu je vlastní snaha o hledání rovnováhy. Částka, která je výsledkem této expertizy, indikuje rovnovážnou cenu „trhu“, ať už se jedná o dokonalý kapitálový trh, nebo o dva obchodníky. Rovnováha byla předmětem zájmu teoretické ekonomie od prvopočátku. Nejdůležitější posun i z pohledu pojetí disciplíny oceňování podniku byl učiněn Walrasem, který poprvé formuloval obecnou teorii všeobecné rovnováhy.

Aby oceňovací modely tak, jak je známe, fungovaly, předpokládá se, že hypotetický trh funguje podle určitých axiomů. Nejinak je tomu v teoretické ekonomii. Výsledky Walrasovy práce jsou kupříkladu podmíněny dokonale konkurenčním prostředím bez časové dimenze. O další podstatné prohloubení teorie všeobecné rovnováhy a podmínek jejího ustavení se zasloužili především matematičtí ekonomové Kennteth Arrow (1964) a Gerard Debreu (1959). Ostatně počátky matematizace a s tím bezprostředně související axiomatizace ekonomie je možno vysledovat až ke Augustinu Cournotovi a jeho modelu duopolu z roku 1838 (duopol je jedna z forem trhu) a později k otcům této disciplíny, Francisi Edgeworthovi a Vilfredu Paretovi (v detailech Stavenhagen, 1969).

Považuji za instruktivní uvést citaci na téma rovnováhy s využitím konceptu komoditního prostoru, jak ji chápe teoretická ekonomie od čtyřicátých let 20. století, ze které vyplyne, jak rozdílné je chápání na první pohled stejných analytických potřeb, tj. určení rovnovážného stavu, i když teorie primárně hovoří o komoditách[29], což podnik ve smyslu věci hromadné de facto není: „Představme si, že máme seznam všech komodit v dané ekonomice. Nechť l je jejich konečný počet. Zvolme jednotku měření pro každou z těchto komodit a zvolme konvenci pro rozlišování vstupů a výstupů (pro spotřebitele budou vstupy kladné, výstupy záporné, pro výrobce budou vstupy záporné, výstupy kladné). Akci ekonomického subjektu pak můžeme popsat jako vektor v komoditním prostoru R^l. Skutečnost, že komoditní prostor má strukturu reálného vektorového prostoru, je nejdůležitější podmínkou úspěšné matematizace ekonomické teorie. Zejména je možné plně využít vlastností konvexnosti množin v R^l, což je v teorii všeobecné rovnováhy stále se opakující téma. Jestliže navíc zvolíme zúčtovací jednotku a jestliže definujeme ceny pro každou z l komodit, definujeme tím cenový vektor v prostoru R^l, který považujeme za duální koncept v komoditním vektoru. Hodnota komoditního vektoru z je tedy vzhledem k cenovému vektoru p dána jako skalární součin p.z.“ A pokračuje dále: „Jak víme, v centru celé teorie blahobytu stojí dva základní teorémy. První z nich říká, že jestliže všechny

29 „Tradičně se pod tímto pojmem uvažoval statek nebo služba, jejichž fyzické vlastnosti, čas a místo dodání jsou dány.“ (Debreu, in: Jonáš, 1994, s. 513)

subjekty ekonomiky se nacházejí, při daných cenách, v rovnováze, pak stav ekonomiky je paretovsky efektivní. Důkaz tohoto teorému patří v matematické ekonomii mezi nejjednodušší. Druhý teorém nabízí poněkud hlubší ekonomickou sondu a jeho důkaz spočívá na jisté vlastnosti konvexních množin. Teorém říká, že jestliže stav ekonomiky s je paretovsky efektivní, pak existuje cenový vektor p, vzhledem k němuž budou ve stavu s všechny ekonomické subjekty v rovnováze (za podmínek, které zde a kdekoliv dále v textu nemohu plně specifikovat). Důkaz teorému je postaven na faktu, že v komoditním prostoru R^l je a priori zadaný vektor výchozí zásoby statků e hraničním bodem množiny E všech vektorů alokace výchozích zásob, které jsou schopny uspokojit preference všech spotřebitelů přinejmenším stejně tak dobře, jako to činí stav ekonomiky s. Je-li zaručeno, že množina E je konvexní, pak k množině E existuje tečná nadrovina H procházející bodem e. Vektor p, který je kolmý k nadrovině H a míří do E, má všechny potřebné vlastnosti. Využití teorie konvexních množin pro řešení našeho problému tedy vedlo k výsledku, který byl rigorózní, obecnější a jednodušší, než byly výsledky dosažené pomocí diferenciálního počtu, s nímž se od doby Pareta obvykle pracovalo.“ (Debreu, in: Jonáš, 1994, s. 503–504)

Citát demonstruje, jak důležité jsou pro abstraktní teorii formální podmínky konzistence. Empirická či statistická verifikace závěrů je odsunuta na druhou kolej, o časovém aspektu a v oblasti praktického oceňování podniků tak důležitém datu ocenění ani nemluvě. Abstraktní teorie rovnováhy neslouží a neměla sloužit k výpočtu „optimálních“ rovnovážných cen ve smyslu kvantitativních či numerických konstant. Jedná se výhradně o formulaci podmínek, za nichž bude rovnováhy dosaženo. Jeden z otců teorie rovnováhy Vilfredo Pareto ostatně jasně označil možnosti využití teorie rovnováhy pro praktické výpočty kvůli naší principiální nemožnosti zjistit veškerá potřebná data za „absurdní“ (Pareto, 1927, cit. dle Hayek, in: Jonáš, 1994, s. 189 a zde uvedené odkazy na dřívější práce španělských scholastiků 16. století, kteří si byli vědomi skutečnosti, že „…matematická cena závisí na tolika jednotlivých okolnostech, že to nemůže být známé člověku, nýbrž je známé jedině Bohu“.).

Podobné ambice mají oceňovatelé snažící se o „vědecké“ odvození tržní hodnoty jako obecně platné částky „jako kdyby“ i pro aktiva, pro která nejsou splněny přísné podmínky dle IVS. Nejedná-li se o aktivum, u kterého známe časovou řadu rovnovážných cen na dostatečně funkčním trhu, vypomáháme si nutně předpoklady a modely, do nichž vstupují nikoliv proměnné, které mají ve skutečnosti příčinný vztah k rovnovážné ceně, ale veličiny, které jsme vůbec schopni měřit, či ještě hůře jen veličiny, u kterých jsme schopni si pro účely ocenění obstarat dostatečná data. Jedná se buď o nežádoucí scientistní přístup (Hayek, 1995a), nebo o prostou mechanickou aplikaci učebnicových úvah. V obou případech je výsledek nepřiměřený účelu. Ačkoliv by, můžeme se domnívat, málokterý oceňovatel spoléhal při svých výpočtech jen na měřitelné veličiny, často se praktické posudky z důvodu objektivizace spoléhají výhradně na měření a empirii, i když se jedná o velmi povrchní postižení složitých, komplexních cenotvorných jevů a míchají se zde výstupy z různých trhů, což je metodickou chybou.

Rozeberme neoklasické pojetí burzovně organizovaného trhu kapitálu a zaměřme se na nejdůležitější vazby na metody oceňování podniků. Zabývejme se kromě obecných problémů podrobněji rovněž omezeními, která vyplývají z aplikace kapitálově-tržních přístupů v podmínkách České republiky, neboť vedle všeobecných problémů tržního přístupu se navíc přidává fakt, že se při oceňování v České republice můžeme zpravidla opřít o data ze skutečných kapitálových trhů jen zprostředkovaně.

1. **Obchodované aktivum je homogenní.**
   Aktivem se v tomto smyslu většinou rozumějí podíly na vlastním či cizím kapitálu na burze kotovaného podniku, které mají formu cenného papíru. S tím souvisí také implicitní předpoklad, že vlastnictví těchto majetkových podílů je rozdrobené do té míry, že je vyloučen výkon ekonomické moci, plynoucí z vlastnictví větších balíků akcií. Tzn. tržní kurz je pro všechny vlastníky exogenní proměnnou, a je tak možno abstrahovat od vlivu oceňovacích diskontů a prémií; dále to znamená, že subjektivní hodnoty všech stávajících vlastníků souhlasí s výslednou „objektivní" rovnovážnou tržní cenou.

   „V reálných podmínkách je poté nutno vycházet z toho, že hodnota a tržní cena peněžního toku, akcie nebo celého podniku *nemusejí* být identické a také nejsou – jinak by nebyl mimochodem žádný důvod k tomu, uskutečňovat na trhu obchody. Zvýšení užitku může být docíleno jen tím, že hodnota uskutečněné akce (například koupě podniku) je vyšší než za něj placená cena." (in: Matschke, Brösel, 2007, s. 31, kurziva v originále)

2. **Trh funguje bez transakčních nákladů, investoři mají tudíž stejné a úplné informace a z nich vyvozují stejné závěry.**
   Jedná se o velmi silný předpoklad, že burza je mechanismem, který dokonale a okamžitě přenáší veškeré informace do tvorby cen. Navíc je abstrahováno od behaviorálních faktorů, kdy například manažer portfolia, i když si je plně vědom rizika investic, nepodnikne žádné kroky z obavy, že by ztratil důvěru optimisticky naladěných investorů očekávajících vysoké výnosy, kteří by jinak své investice přesunuli do jiného fondu, spravovanému stejně optimisticky naladěným či vědomě méně ostražitým manažerem.

3. **Aktiva jsou nekonečně dělitelná.**
   Tento předpoklad je rozšířením předpokladu o homogenitě aktiv.

4. **Rovnováhy je dosahováno bez časové prodlevy, tj. hledíme na trh v jednom časovém okamžiku.**

   Zde si pozornost zasluhují dvě věci:

   - v rovnováze jsou obchodována tato aktiva za stejnou rovnovážnou cenu, veškeré známé informace byly právě do této ceny promítnuty, všichni účastníci trhu mohou tato aktiva (ve smyslu peněžních toků) v neomezeném množství, bez transakčních nákladů koupit či prodat, a to za stejnou cenu (viz Matschke, Brösel, 2007);
   - jedná se o rovnováhu právě existujícího (efektivního) trhu daného aktiva.

5. **Investoři nemají preference (díky homogenitě aktiva), nemají tržní moc (tzn. cena je pro každého neovlivnitelnou exogenní proměnnou) a jednají racionálně.**
   Částečně se opět jedná o důsledek předcházejících předpokladů. Racionální chování odpovídá předpokladům o chování neoklasického spotřebitele, který se rozhoduje tak, aby maximalizoval svůj užitek měřený peněžním tokem, časem jeho obdržení a rizikovostí. Implicitně je zde skryt předpoklad, že peněžní jednotka je měřítkem umožňujícím a zajišťujícím interpersonální srovnatelnost. Stejně jako neoklasická mikroekonomie, také „tržní" přístup[30]

30 Terminologická poznámka: Tržní přístup vyjadřuje soubor úvah a konceptů vycházející primárně z neoklasické ekonomie a stavějícím na existenci dokonalého kapitálového trhu. V tomto smyslu se zde také o tržním konceptu hovoří. Je třeba si uvědomit, že veškeré obchody probíhající i mimo

nečiní žádný rozdíl mezi cenou a hodnotou. Takový předpoklad je možné učinit, protože po splnění výše uvedených podmínek platí, že subjektivní hodnoty tvůrců trhu právě souhlasí s „objektivní" cenou tržní rovnováhy. Na dokonalém kapitálovém trhu neexistuje ani tržní moc, ani schopnost ovlivnit tuto cenu, pro všechny je tedy cena exogenně determinovanou proměnnou. Do stavu rovnováhy bude dokonalý trh směřovat na základě arbitráže s tím, jak tvůrci trhu mohou libovolnými lineárními kombinacemi optimalizovat své portfolio podle individuálního sklonu k riziku (viz k tomu Hering, 2006).

V případě ocenění akcií či obchodních podílů je situace o to složitější, že předmětem ocenění není majetkové právo jako takové, ale primárně očekávané užitky, diskontované k datu ocenění rizikově odpovídající diskontní sazbou, které vlastník na základě držby vlastnického práva očekává. Peněžní jednotka totiž slouží jako konsenzuální měřítko hodnoty. To přináší další problémy, které neoklasika nikdy nepřekonala. Peněžní jednotka totiž není a nemůže být invariantním měřítkem užitku. Užitek peněžního důchodu je vždy subjektivní. To znamená, že tvůrci trhu mohou přisuzovat peněžním prostředkům různý užitek, a tudíž i subjektivně porovnávat investici do oceňovaného aktiva se svými alternativními spotřebními a investičními možnostmi.

V realitě nelze ani ověřit, ani předpokládat, že užitek peněz bude „v průměru" stejný či že bude existovat jakýsi identifikovatelný „průměrný" či „mediánový" investor, jehož struktura preferencí bude reprezentovat ostatní tvůrce trhu. Tento fakt může být do jisté míry zastřen na anonymizovaném rozsáhlém kapitálovém trhu, ale jistě tuto skutečnost nelze přehlížet. Při obchodech s nekotovanými podniky v České republice (vlastnickými právy na těchto podnicích) je „užitečnost" peněz, respektive disponibilní likvidity, tvůrců tržní poptávky důležitým zdrojem odchylek od stavu, „jako kdyby" se podnik obchodoval na dokonalém kapitálovém trhu.

Na neoklasickém kapitálovém trhu je možno si prostřednictvím lineární kombinace libovolně dělitelných peněžních toků o různém riziku vytvořit a vlastnit v podstatě libovolná finanční aktiva. Tento předpoklad je opět značně vzdálen realitě, a to z několika důvodů:

- transakční náklady a skutečné možnosti kombinace obchodovaných cenných papírů, respektive jím příslušejícím peněžních tokům o daném riziku, nejsou zanedbatelné (viz Schneider, 1995);
- tržní kurz se ve skutečnosti vždy nutně vytváří v důsledku současného působení a existence množství subjektivních hodnot tvůrců trhu. Akcie nejsou nikdy nekonečně dělitelné a široce rozprostřené, což vede k existenci nedokonalosti ve formě ekonomické moci. Tím, že někteří vlastníci drží různě velké balíky akcií, jsou tímto ve zcela jiné vyjednávací pozici. Tímto je mimo jiné vysvětlena existence diskontů a prémií a vyvrácen implicitní předpoklad „nadosobního" pojetí tržní hodnoty, že subjektivní hodnoty tvůrců trhu odpovídají tržním kurzům (viz Matschke, Brösel, 2007 a Matschke, 1991).

V tomto teoretickém světě fungují – i když dokonce ani zde ne zcela, jak záhy uvidíme – teoretické oceňovací modely, v České republice běžně používané pro odhad tzv. tržní hodnoty. Jádro úvahy spočívá tedy v tom, že za striktních předpokladů můžeme libovolný peněžní tok o libovolné rizikovosti nahradit portfoliem, sestaveným z kotovaných cenných papírů, respektive

organizovaný burzovní trh také de facto probíhají na trhu, i když tento trh má jiné trvání (existuje jen v okamžiku průběhu transakce) a jinou strukturu nabídky a poptávky (například jeden nabízející a jeden kupující).

jím příslušejícím peněžním tokům. Z důvodů možnosti arbitráže bez přítomnosti transakčních nákladů platí, že toto portfolio bude oceněno právě tak jako cenný papír, jehož parametry replikuje. Tato tržní cena se v teorii nazývá Arrow-Debreuova cena (Matschke, Brösel, 2007).

Ani na rozvinutých kapitálových trzích není předpoklad o efektivním fungování kapitálových trhů udržitelný. „…tržní hodnotu nelze v běžném slova smyslu vypočítat. Oceňování je převážně uměním založeným na zkušenostech. Jen v menší míře zde hrají úlohu exaktní postupy." (Mařík, in: Marek a kol., 2006, s. 526) Kapitálové trhy nereagují na fundamentální proměnné dle teoretických předpokladů, nelze tedy spoléhat ani na tržní kurzy kotovaných akcií. Například standard IDW S 1 (IDW, 2008) nepřipouští samostatné využití tržní kapitalizace k datu ocenění pro odhad hodnoty podniku. Tímto je také demonstrován často přehlížený fakt, že akciový trh a trh podniku jsou z hlediska funkce a tvorby hodnoty odlišné trhy, a tudíž není možno data z jednoho trhu (cenové kotace akcií) automaticky zobecňovat na trh jiného aktiva.

Důsledky porušení teoretických předpokladů neoklasicky založené standardní teorie podnikových financí a oceňování jsou závažné. K tomu se přidávají další a další obtíže, jež přispívají k tomu, že většina důležitých teoretických závěrů neodpovídá realitě, a to ani přibližně. Příkladem může být známý problém nákladů zastoupení (*agency theory, principal-agent*), kdy dochází k rozporu mezi cíli vlastníků a výkonného managementu a za své tak bere hlavní cíl „maximalizace hodnoty firmy" na úkor maximalizace užitků pro management s rozhodovací pravomocí. Stejné využití pozice nebo informační asymetrie je možno využít například pro krátkodobé zvýhodňování akcionářů před úročenými věřiteli. Svůj význam má rovněž zohlednění transakčních nákladů a sociálních a ekologických aspektů podnikání.

10.3.2 CAPM

Jak bylo ukázáno a doloženo citací jednoho z otců neoklasiky Vilfreda Pareta, teoretické modely tržní rovnováhy nejsou určeny pro praktické použití. Praktici proto využívají nástrojů modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) a teorie Millera a Modiglianiho (MM). Málo se upozorňuje na to, že i když je nutno využívat obou těchto teoretických modelů při výnosovém oceňování zároveň, velkoryse se přehlíží jejich vzájemná nekompatibilita. V dalším textu se budeme touto problematikou podrobněji zabývat, protože prozatím v česky psané literatuře o vztahu CAPM a MM žádné teoretické pojednání nemáme. Následující odstavce jsou založeny především na pracích Matschke, Brösel (2007), Perridon, Steiner (2007) a Hering (2006), s tím, že zde bude pozornost soustředěna výhradně na důsledky pro možnosti odhadu tržní hodnoty podniku.

Model oceňování kapitálových aktiv je nejčastěji používaným nástrojem pro odhad výše diskontní míry, respektive odvození požadované výnosnosti z investice do vlastního kapitálu podniku. Neoklasicky vystavěný model kapitálového trhu vysvětluje tvorbu cen kapitálových aktiv za předpokladu platnosti následujících podmínek:

- kapitálový trh je dokonalý (viz podmínky uvedené výše a v podrobnostech Perridon, Steiner, 2007);
- očekávání jsou homogenní, tzn. platí předpoklad, že všichni rizikově averzní tvůrci trhu mají všichni stejná, homogenní, „objektivně správná" očekávání (viz Matschke, Brösel, 2007);
- časová dimenze je redukována na jednu periodu, jedno časové období, přičemž o jeho reálné délce teorie mlčí, za nejistý je považován jen peněžní tok obdržený na konci tohoto období.[31]

Obchodované cenné papíry – i když ve své podstatě CAPM zahrnuje veškeré možnosti alokace kapitálu, čili i veškerá aktiva mimo burzovně organizovaný kapitálový trh – reprezentují tedy peněžní toky s nimi spojené. Cíle (preference) tvůrců trhu jsou homogenní a charakterizované výhradně neoklasickými axiomy ohledně chování investora ve smyslu maximalizace peněžního toku, averze k riziku a uvažování jen jednoho období. Tak je možno srovnávat jednotlivá kapitálová aktiva, protože očekávané peněžní toky o stejné výši, jejichž obdržení je zatíženo srovnatelným rizikem, jsou z pohledu investora dokonalými substituty. K tomu výstižně uvádějí Mandl a Rabel (1997): „Obecně může být tímto tržní hodnota cenného papíru definována jako cena, za kterou by bylo možno koupit peněžní tok s tímto cenným papírem spojeným." (s. 18) Čím vyšší je s budoucím peněžním tokem spojené riziko, tím vyšší výnosnost rizikově averzní neoklasicky definovaný investor požaduje.

Zde je na místě poukázat na jeden z možných zdrojů nedorozumění, ke kterým dochází při praktickém oceňování: tržní hodnota jako rovnovážná teoretická cena dokonalého kapitálového trhu není ekvivalentní s pojetím tržní hodnoty v rámci IVS a teoretická literatura se rovněž na IVS neodvolává a ani se proti IVS nevymezuje. Je možno shrnout, že:

- tržní hodnota pro účely praktického oceňování není teoretickým modelem, ale normativním standardem definovaným standardy oceňování, nejpreciznějí standardy IVS, s tím, že definice vychází z uskutečněných, reálných tržních transakcí na trhu ohodnocovaného aktiva, které jsou pro uživatele transparentní a jednoznačně interpretovatelné, a nevychází z výpočtů založených na realitě vzdálených teoretických modelech kapitálového trhu jako celku, čili nikoliv faktického relevantního trhu daného aktiva;
- oceňovatelé de facto přebírají odpovědnost a zaštitují platnost modelu v podmínkách reálné ekonomiky, což samozřejmě není opodstatněné (viz Fischer-Winkelmann, 2003, který v návaznosti na rozbor situace označuje CAPM za „nedochůdče ‚autistických' neoklasických teoretiků případně proponentů", s. 206).

Předpoklad dokonale fungujícího kapitálového trhu (viz Perridon, Steiner, 2007 a mnozí jiní v detailech) vede k tomu, že odměňováno zvýšenou výnosností je jen podstoupení rizika systematického, kterému je tržní portfolio vystaveno stejnou měrou, protože investor při dostupnosti libovolného množství bezrizikových aktiv za stejnou výpůjční sazbu provádí bez transakčních nákladů optimalizaci portfolia, a to vede k eliminaci rizika nesystematického.[32] Prémie obdržená za investování na trhu (tržní riziko) odpovídá tedy rozdílu mezi očekávanou výnosností rizikového optimálního tržního portfolia a bezrizikové úrokové sazby. Požadovaná výnosnost z investice se poté odvozuje na základě vztahu rizikovosti této investice ve vztahu k riziku tržnímu. Právě známý beta koeficient (beta faktor) je normovaným měřítkem systematického rizika kapitálové investice ve vztahu k tržnímu portfoliu.

Takto je možno vysvětlit ustavení rovnováhy modelového kapitálového trhu a rovnovážné ceny považovat za tržní hodnoty. Mezinárodní oceňovací standardy a jejich pojetí tržní hodnoty je, jak již bylo řečeno, jiné. Na rozpor mezi „autistickou" teorií a realitou – avšak bez explicit-

31 V teoretické literatuře je možno dohledat několik forem rozpracování modelu CAPM na více časových obdobích (Fama, 1977 a Hering, 2006 s příslušnými odkazy). Vzhledem k tomu, že praktický přínos tato rozšíření nejsou schopna poskytnout, protože opět fungují jen za předpokladu platnosti realitě vzdálených podmínek, nebudeme se jimi zde dále zabývat (pro kritiku a širší teoretický záběr viz Röder, Müller, 2001).

32 Kritické pojednání o možnostech diverzifikace v reálných podmínkách obsahuje práce Schneider (1995).

ního odkazování na oceňovací standardy – poukazuje i moderní teoretická literatura zabývající se ohodnocováním: „Rovnovážná cena přitom *není* výsledkem různých očekáváních tvůrců trhu, jako je tomu ve skutečnosti, ale výsledkem identických očekávání daných předpoklady… U této koncepce ohodnocování existuje jediný problém: naskýtá se otázka, proč v tomto světě lidé stále něco činí, totiž kupují a prodávají cenné papíry (kapitálové investice), ačkoliv přitom za daných předpokladů nemohou docílit *žádného* individuálního *dodatečného* užitku (ve smyslu pozitivní kapitálové hodnoty).“ [33] (Matschke, Brösel, 2007, s. 38–39, kurziva v originále)

Stejně opatrně je nutno nakládat i s numerickými výsledky získaných „tržních hodnot“. Matschke a Brösel se staví k využití modelu kapitálového trhu ostře skepticky: „Místo přemýšlení se jednoduše aplikuje! ... Pokud *není* určena tržní hodnota, ale něco jiného, výchozí teorie se ukazuje jako *nesprávná*, poté *není* ani získaná hodnota ‚teoreticky správnou hodnotou‘ a následně se stává nevhodnou jako pevný bod pro posouzení aktuálních tržních cen, protože musí nutně zůstat zcela otevřené, zdali tato hodnota vykazuje vlastnost individuálních hraničních cen nutnou pro umožnění takovéhoto posouzení.“ (2007, s. 40)

Aktuální výzkum Fernandeze (2009) ukazuje na základě dotazování 2510 odpovědí profesorů financí z 65 zemí a 934 institucí, že 97,3 procenta těchto profesorů stále používá beta koeficienty s tím, že připouštějí problémy v jejich měření a další související obtíže. Fernandez poukazuje na schizofrenii současného finančního přístupu k oceňování akcií (o podniku ani nemluvě): zatímco na jedné straně empirické šetření potvrzuje, že většina respondentů zastává názor, že očekávané cash flow z investice může být pro každého investora individuální, a tudíž vyučuje, jak nejlépe na základě znalosti podniku a odvětví a také za pomoci selského rozumu cash flow nejlépe odhadovat, na druhé straně většina těchto profesorů zároveň učí, jak odhadnout diskontní míru (tudíž očekávanou výnosnost, která by měla být pro všechny stejná) pomocí vzorce, kde jak odhad beta koeficientu, tak tržní riziková prémie jsou spojeny se značnými obtížemi. Za pozornost stojí i některé komentáře o beta koeficientu získané v rámci tohoto šetření (přeloženo, zdroj in: Fernandez, 2009). Nejprve některé komentáře profesorů, kteří používají bety:

- „Používám výpočet bety, ale vždy se odkazuji na články, které vysvětlují problémy spojené s betou.“
- „Pokud nepoužívat betu, tak co jiného?“
- „Je chabě měřitelná, ale neexistuje doposud alternativa. Nejsou lepší alternativy.“
- „Používám bety… Ale používám všechny míry, které jsou dostupné.“
- „Nepoužívám bety, ale vyučuji jejich použití.“
- „Tento model získal Nobelovu cenu v ekonomii, a i když není perfektní, je často využíván v praxi.“
- „Výpočet bety je ve zkouškách CFA.“
- „Používám vše, co je navrženo v manuálu pro učitele.“
- „Studenti považují CAPM za recept z kuchařky.“
- „Většinou obhájíme použití bety výchozí teorií a tak studenty přesvědčíme. Používáme regresní analýzu pro odvození hodnot bety a potom nutnou interpretaci dalšími statistikami jako R2 spolu s analýzou bety. Zjistil jsem, že studenty bety docela baví.“

33 Autoři úvahu rozvádějí dále s tím, že jediným z možných vysvětlením by bylo, že racionální investoři mění při konstantní kapitálové hodnotě jen časovou strukturu peněžních toků (tzv. Fisherův–Hirschleiferův model), kterou přizpůsobují své požadované struktuře spotřeby. Považují však za málo přesvědčivé, že by v reálném světě transakčních nákladů obchody na kapitálovém trhu sloužily výlučně k transformaci peněžních toků při konstantní kapitálové hodnotě (viz tamtéž, pozn. č. 103, s. 40).

- Používám bety, protože jsem doposud nenašel cestu, jak se vyhnout výuce CAPM (stále se poohlížím).“
- „CAPM má problémy, které akademická obec z větší části zametla pod koberec. Musel jsem koupit tři odhady odvětvových nákladů kapitálu, abych přesvědčil dva své kolegy, že CAPM byl nesprávný.“
- „Nejsem příznivcem bety jako praktického nástroje, ale regulátoři a podniková praxe ji vyžadují.“
- „Soudci je chtějí vidět jako výchozí model. Potřebuji nějaký model tak jako tak a toto jsou sázky na jistotu, že je soudci nebudou rozporovat.“
- „Beta ti pomáhá obhájit ocenění, udělat dojem na management a vystupovat jako finanční guru.“ – „Bodový odhad dává zdání pravdivosti.“

Podle mého názoru je možno tyto odpovědi vysvětlit na základě několika faktů. Finanční oceňování aktiv je aplikováno i na podnik, a profesoři tedy nechtějí své studenty ochudit o znalost konceptů, které jsou v praxi využívány (i když zpravidla jen mechanicky a bez hlubšího porozumění). Tento fakt dokládá citované stanovisko, že někteří profesoři financí sice sami bety nepoužívají, ale vyučují jejich použití. Vždyť se na ně ptají ve zkouškách CFA, tj. certifikovaných finančních účetních! Další důležitý aspekt spočívá ve zdání odbornosti a kvalifikovanosti oceňovatele, což dokládají poslední dva citáty.

Nyní vyberme komentáře od profesorů, kteří bety nepoužívají:

- „Od článku Famy a Frenche (1998) je beta ‚mrtvá‘. Takže ji nepoužívám.“
- „Kalkulace bety je deduktivně správná. Ovšem naše víra v betu, v jakémkoliv tvaru či formě, je neobhajitelná. Celý výpočet je ztrátou času. Stejně jako CAPM.“
- „Použití bety je zcela arbitrárním ‚pravidlem‘ v oceňování. Ve skutečnosti neexistuje nic, co by vedlo bety k odhadu ‚správných‘ nákladů equity. Něčí náklady equity jsou osobním rozhodnutím, založeným na očekávání růstu/poklesu, a každého tolerance ke ZTRÁTĚ PENĚZ (což je rozdíl proti tomu, co definuje beta). Oceňování je uměním stejně jako vědou.“ (Zvýraznění v originále – pozn. autora.)
- „Nepoužívám je v ničem, co dělám, ale učím je lidi, kteří (někteří z nich) je používat budou.“
- „Nepoužívám bety a nevěřím jim.“
- „Vůbec bety nepoužívám, protože nevěřím, že CAPM je spolehlivý model.“
- „Není žádný ‚požadovaný‘ výnos equity. To je něco, o čemž píší autoři učebnic, ale dělají to zejména proto, že o tom píší i jiní autoři učebnic a protože neví, o čem jiném by měli psát.“
- „Sharpe (1964) se vyjadřuje jasně, že beta je budoucí mírou a je nemožné ji změřit za předpokladu, že očekávání nejsou na reálných trzích homogenní. Nepoužívám bety, protože se vztahují jen k finančním aktivům, a já ohodnocuji podniky jako reálný kapitál. Používají se jiné diskontní modely – založené na Kantorovičově–Lurjeho optimalizační doktríně (SOFE). Ve finančních institucích se většinou poohlížím po sledování chyb, a ne po betách.“
- „Jako autor Minského *Financial Instability Hypothesis* a čestný člen skupiny Econophysics považuji celý koncept bet za blud.“
- „CAPM neposkytuje žádnou užitečnou informaci pro podnikatelská rozhodnutí.“
- „Učím, že pokud chtějí používat betu ve svých investičních rozhodnutích, přijde je to draho. Beta je jednou z nejvíce destruktivních myšlenek ve financích. V praxi je k ničemu.“
- „Nepoužívám bety, protože použití předpokládá normální rozdělení výnosů.“

- „Mám důkaz, že standardní neoklasická ekonomie a finance jsou inkonzistentní."
- „Intervaly spolehlivosti bet jsou tak široké, že to činí každé na nich založené rozhodnutí astrologickým věštěním."

Keuper a Djukanov (in Hering, Klingelhöfer, Koch, 2008) dávají návod, jak je možno ovlivnit výše beta koeficientu, a přesto zachovat zdání „odbornosti": vymezením trhu počínaje přes časový horizont až po metodiku/statistiku odhadu, uvádějí celkem 53 způsobů. Analytikům nic nebrání těchto 53 způsobů mezi sebou kombinovat.

10.3.3 Teorie Millera a Modiglianiho

Druhý styčný bod tzv. tržního oceňování aktiv tvoří teorie kapitálové struktury podniku Millera a Modiglianiho. Ta vytváří spolu s CAPM jádro v praxi nejčastěji používaných oceňovacích metod založených na diskontovaném cash flow. Zde opět nebude do detailu teorie rozebírána (viz Miller, Modigliani, 1958, 1963, Perridon, Steiner, 2007, Drukarczyk, 2007, Kruschwitz, Löffler, 2006), ale poukázáno bude především na praktické důsledky teoretických omezeních. Stejně jako v případě pojednání o CAPM je potřeba zdůraznit, že se v žádném případě nejedná o odmítání těchto konceptů. Smyslem je pouze poskytnout komplexní pohled, který zachovává vazby na realitu, a varovat před ambicemi odhadovat „teoreticky správnou, objektivní tržní hodnotu", k čemuž tato finanční teorie konstruována nebyla.

MM teorie říká ve své první verzi (Miller, Modigliani, 1958), že hodnota nezadluženého podniku je shodná s hodnotou podniku zadluženého vyznačujícího se shodným rizikem. Opouštíme tedy již pohled na individuální cenný papír a předmětem zájmu se stává podnik jako celek, jehož hodnota je dána součtem tržních hodnot vlastního a cizího kapitálu tohoto podniku. K tomu musí platit, že (dle Matschke, Brösel, 2007):

- trhy jsou dokonalé z pohledu funkce i konkurence;
- vlastní a cizí kapitál mají stejný daňový režim;
- zadlužení soukromé a dluhové zadlužení podniku probíhají za stejných podmínek;
- investoři jsou indiferentní mezi soukromým zadlužením a účastí na zadluženém podniku (neexistence preferencí);
- úroková sazba z cizího kapitálu je nezávislá na kapitálové struktuře; je abstrahováno od rizika likviditního a nákladů insolvence.

Následně zakomponovali Miller a Modigliani (1963) do modelu kapitálové struktury realitě bližší předpoklady, kdy daňový režim vlastního a cizího kapitálu se liší a podnik je s růstem zadlužení ohrožen bankrotem (existují náklady finanční tísně); a náklady vlastního kapitálu rostou proporcionálně s mírou zadlužení (matematické důkazy a související argumentace viz tamtéž a v teoretické literatuře například in: Perridon, Steiner, 2007).

Pro odvození požadované výnosnosti vlastního kapitálu zadluženého podniku se využívá v souladu s MM modelu oceňování kapitálových aktiv, který poskytuje metodologické východisko pro přepočet „zadlužených" a „nezadlužených" nákladů vlastního kapitálu. Problém pro rozvoj DCF metod, bohužel, představuje vzájemná nekompatibilita v předpokladech obou těchto modelů, kterou shrnuje následující tabulka:

Tabulka 4: *Nekompatibilní premisy stavebních kamenů modelů DCF (in: Matschke, Brösel, 2007, s. 47, vlastní úprava)*

	CAPM	Modigliani–Miller
Horizont plánování	1	nekonečný
Daně	ne	ano
Neexistence preferencí	ne	ano

Předpokladem CAPM je existence jednoho časového období (dvou okamžiků: nyní a na konci); MM uvažují s perpetuitou, CAPM tak, jak je užíván ve své základní variantě, rovněž nepočítá s vlivem daní (i když existují úpravy Tax-CAPM) a s ohledem na preference investorů jsou ve světě CAPM investoři rizikově averzní, ve světě MM bez preferencí (viz tamtéž).

Pokud se zaměříme na kapitálový trh standardizovaného finančního aktiva (dluhopisu s fixním příjmem) a výnosové ocenění podniku, můžeme srovnat jednotlivé kvalitativní parametry:

Tabulka 5: *Srovnání vlastností trhu finančního aktiva (dluhopis) a trhu podniku (věci hromadné)*

	Kotovaný dluhopis	Podnik
Prognóza volného CF	Dána kuponovou mírou	Dána (subjektivním) finančním plánem
Výnos do splatnosti/ Diskontní míra	Dán trhem dle kvality emitenta	Dána subjektivním očekáváním několika konkrétních potenciálních investorů
Existence trhu	Kontinuální	Jen v okamžik průběhu transakce
Existence substitutů	Ano – dluhopisy stejných parametrů	Zpravidla ne – investoři mají různé preference
Cenová kotace	Ano	Ne – trh kontinuálně neexistuje
Způsob provádění změny vlastnického práva	Standardizovaný	Individualizovaný v rámci smlouvy (kromě „share deal" možno prodat i podnik jako „asset deal")
Struktura nabídky	Polypol	Zpravidla několik prodávajících
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
Likvidita aktiva	Zpravidla vysoká	Zpravidla nízká
Výnosová hodnota odráží rovnovážnou cenu	Ano	Obecně nikoliv

Neoklasika poskytla instrumentarium nabídky a poptávky, koncept relevantního trhu a zcela nové chápání hodnoty jako rovnovážné ceny čistící tento trh. Neoklasická hodnota je tedy rovnovážnou cenou relevantního trhu a touto cenou je měřena (Marshall, 1920). Metodologicky se jedná samozřejmě o vysvětlení, které vždy abstrahuje od mnoha faktorů. Formování poptávky již vychází z daných a pro danou chvíli neměnných preferencí účastníků trhu. Vysvětlení a zohlednění individuálního pojímání užitku u každého z účastníků již není v kognitivních schopnostech žádné lidské bytosti. Vysvětlení cenové tvorby se poté redukuje na striktně ekonomické úvahy (maximalizace zisku, užitku apod.). Přesto neoklasika vyvrátila jednu z obtíží klasické politické ekonomie tím, že pojetím hodnoty jako rovnovážné tržní ceny, tedy relativního konceptu zohledňujícího nabídkové i poptávkové vlivy (náklady versus spotřebitelský užitek), učinila snahu o hledání objektivních kritérií hodnoty zbytečnou.

Zatímco trhy jednotlivých aktiv (trh použitých automobilů, trh standardizovaných finančních instrumentů apod.) jsou řízeny procesem konkurence, na trh s nekotovanými podniky či jejich částmi (obecně s aktivy ve smyslu věci hromadné) toto tvrzení do důsledků zobecnit nelze. Přehled teoreticky rozpracovaných forem trhu a metod zkoumání aktivit na trzích včetně možných zobecnění ohledně tržních výstupů má informační hodnotu v tom, když by měl být zobecněn na trh podniků v České republice či střední Evropě. Je zřejmé, že trh oceňovaného podniku nebude existovat vůbec či v lepším případě nebude nabývat formy koordinované anonymizovaným procesem funkční soutěže. Samozřejmě jistý základ pro posouzení obvyklosti tržních podmínek může poskytnout relevantní judikace. Jedná se ovšem již o dost složitý problém v právním smyslu, protože je nutno zohlednit a posoudit danou situaci komplexně.

Vedle praktických omezeních kapitálově-tržního finančního oceňování aktiv je zřejmé vysvětlení povahy tržní hodnoty dle definice Mezinárodních oceňovacích standardů a nemožnost hodnověrné aproximace reálných konkurenčních tržních procesů modely vycházejícími z neoklasických fundamentů, navíc vnitřně nekonzistentních i v oblasti teorie samotné. Elegantnějším řešením, které neaspiruje na splnění podmínek tržní hodnoty a pro praktické potřeby je snadněji použitelné, představuje funkcionální koncepce ohodnocování podniku (Moxter, 1983, Gorny, 2002, Helbling, 1998, Matschke, Brösel, 2007) a normativní standardizace kategorie objektivizované hodnoty v rámci IDW S 1. Touto cestou se vydala praxe ve Spolkové republice Německo. Toto pojetí hodnoty vychází z předpokladu, že výsledek ocenění je vždy podmíněn účelem, pro který je tato hodnota odhadována a pro který také platí. Hodnota pro kupujícího je odlišná od hodnoty pro prodávajícího (subjekt tržního vztahu). Opět je nutno pamatovat na terminologickou korektnost a vztah k teorii hodnoty v oblasti ekonomické teorie. Nelze směšovat funkční (subjektivní) teorii v oblasti oceňování a subjektivní teorii hodnoty (Jevons, Menger a rakouská škola, viz Stavenhagen 1969).

Tržní hodnota (ve smyslu IVS či jakkoliv jinak definovaná hodnota této kategorie) nedává a ani nemůže poskytovat garanci objektivity ve smyslu invariantní správnosti. Není tedy možno tvrdit a před uskutečněním obchodu ani ověřit, že za takto vypočtenou hodnotu se transakce zrealizuje (Mařík, Krabec, 2006, Krabec, 2007) či že výsledek je cenou obvyklou. Není jediný důvod upřednostňovat přístup založený na stabilizaci parametrů při konstrukci pokračující hodnoty a vycházet z adaptivních očekávání odvozených z doložené minulosti, protože tím „správnosti“ také není možné dosáhnout. Samozřejmě v praxi se stabilizace předpokládá, ale z jiných důvodů, o kterých hovoří i standard IDW. Trh je dynamické prostředí a firma musí odpovídajícím způsobem reagovat. Modely diskontovaného cash flow vycházející z CAPM a MM uváděné v literatuře z oblasti oceňování aktiv je obecně možno doporučit pro odhad výnosové hodnoty, která však při ocenění podniku zpravidla nebude naplňovat podmínky hodnoty tržní. Ocenění je důležité doplnit o podrobný rozbor mikroekonomických behaviorálních

vlastností oceňovaného podniku. Způsob a metodika konstrukce generátorů hodnoty a odhadu pokračující hodnoty v rámci DCF modelů vyžaduje další základní výzkum, umožňující identifikovat nejvyšší a nejlepší využití oceňovaného aktiva. Postupy vycházející ze standardních předpokladů a zejména z předpokladu stabilizace je možno v rámci oceňování dle IVS doporučit pro odhad jiných kategorií hodnot než hodnoty tržní, především se jedná o *value in use* a *going concern value*. Není-li možno identifikovat a s dostatečnou vypovídající schopností a odpovědností zdůvodnit charakteristické a pro objekt ocenění typické vlastnosti vedoucí k očekávané abnormální výnosnosti (jedná se o schopnosti, spouštěcí mechanismy), až poté přichází na řadu standardní přístup předpokládající, že nově uskutečňované projekty budou v průměru přinášet právě jen zhodnocení na úrovni nákladů kapitálu.

„Divoké počítání" nám ubírá čas a energii pro to, abychom se mohli zamýšlet nad tím, do jaké míry se tvůrci trhu chovají podle neoklasických postulátů a jestli za určitých podmínek může DCF výnosová hodnota také vyjadřovat názory tvůrců trhu v případě, že se jedná o de facto jen velmi omezený počet účastníků obchodu (čili typický případ v České republice). Velmi pěkně se dá pro shrnutí tržní koncepce a její nekritické, můžeme se domnívat mnohdy bezmyšlenkovité aplikace využít citace F. A. Hayeka: „…to, co vypadá na povrchu jako nejvědečtější postup, je často nejvíce nevědecké, a mimo to, že v těchto oblastech existují určité meze toho, co můžeme od vědy očekávat. To znamená, že svěřovat vědě – nebo uvědomělému řízení podle vědeckých zásad – něco více, než čeho je vědecká metoda schopna dosáhnout, může mít politováníhodné výsledky… a snad nepřekvapí, že ti nejambicióznější mladší členové naší profese (tj. ekonomů – vsuvka autora) nejsou vždy ochotni to přijmout. A tak je důvěra v neomezenou moc vědy až příliš často založena na falešném přesvědčení, že vědecká metoda spočívá spíše v aplikaci konfekčních technik nebo v napodobování formy než v podstatě vědeckého přístupu, jako by bylo třeba k vyřešení všech společenských problémů držet se pouze nějaké kuchařky. Někdy se dokonce zdá, že se dá technice vědy naučit mnohem snadněji než myšlení, které nám ukazuje, jaké jsou problémy a jak k nim přistupovat." (in: Jonáš, 1994, s. 191)

Budeme-li v souladu se Standardy předpokládat existenci „trhu", je nutno předpokládat i existenci konkurence, tedy procesu regulujícího tržní výstup. Je koncept konkurence použitelný pro vysvětlení konečného tržního „řešení"? Bude poukázáno na kontroverze teoretického přístupu z pohledu různých škol ekonomického myšlení. Rozsah analýzy a její rigoróznost jsou spojené nádoby. Uvažujme neoklasický koncept parciální tržní rovnováhy. Za předpokladu existence rovnováhy na trhu konkrétního aktiva je možno dokázat (shrnující pohled viz například Blaug, 1985), že bez dalších konkretizující informací není možno predikovat chování rovnovážného systému (Samuelson, 1983, nazývá tento typ analýzy „kvalitativní calculus").

Friedman (1953) ve své slavné stati *The Methodology of Positive Economics* položil oproti neoklasickému apriorismu ohledně analytických předpokladů hypotézu empirického testu závěrů poskytovaných teorií. Zjednodušeně řečeno je teorii možno považovat za validní tehdy, poskytuje-li korektní praktické predikce.

V oblasti praktického oceňování aktiv nám v metodologickém slova smyslu nepomůže ani příklon k apriorismu, ani empiristický alibismus ohledně ex post zjištěných výsledků tržních transakcí. Finanční teorie nebude – a z důvodů o nichž bylo diskutováno výše ani nemůže – poskytovat validní reálně testovatelné výstupy. Neexistuje a nikdy nebude existovat výpočtová metodologie, která by v podmínkách tržního hospodářského řádu umožňovala deterministický výpočet rovnovážné tržní ceny (objektivní tržní hodnoty). Výše byly definovány podmínky, za jejichž současného splnění je rovnovážná tržní cena aktiva určena jednoznačně.

10.4 Funkcionální koncepce oceňování podniku

Objektivní a subjektivní koncepce oceňování nedokázaly překonat své vnitřní obtíže a vytvořit integrální teorii ohodnocování podniků. Stalo se tak zhruba sto let poté, co obdobným obtížím čelila teoretická ekonomie s formulacemi obecné teorie hodnoty. Teoretická ekonomie (viz Marshall, 1920, poprvé 1890) přešla k rovnovážným a nerovnovážným cenám a kontroverze objektivního (nákladového) a subjektivního (užitečnostního) chápání hodnoty ustoupily stranou. Odpovědí teorie oceňování podniků byl příklon k funkcionální koncepci ohodnocování podniků s cílem generalizace subjektivní teorie hodnoty doplněním principu závislosti výsledku na účelu ocenění (*Zweckabhängigkeit*) navíc ke třem principům uvedeným v předcházející kapitole. Výsledek nejlépe vystihuje tento citát: „Podnik nemá jen specifickou hodnotu pro každého uživatele ocenění, ale může mít dále se lišící hodnotu podle toho, jaký je účel tohoto ocenění." (Matschke, Brösel, 2007, s. 23)

O funkcionální koncepci oceňování se hovoří také jako o tzv. kolínské škole (z české literatury viz Mařík a kol., 2007). Je to dáno tím, že autoři podílející se na zrodu této původní evropské koncepce ohodnocování podniků působili od druhé poloviny šedesátých let 20. století právě na univerzitě v Kolíně na Rýnem. Je zajímavé zabývat se v krátkosti přehledem personálií autorů kolínské školy. Východiska této koncepce oceňování podniků byla položena v rámci dvou pracovních skupin. První byla skupina Schmalenbachovy společnosti vedená Bernhardem Zapfem, praktikem z Mannesmann AG, a Günterem Siebenem, profesorem univerzity v Kolíně na Rýnem. Druhý tým byl vytvořen v rámci německého institutu auditorů IDW, čili jako organizace s ryze praktickým zaměřením, s tím, že vedoucí tohoto týmu Wolfgang Dörner byl zároveň členem v týmu Schmalenbachovy společnosti. Siebenovým asistentem byl v tuto dobu Manfred Jürgen Matschke, později jeden z hlavních zástupců a spolutvůrců tohoto konceptu, jemuž přísluší největší zásluhy především v oblasti terminologie využívané v kontextu funkcionálního oceňování a zavedení některých prakticky dobře využitelných typů hodnot (viz dále a také in: Matschke, 1971, 1976, 1977, 1979 a Matschke, Brösel, 2007). Není bez zajímavosti, že školitelem Matschkeho při doktorských studiích byl hlavní spolutvůrce subjektivního konceptu Hans Münstermann. Vzhledem k tomu, že Matschke byl do roku 2008 vedoucím katedry ohodnocování podniků na univerzitě v Greifswaldu, hovoří se rovněž někdy o kolínsko-greifswaldské škole (Olbrich, 2000).

Funkcionální oceňování má blízko k praktickým potřebám a zároveň zachovává hluboké teoretické ukotvení. Je důležité explicitně zmínit, že metody oceňování vycházející z modelů kapitálového trhu mají své místo také zde, avšak jen potud, je-li jejich použití smysluplné, a také jen ve smyslu, kterým jím pro účel konkrétního ocenění přísluší. Nečiní tak z abstraktních a realitě vzdálených modelů alfu a omegu svého analytického rámce.

Adjektivum „funkcionální" v kontextu této koncepce poukazuje na funkci, kterou oceňovatel v rámci své úlohy plní. „Funkce", „účel" a „úloha" jsou v literatuře využívány jako synonyma. Hodnota podniku je vždy závislá na účelu ocenění. Formulace účelu ocenění nabývá zásadní důležitosti. Snaží se totiž o vyřešení antinomie objektivního a neoobjektivního konceptu (tj. kapitálově-tržního oceňování či finančního oceňování), kde je cílem najít obecně platnou „nadosobní" hodnotu, a konceptu subjektivního.

Funkcionální koncepce realitu neopouští. Nevydala se cestou jako kapitálově-tržní koncepce, ale naopak začala kombinovat teorii ohodnocování podniku s teorií rozhodování, bez toho, aby abstrahovala od nejdůležitějšího elementu – samotného subjektu ocenění. V podmínkách střední a východní Evropy se při ohodnocování podniků v zásadě vždy jedná o odhad

subjektivních hodnot. Funkcionální koncepce nabízí odpověď jak tím, že staví na dalekosáhlé možnosti objektivizace výpočtových kroků, tak tím, že se neodtrhuje od reality a místo reálných rozhodovacích subjektů nepostuluje existenci „jako kdyby" dokonalého kapitálového trhu s eliminací role nejdůležitějšího prvku – subjektu individuálních rozhodovatelů, tj. faktických tvůrců trhu. I v případě výsledků funkcionálního konceptu je možno nezávisle přezkoumat jejich správnost a relevanci. Platí, že: „...zjištěné hodnoty jsou zpětně opakovaně odvoditelné, pokud je využito racionálně vysvětlitelných postupů, které jsou logické, nerozporuplné, úplné a abstrahují od ‚hodnotových soudů'." (Matschke, Brösel, 2007, s. 23)

Tím, že funkcionální koncepce staví na reálných základech, neztrácí ze zřetele ani nedokonalost skutečných trhů podniků. S tím souvisí také pozornost věnovaná konfliktům mezi subjektivními zájmy účastníků transakce, kteří vytvářejí stranu nabídky a poptávky. Zpravidla se jedná o několik málo identifikovatelných subjektů. V České republice přichází při prodeji podniku v úvahu také omezený počet tvůrců trhu tohoto podniku. Na straně nabídky jsou stávající vlastníci a proti nim stojí strategičtí a finanční, potažmo private equity, investoři, kteří se vůbec o této transakci měli možnost dozvědět. To znamená, že obchod v žádném případě neprobíhá na anonymizovaném trhu podle standardizovaných a pro všechny stejných pravidel. Každý má své vlastní cíle a preference, tyto jsou zpravidla ve vzájemném nesouladu, a každá ze stran využívá své ekonomické moci. Trh prodávaného podniku, respektive prodávaných vlastnických práv, existuje právě jen v okamžiku průběhu této transakce. Tento fakt nelze opomíjet. V době existence trhu začnou probíhat procesy, které vedou tento trh do rovnováhy, čili jinými slovy tvůrci trhu řeší své konfliktní představy ohledně ceny a podmínek transakce a snaží se dospět ke vzájemně výhodnému výsledku, protože jinak by vůbec nemělo smysl v transakci pokračovat a uskutečnit ji. Připomeňme, že předmětem transakce jsou většinou celé podniky, nikoliv jednotlivé akcie v minoritním balíku. Kromě formálních, tj. zpravidla obchodně právních, a neformálních pravidel, tj. nekodifikovaných pravidel běžných v daném místě a čase v obchodní komunitě, nabývá při těchto jednáních na významu ještě jeden důležitý fenomén, od kterého neoklasika abstrahuje. Je jím ekonomická moc.

Ekonomická moc je velmi důležitý pojem původně rozpracovaný pro účely regulace hospodářské soutěže (viz k tomu vynikající Arndt, 1966, 1976, 1980). Může nabývat různých forem, od vlastnictví exkluzivních uživatelských či vlastnických práv přes velikost tržního podílu až po „měkké" faktory, jakými jsou obchodní zkušenosti, možnost rozpracování důvtipné vyjednávací strategie, přístup k informacím a k finančním zdrojům a mnohé další různorodé faktory. U standardního prodeje podniku v podmínkách České republiky mohou tržní nedokonalosti a možnosti využití ekonomické moci ze strany všech tvůrců trhu učinit objektivní či neoobjektivní koncepce oceňování irelevantními ve vztahu ke skutečné situaci a průběhu obchodu. Dále uvidíme, že vhodnější vysvětlení tržní dynamiky reálného trhu tvořeného jen několika účastníky by spíše mohla poskytovat teorie her. Modelový aparát teorie her opět, a to je nutné zdůraznit, nedává odpovědi na konkrétní otázky, jež řeší oceňovatelé. Zatímco vymezuje množinu obecných podmínek „hry", kvůli transakčním nákladům a informační náročnosti se nemůžeme nikdy dopátrat konkrétního řešení této hry.

Opět je potřeba zdůraznit, že se v případě aplikace funkcionálního konceptu nejedná o pohled metodologický, protože metodologie odhadu hodnoty podniku může být identická s ostatními koncepty oceňování, dokonce primárně s přístupem tržním. Liší se pojetí (tj. koncept) ve smyslu vypovídací schopnosti výsledku ocenění a jeho vazbě na účel ocenění. Koncept odlišuje hlavní a vedlejší funkce, které ocenění podniku může plnit a podle něhož bude platit vypočtený výsledek.

10.4.1 Hlavní funkce ohodnocení podniku

Hlavní funkce společně vždy vycházejí z potřeby řešit určitý konflikt mezi rozličnými subjekty ocenění. Aspekt konfliktu je důležitý a budeme se s ním dále často setkávat. Každá z tržních stran (účastníků transakce) má své subjektivní zájmy a očekávání ohledně výsledku, respektive podmínek, za nichž se má majetkový transfer uskutečnit. Důvody pro ocenění a na nich vystavěné funkce jsou závislé na rozhodování subjektů (*entscheidungsabhängig*) a vyvolávají formu interpersonálního konfliktu.

1. **Funkce pro rozhodnutí (*Entscheidungsfunktion*)**[34]
   Poprvé byl tento pojem zaveden v práci Engelse (1962) a rozpracován Matschkem (1969, 1975, zde dále citace dle Matschke, Brösel, 2007). Oceňovatel vystupuje v tomto případě v roli poradce, který počítá hodnotu pro rozhodnutí v závislosti na možnostech konkrétního tržního subjektu. Často se hovoří v tomto smyslu také o funkci poradenské (*Beratungsfunktion*), ačkoliv tuto funkci mohou plnit i výsledky ocenění zpracovaných za jiným účelem, než je rozhodnutí (Hering, 2006).

   Svůj obraz nachází toto vymezení v praktické standardizaci v rámci IDW S 1, kdy oceňovatel může poté, co propočte typizovanou, objektivizovanou hodnotu také odhadnout subjektivní hraniční hodnoty.

2. **Funkce zprostředkující (*Vermittlungsfunktion*)**
   Výsledkem odhadu oceňovatele v roli funkce zprostředkující je *Arbitriumwert*. Hodnota, jejímž hlavním smyslem je mediace a sjednocení očekávání stran tržní transakce.[35] Aby bylo možné posoudit, jaká hodnota je kompromisem takovéto z principu konfliktní tržní situace, je nutné odhadnout i hodnoty pro rozhodnutí (ve smyslu hraničních hodnot pro rozhodnutí).

   I v rámci IDW S 1 je tato funkce pevně zakotvena. Pokud oceňovatel vystupuje v roli rozhodčí či zprostředkující, odhaduje právě hodnotu možné shody (*Einigungswert*).

3. **Funkce argumentační (*Argumentationsfunktion*)**
   Výsledkem je hodnota argumentační (*Argumentationswert*), jejímž smyslem je poskytnout co nejvíce argumentů pro to, aby subjekt transakce dosáhl – ze svého hlediska – co nejvýhodnějšího řešení konfliktní situace. Jedná se tedy opět o subjektivní hodnotu a opět je

34 Funkcionální koncepce ohodnocování podniku byla přejata i do některých publikací z oblasti podnikového hospodářství. Zde uváděné překlady původní německé terminologie se obecně neshodují s dřívějšími českými překlady (například in: Wöhe, 1995).

35 Pavlu Svačinovi děkuji za upozornění, že v české oceňovací praxi se někdy chápe tržní hodnota jako kategorie hodnoty plnící tuto funkci, tj. hodnoty, na niž by se tržní strany mohly shodnout, hodnoty, za kterou by bylo také možno podnik prodat. Je pochopitelně iluzorní se domnívat, že by subjekty transakce obecně vytvářely své hodnoty pro rozhodnutí na základě výpočtů oceňovatele, které jsou vždy ovlivněny subjektivními faktory na straně oceňovatele a abstrahují od investičních alternativ subjektů transakce a struktury provedení. Jak bylo vysvětleno, podstatou tržní hodnoty dle IVS je vyvození hodnoty srovnatelného aktiva na základě srovnání na kontinuálně fungujícím trhu, nikoliv hraničních hodnot, které povedou k rozhodnutí, jestli za daných podmínek koupit nebo prodat. Dále uvidíme, že možným důvodem směšování tržní hodnoty a hodnoty směny (*Value in Exchange*) či rozhodčí hodnoty je existence amerického pojmu *Fair Market Value*, který však nemá s pojmem tržní hodnoty dle IVS vůbec nic společného a vyjadřuje subjektivní názor oceňovatele na možnou hodnotu směny.

nutno znát hodnoty pro rozhodnutí: svoji hodnotu pro rozhodnutí a zároveň i předpokládanou hodnotu pro rozhodnutí (hraniční hodnotu) tržní protistrany, aby bylo možné vytvořit vyjednávací prostor, v jehož rámci se argumentací dospěje k hodnotě maximálně výhodné pro tu či onu stranu transakce.

V rámci standardizace IDW S 1 tato funkce obsažena není, protože ve smyslu této regulace je odhadce především neutrálním expertem odhadujícím objektivizovanou hodnotu a až následně poradcem či zprostředkovatelem.

10.4.2 Vedlejší funkce

Vedlejší funkce plní v pojetí funkcionální koncepce ocenění v případech, kde nedochází ke změnám majetkových poměrů mezi subjekty ocenění.

1. **Funkce informační, respektive komunikační (*Informationsfunktion*)**
   Informační funkci plní ocenění především tehdy, je-li jeho účelem stanovení hodnoty pro finanční výkaznictví.

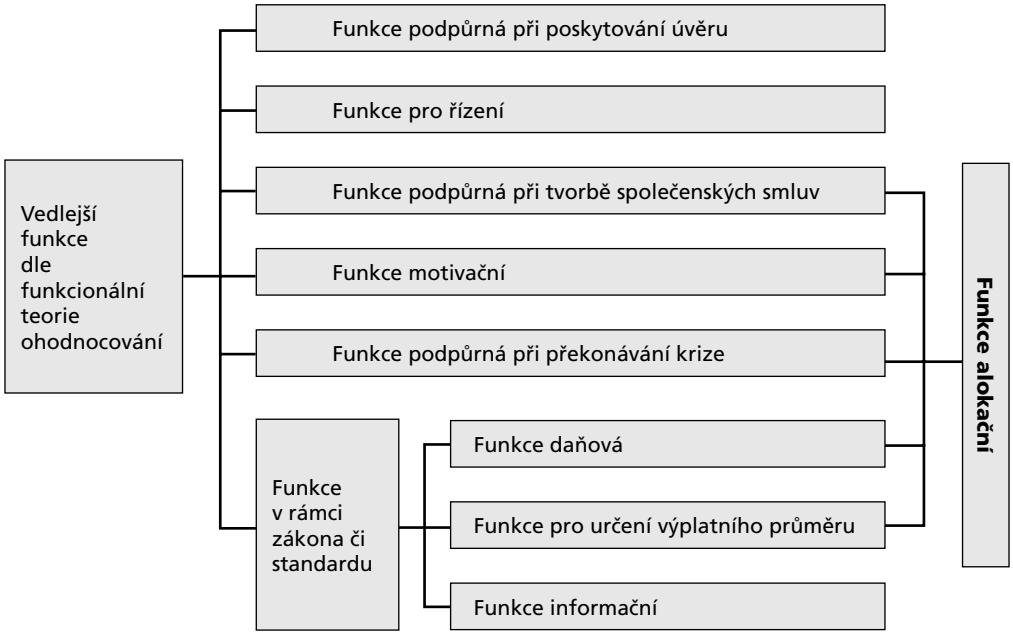
2. **Funkce daňová (*Steuerbemessungsfunktion*)**
   Ocenění slouží k propočtu hodnoty, která slouží jako východisko pro vyměřovací základ při odvození daňové povinnosti.

3. **Funkce podpůrná při tvorbě společenských smluv (*Vertragsgestaltungsfunktion*)**
   Ocenění plní konkretizující funkci v rámci společenských smluv obecně upravených ustanoveních týkajících se majetkového vypořádání.

   Následně byla systematizace vedlejších funkcí dále rozšířena, aktuální přehled poskytují prominentní autoři funkcionální tradice ohodnocování Matschke a Brösel (2007):

- Funkce podpůrná pro poskytování úvěru (*Kreditierungsunterstützungsfunktion*) je náplní oceněních, kdy jedna z tržních stran poskytuje druhé tržní straně peněžní či zbožový (obchodní) úvěr (tamtéž).
- Funkce pro řízení (*Steuerungsfunktion*) souvisí především s moderními metodami řízení hodnoty podniku, čímž poskytuje nutnou informační bázi pro rozhodování ohledně alokace kapitálu podniku dle kritérií maximalizace určité podnikohospodářské veličiny v čase, nejčastěji ve smyslu kladné čisté současné hodnoty či ekonomické přidané hodnoty. Je zajímavé, že primární důraz je kladen na „maximalizaci kapitálové hodnoty“ (viz Coenenberg, Schulze, 2002)[36], což je pojem podstatně širší a jednoznačnější než „maximalizace tržní hodnoty“ podniku či firmy. Je třeba si uvědomit, že i autoři užívající anglosaské terminologie a vycházející z anglosaských tradic (v češtině například Marek, 2006, Valach, 2005, Kislingerová, 2004) opět v rámci svého pojetí kladou primární důraz na řízení a maximalizaci právě hodnoty kapitálové, i když používají odlišnou terminologii.
- Funkce podpůrná při tvorbě společenských smluv (*Vertragsgestaltungsfunktion*) se vyznačuje preventivním charakterem při řešení možných sporů či úpravy pravidel postupu při možném sporu v rámci společenských a obdobných smluv. V praxi se nejčastěji jedná (opět viz tamtéž s poznámkou, že do odborné literatury byla funkce zavedena poprvé v práci

36 V této práci je kapitálová hodnota označována synonymem výnosová hodnota.



Obrázek 1: *Katalog vedlejších funkcí funkcionální koncepce ohodnocování podniku dle Brösela (in: Matschke, Brösel, 2007, s. 65, upraveno)*

Sieben, Lutz, 1985) o situace dělení podílu na zisku, odstupného při odchodu některého ze společníků a mnohé další.

- Funkce motivační (*Motivationsfunktion*) definuje potřebu odhadu hodnoty za účelem motivace určitého typu osob (zaměstnanců, vyššího managementu apod.) v návaznosti na zvýšení určitým způsobem definované hodnotové veličiny.
- Funkce podpůrná při překonávání krize (*Krisenbewältigungsunterstützungsfunktion*) definuje roli ohodnocení podniku proto, aby bylo možné rozhodnout v první řadě o vážnosti hospodářské situace (například jestliže již nastal konkurzní stav) a následně o způsobu nápravy dlouhodobě nežádoucího, krizového, stavu, a to buď ve smyslu sanace, či likvidace podniku. Samozřejmě je možné, že ohodnocení plní zároveň i funkci podpůrnou pro poskytování (sanačního) úvěru a funkci alokační (při míře uspokojení věřitelů, viz tamtéž a také Gross, 1988).
- Funkce v rámci zákona či standardu (*Gesetzes- und Standardauslegungsfunktionen*) reagují na potřeby vyžadované dle zákona a upravené přímo zákonem či souvisejícími podzákonnými právními předpisy ve vztahu k účelu, k němuž je tento odhad potřeba. Zároveň se jedná o oceňování v rámci účetnictví, respektive finančního výkaznictví. Potřeba vyplývá z nutnosti samovyměření daňové povinnosti (*Steuerbemessungsfunktion*), kdy postup je konkretizován v rámci předpisů (příkladem v SRN může být *Stuttgarter Verfahren*). Další aplikací této funkce je podpora rozhodování při výplatě zisku (*Ausschüttungsbemessungsfunktion*), čili potřeba ocenění vyplývající z nakládání s vlastním kapitálem (nepeněžité vklady a další). Funkce informační (*Informationsfunktion*) a potažmo komunikační slouží k tomu, když „subjekt potřebuje znát hodnotu podniku či jeho částí za účelem rozhodování" (tamtéž, s. 76); opět se ale nejedná o odhad hodnoty pro rozhodnutí – podnik ani jeho část

v tomto případě nejsou předmětem transakce. Jde tedy znovu o oceňování v rámci účetnictví (viz například IAS 1.7).

Samozřejmě tato struktura kategorií hodnot funkcionálního konceptu není náhodná a historicky autoři kolínské školy kladli velký důraz na to, aby teorie jen systematizovala praktické potřeby v rámci tržního mechanismu neustále probíhající hospodářské operace s hromadnými aktivy a tímto přispěla k větší transparentnosti i ujednocení výpočtových postupů a zároveň zajistila jednoznačnější interpretovatelnost získaných výsledků. Funkcionální koncepce se následně silně promítla do kodifikace standardu IDW S 1. Vývoj v anglosaské oblasti historicky probíhal obdobným způsobem v rámci kodifikace kategorií hodnoty v IVS. Dále bude zajímavé hledat paralely, i když definice příslušných kategorií hodnoty pro obdobný účel použití nejsou nutně zcela totožné.

Největší rozdíl, a to především ve srovnání s právními a obchodními tradicemi USA, je nutno spatřovat ve významu tržních ocenění v případě hromadných aktiv. Funkcionální koncepce nikdy neakceptovala hypotézu, že je možné a smyslupné odhadovat „nadosobní" obecně platnou částku u aktiv, pro která neexistuje kvalitní likvidní trh, čili primárně pro jedinečná aktiva, jako je podnik a věci hromadné. Při formulaci kategorií hodnot funkcionální koncepce je v současné době k dispozici rozsáhlý empirický průzkum, který postihuje právě nejčastěji se opakující tržní transakce s hromadnými aktivy; znovu zdůrazňujeme, že ačkoliv se jedná o tržní transakce, trh existuje jen v okamžiku uskutečnění této jedinečné transakce, a cena tedy není zobecnitelná.

Pro Českou republiku empirické údaje nejsou k dispozici, přesto je možno považovat aktuální data z německé ekonomiky za vhodnou ilustraci, především z důvodu poměrně značné srovnatelnosti obchodních tradic a důležitosti transakcí probíhajících mimo organizovaný burzovní trh. Následující údaje jsou převzaty z prací Matschke, Brösel (2007) a empirické studie Brösel–Hauttmann (2007). Šetření bylo provedeno v roce 2006. Vzorek byl autory výzkumu vybrán s ohledem na vypovídací schopnost analýzy: osloveny byly největší německé podniky, banky a pojišťovny, protože jednak provádějí systematické vyhodnocování transakcí s kupovanými a prodávanými podniky, jednak jde o hodnotově významné transakce. Zkoumané období, za které tyto oslovené podniky charakterizovaly své nákupní a prodejní transakce, zahrnovalo tři roky, od roku 2003 do roku 2005. Více než polovina z podniků, které byly osloveny a poskytly odpovědi, udává (celkem 29 respondentů), že v daném období uskutečnily více než deset transakcí, a 40 procent z nich (celkem 20 respondentů) udává kumulovanou výši hodnot transakcí z tohoto období převyšující 500 milionů eur. Z 57 respondentů byly ohledně funkcí, pro které podniky využívají ohodnocení podniku, získány tyto důvody:

- funkce pro rozhodnutí 89,47 %;
- funkce argumentační 84,21 %;
- funkce zprostředkující 14,04 %.

Skutečnost, že uživatelé ocenění potřebují v drtivé většině případů ocenění za účelem rozhodování, má následně významné dopady do teorie ohodnocování podniků. Je potřeba si uvědomit, že metody ocenění vycházející z neoklasické finanční teorie, čili primárně všechny varianty modelů DCF vycházející z použití modelu CAPM a teorie kapitálové struktury Millera a Modiglianiho nejsou z podstaty věci modely využitelnými pro rozhodování subjektů ocenění, ale jsou modely rovnovážnými, jejichž výsledkem není a **nemá být** hodnota pro rozhodnutí (plnící funkci pro rozhodnutí), ale hypotetická rovnovážná cena oceňovaného aktiva za předpokladu splnění příslušných podmínek a předpokladů.

10.4.3 Systematizace funkcí a důvodů pro ocenění

Hlavní přínos funkcionálního konceptu je nutno spatřovat v tom, že se nikdy nevzdálil od reálných potřeb tržních subjektů, nikdy nepřistoupil k nahrazení reálných nedokonalých trhů a tržních aktérů abstraktním trhem dokonalým. Výpočty a zjištěné hodnoty jsou vždy vázány účelem, a tudíž nemohou být obecně platné. To však neznamená, že se můžeme oprostit od hlavních zásad řádného ohodnocování podniků, kterými je transparentnost a opakovatelnost prováděných analýz a výpočtů. Funkcionální koncept samozřejmě tyto důležité kvalitativní aspekty nezanedbává. Oproti tzv. tržnímu konceptu (který řeší nedokonalost a specifičnost tržních situací metodologicky tak, že postuluje existenci dokonalého kapitálového trhu a oceňovatel říká, jaká by byla kapitálová hodnota hromadného aktiva, „jako kdyby" se na tomto dokonalém trhu obchodovalo, respektive kdyby se obchodovalo s očekávanými peněžními toky o určité rizikovosti souvisejícími s vlastnictvím tohoto aktiva) se funkcionální koncept vydal jinou cestou.

Na konci 60. a v průběhu 70. let minulého století se funkcionální koncepce vydala cestou systematizace různých výchozích tržních situací, které se v reálných podmínkách běžně a opakovaně uskutečňují. Jedná-li se primárně o majetkové transakce, budou jim odpovídat funkce hlavní, a jedná-li se o ocenění informativní či bez změny vlastnictví, budou relevantní funkce vedlejší. Pro ty navrhuje vždy určité systémové řešení ohledně postupu a metody s tím, že díky standardizaci je následně možné intersubjektivní ověření relevance takto zjištěné hodnoty. Podstatu vystihl jeden z nejplodnějších autorů funkcionální tradice, Manfred Jürgen Matschke: „Funkcionální teorie ohodnocování podniku není teorií rovnováhy, ale teorií, která bere skutečný svět takový, jaký je: *nedokonalý*!" (Matschke, Brösel, 2007, s. 85, kurziva v originále)

Hlavní funkce související s majetkovými transakcemi s celými podniky či jejich částmi je možno pojímat podle následujících kritérií, která blíže konkretizujme a rozeberme podrobněji z hodnotového a metodologického hlediska (v návaznosti na Matschke, Brösel, 2007, s. 85 a násl.).

1. Typ změny vlastnictví **v rámci konfliktní situace jako koupě/prodej a spojení (fúze)/rozdělení**
   Jedná se například o koupi či prodej podniku, jeho části (organizační složky), převody vlastnických práv obchodních podílů, privatizaci či zestátnění, povinné nabídky převzetí. Předmětem ohodnocení je výše kupní ceny, nejčastěji vyjádřené v peněžních jednotkách či jejich ekvivalentech, kterou kupující hradí prodávajícímu za to, že se v jeho prospěch vzdá vlastnického práva k podniku či jeho části. Předmětem konfliktu je poté možno chápat rozdílné zájmy obou stran transakce ohledně výše protiplnění a podmínek, za nichž se transakce uskuteční. V situaci spojení či rozdělení se jedná o analogii s tím, že se mění majetkové poměry subjektů transakce na objektech ocenění a vlastníci se začínají po této majetkové transformaci podílet odlišným způsobem na budoucích šancích a rizicích nově vzniklé či jinak transformované entity (viz tamtéž a také Mandel, Rabel, 1997).

2. Stupeň provázanosti **ve spojených či nespojených konfliktních situacích**
   Na možnou provázanost transakčních situací poukázal poprvé v první polovině 70. let v rámci své doktorské disertace Matschke. Jedná se o poznatek, že v jeden okamžik mohou být subjekty transakce účastny ještě řady dalších transakcí, které mají zpět vliv na výsledek a podobu transakce analyzované, respektive ohodnocované. Pokud tomu tak skutečně je, jedná se o nespojené (*disjungierte*) konfliktní situace. V opačném případě je důležité

věnovat pozornost i vzájemným vztahům a vlivům spojených (*jungierte*) konfliktních situací při koupi, prodeji, fúzi nebo rozdělení podniku. Výsledkem je poznání, že hodnota pro rozhodnutí (*Entscheidungswert*) je podmíněna výsledky spojených transakcí.

3. Stupeň komplexity **jedno či vícedimensionální konfliktní situace**
   Cena placená v hotovosti je jen ve výjimečných případech jedinou veličinou, na níž záleží dosažení shody při řešení konfliktní situace. V rámci struktury transakce vždy hrají významnou úlohu rovněž parametry jako forma transakce, tj. jestli je předmětem transakce podnik (*Asset Deal*), nebo obchodní podíl (*Share Deal*), ekonomická definice a vymezení prodávaného podniku, angažovanost stávajících vlastníků či stávajících zaměstnanců či managementu, dohoda ohledně budoucí obchodní politiky, formy zákazu konkurence, vázanost výše ceny na dosažení určitých výsledků v budoucnosti (*Earn-out* klausule), způsoby nakládání s ekologickými zátěžemi, výhrady ve smyslu poskytnutí úplných a správných údajů o podniku a mnohé další variace modifikující strukturu a podobu transakce (viz tamtéž a zde citované rozšiřující zdroje).

4. Stupeň dominance **v dominantních či nedominantních konfliktních situacích**
   Subjekty zúčastněné na tržní transakci mohou mít odlišný vliv, který vzniká na základě existence či neexistence ekonomické moci (ekonomickou analýzu tohoto fenoménu obsahuje práce Arndt, 1980). Jedná-li se o nedominantní konfliktní situaci (*nicht dominierte Konfliktsituation),* nemůže žádný ze subjektů prosadit změnu majetkových poměrů samostatně, čili bez toho, aby ostatní zúčastnění v rámci vyjednávání nedospěli k vzájemně výhodnému kompromisu.

   Jedná-li se o situaci dominance jedné z tržních stran, může tato vynutit změnu vlastnických poměrů i proti vůli ostatních zúčastněných subjektů transakce. V návaznosti na stávající právní úpravu a judikaturu odlišuje funkcionální teorie několik způsobů „vynucení“:

   - bezprostřední změna vlastnických poměrů[37];
   - změna vlastnických poměrů dosažená zprostředkovaně na základě soudního, respektive v některých jurisdikcích správního, rozhodnutí. Zde se jedná například o podání návrhu na vyloučení společníka z důvodu porušování společenské smlouvy a povinné nabídky převzetí (tzv. *squeeze-out*).

Další možnou formou dělení je odlišení dominance podle fragmentace tržních stran na nefragmentované, tj. když je možno jednoznačně odlišit dominující (*dominierend*) a dominovanou (*dominiert*) stranu, a fragmentované, kdy striktní odlišení provést nelze, protože alespoň jedna ze skupin konfliktu zahrnuje jak dominující, tak dominované subjekty.

Olbrich (2005, zde dle Matschke, Brösel, 2007) odlišuje navíc konfliktní situace dominance podle příčiny uskutečnění transakce, tj. jestli jsou přivozeny interně (typicky povinná nabídka převzetí), nebo externě z pohledu dominující strany (příkladem je nutnost prodeje vlastnického podílu ze strany těžce nemocné fyzické osoby – viz tamtéž).

Je možno shrnout, že cena se stává rozhodujícím parametrem až v případě, že se jedná

37 Problematika oceňování se zde protíná s obchodně-právními specifiky dané země. Jako příklad bezprostřední změny vlastnických poměrů v SRN uvádí Matschke a Brösel (2007) vystoupení společníka ze společnosti, insolvenční řízení vůči majetku společníka či nárok soukromého věřitele vůči majetku společníka (s. 91 a násl. v podrobnostech).

o obchod, kde v průběhu uskutečnění transakce neexistuje dominance, tvůrci trhu soustředí své preference samostatně na objekt ocenění, tj. majetková transakce není podmíněna či ovlivněna paralelně probíhajícími transakcemi, a rozhodování probíhá v rámci jedné dimenze, kterou je právě cena placená v hotovosti k okamžiku provedení transakce, a v tomto okamžiku a jen v tomto okamžiku je stanoveno rozhodné datum ocenění. Ocenění probíhá na principu samostatného posouzení (*stand-alone-basis*) a předpokládá se, že subjekty transakce znají své preference a užitné hodnoty příslušných scénářů.

Funkcionální koncepce vytvořila vlastní modely pro odhad příslušných kategorií hodnot. Vždy bylo snahou držet se reálných podmínek a zohledňovat reálné investiční možnosti, mezi nimiž se subjekty ocenění rozhodují. Rozsah této publikace neumožňuje podrobný rozbor těchto modelů (v číselných příkladech a aplikacích viz Matschke, Brösel, 2007 a Hering, 2006 a 2008), uveďme jen základní přehled.

10.4.4 Metody oceňování a standardizované kategorie hodnot

Vzhledem k tomu, že v některých případech dochází k nesprávné interpretaci vztahu kategorií hodnoty a metod oceňování, vysvětleme tento vztah podrobněji. Oceňování (respektive ohodnocování) podniku bývá v odborné literatuře pojímáno v různé šíři podle předmětu zájmu. **Oceňování v širším smyslu** můžeme v souladu s autory funkcionální koncepce ohodnocování (v souhrnu viz Matschke, Brösel, 2007) chápat jako celkový proces ocenění, zahrnující veškeré kroky od volby příslušné kategorie hodnoty v návaznosti na zadání ocenění přes výběr a shromáždění relevantních dat, jejich využití pro odhad příslušné kategorie hodnoty až po využití výsledků a jejich interpretaci. **Oceňování v užším smyslu** je právě jen fáze transformace dat do příslušné kategorie hodnoty (tamtéž). Zde je také nutno spatřovat příčinu některých v praxi vznikajících obtíží, protože celkový proces ocenění bývá redukován právě jen na prostou mechanickou aplikaci základních učebnicových pouček, sestavení datové sady v tabulkovém editoru a výpočet číselného výsledku. Problém nutně vzniká v interpretaci vypočtené hodnoty hromadných aktiv, protože o deklarovanou a nijak blíže nedefinovanou „tržní“ či „objektivní tržní“ hodnotu se uživatel může sotva opřít.

Standardy se metodologií, jak dále uvidíme, zabývají jen okrajově. Většinou poskytují jen výchozí přehled možné klasifikace metodologie **způsobu odhadu hodnoty aktiva** a na odborné erudici a posouzení oceňovatele ponechávají jejich konkrétní aplikaci a zejména interpretaci výsledku. Nelze snad více zdůraznit důležitost správnosti této volby, neboť v řadě případů jsou volba metod a způsob jejich aplikace již podmíněny volbou kategorie hodnoty, a může tedy snadno dojít k metodické závadnosti posudku. Zde se potvrzuje ochranná funkce standardů pro uživatele výsledků ocenění. Pokud totiž oceňovatel volí kategorii hodnoty, která není nikde blíže definována a neumožňuje uživateli výsledek interpretovat (typicky neurčité „objektivní tržní hodnoty“ apod.), dopouští se tak metodické chyby, a to i tehdy, je-li technicky vzato výpočtový postup v souladu s nějakou teorií. V některých případech je možné, že kategorie hodnoty zvolená na začátku nebude kvůli nedostupnosti, nejednotnosti či nespolehlivosti dostupných datových zdrojů odhadnutelná. V takovémto případě je nutné, aby oceňovatel ve svém vlastním zájmu uvedl a komentoval své pochybnosti a vyhnul se tak zbytečnému riziku nesprávného postupu či prezentace výsledku, který nebude pro daný účel přiměřený.

Standardy i teoretická literatura obsahují členění různé struktury a podrobnosti. Základní dělení obsažené v IVS rozděluje metody na:

- majetkové (*Asset Approach*);
- výnosové (*Income Approach*);
- tržní (*Market Approach*).

Základní členění v teoretické a praktické literatuře (Born, 2003, Mandl, Rabel, 2005, Matschke, Brösel, 2007, Mařík a kol., 2007 a mnozí další) obsahuje většinou ještě rozšíření o to, jedná-li se o ocenění:

- **unitárního aktiva** (v případě podniku buď jednotlivých akcií, nebo jednotlivých majetkových složek s tím, že vznikají problémy ocenění diskontů a prémií, a dále potíže ocenění případných synergií při odhadu úplné a neúplné substanční hodnoty);
- **hromadného aktiva** (podniky či jejich části jsou oceněny srovnáním se srovnatelnými podniky či na základě uskutečněných srovnatelných transakcí nebo ocenění probíhá na základě výnosového ocenění);
- **kombinované metody ocenění** (podnik je oceněn kombinací výsledků metod ocenění unitárních a hromadných aktiv, tj. **metoda střední hodnoty** majetkového a výnosového ocenění, **metoda nadzisku** kombinující hodnotu substance a s ní související požadovanou a reálně dosahovanou výnosnost, a **metoda odpisu hodnoty goodwillu**).

10.4.4.1 Výnosové ocenění a kategorie hodnoty (teoretický pohled)

Výnosové ocenění je možno chápat opět ve dvojím významu (Matschke, Brösel, 2007). Tato volba, ačkoliv je prozatím často přehlížena, má opět vliv na interpretaci získaných výsledků. Metody výnosového oceňování mají blízko k metodám vyhodnocování investic a investičních záměrů, ale v reálném světě není možno je ztotožňovat (Brigham, Erhardt, 2005). Buď se jedná o metody finančně-teoretické, nebo o metody investičně-teoretické.

- **(Neoklasická) finanční teorie** a na ni navazující tzv. tržní koncepce ohodnocování podniku, kde aktivum je oceněno podle toho, „jako kdyby" se obchodovalo na dokonalém kapitálovém trhu při splnění platnosti veškerých předpokladů dokonalosti ohledně aktiva, trhu i tvůrců tohoto trhu. Bez ohledu na to, jestli je vůbec pro nějaký účel takto zjištěná částka relevantní[38], je třeba mít na paměti vnitřní obtíže a nesoulad v předpokladech stavebních kamenů výnosových oceňovacích metod, modelu CAPM a teorii kapitálové struktury Millera a Modiglianiho.
- Naproti tomu výnosové ocenění v rámci **investiční teorie** se liší tím, že více respektuje specifika daného případu včetně investičních alternativ dostupných subjektům k datu ocenění a další reálné tržní nedokonalosti. Tím je možno získat odhady hraničních hodnot (hodnot pro rozhodnutí) ze strany subjektů ocenění, jejichž specifické vlastnosti a možnosti právě investiční propočty zohledňují a umožňují tak podrobněji zkoumat změny hodnoty investovaného kapitálu podniku (viz Hering, 2003, 2006 a 2008).

Investiční teorie je využívána nejen k vyhodnocování investic. Významné místo zaujímá v rámci funkcionální teorie ohodnocování podniků.

38 Pro subjekty transakce nemusí mít takto získaná hodnota žádnou relevanci, protože jejich investiční možnosti a oportunitní náklady nemusejí odpovídat neoklasickým předpokladům.

10.4.4.2 Majetkové ocenění a kategorie hodnoty (teoretický pohled)

V souvislosti s majetkovým oceněním se v rámci teorie i praxe hovoří o tzv. substanční hodnotě. Substanční hodnota je relativně široký pojem, jehož definice není jednotná, a existuje i přesah vymezení v rámci oceňovacích standardů (IVS a IDW S 1), standardů IFRS a v oblasti teorie ohodnocování podniků. Teoretické pojetí je samozřejmě nejširší a v praxi je možné s výhodou využít teoretických poznatků při aplikaci oceňovacích a účetních standardů.

Majetková podstata podniku zahrnuje k rozhodnému datu ocenění různé majetkové složky, které mohou, ale také nemusejí, být vykázány v účetní rozvaze. Majetek může být členěn podle mnoha kritérií (fyzická existence, kritérium času a likvidnosti, forma vlastnického či uživatelského práva). Z pohledu ocenění je důležité určit, jaký majetek je provozně nutný (operativní aktiva) a jaké složky jsou neprovozní (neoperativní aktiva). Mařík a kol. (2007) uvádí možná kritéria pro identifikaci provozního a neprovozního majetku.

Praktický návod pro identifikaci provozních a neprovozních aktiv poskytují také Matschke a Brösel (2007). Tento způsob vychází z reálných potřeb subjektu ocenění – kupujícího. Pokud je majetek provozně nutný, kupující ho po uskutečnění koupě podniku ponechá a bude ho využívat v rámci trvale pokračujících (*going concern*) podnikatelských operací podniku. Naopak u neprovozního majetku plánuje subjekt ocenění jeho odprodej, protože je to z pohledu hospodářských operací podniku možné a z pohledu realizované podnikatelské strategie žádoucí. V případě ocenění neprovozního majetku opět nastupuje odhad čistého příjmu z likvidace a doba obdržení těchto finančních prostředků.

Podle účelu, za kterým je substanční hodnota odhadována, je možno rozlišit několik způsobů a forem odhadu (v návaznosti především na Peemöller, 2001, Born, 2003, Matschke, Brösel, 2007, Mařík a kol., 2007):

a) Substanční hodnota jako hodnota reprodukční (také rekonstrukční)

Jedná se o částku, za kterou by bylo možno k datu ocenění provést rekonstrukci provozně nutného majetku z pohledu cílů a účelů fungování podniku. Neprovozní majetek je zpravidla oceňován hodnotou likvidační.[39] Dále je možno rozlišit, zdali se jedná o reprodukční (rekonstrukční) hodnotu úplnou, či neúplnou (částečnou). Ve většině případů je možno odhadovat právě jen neúplnou substanční hodnotu, která jednotlivě zobrazuje jen majetkové složky obsažené v rámci majetkové evidence, popřípadě v účetní rozvaze.

Záleží dále na tom, jestli je množství kapitálu potřebné k reprodukci majetkové podstaty podniku propočítáváno na základě pořízení nových majetkových položek (*Teil-Rekonstruktions-Neuwert*), nebo jestli se vychází z předpokládaného pořízení majetkových složek ve srovnatelném stáří a technickém a morálním opotřebí (*Teil-Rekonstruktions-Altwert*). Vzhledem k tomu, že trhy jednotlivých, do substance zahrnutých majetkových složek nemusejí existovat nebo nemusejí být dostatečně likvidní, vede cesta k odhadu reprodukční hodnoty použité majetkové substance přes odpočet kalkulovaných odpisů, jejichž výše závisí na odborném posouzení oceňovatele. Takto odhadnutá substanční hodnota je spojována s přívlastkem brutto (*Brutto-Teil-Rekonstruktions-Altwert*), protože sice vyjadřuje výši kapitálové potřeby nutné pro opětovné pořízení substance k datu ocenění, ale neříká nic o tom,

39 V teoretické literatuře věnované ohodnocování podniku je pozornost odlišení provozního a neprovozního majetku věnována dlouhodobě. Již Tittel (1949, in: Matschke, Brösel, 2007) odlišuje normální substanci (*Normalsubstanz*) jako provozně nutnou výši majetkových složek a z hlediska podnikatelských aktivit podniku přebytečnou substanci (*Überschußsubstanz*).

jakým způsobem je tato kapitálová potřeba financována. Pro odhad netto hladiny hodnoty (*Netto-Teil-Rekonstruktions-Altwert*), tj. hodnoty fiktivního vlastního kapitálu oceňovaného podniku, je třeba odečíst výši cizího kapitálu.[40] Právě hodnota takto vypočteného fiktivního vlastního kapitálu[41] vystupuje jako proměnná v rámci kombinovaných metod oceňování podniku.

Teoretické rozpracování substanční hodnoty obsahuje navíc různé možnosti volby způsobu vymezení majetkové substance ve vztahu k odhadu reprodukční (rekonstrukční) hodnoty (viz Sieben, 1963 a Matschke, Brösel, 2007):

- **rekonstrukce stejné majetkové struktury**, tj. obnovy shodného majetku a dluhů bez ohledu na technický vývoj, s tímto postupem jsou spojeny značné obtíže, protože zatímco ceny znovupořízení jsou odvozeny z dneška, technický stav produkčního aparátu odpovídá minulosti, a tedy čím starší a méně efektivní výroba je, tím vyšší bude nejen její hodnota reprodukce, ale také variabilní náklady výroby (viz tamtéž);
- **rekonstrukce výkonnostně ekvivalentní majetkové struktury** je odvozena podle kritéria srovnatelné funkčnosti za předpokladu reprodukce majetkové podstaty, avšak pořizované dle stavu techniky aktuálního k datu ocenění, možno je odhadovat buď hodnoty jednotlivých aktiv, nebo i funkčních celků, v praxi je tento postup spojen s problémem jednoznačné průkaznosti a opakovatelnosti způsobu odhadu, protože oceňovatel se často odvolává na „zkušenost" (tamtéž);
- **rekonstrukce podle výše dosahovaného výsledku**.

b) Substanční hodnota jako hodnota likvidační

Účelem je zjistit hodnotu, kterou je možno obdržet z rozprodeje neprovozního majetku, nebo hodnotu veškerého majetku v případě ukončení činnosti podniku. Důležitý je informační význam likvidační hodnoty, jedná se o minimální částku, kterou je možno (po zohlednění v některých případech značných transakčních nákladů a časové hodnoty peněz – rozprodej může trvat i několik let) na základě vlastnictví podniku obdržet[42].

Teorie ohodnocování podniku obsahuje opět relativně široké rozpracování likvidační hodnoty. Hlavním dělicím prvkem je jako v případě substanční hodnoty reprodukční dělení na provozně nutný majetek a neprovozní majetek. Jedná-li se o ocenění jen majetku neprovozního, tedy v případě trvalého pokračování provozu podniku v souladu s určitou

40 Zde se objevuje známý problém způsobu odhadu podílu jednotlivých složek kapitálové struktury. V úvahu přicházejí v zásadě tři způsoby: 1. výše cizího kapitálu v účetních hodnotách; 2. „normální" výše podílu cizího kapitálu, vycházející například z mediánu odvětvových hodnot; 3. cílová kapitálová struktura, tj. buď ve formě cílové kapitálové struktury z pohledu investora jako subjektu transakce, nebo „tržní" kapitálové struktury odvozené z paralelního výpočtu dle některé varianty metod DCF, upravené o výši neúročeného cizího kapitálu, protože zatímco varianty metod DCF vycházejí z kapitálové struktury, statická substanční hodnota vychází ze struktury finanční.

41 V literatuře označována také jako tzv. netto částečná reprodukční hodnota použitého majetku v užším slova smyslu (*Netto-Teil-Rekonstruktions-Altwert als Substanzwert i.e.S.* – srov. Matschke, Brösel, 2007).

42 To však, striktně vzato, platí jen za předpokladu, že likvidační hodnota nezávisí na subjektech transakce a likvidační hodnota pro každého kupujícího musí být nižší než hodnota pokračujícího podniku, tj. výnosová či tržní (Matschke, Brösel, 2007 považují tyto předpoklady za „heroické"). U praktických ocenění je proto nutné pečlivě definovat předpoklady ocenění a v těchto souvislostech teprve interpretovat výsledky.

podnikatelskou strategií, hovoří se o částečné likvidační hodnotě (*Teil-Liquidationswert*), u ocenění veškerých zpeněžitelných aktiv, tedy v případě, že z finančního hlediska je z pohledu vlastníka výhodnější podnik rozprodat po částech než provozovat dále, je odhadována celková likvidační hodnota (*Gesamt-Liquidationswert*).

Likvidace může probíhat nebo může být kalkulována v návaznosti na různé předpoklady o jejím průběhu. Výsledek se bude odlišovat podle toho, jestli se jedná o nucenou likvidaci pod časovým tlakem, nebo například o rozprodej samostatně fungujících částí podniku (třeba zahraničních zastoupení, jednotlivých samostatných obchodů apod.). Je třeba mít také na vědomí fakt, že likvidační hodnota není veličinou nezávislou na subjektu ocenění, a to ani věcně, ani časově. Každý subjekt (současný vlastník či možný kupující) má jiné možnosti prodeje a také jiné podnikatelské představy (viz Matschke, Brösel, 2007).

c) Substanční hodnota jako odhad úspory nákladů (výdajů)
Předmětem odhadu je částka, kterou za předpokladu trvalého pokračování provozu podniku může **konkrétní kupující** ušetřit tak, že bude využívat stávající majetkovou substanci oproti jejímu novému vybudování s tím, že úspory mohou mít jednak formu úspory výdajů a jednak formu časového oddálení investičního výdaje. Jedná se tedy o ryze subjektivní kategorii hodnoty, která je založena na globálním pohledu na podnik jako funkční celek.

10.4.5 Hodnota pro rozhodnutí

Pojem *Entscheidungswert* zavedl do teorie ohodnocování podniku Engels (1962), ale o teoretické rozpracování se zasloužil především Matschke (1972, respektive 1975, a aktuálně zejména Hering, 2006 a Matschke, Brösel, 2007). Matschke pojal hodnotu pro rozhodnutí (pozor na záměny s rozhodčí hodnotou, v originále *Arbitriumwert*) jako hraniční či mezní hodnotu každé ze stran transakce, která je výsledkem určité specifické konstelace pro daný případ relevantních podmínek a ceny. Kategorie hodnoty pro rozhodnutí reaguje v rámci konceptu funkcionálního oceňování podniku na desítky let přetrvávající antinomii subjektivní hodnoty a objektivní hodnoty podniku, které v praxi narážely na nepřekonatelné obtíže. Hodnota pro rozhodnutí: „Je stále subjektivní, může být ale při splnění určitých podmínek interpretována třetí stranou a potud je intersubjektivně přezkoumatelná.“ (Matschke, Brösel, 2007, s. 135)

„Hodnota podniku pro rozhodnutí je výsledkem ohodnocení podniku v rámci funkce pro rozhodnutí. Pojem nesouvisí s metodou ohodnocení, ale s účelem kalkulací pro ohodnocení podniku. V rámci funkce pro rozhodnutí jsou zcela určitému subjektu ocenění – zadavateli ocenění – ve zcela specifické rozhodovací či konfliktní situaci, jejímž možným výsledkem je změna majetkových poměrů, poskytována individuální východiska pro racionální rozhodnutí (nebo jsou zjištěna přímo subjektem ocenění), která jsou k datu rozhodnutí zaměřena speciálně na tento subjekt, tuto situaci a tento cíl. Obecně udává hodnota pro rozhodnutí subjektu, který se rozhoduje při respektování určitého systému cílů a v rámci určitých rozhodovacích možností, za jakých podmínek nebo za jakého komplexu podmínek provedení určité transakce právě ještě nezmenšuje úroveň naplnění cíle (užitné hodnoty, výkonu) dosažitelné bez provedení této transakce.“ (Matschke, Brösel, 2007, s. 129)

Tuto kategorii hodnoty tedy charakterizují čtyři znaky (tamtéž, s. 131):

1. Jedná se o kritickou (limitní, mezní) hodnotu.
2. Odhaduje se ve vztahu k určité plánované transakci.
3. Vztahuje se k určitému rozhodovacímu subjektu a jeho systému cílů.
4. Vztahuje se jen ke konkrétní množině možností relevantních k okamžiku rozhodování subjektu a – ve vztahu k analyzované transakci – k odvoditelným alternativám.

V praxi se může jednat o případy (tamtéž), kdy se subjekt rozhoduje samostatně o optimální alokaci vzácných zdrojů, nebo se jedná o konfliktní situace, které se mohou vyřešit jen po vzájemné dohodě a za podmínek, které akceptují všechny zúčastněné strany. Vzájemnou shodou je zajištěno, že zúčastnění dosáhnou vyššího naplnění svých cílů ve srovnání se situací, kdyby k této shodě a uskutečnění majetkové transakce nedošlo. Funkcionální koncepce nezanedbává ani skutečnost, že předmětem shody v rámci procesu vyjednávání nejsou jen subjektivní užitné hodnoty jako takové, nýbrž pro řešení konfliktu relevantní stavy, které mění množinu disponibilních rozhodnutí. Zjednodušeně řečeno, je nutné se zabývat i subjektivními užitnými hodnotami (*Nutzwerte*), které jsou relevantní pro posouzení podmínek a hodnoty provádění transakce. V případě, kdy obchod proběhne právě za podmínek definujících hraniční hodnotu jedné ze stran, je tato strana právě indiferentní mezi uskutečněním obchodu za těchto hraničních podmínek a neuskutečněním obchodu.

Jak v této souvislosti uvádějí Matschke a Brösel (2007) a jak potvrzuje zkušenost, je při jednáních nutné mít tyto alternativy zanalyzovány a vědět, jaký typ shody ještě nebude zmenšovat stupeň splnění cílů dosažitelných i bez provedení transakce. Samozřejmě se jedná vždy o citlivou informaci, neboť hodnota pro rozhodnutí má značný význam při vyjednávání o ceně a podmínkách obchodu.

Výhodnost transakce zdaleka není redukována jen na výši ceny a individuální subjektivní hodnoty pro rozhodnutí zúčastněných stran jsou nepoznatelné. Z takto širokého pojetí hodnoty pro rozhodnutí vyplývá, že: „…*ex ante* není možné určit jednu *jednoznačnou* hodnotu," (tamtéž, s. 131, kurziva v originále) a předmětem odhadu může být jen jistý interval možných hodnot udávající prostor možné shody stran transakce, kdy pro všechny zúčastněné povede uskutečnění obchodu ke zvýšení subjektivního užitku. K modifikacím podmínek obchodu často v praxi dochází, a to i tím, že některá z možných řešeních jsou objevována až v průběhu obchodního vyjednávání.

Oceňovatel musí disponovat informacemi o preferenční funkci subjektu ocenění, tj. jeho preferovaných cílech a také alternativách řešení, které jsou ještě přijatelné. Výsledek je v praxi redukován na určitou, různě definovanou finanční veličinu (tzv. homogenní definice výsledku) anebo je možno volit vyšší míru obecnosti a předpokládat heterogenní cílovou definici, kdy subjekt ocenění bere v rámci svého rozhodování o koupi či prodeji podniku do úvahy i nefinanční, strategické cíle, přičemž tyto scénáře není možné srovnávat výlučně na monetární bázi. Matschke a Brösel (2007) uvádějí v této souvislosti kategorizaci možných a v realitě sledových cílů, mezi něž řadí **cíle technické**, související s kvantitativními a kvalitativními vlastnostmi produktů, využitím kapacit a optimalizace výrobních procesů, **cíle ekonomické**, vztahující se k monetárním i nemonetárním faktorům strategie a cílů podniku, jako je maximalizace zisku, dosažení nejnižších nákladů či vedoucí pozice na trhu, **cíle sociální**, které souvisejí s lidmi pracujícími v podniku a jejich rozvojem a širšími sociálními vazbami, a konečně **cíle ekologické**, které souvisejí nejen se životním prostředím jako takovým, ale také s ekologickou regulací a různými limity a omezeními.

Aby bylo možno zajistit možnost intersubjektivního ověření výsledků, je bezpodmínečně nutná „redukce komplexity", která v rámci funkcionálního konceptu probíhá na základě

konkretizace cílových preferencí subjektu ocenění. Oceňovatel musí definovat, jaké stavy jsou preferovány, jak jsou tyto stavy měřeny, kdy či za jaké období budou měřeny a kde budou měřeny. Preference ohledně očekávaných výsledkových stavů jsou subjektivní, zde se musí i funkcionální koncept vypořádat s problémem srovnání těchto stavů. To je možné provést buď kardinální formou, kdy jsou stavy přímo srovnány dle určitého měřítka, nebo formou ordinální, kdy je možné určit pouze pořadí, v jakém jsou stavy preferovány. Každý z možných stavů má pro subjekt ocenění určitou subjektivní užitnou hodnotu. Pokud dojde ke shodě a obchod či majetková transakce se uskuteční, zvýší se užitek stran transakce oproti situaci, kdy by k této transakci o daných parametrech nedošlo.[43]

10.4.5.1 Matschkeho model pro odhad hodnoty pro rozhodnutí

Matschke (1975) vyvinul model v rámci své doktorské disertace. Některé prvky tohoto modelu pocházejí z poloviny 60. let, na které poté Matschke navazuje (tamtéž). Cílem modelu je poskytnout nástroj pro odhad hodnoty podniku pro případy koupě, prodeje, rozdělení či spojení za podmínky neustálého respektování subjektivní povahy hodnoty (hodnota je vždy subjektivní a relevantní jen pro daný subjekt).

Hodnota pro rozhodnutí je odvozována ve dvou krocích. Nejprve je nutno zjistit měřítko pro srovnání, tedy úroveň užitku dosažitelnou za předpokladu, kde se transakce neuskuteční. Matschke používá pro tuto veličinu označení *Basisprogramm*, tj. základní scénář.[44] Subjekt transakce musí dosáhnout tedy alespoň srovnatelného očekávaného užitku, uskuteční-li danou transakci. Dále je nutné, aby subjekt ocenění v postavení kupujícího uvážil i skutečné oportunitní náklady kapitálu, který hodlá vynaložit na koupi oceňovaného podniku, tzn. je nutné aby posoudil oportunitní náklady alternativních investic, které jsou jemu dostupné a jejichž realizace nebude již možná.

Druhý krok obsahuje posouzení stavů, které jsou více, méně či shodně preferovány ve srovnání se stavem základního scénáře. Prakticky je možno si tyto stavy představit jako smlouvy o různém obsahu, které je možno uzavřít v návaznosti na konsenzuální strukturu transakce (typicky prodej podniku, obchodního podílu či jejich částí). Shodně preferované scénáře tvoří hodnotu pro rozhodnutí, protože ačkoliv dochází k nějaké formě majetkové transakce, jedná se právě o stavy poskytující informaci o limitně rovnocenném užitku na této transakci zúčastněného subjektu. Respektovat je nutno hledisko času, tzn. předmětem srovnání mohou být jen časově a potažmo místně srovnatelné scénáře. Matschke nazývá tyto propočty *Bewertungsprogramm*, tj. ohodnocovací scénáře.[45]

Pro sestavení modelu je nutno mít nejprve jistou představu o konfliktní situaci. Její možná řešení je nutno mít promyšlena před začátkem samotného vyjednávání. Tím, že subjekt transakce formuluje hypotézy o možných řešeních a jejich užitku (tj. do jaké míry jsou preferovány), je možno v rámci vyjednávání aktivně ovlivňovat strukturu transakce a její výsledek. Tím je

43 Předpokládá se racionální chování subjektů transakce. V publikovaných textech Matschkeho ani autorů kolínské školy jsem konkrétní definici racionality nenašel. Podle logiky interpretace problematiky je zřejmé, že racionální jednání je takové, které zvyšuje subjektivně vnímaný užitek strany majetkové transakce. Není konkretizována situace, kdy strana transakce a faktičtí rozhodovatelé jsou v postavení principal–agent.

44 Funkcionální koncepce není vždy terminologicky jednotná. Zde je použito terminologie převzaté v aktuální práce (Matschke, Brösel, 2007).

45 Viz předchozí poznámka.

zároveň řečeno, že model dané konfliktní situace je použitelný jen potud, pokud realita stále odpovídá hypotézám učiněným na začátku.[46] Proces vyjednávání na trhu je a má být procesem objevování, a řešení tedy není a mnohdy nemůže být známo na počátku, strany k němu dospějí až v průběhu transakce (Matschke, Brösel, 2007). V tomto ohledu má funkcionální koncepce blízko k moderním pojetím hodnoty v rámci ekonomické teorie, především Schumpeterovi a rakouské škole.

Funkcionální koncepce je v tomto smyslu obecnější než neoklasika a na ní navazující tzv. rovnovážné oceňovací modely, protože na rozdíl od nich implicitně nepředpokládá, že peněžní jednotka může sloužit jako invariantní, a tedy interpersonálně využitelné měřítko užitku. Není samozřejmě možné dokázat, že užitek z peněžní jednotky je pro každý subjekt transakce shodný. Funkcionální koncepce tento silný předpoklad nepotřebuje, protože předmětem srovnání jsou stavy jako takové. V rámci svých představ o zamýšlených cílech subjekt ocenění srovnává alternativy vztahující se k objektu ocenění (k dispozici je většinou množina různých alternativ) s užitky vyplývající z uskutečnění transakce.[47] Vzhledem k tomu, že měřítko srovnání je problematické téma, zastavme se podrobněji u vyhodnocení užitku jednotlivých variant a také u srovnání s neoklasickým pojetím.

Funkcionální koncepce nečiní žádné striktní předpoklady o povaze subjektů ocenění. U některých alternativ je možné, a praxe to opět potvrzuje, že subjekt ocenění není schopen užitky srovnávat výhradně na základě propočtu číselné veličiny měřené v peněžních jednotkách (obvykle jisté varianty čisté současné hodnoty). Také nelze obecně vycházet z předpokladu, že se subjekty transakce vůbec rozhodují podle určitého algoritmu, jako tomu činí neoklasicky definovaný investor rutinně alokující na dokonalém kapitálovém trhu. Záleží na cílových představách a preferenčních funkcích subjektů transakce, kteří jsou v tomto případě i tvůrci trhu obchodovaného aktiva. Z pohledu externího oceňovatele jsou tyto informace v celé jejich komplexitě nepoznatelné. Situace je o to složitější, je-li subjektem ocenění například akciová společnost zvažující akvizici jiné společnosti a o této akvizici rozhoduje valná hromada akcionářů, kteří opět mají subjektivní (nehomogenní) cíle i preference. Zde nabývá na významu problém subjektivnosti hodnoty. Hodnota je vždy subjektivní, má-li zůstat teorie hodnotově neutrální. Teorie ohodnocování podniku však musí být oproti obecné ekonomické teorii konkrétnější, musí jít dále než na úroveň vysvětlení obecných podmínek a způsobu ustavení rovnováhy. Pro funkcionální koncept to znamená, že potřebuje definovat množinu cílů, které mohou nejspíše subjekty ocenění sledovat a s nimiž je možné tyto cíle a jejich naplnění srovnávat. Hodnotová neutralita je opuštěna a pro účely ocenění se předpokládá, že: „…zájmy subjektů ocenění se především soustředí na finanční užitek, tj. subjekty ocenění usilují o přítok, který je realizován a může být měřen ve formě plateb vlastníkovi či vlastníkům (výběry či výplaty), právě tak jako úspory odtoků ze strany vlastníka či vlastníků." (tamtéž, s. 162–163) Konkrétní postup závisí na tom, je-li maximalizováno bohatství či příjem (obecně se nejedná o synonyma, v detailech viz Hering, 2008). Stále je nutno mít na paměti, že tím se neopouští respektování významu platnosti modelu pro danou konkrétní situaci. Subjekty transakce stále využívají těchto propočtů (oceňování v užším smyslu) pro rozhodovací účely, a to podle jejich stávajících reálných

46 Matschke a Brösel (2007) s odzbrojující upřímností poznamenávají, že pokud model nerespektuje reálné podmínky transakce, tak i v tomto případě platí pravidlo „svinstvo dovnitř, svinstvo ven" (s. 145).

47 Některé typy transakcí mohou být disjunktní (tedy nezávislé na zkoumaném objektu ocenění), ale je možné i to, že hodnota určitých transakcí je vzájemně závislá na hodnotě, respektive struktuře majetkové transakce s objektem ocenění.

investičních a alokačních možností, při respektování zákonných omezení apod. (viz tamtéž a Hering, 2006)[48] Subjektivita se promítá do výsledků a kvality odhadu hodnot pro rozhodnutí nejen normováním systému cílů, ale také způsobem plánování budoucích očekávaných finančních přebytků. Tímto subjektivním postupem se stává interval možných výsledných hodnot užším a je možno usuzovat jen na pravděpodobnost, se kterou ex ante nezjistitelná výsledná hodnota pro rozhodnutí bude obsažena v rámci tohoto intervalu.[49] Čím více se oceňovatel snaží o „komprimaci" výsledné hodnoty do bodového odhadu, tím nižší vypovídací schopnost bude pravděpodobně tento výsledek mít, a to bez ohledu na to, jestli bude zvolen postup vycházející ze vstupních dat (subjektivní normování veličin finančního plánu či diskontní sazby), nebo výsledné hodnoty (stochastická optimalizace či neostré lineární programování – viz Hering, 2008). Bohužel výsledek je poté charakterizován nikoliv objektivností, ale naopak jen tím, že nejistota odhadu je zastřena „umělým odpočítáním nejistoty" (Matschke, Brösel, 2007, s. 173).

Funkcionální teorie naopak staví na zdůraznění významu nejistoty budoucích plánů a zobrazení výsledku ve formě intervalu či statistického rozdělení hodnot získaných na základě provedené analýzy rizika a sensitivity. Tím se hodnota pro rozhodnutí stává skutečným východiskem pro rozhodování v rámci vyjednávání o podmínkách transakce. Přesto se jedná pouze o východisko: „Fundovaná rozhodnutí ohledně výhodnosti změny majetkových poměrů v rámci podniku vyžadují dodatečnou analýzu kvalitativních aspektů. Rozhodnutí tímto tedy předpokládá zohlednění a respektování kvantitativních a kvalitativních aspektů. Vypočtená hodnota pro rozhodnutí představuje nejdůležitější, ale nikoliv jediné ekonomické kritérium." (tamtéž, s. 174)

10.4.5.2 Totální model odhadu stavové hraniční ceny podle Matschkeho

Smyslem a hlavním účelem modelu je poskytnout teoreticky podložené informace, které jsou využitelné v rámci praktických rozhodovacích úloh, samozřejmě s vědomím faktu, že nikdy není a nebude možné vyčerpávajícím způsobem modelově postihnout realitu. Model je založen na šesti výchozích předpokladech (číselné příklady a praktické aplikace in: Matschke, Brösel, 2007):

1. Model musí reagovat na konkrétní situaci (*Handlungsbezogenheit*) a explicitně zohledňovat principy ocenění podniku jako celku (*Gesamtbewertung*), orientace na budoucnost (*Zukunftsbezogenheit*) a subjektivity se zohledněním cílů potenciálního kupujícího.
2. Výstupem modelu je hodnota pro rozhodnutí jako hraniční hodnota pro vyjednávání, která platí výhradně pro konkrétní rozhodovací množinu subjektu ocenění a z ní odvoditelné alternativy.
3. Aby bylo možno hodnotu podniku využít jako podklad pro rozhodnutí, je vhodnými metodami nutno rozkrýt v realitě přítomnou nejistotu.

48 „Stává se zřejmým…že ‚*optimální' řešení* problému ohodnocení ve světě nejistoty *není ex ante definované*. Řešení tohoto problému za předpokladu nejistoty může být nicméně provedeno heuristicky tak, že se vhodnými metodami hledají ‚uspokojivá' nebo ‚dobrá', ale nikdy ne jednoznačně ‚správná' či optimální řešení. Je nutné, aby byl otevřený prostor rozhodovacích možností uměle prostřednictvím jasných předpokladů sukcesivně omezen či uzavřen." (Matschke, Brösel, 2007, s. 165, kurziva a uvozovky v originále)

49 Neoklasika a modely kapitálového trhu činí předpoklad obdobný. Významným rozdílem ale zůstává role vzdálenosti realitě a predeterminovanost výsledku v rámci teorie postulovanými předpoklady a ambice jeho obecné platnosti.

4. Náklady na obstarávání a zpracování informací nesmí překročit ekonomicky únosnou mez.
5. Model byl měl být řešitelný.
6. Model by měl poskytovat podporu pro rozhodování individualizovanou na rozhodovací procesy daného podniku jako subjektu ocenění.

V návaznosti na tyto výchozí podmínky formuluje funkcionální teorie ohodnocování algoritmus řešení ve smyslu optimalizační úlohy v rámci daných omezeních, jehož výsledkem je formulace hodnoty pro rozhodnutí subjektů transakce (*Bewertungsprogramm* – aplikační příklad viz tamtéž, s. 209 a násl.).

Analýza citlivosti má nezastupitelný význam v posouzení míry a způsobu změn výsledné hodnoty v návaznosti na změnu vstupních parametrů modelu. Analýza citlivosti může být rozlišena podle toho, jestli je předmětem zájmu:

- stabilita výsledného řešení, tzn. hledají se kritické hodnoty vstupních parametrů modelu;
- změna výsledného řešení v návaznosti na změnu vstupních parametrů.

Pro ohodnocování je vhodný druhý způsob. Nejčastěji se využívá metody scénářů podle toho, jak optimistický, realistický či pesimistický plán v rámci ocenění je.

Dalšími modely funkcionální koncepce jsou parciální model pro odhad hodnoty pro rozhodnutí a aproximativně-dekomponované ohodnocování podniku – heuristický model. Vývoj tohoto způsobu odhadu hodnoty pro rozhodnutí byl dán problémem neřešitelnosti totálního a parciálního modelu, zapříčiněným mírou komplexity, která již není možná postihnout dostupnou analytickou a výpočtovou metodologií. Zde se podrobnostmi zabývat nebudeme, příklady obsahují citované prameny.

10.4.6 Rozhodčí hodnota

Rozhodčí hodnota (*Arbitriumwert*) patří k nosným kategoriím hodnoty v rámci funkcionální koncepce. Zde prezentované teoretické pojetí vychází zejména ze syntetizující práce Matschkeho a Brösela (2007). Rozhodčí hodnota plní účel, který bývá často nesprávně připisován hodnotě tržní. Jedná se o částku, na které by se mohly shodnout strany, jejichž představy a cíle ohledně oceňovaného podniku se liší. Oceňovatel je tedy v roli neutrální třetí strany či v roli zprostředkovatele, který přispívá či – pokud se tak účastníci dohodnou – umožňuje konsenzuálně předmětnou konfliktní situace vyřešit. Rozhodčí hodnota (*Arbitriumwert*)[50] je kategorií hodnoty, která v rámci funkcionální koncepce plní úlohu zprostředkující funkce. Jedná se o situace, kde není dominance některého ze subjektů transakce. Rozhodčí hodnota může být tedy použita jako (viz tamtéž):

- doporučení řešení konfliktní situace;
- strany se mohou dopředu domluvit, že se podřídí výsledku rozhodčí hodnoty odhadnuté nezávislou třetí stranou;[51]
- výchozí bod pro další vyjednávání.

50 Pozor na terminologický překryv s *Schiedsspruchwert*. Autoři kolínské školy preferují *Arbitriumwert*, standard IDW S 1 podle funkce oceňovatele používá názvu *Einigungswert*, tj. hodnota shody, kterou oceňovatel stanovuje, vystupuje-li v roli rozhodčího znalce, anebo navrhuje, vystupuje-li odhadce v roli zprostředkovatele (IDW, 2008, odst. 2.3, s. 5).

Nutnou podmínkou odhadu rozhodčí hodnoty je její existence, která je dána hodnotami pro rozhodnutí subjektů transakce (tzv. oblast shody, *Arbitriumbereich*). Tato podmínka je důležitá, protože existence této kategorie hodnoty je vázána na konkrétní subjekty transakce a jejich cílové plány a preference. Pokud dojde v rámci vyjednávání ke shodě, rovnovážná cena transakce se promění do tržní ceny.

Je zřejmé, že nezávislý oceňovatel v roli arbitra nemůže nikdy přesně poznat užitkové funkce subjektů transakce, k tomu navíc aktuálně k datu ocenění. Nelze zjistit alternativní investiční možnosti a jejich pozici v rámci preferenční škály subjektů transakce, a je tudíž vyžadováno dodržení předpokladu racionality, tedy rozhodčí hodnota musí být v souladu s hraničními hodnotami pro rozhodnutí subjektů transakce. Proto je pro odhad rozhodčí hodnoty nutné činit zobecňující předpoklady a zvolit jisté „kritérium spravedlnosti". Jak uvádí Matschke a Brösel: „Odhadce se musí chopit pravidla pro řešení konfliktu, které považuje za nadřazenou cílovou funkci ve smyslu využívaného postulátu spravedlnosti." (2007, s. 469)

Při odhadech „zdůvodněných a pro třetí osoby pochopitelných presumpcí hodnot pro rozhodnutí" (tamtéž, s. 472), které jsou – z podstaty věci – subjektivní, využívá oceňovatel vždy perspektivy té či oné strany a postupujeme s využitím investičně-teoretických ohodnocovacích metod. Jak realisticky poznamenávají Matschke a Brösel (tamtéž), v praxi není možno zaručit, že hodnoty pro rozhodnutí externího oceňovatele a účastníků transakce budou stejné. Všeobecně platné řešení tohoto problému neexistuje. Je ovšem potřeba si uvědomit, že rozhodčí hodnota je východiskem, jehož smyslem je usnadnit vyjednávání o ceně a podmínkách transakce. Nic víc. Nejedná se o „tržní" či „objektivní tržní" hodnotu, která se „tváří" jako nalezená rovnovážná cena. Na aktuálních informacích, schopnosti vyjednávat, způsobu vedení vyjednávání a dalších důležitých a dopředu nikomu neznámých parametrech ponechává funkční koncepce ohodnocování podniku, aby bylo objeveno rovnovážné konsenzuální řešení konfliktní situace. Tato situace je situací rovnováhy za daného stavu informací a vůle (preference) obchod o právě dohodnutých parametrech uzavřít.

Tím není řečeno, a Matschke a Brösel (2007) na tento fakt šířeji poukazují, že se jedná o pareto-optimální řešení. Vzhledem k tomu, že strany neznají skutečné hraniční hodnoty protistrany, minimálně jedna ze stran může obchod uzavřít i za podmínek pro sebe relativně méně výhodných, protože reálně (i teoreticky) mohou existovat i podmínky, které by byly přijatelné pro obě strany a ještě výhodnější, ale obchod byl uzavřen jinak (díky nevědomosti či způsobu vedení jednání). Role nestranného rozhodčího oceňovatele samozřejmě napomáhá ke zmírnění tohoto možného nesouladu. Paretovo kritérium není kritériem spravedlnosti rozdělování a nemůže být ani takto prakticky použito.

Problém nastává v situacích, kde je nutno rozhodčí hodnotu odhadnout, ale tato hodnota z důvodu překrývajících se hodnot pro rozhodnutí neexistuje. V případě transakcí, kdy žádná ze stran nevykonává tržní moc (není dominantní), nedojde ke transakci. V případě existence dominance určitého typu, doporučují autoři funkcionální koncepce jako rozhodčí hodnotu preferovat hodnotu pro rozhodnutí dominované strany. Zdůvodňují to takto: „Tímto se nezhorší postavení dominované strany oproti situaci, pokud se transakce neuskuteční. Dominující strana může v případě nenaplnění své hodnoty pro rozhodnutí od transakce odstoupit a nepotřebuje

51 Předpokladem této kategorie hodnoty je, že přiměřeně respektuje zájmy obou stran a že tyto subjekty jednají racionálně. Nebezpečí představuje možné zneužití tím, že je odhadnuta hodnota argumentační (viz níže), která preferuje zájmy jedné ze stran, a přitom je nutno ji podle předchozí dohody respektovat (podrobně Matschke, 1979). Tato funkce je dobře využitelná i v situacích charakterizovaných určitým typem dominance některé ze stran transakce.

tímto žádnou zvláštní ochranu. Při odhadu rozhodčí hodnoty je případně nutné zohlednit i dostupné nadřazené hodnotové představy, jsou-li vytvořeny například zákonnými normami a judikaturou.“ (Meyer, 2005, s. 41, cit. dle Matschke, Brösel, 2007, s. 470)

Metodologie pro odhad rozhodčích hodnot umožňuje využití kombinovaných metod a je podrobně rozebrána v citované práci Matschkeho a Brösela (2007).

10.4.6.1 Rozhodčí hodnota v dominantních konfliktních situacích (squeeze-out)

Teoretické řešení, které poskytuje funkcionální koncepce, vychází z potřeby zjištění množiny možných řešeních konfliktní situace, na nichž by se mohly obě strany konfliktu shodnout. Kvalitativní rozdíl oproti výše diskutovanému spočívá v tom, že jedna ze stran může vykonávat ekonomickou moc. Touto stranou je majoritní akcionář a jeho pozice je regulována přímo zákonem. Zde již podrobnostem a aplikacím na české podmínky nemůže být věnován prostor (viz k teorii Matschke, Brösel, s. 554 a násl.).

10.4.7 Argumentační hodnota a argumentační funkce

Argumentační hodnota zaujímá v oblasti funkcionální koncepce podobné místo, jako hodnota investiční v rámci IVS 2, její záběr je ale – alespoň v oblasti teoretického vymezení – ještě širší. Funkcionální koncepce se snaží prostřednictvím zavedení argumentační hodnoty doplnit bílé místo v oblasti teorie a tím teoreticky pokrýt jednu z vůbec nejdůležitějších a nejčastějších praktických potřeb transakčního oceňování hromadných aktiv. Argumentační hodnota jako výsledek ohodnocení umožňuje shromáždit a interpretovat argumenty pro výši odhadované hodnoty způsobem, který může buď vylepšit, nebo dále posílit pozici jedné ze stran transakce. Otázkou zůstává, jestli je možné vyvinout obecná pravidla pro odhad a použití argumentačních hodnot.

Právě tímto se budeme zabývat v této teoretické kapitole. Následující rozbor opět vychází zejména z práce Matschkeho a Brösela (2007). Poprvé byl koncept této kategorie hodnoty představen v práci Matschkeho (1976). Argumentační hodnota zaujímá významné místo v praxi, protože v případě tržních transakcí s podniky je možno kvalitními argumenty a vhodně zvolenou strategií vyjednávání významně ovlivnit cenu a podmínky uzavření obchodu. Jak dále uvidíme, argumentační hodnota v pojetí funkcionální koncepce obsahuje přesnější vymezení než investiční hodnota v IVS 2. V podmínkách České republiky rovněž spolehlivě vyvrací možnost použití kategorie tržní hodnoty, jíž bývají rovněž nesprávně argumentační hodnoty označovány oceňovateli, kteří de facto zaujímají argumentační funkci ve prospěch jedné ze stran transakce a označení „tržní hodnota“ užijí primárně z marketingových důvodů.

„*Argumentační hodnota* je výsledkem ohodnocení podniku v smyslu *argumentační funkce*. Jako argumentační hodnota se neoznačuje jen jedna hodnotová veličina, ale množství zdůvodnění (argumentů), které přednášejí nebo nechávají přednést samy strany a které mají za cíl zlepšení vlastní vyjednávací pozice jedné ze stran obchodu nebo oslabení vyjednávací pozice strany druhé a tím dosažení výhodnějšího výsledku vyjednávání… V procesu vyjednávání bývá cíleně prezentována řada argumentačních hodnot, které jsou většinou vydávány za údajné hodnoty pro rozhodnutí nebo ve formě zdánlivých nestranných hodnot rozhodčích.“ (Matschke a Brösel, 2007, s. 573–575, kurziva v originále, odkazy vynechány) Aby nedocházelo k nedorozuměním ohledně významu a opodstatnění kategorie argumentační hodnoty, je

třeba zdůraznit, že se zásadně nejedná o napomáhání k podvodnému jednání, zastírání pravé podstaty hodnoty podniku, kdy se oceňovatel propůjčí k tomu, aby pro svého klienta vynutil co nejvýhodnější cenové a smluvní podmínky. Funkcionální koncepce samozřejmě ani tyto eventuality nevylučuje jako nemožné či v praxi neexistující. Argumentační hodnoty však vychází z předpokladu (viz tamtéž), že je známa nejen vlastní subjektivní hodnota pro rozhodnutí, ale existuje i očekávání ohledně hodnoty pro rozhodnutí protistrany. Kromě toho se předpokládá i výsledek transakce (tj. ceny a podmínek). Jednají-li tedy strany racionálně (Gorny, 2002) a znají a respektují své hodnoty pro rozhodnutí, není možné prostřednictvím výpočtu a znalosti argumentačních hodnoty docílit podmínek, které by se vychylovaly z intervalu možného spektra podmínek transakce a překračovaly tak hodnotu pro rozhodnutí některé ze stran. Argumentační hodnoty tak vedou nikoliv k obelhávání či šizení některé za stran pomocí zneužití informační asymetrie či jinému typu morálního hazardu, ale k vytvoření výhod, kterých by jinak strana nedosáhla vůbec, ne v takové míře či ne tak rychle, nebo případně vylučuje či oslabuje možné nevýhody (Matschke a Brösel, 2007), čehož může být docíleno následujícími způsoby (viz tamtéž, s. 575):

1. Mohou být prezentovány argumenty, které vedou partnery k ústupkům nebo k odsouhlasení určitého výsledku vyjednávání, o nějž usilují.
2. Jednající strana může také obdržet informace, jimiž:
   a) neutralizuje argumenty protistrany;
   b) může pádnými důvody odmítnout nabídku učiněnou v rámci jednání;
   c) může nabídku modifikovat pro vedení jednání za účelem zajištění si dalších výhod pro sebe.

Matschke a Brösel (2007) odlišují dva způsoby, jak je možno prostřednictvím argumentačních hodnot ovlivnit průběh a výsledek jednání:

1. První formou je argumentace, kdy se jedna ze stran transakce snaží získat pro sebe maximální výhodu v rámci intervalu možné shody vymezeného hraničními hodnotami (hodnotami pro rozhodnutí stran transakce), argumentační hodnota je v tomto případě odvozena na základě předpokládaných preferencí tržní protistrany co nejblíže k očekávané hodnotě pro rozhodnutí a tímto způsobem poskytuje sofistikovanou argumentaci pro to, aby se obchod uskutečnil za podmínek co nejvíce se blížících hraniční hodnotě druhé strany (a tedy tak buď více ušetřit či více vydělat v rámci intervalu možné shody). Tím je také vyloučeno (v odlišném pojetí viz Born, 2003), aby argumentační hodnota nabývala nesmyslně vysokých či naopak nízkých hodnot, protože jednají-li strany racionálně, nemůže přispět k usnadnění kooperativně vedeného jednání s preferovaným cílem jeho úspěšného uzavření.
2. Druhou formou, která může být sledována i paralelně, je argumentace mající za cíl ovlivnění šíře předpokládaného intervalu hraničních hodnot. Tento význam argumentačních hodnot spočívá také v tom, že může díky argumentům představeným protistraně pomoci z počátku neexistující interval možné shody vytvořit tím, že dá k dispozici jedné ze stran doposud neznámé argumenty či interpretaci těchto argumentů, podle které může protistrana změnit či si vytvořit hodnotu pro rozhodnutí.

Ovlivnění může mít **formu manipulativního záměru**, kdy snahou je zúžit interval shody posunem (revizí) jedné z hodnot pro rozhodnutí, nebo **formu kooperativního záměru**, kdy buď dochází k rozšíření intervalu shody, nebo k jeho vzniku. V praxi se především jedná o představení

a analýzu možných synergických efektů, které by některá ze stran bez pomoci tržní protistrany nemohla dostatečně věrohodně identifikovat a učinit podle nich konečné rozhodnutí.

Argumentační hodnoty tedy posunují jednání o ceně a ostatních podmínkách transakce od „boje o cenu“ a přetahování se v rámci intervalu hodnot pro rozhodnutí směrem ke kooperativnímu jednání, kde odkrývají možné výhody pro obě strany a prostřednictvím tohoto typu kooperace umožňují, aby se transakce uskutečnila a každý na této transakci v konečném důsledku mohl vydělat.

Použití argumentačních hodnot se zdaleka neredukuje jen na vlastní vyjednávání při prodeji podniku. Hlavnímy znaky argumentačních hodnot jsou (Matschke a Brösel, 2007):

- zastírání své pravé formy, zejména tehdy, je-li v rámci jednání použita jako hodnota pro rozhodnutí nebo hodnota rozhodčí;
- vztah k jedné ze stran transakce, argumentační hodnoty jsou odhadovány pro konkrétní transakci, a tedy i konkrétní subjekty transakce a tím mají posilovat pozici té či oné strany v rámci obchodního jednání, vyznačují se tudíž cílem ovlivnění druhé strany a vztahují se k hodnotě pro rozhodnutí (která je ale většinou ponechána v tajnosti);
- orientace na řešení konfliktu, argumentační hodnoty mohou sloužit jak k usnadnění či umožnění obchodu, tak také k rychlému ukončení obchodu, pokud jedna ze stran začíná jednání s apriorní představou, že obchod uskutečnit nechce, a používá k tomu záměrně nepřiměřeně vysokých či nízkých argumentačních hodnot, v rámci snahy o řešení konfliktu je možno přidat ještě znaky argumentačních hodnot, kterými jsou:
  - informace, kterými se strany transakce snaží zdůvodnit své pozice, tento znak je úzce spojen s aspektem ovlivnění;
  - flexibilita, kdy argumentační hodnoty mohou v průběhu jednání zohlednit nové informace či mezivýsledky jednání;
  - důvěrnost, neboť argumentační hodnota je použitelná a užitečná jen tehdy, pokud druhá strana transakce považuje hodnotu a její odvození za přiměřené situaci a důvěryhodné.

10.4.7.1 Způsob odhadu argumentačních hodnot

Funkcionální koncepce systematizuje odhad argumentačních hodnot do tří kroků:

1. Nejprve je nutno odhadnout svoji hodnotu pro rozhodnutí a předpokládanou hodnotu pro rozhodnutí tržní protistrany (**krok 1**).
2. Poté následuje výběr faktorů a argumentů pro odhad argumentační hodnoty a její výpočet (**krok 2**).
3. Nakonec nastává použití argumentační hodnoty v rámci vyjednávání (**krok 3**).

10.5 Souhrnný komentář k aplikacím a praktickému významu koncepcí ohodnocování podniku

Koncepce ohodnocování podniku měly bez výjimky praktický dopad, a to jak na standardy oceňování, tak na jejich aplikaci. V rámci praktických ocenění je v dnešní době nejvíce preferován tzv. tržní přístup. Prosazování tzv. tržní koncepce je možno vysvětlit prostřednictvím teorie

transakčních nákladů a za pomoci metodologie behaviorální ekonomie. Začít je nutno u oceňovatelů, tedy obecně u osob provádějících ocenění podniků (odhadci, soudní znalci, zaměstnanci znaleckých ústavů, konzultanti a analytici). V podmínkách České republiky je v rámci teorie ohodnocování podniku k dispozici několik publikací udávajících trend (Mařík a kol., 2007, Mařík, Maříková, 2007, Kislingerová, 2001, Kislingerová, 2004) a formální vzdělání v oboru oceňování podniků je možno získat opět na Vysoké škole ekonomické v Praze, a to v rámci magisterského studia na Fakultě financí a účetnictví nebo Fakultě podnikohospodářské anebo v rámci specializačních kurzů Institutu oceňování majetku.

Trh oceňování podniků je v České republice nastaven tak, že zadavatel ocenění poptává v drtivé většině případů „tržní hodnotu". Základní intuitivní úvaha, můžeme se domnívat, je taková, že v rámci tržní ekonomiky mohou být aktiva předmětem směny a trh je prostředí, v němž ke směně dochází. Tzn. zadavatel chce zjistit, za kolik by také bylo možno dané aktivum směnit, vše vyjádřeno v penězích či v peněžních ekvivalentech. Tím, že zadavatel v drtivé většině případů není schopen konkretizovat své zadání, především odkazem na relevantní oceňovací standard, kde jsou pojmy důkladně definovány, získává i oceňovatel značný prostor pro výběr metod a způsob jejich použití. Neexistuje obecně totiž žádný záchytný bod, žádná norma, které by způsob odhadu „tržní hodnoty" konkretizovaly.

Výsledek je většinou obtížně interpretovatelný. Oceňovatelé v zásadě „divoce počítají" a mohou se snažit o maximální možné využití dat z kapitálového či finančního trhu. Co je ale výsledkem? Odhadnutá částka teoreticky vyjadřuje cenu, za kterou by se hromadné aktivum redukované na peněžní toky o určité rizikovosti obchodovalo na dokonalém kapitálovém trhu[52]. Zbývá položit otázku, proč by měla být tato výnosová hodnota, navíc odhadnutá prostřednictvím modelu se vzájemně protikladnými předpoklady (viz CAPM a MM a diskuse výše), relevantní pro směnu jedinečného aktiva probíhající jen jednou, a to na trhu tvořeného jen několika subjekty, jejichž vyjednávací síla je různá a argumentace a struktura transakce se může v průběhu vyjednávání neustále, a to i dosti významně, měnit. O existenci transakčních nákladů pro to, aby se obchod vůbec mohl uskutečnit, ani nemluvě.

Tržní koncepce má z pohledu oceňovatelů stále své výhody:

- uživatelům se jeví jako teoreticky podložené a „odborné", zejména je-li použit sofistikovaný ekonometrický a finančně-matematický aparát, výsledek práce je takto lépe prodejný, navíc bez definice tržní hodnoty je možno za „nějakou tržní hodnotu" vydávat v podstatě jakýkoliv výsledek a ten zdůvodnit analýzami a „odborným názorem" zkušeného znalce;
- pro oceňovatele je organizačně, časově i nákladově výhodnější, pokud využívají metod, které se naučili v rámci studia či v rámci oceňovatelské praxe, a ty poté v maximální možné míře rutinizují;
- transakční náklady zadavatelů a uživatelů ocenění na to, aby pochopili detaily kategorií hodnoty, a frekvence, s jakou tyto expertizy potřebují, jsou tak nízké, že se nevyplatí související, mnohdy anglicky či německy psané, prameny studovat; oceňovatelé jsou proti svým

52 Modely jsou odvozeny za předpokladu dokonalého kapitálového trhu. Vstupní parametry modelu CAPM jsou odvozovány zpravidla na základě dat z amerických kapitálových trhů, tzn. trhů, které tvoří jiné subjekty nabídky a poptávky oproti trhu oceňovaného podniku. Kromě toho je možno jak beta koeficient (i v rámci jeho rozptylu), tak tržní prémii za riziko různě subjektivně upravovat a takto podstatně měnit výsledek výnosového ocenění.

klientům ve významné informační výhodě a dokážou je celkem hladce přesvědčit o své erudici a správnosti zvoleného postupu; dvojí ochranná funkce standardů se tedy nemůže naplno projevit;

- modelová řešení funkcionální teorie sice poskytují věrohodnější argumentaci a vyšší míru zohlednění reálných podmínek obchodu, trpí však značnou výpočtovou náročností, proto je třeba zvláště testovat modelovou podmínku, kdy náklady na obstarání a zpracování informací nesmějí překročit přínosy, které by měly přinést;
- tím, že drtivá většina česky psané odborné literatury vychází primárně z anglosaských pramenů (jistou výjimkou je právě Mařík a kol., 2007), je vliv neoklasiky a výnosového oceňování na bázi DCF logický, avšak metody oceňování prezentované v anglosaských publikacích vycházejí z prostředí amerického kapitálového trhu a jsou zpravidla aplikovány na minoritní kotované akcie, tzn. i adresáty těchto publikací jsou především akcioví analytici a diversifikující finanční investoři. Bohužel mechanická aplikace těchto metod a parametrů odvozených z prostředí amerického kapitálového trhu na podniky (věci hromadné) obchodované na středoevropském mimoburzovním trhu, který navíc existuje jen v době průběhu transakce, nezaručuje odhad libovolné kategorie hodnoty.

Část III.

Standardizace oceňování: význam a využití

„Standardy hodnoty jsou jako počasí," říká jeden investor do fondů rizikového kapitálu, „každý o tom mluví, a nikdo nic nedělá."

Aswath Damodaran

Světové hospodářské dějiny se nevyvíjely rovnoměrně. Z pohledu institucionální struktury tržního řádu, chápáno v širokém pojetí formálních i neformálních institucí (Hayek, 1994, North 1990), je možno oddělit několik proudů podnikatelské kultury, které se vyznačují jistými shodnými znaky a následně se také promítají do odlišného pojetí významu a tvorby standardizace oceňování aktiv. Kontinentální Evropa, Japonsko a asijské ekonomiky i anglosaské země se vyznačují rozdíly v roli kapitálového trhu a odlišnostmi v obchodním právu a obchodních zvyklostech. Tyto odlišné uživatelské potřeby vyvolaly odlišné potřeby ve finančním výkaznictví a následně i standardizaci oceňování aktiv.

Rozdíl spočívá ve formě a účelu standardizace. Česká republika byla například do roku 1989 zemí, kde pravidla oceňování kvůli potlačené přítomnosti peněžně-tržní ekonomiky vycházela přímo ze zákona. Pravidla standardizace dle IVS a IDW slouží zpravidla pro oceňování pro transakční účely a pro oceňování v rámci finančního výkaznictví. Je třeba si uvědomit roli oceňovatele, která ne vždy musí být v souladu s těmito standardy.

Oceňovatel vystupující v roli odborného poradce v rámci prodeje podniku bude a měl by být v jiném postavení než oceňovatel, který stejnou transakci přezkoumává v roli soudního znalce. Cíle, způsob použití oceňovacích metod i konečná odpovědnost není srovnatelná. Je proto logické, že oceňování transakcí pro jiné účely, než je směna vlastnického práva, se řídí částečně i předpisy na úrovni zákona či podzákonných právních předpisů. Tato pravidla však nejsou obvykle v explicitní podobě k dispozici a oceňovatel by měl s využitím svých odborných schopností a zkušeností dát výsledku přiměřenou interpretaci s tím, že může subsidiárně využít i standardů pro oceňování tržních transakcí.

Pro oceňování aktiv existuje řada souborů standardů. Mezi standardy, které využívají společnosti s akciemi kotovanými na některém organizovaném trhu v EU, a tedy povinně vykazujícími dle pravidel IAS/IFRS, se řadí např.:

- International Valuation Standards;
- Appraisal and Valuation Manual sdružení RICS (tzv. „Red Book");
- doporučení French Autorité des Marchés Financiers;
- 1998 Property Appraisal and Valuation Charter a verze z roku 2000 publikované společnou pracovní skupinou Commission des Opérations de Bourse (COB) a Conseil National de la Comptabilité (CNC);

- Uniform Standards of Professional Appraisal Practice – The Appraisal Foundation;
- American Society of Appraisers – Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics;
- Belgian Asset Managers Association – tisková zpráva ze dne 6. února 2006;
- The Committee of European Securities Regulators (CESR) – směrnice pro oceňování nemovitostí;
- Oceňovací direktiva ROZ/IPD Vastgoedindex (Property Index);
- TEGoVA standardy.

11. Podstata standardizace jako potřeba redukce komplexity

V rámci hospodářského procesu vzniká řada situací, kdy potřebujeme znát hodnotu aktiv (podniku, části podniku, nehmotných aktiv, věcí movitých a nemovitých atp.). Jelikož není možné vyčíslit hodnotu transakce „objektivně", tj. jednoznačně a bez ohledu na účel ocenění a účastníky reálné či hypotetické transakce, je nutno se řídit jistými pravidly pro oceňování. Východisko pro oceňování vždy tvoří právní a šířeji institucionální řád, v rámci něhož hospodářské aktivity a majetkové transakce probíhají. Tento rámec však zakládá značně široké možnosti pro způsob provedení těchto majetkových transakcí a tím staví oceňovatele do obtížné úlohy, má-li vypočítat hodnotu platnou pro účel podle zadání objednatele ocenění. Pravidla či standardy oceňování doplňují právní řád a vedou tak k vyšší míře strukturovanosti oceňovacích problémů. Jen touto formou normativní regulace je možno strukturovat problémy, na něž ekonomická teorie stále hledá odpovědi a které, můžeme se domnívat, jsou kvůli své složitosti a informační komplexnosti neřešitelné (výpočet obecně platných rovnovážných tržních cen, předpoklady ohledně vlastností individuálních tvůrců trhu a jejich preferencí apod.).

Jelikož v České republice prozatím neexistuje ustálená a všeobecně respektovaná standardizace oceňování podniků, vede to v praxi k terminologickému chaosu a často k nemožnosti jednoznačné interpretace výsledku. Vysvětlení podstaty standardizace samotné a vzniku a účelu oceňovacích standardů obsažené v tomto textu má za svůj primární cíl demytizovat chápání standardů jako „produktu ekonomické teorie" a také mírnit ambiciózní očekávání laiků ohledně kvality a použití výsledků praktických oceňovacích expertiz. Blíže bude pojednáno o tvůrcích standardů, jejichž součinnost v konečném důsledku vytváří stávající podobu kodifikace pravidel oceňovací „nejlepší praxe". V oblasti podnikohospodářské teorie jsou pravidla oceňování chápaná ve smyslu kodifikace všeobecně uznávaných principů předmětem zájmu od 60. let dvacátého století. Mezi fundamentální práce tvořící do dnešní doby teoretickou bázi a v některých případech důležitý záchytný bod praktické standardizace patří především práce Moxtera (1990)[53] a Matschkeho a Brösela (2007). V praxi je oceňování regulováno různými způsoby a různými typy pravidel. Zde bude pozornost primárně zaměřena na situaci v České republice, kde je oceňování hromadných aktiv upraveno zákonem o oceňování majetku, který se vztahuje na velmi omezený rozsah případů, a dále nezávaznými pravidly nadnárodními, tj. především Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS), Evropskými oceňovacími standardy (EVS), a inspirativním zdrojem jsou i německé profesní standardy pro ohodnocování podniku IDW S 1. Regulace není a nemůže být vyčerpávající, nemůže zohledňovat veškeré možné transakce, jejichž hodnotu je třeba odhadovat. Proto musí standardy zachovávat svůj dispozitivní charakter a flexibilitu a tím ponechávat na oceňovateli a jeho znalostech související hospodářské praxe a ekonomické, respektive podnikohospodářské teorie, jakým způsobem se vypořádá s konkrétním zadáním oceňovací expertizy.

53 Moxter zavedl do teorie oceňování pojem zásad řádného ohodnocování podniku (*Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*), což je titul jeho práce z roku 1976, která poté vyšla v několika reedicích.

Všem standardům oceňování aktiv je společných několik důležitých vlastností. Primárně se jedná o kodifikovaná pravidla správného chování, tak jak se vyvinula ve smyslu „best practice" podle reakcí na uživatelské potřeby a zejména uspěla v důsledku pokusů a omylů v rámci reálně probíhajících transakcí. K tomu v obecné rovině uvádí Hayek: „Pravidla správného chování tak pouze slouží tomu, aby předcházela konfliktům a usnadňovala spolupráci tím, že eliminují některé zdroje nejistoty. Jelikož však směřují k tomu, aby každému jednotlivci umožnila jednat podle jeho vlastních plánů a rozhodnutí, eliminovat nejistotu zcela nemohou." (1994, s. 168) Dokonce ve vztahu k směně dodává, že pravidla jednotlivci „nemohou například zajistit, aby byl s to prodat za očekávanou cenu to, co má k nabídnutí, nebo koupit to, co potřebuje" (tamtéž).[54]

Standardizaci oceňování není možno považovat za uvědoměle a cíleně vytvořený racionální konstrukt či „produkt" stále se zdokonalující ekonomické teorie. Standardy oceňování jsou výsledkem evolučního vývoje pravidel, reakcí na pravidelně se opakující praktické potřeby účastníků ekonomického mechanismu. Jedná se o kodifikaci principů, postupů a pravidel, která se v průběhu času ukázala jako efektivní, podložená praktickou zkušeností. Mezinárodní oceňovací standardy jsou prozatím nejkomplexněji rozpracovaným, na evolučních základech vyrostlým subřádem – uceleným souborem kodifikovaných pravidel v rámci obecných regulí obchodního a do jisté míry i soutěžního, daňového a trestního práva. Zahrnují pravidla definovaná především za účelem snížení nejistoty v rozhodování a plánování ze strany tržních aktérů. Tím samozřejmě není řečeno, že kodifikace či pravidla jsou dokonalé. Vývoj vyžaduje kontinuální reformulace a modifikace ustálených pravidel. V tomto smyslu se jedná o neustávající činnost. S jistotou je možno tvrdit jen jednu věc: pravidla standardizace oceňování nejsou a ani nikdy nemohou být dokonalá či úplná. V podmínkách informačně komplexního tržního mechanismu není ve schopnostech žádné lidské bytosti formulovat objektivní a ověřitelná kritéria správnosti a použitelnosti pravidel.

Smysluplnost a potřebnost standardizace se prosazuje sama tak, že je z určitých důvodů výhodné držet se kodifikovaných a obecně známých pravidel. Uživatel ocenění musí být schopen jednoznačně interpretovat závěry ocenění. Vědomí, že oceňovatel postupoval podle jistého souboru pravidel, právě toto umožňuje tím, že dává výsledku jednoznačnou interpretační náplň. Bohužel, částečně dochází ke zneužívání tohoto faktu. Existuje značná informační asymetrie mezi zpracovateli ocenění a uživateli ocenění. Pokud se zpracovatel odvolává na mezinárodně uznávaná pravidla, vůbec to neznamená, že ocenění má kvalitativní parametry, které by zadavatel implicitně či explicitně oprávněně očekával. Postupy a závěry mohou být ověřitelné a opakovatelné, nikoliv však objektivně správné.

Standardy slouží jako podzákonná, nezávazná norma. Nevztahují se nutně na veškeré tržní transakce. Do značné míry tak spoluvytvářejí kvalitu trhu, zejména tím, že činí očekávání tržních subjektů – zadavatelů a uživatelů ocenění – stabilnější, a to především ve smyslu normativní definice výchozích předpokladů a definice podmínek platnosti vypočtené hodnoty. V následujícím textu budou podrobněji rozebrány efekty, které pro uživatele oceňovacích posudků zpracovaných v rámci kodifikovaných pravidel z existence a využití standardizace plynou.

Východiskem pro formalizovaná pravidla oceňování (správně: ohodnocování)[55] jsou zásady pro ohodnocování, které jsou zejména formulovány v rámci vědecké a akademické diskuse.

54 Při formulování zásad řádného ohodnocování podniku vidí Moxter (1983, cit. dle Matschke, Brösel, 2007, s. 734) svoji zásluhu „jen" v tom, že převádí stávající existující zásady do kondicionální formy, tj. jaké „by [ohodnocování] mělo být".

Matschke a Brösel (2007, s. 719 a násl.) definují zásady ohodnocování podniku (*Grundsätze der Unternehmensbewertung*) jako: „…systém vzájemně si – pokud možno – neodporujících norem pro řízení procesu ohodnocování podniku, tj. postupu a odvození výsledku."

Evolučním vývojem „vyrostlá" pravidla ohodnocování reagují na problémy, které jsou s ohodnocováním spojeny. Vinou nestrukturovanosti problematiky a informačním omezením na straně oceňovatele nebude nikdy možno vypočítat rovnovážnou tržní cenu libovolné transakce.

Matschke a Brösel (2007) shrnují tyto možné „defekty oceňování", se kterými se standardizace vypořádává tím, že dává hodnotě a jejím odhadům řád:

- Prvním neřešitelným problémem oceňování jsou různorodé cíle subjektů transakce. Ex ante je nemožné odhadovat preference tvůrců trhu, není možné zjistit parametry, které maximalizují jejich užitek. Situace se navíc komplikuje o rozhodování v rámci skupiny vícero vlastníků s individuálními a rozdílnými preferencemi či o jevy související s rozhodováním v rámci týmů (viz Simon, 1976).
- Druhým problémem je nemožnost opatřit si veškeré informace o vazbách a jejich intenzitě, které má oceňovaný podnik s okolím a které v konečném důsledku ovlivňují jeho hodnotu.
- Třetí problém souvisí opět s nedostatkem informací a váže se na oceňovací metodologii. Není možné přesně anticipovat budoucí vývoj poptávky, úrokových sazeb, horizont finančního plánu či synergické efekty.
- Konečně čtvrtý problém souvisí s možností nalézání tržní rovnováhy. I kdyby bylo možno si údaje potřebné k výpočtu rovnovážného řešení opatřit, jsou Matschke a Brösel (tamtéž) názoru, že optimální řešení by nebylo možné určit s ekonomicky ospravedlnitelnými náklady. Toto tvrzení se zdá příliš optimistické, protože teoretická literatura dokazuje (Hayek, 1994, Simon, in: Jonáš, 1994 a další), že řešení v reálném světě nelze propočítat nikdy, lze jen formulovat obecné podmínky rovnováhy.

Pravidla tedy slouží k adaptaci na naši fundamentální nemožnost poznání v celé jeho komplexitě (Moxter, 1990, Hayek, 1994, Knapp, 1996) a dávají uživatelům oceňovacích expertiz rámec, v němž dochází určitým způsobem k redukci této komplexity, a to způsobem, který zajistí výpočet výsledku interpretovatelného v souladu se zadáním, respektive cílem ocenění. V oblasti teoretické literatury se jedná o relativně široce rozpracovaný koncept redukce komplexity (Ballwieser, 1990, Moxter, 1990, Matschke a Brösel, 2007) s tím, že autoři jsou si vědomi hodnotové „ne-neutrality" oceňovatelem prováděného výběru relevantních informačních vstupů. Standardy mohou mít význam i při soudním řízení, kdy soudce využívá předpokladů obsažených ve standardech i v rámci svých modelových úvah (viz Moxter in: Matschke, Brösel, 2007). Matschke a Brösel (2007 a četné zde obsažené odkazy) také explicitně varují před nebezpečím, které vyplývá z informační asymetrie mezi profesionálním oceňovatelem a právním odborníkem (či soudcem) v oblasti oceňovacích metod. Je třeba mít na paměti, že nic jako „objektivní hodnota podniku" neexistuje a neoklasické modely kapitálového trhu nemohou sloužit pro odhad tržní hodnoty či ceny obvyklé jako rovnovážné tržní ceny. DCF poskytuje ve všech svých variantách výnosovou hodnotu, která však obecně není ztotožnitelná

55 Česky psaná odborná literatura chápe pojem „oceňování" podstatně šířeji než standardy a anglicky a německy psané práce. Oceňování takto v češtině vyjadřuje obsah činností, které jsou v rámci ustálené terminologie oceňováním (*appraisal, Preisfindung*), ale i ohodnocováním (*valuation, Bewertung*). Podrobněji k terminologii v úvodní kapitole a Krabec (2008).

s hodnotou tržní (dle IVS). Je třeba se vyvarovat interpretace modelového výsledku výnosového ocenění hromadného aktiva jako jeho tržní hodnoty (dle IVS), a to bez toho, aby byly oceňovateli známy aktuální rovnovážné ceny srovnatelných transakci na identickém a v čase stabilním relevantním soutěžním polypolním trhu; čili ambice některých oceňovatelů počítat tržní hodnotu aktiva na trhu, který neexistuje (protože DCF je založeno na MM a CAPM a příslušných předpokladech) a pro subjekty transakce, kteří také neexistují (nikdy ex ante nepoznáme a nemůžeme modelovat neprojevené preference tvůrců trhu, navíc cena není zdaleka jediným parametrem – viz ekonomická moc, behaviorální faktory apod.). Tedy jakkoliv sofistikovaný model výnosového oceněni může být, výsledkem bude částka, která nemusí mít oporu v tržních datech, a nezaslouží si tedy ani to, aby byla jako tržní hodnota interpretována (dle IVS – odhadnuta rovnovážná cena relevantního trhu, která ale není kotována a je třeba analýzy oceňovatele pro její odhad). Objektivní tržní hodnota a obdobná terminologie je tedy v tomto ohledu zavádějící a vytváří u laiků jen zbytečná očekávání, které ovšem nemohou být a nebudou naplněna.

Hlavní náplň a účel systému oceňovacích standardů je možno shrnout do následujících bodů:

- mají přispět k redukci komplexity hospodářského a společenského mechanismu a přispět ke snížení nejistoty a transakčních nákladů při vytváření hospodářských plánů;
- definují terminologii pro použití v rámci oceňovacích posudků a částečně zasahují i do terminologie účetnictví tím, že určité účetní kategorie hodnoty precizují;
- definují předpoklady pro ocenění v souladu se zvolenou kategorií odhadované hodnoty (abstrakce), tj. vyjasňují vztah mezi účelem ocenění a relevancí vypočtené hodnoty, a to především tím, že prostřednictvím kategorie hodnoty vytvářejí v rámci informačně komplexního reálného světa modelové situace, které jsou sice podmíněny určitými předpoklady ohledně objektu a subjektů ocenění, avšak existence standardu přesto umožňuje uživatelům tohoto ocenění jednoznačně interpretovat výsledek a případně i zopakovat či ověřit jeho odvození,[56] tzn. že výpočtový či analytický postup je v souladu s vymezením v rámci standardu, a tedy v rámci standardu jako konsenzuálně uznaného pravidla „správný“, a to, aniž by se oceňovatel pokoušel například odhadovat „objektivní“, „teoreticky správnou“ či „všeobecně platnou“ tržní hodnotu (viz teoretické zdůvodnění a argumentace in: Krabec, 2007);
- poskytují uživatelům oceňovacích expertiz vyšší jistotu, že obsažené řešení je kvalitativně hodnotné a v jistém smyslu správné, je-li zpracováno podle uznaných pravidel, s tím, že oceňovatel zodpovídá za zpracování v souladu se standardy **jako celkem**, pokud se k jejich respektování přihlásí,[57, 58] tak standardy přispívají k naplnění funkce informační (Matschke, Brösel, 2007) či analogicky funkce podpory komunikace v rámci týmu oceňovatelů, kterým slouží standard jako záchytný bod pro usnadnění postupu prací a komunikace (Pooten, 1999);

56 Zde se jedná o relativně složité jevy teorie řádu, které jsou v rámci oceňovací disciplíny podrobněji rozpracovány v rámci funkcionálního konceptu ohodnocování podniku (viz Moxter, 1983, Gorny, 2002, Helbling, 1998, Matschke, Brösel, 2007). Podstata tohoto přístupu spočívá v odmítnutí jedné obecně správné a obecně použitelné hodnoty. Hodnota je vždy vázána účelem ocenění, oceňovatel tedy rovněž plní roli určité funkce, pro kterou hodnotu odhaduje (zprostředkující, argumentační, rozhodčí). I v tomto případě však díky standardizaci dochází k abstrakci a zobecnění, avšak zůstává zachována podmíněnost platnosti výsledku vázaná účelem a zachována zůstává i možnost ověření výsledku díky redukci komplexity skutečných tržních podmínek.

- oproti účetním standardům mají standardy pro oceňování aktiv podstatně více dispozitivní charakter, což je způsobeno především nižší frekvencí standardizovaných činností oproti účetnictví, výsledný odhad je poté kompromisem mezi hraničními hodnotami tržních stran (tvůrců trhu či subjektů ocenění) za předpokladu přiměřené redukce komplexity reálného světa (viz Ballwieser, 1990 a Moxter, 1990);
- ani při zachování odbornosti a průkaznosti řešení vyžadovaného standardy není možno ocenění kategorie tržní hodnoty považovat za objektivní a nezpochybnitelný odhad rovnovážné tržní ceny, Matschke a Brösel (2007) dokonce definují samostatný účel standardů, kterým je mírnění očekávání za strany laických uživatelů (*Erwartungsminderungszweck*) ohledně možností odhadu příslušné kategorie hodnoty a její vypovídací schopnosti.

57 Kvalitu a „správnost" je opět nutno považovat za relativní pojmy platné v rámci standardů, protože neexistuje invariantní měřítko správnosti. Právě proto je mj. krajně problematické, pokoušet se hledat „objektivní tržní hodnotu" či obdobné nekonkrétní a **nikde nedefinované** kategorie hodnoty, jejichž interpretace je nutně zavádějící a použití výsledku takto omezené.

58 Matschke a Brösel (2007) hovoří v případě zásad funkcionálního oceňování podniku o **trojí ochranné funkci** (*ternärer Schutzzweck*), kdy jsou chráněny za prvé zájmy oceňovatelů, protože dochází k potlačení odborných pochybeních (*Kunstfehler* viz Moxter, 1990), za druhé jsou chráněny zájmy vlastníků a za třetí zájmy managementu, který je odpovědný ze své funkce vlastníkům a má povinnost jednat s péčí řádného hospodáře a s řádnou péčí odbornou.

12. Zdroje standardizace oceňování

Praxe ukázala, že není možné a není ani žádoucí ponechat oceňování úplnou volnost v rámci obecných regulí obchodního práva[59]. Požadavky uživatelů na kvalitu ocenění jsou širší. Standardy plní rozdílné funkce v různých zemích. Primárně je potřeba vycházet ze zákonné reglementace oceňování jako takového a dále z úpravy činnosti subjektu oceňovatele, tj. z úpravy toho, kdo, kdy a podle jakých pravidel oceňuje. V návaznosti na konkrétní úpravu se odlišují subjekty formulující, respektive kodifikující oceňovací standardy. V tomto smyslu je možno definovat tři hlavní zdroje standardizace oceňování: stát, vědu (primárně ve smyslu ekonomické teorie a teorie oceňování podniku) a profesní zájmové organizace.

a) Stát (právo, zákonodárství a judikatura)

Přispívá především v oblasti kultivace a evoluce právního prostředí. Standardy samy (či v konkrétním případě jejich uživatelé) musejí reagovat na vývoj legislativy a být s ní v souladu. V některých případech přímo zohledňují soudní rozhodnutí a čerpají takto parametry odhadů, které nabývají soudním rozhodnutím určený arbitrární obsah. Dále se jedná o úpravu oceňování, která má přímo podobu zákona či podzákonných závazných právních předpisů.

b) Věda

Věda, ve smyslu široce pojímané ekonomické teorie a teorie ohodnocování podniku (*Unternehmensbewertungstheorie*), je druhým zdrojem standardizace. Ekonomická teorie ovlivňuje oceňování především z pohledu metodologického. Tím, jak se vyvíjejí teoretické modely a metody, jejich vypovídací schopnost a aplikace, zůstávají takto i standardy otevřeným a evolučně se měnícím souborem pravidel. Vedle ekonomické teorie, jejímž primárním zájmem je vysvětlení a postižení obecných principů fungování ekonomických jevů, existuje paralelní disciplína, kterou není možno co do náplně a účelů ztotožňovat. Jedná se o teorii oceňování podniků a hromadných aktiv. Teorii ohodnocování je tedy možno charakterizovat jako podmnožinu různých forem široce chápané generalizující ekonomické teorie, zabývající se hodnotovými aspekty majetkových transakcí s hromadnými aktivy probíhajícími v reálném světě a vyčíslováním jejich hodnoty v návaznosti na účel ocenění.

Prvopočátky teorie ohodnocování je možno datovat do 19. století, především do německé jazykové oblasti. Významný rozvoj prodělala tato disciplína ve stoletím dvacátém, kdy se vedle metodologie předmětem zájmu stalo i pojetí disciplíny jako takové (objektivní, subjektivní, tzv. tržní a funkcionální koncept – viz vyčerpávající přehled in: Matschke, Brösel, 2007). Z ekonomické teorie koncepty ohodnocování podniku čerpají metodologická východiska a těm poskytují interpretační náplň v návaznosti na zadání a podle účelu konkrétní oceňovací úlohy. To je podstatný rozdíl oproti generalizující teorii.

59 Standardizace oceňování tvoří jen jeden z mnoha oborů, kde je prostřednictvím regulativních principů a zásad řízen ekonomický proces. Například pravidla hospodářské soutěže rovněž doplňují a normují rozhodovací prostor hospodářských subjektů (viz k teorii hospodářského řádu a jeho funkcích již Eucken, 1990).

Je možno se setkat s názory, že „standardizace oceňování je produktem ekonomické teorie“ či že „čím bude vývoj ekonomické teorie pokročilejší, tím kvalitnější bude praktické oceňování aktiv a jeho standardizace“ (viz k tomu Mařík, Krabec, 2006). Z podstaty tržního mechanismu plyne, že není možné deterministicky určovat rovnovážné tržní ceny. Jedná se o škodlivé přecenění schopností oceňovatelů a oceňovacích metod a falešné zdání znalosti (viz Hayek, 1996). V tomto smyslu dochází k nedorozuměním na straně uživatelů ocenění, kteří se domnívají, že odborníci vzdělaní v oblasti financí skutečně dokážou „objektivní“ či „správnou“ hodnotu určit, nebo někteří oceňovatelé, především ti ovlivnění anglosaskou tradicí, sami ambiciózně nazývají výsledek získaný výnosovou metodou tržní hodnotou podniku, a někdy dokonce tržní hodnotou dle Mezinárodních oceňovacích standardů. Velkoryse se již přehlíží fakt, který mnohému laikovi na první pohled uniká, že nikde není řečeno, o jaký trh se vlastně jedná, jestli o skutečný trh podniků, anebo o abstraktní a realitě vzdálený model neoklasického kapitálového trhu s tím, že oceňovatel se snaží o výpočet částky, za kterou by se tento podnik také hypoteticky mohl prodat, „jako kdyby“ byl předmětem transakce na dokonalém kapitálovém trhu. Samozřejmě pro vypovídací schopnost takto získané částky jsou důsledky podstatné. Horší je navíc možnost vytvářet „zdání objektivity“, které je pro laické uživatele (právníky, soudce, orgány veřejné moci) tak lákavé (viz k tomu Fischer-Winkelmann, 2003 a princip „mírnění očekávání“ výše).

V oblasti teorie oceňování podniku se vyprofilovalo několik přístupů a systematizací „zásad řádného ohodnocování“, které se více či méně odrážejí ve skutečných oceňovacích standardech. První a dosud pravděpodobně nejznámější systematizaci poskytl Moxter (1976, zde cit. dle 1983), věcně rozsáhlejší teoretické pojednání obsahuje práce Pootena (1999), který oproti Moxterovi zohledňuje kromě rozhodovací a zprostředkující funkce navíc ještě funkci argumentační.

c) Profesní a zájmové organizace

Profesní či zájmové organizace hrají roli jednak v tom, že vytvářejí standardy v jejich konečné podobě, tj. čerpají z ostatních zdrojů a k tomu dále přidávají specifické potřeby tak, aby kodifikace vždy odrážela aktuální ekonomickou realitu a široké obchodní zvyklosti. Je důležité si rovněž uvědomit, že zájmové skupiny mají z definice za cíl maximalizaci prospěchu svých členů, které sdružují. Tato problematika již dalece přesahuje zaměření této kapitoly (viz široký záběr ordoliberální a nové institucionální ekonomie a Eucken, 1990). Je zřejmé, že o výsledné podobě standardů bude rozhodovat kompozice členů organizace a také forma schvalovací procedury. Nejvíce pozornosti je věnováno standardizaci oceňování nemovitostí, což vyplývá z velikosti a likvidity realitních trhů. Oceňováním podniku se explicitně zabývá standard IDW S 1 a standardy IVS.

13. Interdependence národních a nadnárodních regulací oceňování na příkladu České republiky

Standardizace reaguje rovněž na stále se rozvíjející transakce probíhající v mezinárodním prostředí. Je otázkou, do jaké míry je možno zachovat autonomii národní regulace oceňování. Právní řád dané země a jeho kompatibilita, zejména v oblasti obchodního a daňového práva a regulace účetnictví a finančního výkaznictví, budou vytvářet podmínky pro možnost harmonizace standardů oceňovacích. Pravidla světové standardizace se vyznačují endogenní, spontánní povahou. Není možno identifikovat konkrétní cíle, účely a záměry, ke kterým by měla standardizace vést. Cíl je definován v rámci obecných předpokladů abstraktně. Pravidla slouží uživatelům právě jako adaptace na komplexnost a složitost hospodářského mechanismu. Mimořádně důležitý je fakt, že pravidla platí pro každého uživatele standardů stejně. Tím je možné některé unifikované soubory standardů využívat i v prostředí s různou legislativní tradicí, neboť vyšší míra obecnosti sice ještě garantuje jednoznačnost interpretace výsledku, ale přitom oceňovatel může plně zohlednit lokální specifika s tím, že je samozřejmě nutné všechny tyto úpravy a postupy nad rámec úpravy kodifikované standardem (ta je každému uživateli dostupná) řádně uvést a okomentovat v textu ocenění.

V České republice je oceňování podniku upraveno v rámci zákona a příslušné vyhlášky, které jsou závazné jen pro konkrétní účely definované přímo zákonem. Ustanovení § 1 zákona 151/1997 Sb., o oceňování majetku, říká, že: „Zákon upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot (dále jen ‚majetek') a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy. Odkazují-li tyto předpisy na cenový nebo zvláštní předpis pro ocenění majetku nebo služby k jinému účelu než pro prodej, rozumí se tímto předpisem tento zákon. Zákon platí i pro účely stanovené zvláštními předpisy uvedenými v části čtvrté až deváté tohoto zákona a dále tehdy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany." Druhým zdrojem je metodika ZNAL, podle níž dochází k posuzování přiměřenosti peněžitého plnění pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů.

Nejvýznamnější je úprava Mezinárodních oceňovacích standardů (viz k tomu Mařík a kol., 2007). V některých zemích střední a východní Evropy (Slovinsko, Slovensko) jsou IVS využívány přímo jako národní oceňovací standardy (oficiální český překlad prozatím neexistuje). Národní a nadnárodní regulace je provázaná navíc tím, že na formulaci IVS se podílejí v rámci IVSC (International Valuation Standards Council) zástupci národních organizací sdružujících profese oceňovatelů.

Oceňování spočívá na obou druzích řádu – spontánně probíhajících tržních transakcích i uvědoměle vytvořené zákonné regulaci. Zatímco změny zákonných pravidel, zákonné oceňovací terminologie či účelů legislativy si je možno s lehkostí představit, uvědomělé, principy měnící transformace evolučně vyrostlých pravidel tak snadno proveditelné nejsou. K těm je zapotřebí paralelních změn u ostatních zdrojů standardizace, vědeckých základů na poli eko-

nomické teorie a specificky teorie oceňovací a jejich přijetí praxí a konečně formální standardizací (kodifikací).

Pro oceňování (ohodnocování) podniků v České republice je možno uplatnit kategorie hodnoty definované v rámci Mezinárodních oceňovacích standardů. Přitom je nutno nejprve jednoznačně definovat, co je účelem ocenění, a podle toho zvolit odpovídající kategorii hodnoty. Také je třeba se vyvarovat nekritického paušálního přístupu, kde výsledek je nazýván „tržní hodnotou“, přičemž oceňovatel se nijak nezabývá její bližší definicí a zkoumáním podmínek její existence při ocenění unikátních hromadných aktiv. Zde se nejvíce vyplatí existence a aplikace standardů, neboť ty poskytují oceňovatelům hlubokou zásobárnu v praxi osvědčených pravidel a chrání ho tím před zbytečným vystavováním se riziku neplatnosti vypočtené částky pro daný účel ocenění. Uživatel již korektně interpretuje výsledek a oceňovatel odpovídá za správnost volby kategorie hodnoty a volby a způsobu použití metod jejího odhadu.

Část IV.

Zákonná regulace oceňování podniku v České republice a teorie ohodnocování podniku

V české znalecké praxi je možno se často setkat se zadáním ocenění, kdy objednatel (soud, státní orgán) požaduje po znalci stanovit cenu obvyklou podniku k určitému datu. Objednatel často neodkazuje na zákon, vyhlášku či standard hodnoty, kde by byla obvyklá cena ve smyslu kategorie hodnoty definována, tj. co se rozumí touto obvyklostí a ostatními parametry transakce. Nejčastěji, můžeme se domnívat, má objednatel na mysli cenu obvyklou definovanou v § 2 odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, která zní takto:

„Majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim."

Legální definice předpokládá existenci kontinuálního a v čase stabilního trhu oceňovaného či obdobného majetku či služby, které jsou obchodovány standardním (obvyklým[60]) způsobem bez vlivů osobní povahy či mimořádných okolností trhu, to vše navíc na území České republiky. Z interakce nabídky a poptávky tohoto trhu vzniká rovnovážná cena (cena obvyklá), a to na základě projevených preferencí a subjektivních užitků, kteří tvůrci trhu s ohledem na své ostatní investiční a spotřební příležitosti danému aktivu v daném místě a čase přisuzují. Obvyklá cena

60 Zazvonil (2008, s. 46) k tomu uvádí: „Obvyklost a neobvyklost jsou totiž běžně chápány jako dva protějšky, z nichž každý připouští existenci druhého. Slůvko obvyklý vyjadřuje jakýsi průměr, všednost, uniformitu či reprezentanta většiny, naopak neobvyklý je synonymem k výjimečnosti, k odchylce z průměru, k vybočování z řady. Nabízí se tedy logická otázka, o jaký typ střední hodnoty by mělo jít, z jaké množiny je získána a kde jsou hranice mezi obvyklostí a neobvyklostí, což je důležité právě u nemovitostí, jejichž typickými znaky jsou unikátnost, originalita a neopakovatelnost a u nichž každá paušalizace může být velmi nebezpečná a zneužitelná. Má-li být zvolený název skutečně výstižný, pak v těchto souvislostech označení obvyklá cena vyznívá značně nevyváženě a použití méně excentrického přídavného jména, jako je například cena obecná, by zřejmě bylo daleko šťastnější."

jako v peněžních jednotkách vyjádřená částka v souladu s citovanou definicí v případě podniku jako věci hromadné ve smyslu § 5, zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, v platném znění, nebude zpravidla[61] v podmínkách České republiky jednoznačně určitelná, protože:

- v tuzemsku zpravidla neexistuje v čase stabilní relevantní trh podniků příslušného druhu, na základě kterého by bylo možno spolehlivě posuzovat obvyklost podmínek prodeje či obvyklost podmínek obchodního styku na tomto trhu;
- jelikož není možno stanovit obvyklé podmínky ani mimořádné podmínky trhu v souladu s definicí ceny obvyklé, tak z důvodu neexistence trhu není ani možné, aby tyto obvyklé podmínky pro účely stanovení ceny obvyklé postuloval znalec způsobem, který by byl transparentní, opakovatelný a jednoznačný;
- neexistují ani aktuální cenové kotace (cenové mapy), ani evidence cen uskutečněných na relevantním trhu, kde se obchodují podniky příslušného druhu, a tyto údaje neexistují ani pro jiné druhy podniků (viz dále), důsledkem čehož je nemožnost zkoumat nabídku a poptávku v daném místě a čase, jejich dynamiku a intenzitu konkurenčního procesu, který vede relevantní trh do stavu kompetitivní rovnováhy a vyjadřuje takto projevené subjektivní preference tvůrců trhu na straně nabídky a poptávky, a tudíž objektivizuje dosaženou rovnovážnou (a tedy obvyklou) cenu;
- obchody, které se uskutečňují, jsou vždy individualizované, tzn. na realizovanou cenu při prodeji podniku má významný vliv nejen způsob, jakým je transakce strukturována (platební podmínky, způsob financování), ale rovněž subjekty transakce, tj. prodávající a kupující, a způsob vedení obchodního jednání;
- subjekty transakce, jejich preference a podnikatelské záměry, ale například i daňové zatížení dané právní formou, budou mít opět zásadní vliv na rovnovážnou cenu podniku.

Neexistence trhu a specifické vlastnosti oceňovaného podniku navíc ovlivňují i metody, které bezprostředně nevycházejí z rovnovážných cen čerpaných z obvyklých tržních transakcí (§ 2, odst. 1 ZOM). Konkrétně se jedná o nákladové metody a některé typy výnosových oceňovacích metod, které umožňují stanovení ceny bez toho, aniž by existoval dostatečně kvalitní trh daného aktiva (§ 2, odst. 3 ZOM), avšak s jinou vypovídající schopností výsledné částky.

Zazvonil (2008) dochází k obdobným závěrům pro oceňování nemovitostí v České republice a varuje před ztotožňováním obvyklé ceny a tržní hodnoty: „…co do obsahu se definice obvyklé ceny značně odchyluje od pojetí, které je standardní v zemích, kde tradice tržního oceňování nebyla přerušena a že *cena obvyklá tak, jak je definována v zákoně č.151/97 Sb., je jen velmi obtížně slučitelná s definicí tržní hodnoty*… Obvyklá cena je však definována pouze pro účely tohoto zákona, tudíž všechny její nedostatky, kritizované v předešlých odstavcích, by bylo možno omluvit tím, že jde o cenu speciální, jejíž působnost je úzce vymezena zákonem a neplatí v obecném měřítku. Je použitelná jen u takového majetku, který se na trhu vyskytuje ve velkých sériích, jehož transakce probíhají velmi často, o jehož ceně v místě a čase mají účastníci trhu již rutinní povědomí získané automaticky opakovanými zkušenostmi, takže se pro ně jeho cena stává vpravdě obvyklou a je jakýmsi veřejným tajemstvím typu, že *Baťovy cvičky se teď prodávaly za 99 Kč*. Přijme-li se tato myšlenka, pak lze souhlasit s tím, že obvyklá cena je výsledkem jakéhosi velmi zjednodušeného laického přístupu na základě porovnání, který je reflexí současného trhu v daném segmentu, a jako taková má bezesporu všechny znaky

61 Tím není řečeno, že stanovení ceny obvyklé není možné obecně. Oceňovatel musí doložit splnění podmínek, aby uživatel ocenění mohl cenu obvyklou odpovídajícím způsobem interpretovat.

ceny na tržních principech. V takovém případě lze obvyklou cenu bezpochyby ztotožnit s cenou tržní, respektive tržní hodnotu vyjádřenou ve formě této ceny. Jen se pak mohou zdát poněkud nadbytečné obavy, aby snad na obvyklou cenu cviček například neměly vliv záplavy z roku 2002." (Zazvonil, 2008, s. 49, kurziva v originále)

Neexistence trhu a specifické vlastnosti oceňovaného podniku navíc ovlivňují i metody, které, jak bylo uvedeno, bezprostředně nevycházejí z rovnovážných cen čerpaných z obvyklých tržních transakcí (§ 2, odst. 1 ZOM). Konkrétně se jedná o nákladové metody a některé typy výnosových oceňovacích metod, které umožňují stanovení ceny bez toho, aby existoval dostatečně kvalitní trh daného aktiva (§ 2, odst. 3 ZOM), avšak s jinou vypovídající schopností výsledné částky. Vzhledem k vázanosti goodwillu na osobu provozovatele u podniků bez propracovaných pravidel *corporate governance* a odděleného vlastnictví a řízení není možné předpokládat, že by srovnatelnou výnosnost podniku jako stávající vlastník-provozovatel byl schopen zajistit jakýkoliv jiný provozovatel za předpokladu, že by byl osobně provozovatelem oceňovaného podniku či by zaměstnával odborného zástupce vykonávajícího danou specializaci. Z tohoto důvodu bude nutné příslušným způsobem modifikovat i aplikaci metod vycházejících z arbitrážní teorie oceňování, kdy hodnota podniku je stanovována na základě kalkulace nákladů, jejichž vynaložení je nutné k reprodukci srovnatelného aktiva (§ 2, odst. 3, písm. a) ZOM), čili tzv. úplná substanční hodnota.

Na příkladu oceňování nemovitostí uvádí k nákladovému, výnosovému a porovnávacímu způsobu oceňování Zazvonil: „Bohužel jednotlivé paragrafy hlavy druhé zákona, týkající se nemovitostí, zejména § 5, 6, 7, 8, 10, 11, 12, 13, 14, 15 a 16, však tyto tři způsoby oceňování jednak dále striktně omezují a jednak jejich další upřesnění přesunují na prováděcí vyhlášku. Jiný způsob ocenění tak sice jistou oklikou, avšak naprosto jednoznačně, vede v případě nemovitostí k oceňování administrativními cenami dle příslušných vyhlášek, obsahujících pevně dané algoritmy jednotlivých výpočtů včetně konstant a indexů, v nichž je navíc striktně určeno, pro který typ staveb bude použit ten který způsob, případně kdy a jak použít jejich vzájemných kombinací. Pro oceňování stavebních pozemků zákon stanoví použití cenových map; v případě jejich neexistence sice hovoří o porovnávacím způsobu, avšak v podstatě odkazuje na ceny dle prováděcí vyhlášky. O důvodu, proč zákon přímo a jasně neuvádí, že v případě nemovitostí jde o cenu zjištěnou dle vyhlášky, lze jen spekulovat. Za povšimnutí též stojí, že zatím co definice obvyklé ceny simuluje již hotový výsledek, jiný způsob ocenění uvádí postupy, ale o pojmenování jejich výsledku taktně mlčí.

Z toho všeho je možno dospět k závěru, že v případě nemovitostí zákon č.151/97 Sb. **vylučuje jejich ocenění obvyklou cenou a vede k jedinému možnému řešení, a to k ceně zjištěné dle platné vyhlášky**. Jinými slovy obvyklá cena u nemovitostí **vůbec nepřichází v úvahu**, zákon umožňuje jejich ocenění pouze administrativní cenou zjištěnou dle vyhlášky.

Přijme-li se shora uvedený závěr, pak ztrácí smysl hledat souvislosti mezi obvyklou cenou a tržní hodnotou nemovitostí a je nutné se spokojit s tím, že ocenění obvyklou cenou pro účely zákona je vyhrazeno pro jiné typy majetku, při jejichž oceňování se vystačí s velmi jednoduchým postupem na základě toho, že ceny určitého typu majetku jsou všeobecně známy a jsou obdobou příkladu s Baťovými cvičkami, zatímco u nemovitostí nezbývá než aplikovat ceny administrativní (2008, s. 50–51, zvýraznění v originále). K možnostem a podmínkám pro nemožnost určení ceny obvyklé dle ZOM také Kokoška (2008).

V případě oceňování podniku vyplývají problémy aplikace ceny obvyklé ještě ostřeji. ZOM a příslušná vyhláška nacházejí využití pouze ve vyjmenovaných případech a za účelem normativního stanovení ceny bez ohledu na další specifické podmínky, účely a charakteristiky předmětu ocenění (například pro účely zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, zákona

č. 357/1992 Sb., o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí, zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty apod.).

Problematika specifičnosti oceňovaného aktiva (věci hromadné) a neexistence trhu samozřejmě není nová a řešení bylo nalezeno v rámci aplikace Mezinárodních oceňovacích standardů (pro nemovitosti viz také Zazvonil, 2008), které pro příslušný účel ocenění normativně definují kategorii hodnoty, jež zprostředkovávají vztah mezi hodnotou a účelem ocenění, za kterým je hodnota zjišťována.

Závěry teorie ohodnocování podniku pro použití ceny obvyklé a roli oceňovatele je možno shrnout v následujících bodech:

- ocenění či znalecký posudek má vycházet ze zásady *iudex non calculat*, čili považuje oceňování podniku primárně za otázku ekonomickou, nikoliv právní (v podrobnostech viz Matschke, Brösel, 2007); znalec z oboru ekonomika se vyjádří k vypovídací hodnotě zjištěných skutečností ve výrokové části posudku pouze z ekonomického, nikoliv právního či technického hlediska;
- není přípustné, aby znalec stanovoval cenu obvyklou podniku jako výsledek aplikace metod majetkového a výnosového ocenění či na základě porovnání s podniky, které se obchodují na jiném relevantním trhu, znalec tímto na sebe zbytečně přebírá odpovědnost za stanovení nezjistitelné veličiny a dopouští se takto metodické chyby;
- precizace předpokladů a východisek ocenění a související terminologie vyúsťuje v přiřazení kategorie výsledné hodnoty dávající vypočteným částkám konkrétní obsah; různé metody ocenění (§ 2, odst. 3, písm. a–g)) je možno aplikovat různými způsoby a získat tak různé výsledky s různou interpretací;
- uživateli standardů jsou jak oceňovatelé, tak zadavatelé a uživatelé zpracovaných oceňovacích expertiz; oceňovatel volí nejprve standard hodnoty a v rámci standardu hodnoty eventuálně kategorii hodnoty; IVS obsahují standard tržní hodnoty (*Market Value Valuations*) a standard netržních hodnot (*Basis Other Than Market Value,* do roku 2007 jako *Non-Market Value Valuation*); kategorie hodnoty dále definiční standard zpřesňuje podle účelu ocenění či podle toho, jaké datové zdroje jsou k dispozici; platnost ocenění je podmíněna jen tímto daným účelem;
- cena obvyklá dle § 2, odst. 1, ZOM, je pro daný objekt ocenění (podnik) za stávajících podmínek v České republice zpravidla nezjistitelná; z tohoto důvodu by měly být využity alternativní způsoby ocenění dle § 2, odst. 3, ZOM, s tím, že konkrétní normativní obsah z pohledu interpretace zjištěné kategorie hodnoty může být přebírán z Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS, 2005, 2007) a přiměřeně ze standardu pro ohodnocování podniků IDW (2005, 2008);
- cena majetku podniku zjištěná jako netto substanční hodnota neúplná říká, kolik by bylo nutno vynaložit na replikaci identifikovatelného majetku a závazků podniku k datu ocenění; v tomto smyslu se jedná o nákladový způsob ocenění majetku dle § 2, odst. 3, písm. a), ZOM;
- cena majetku podniku zjištěná jako likvidační hodnota říká, kolik by bylo možno obdržet při rozprodeji majetku podniku oceňované praxe a vyrovnání reálných identifikovatelných závazků k datu ocenění; v tomto smyslu se jedná o porovnávací způsob ocenění majetku dle § 2, odst. 3, písm. c), ZOM, potažmo o simulaci cen sjednaných dle § 2, odst. 3, písm. g), ZOM;
- hodnota podniku jako hromadného aktiva je obecně vytvářena hmotnou a nehmotnou složkou (neidentifikovatelnými nehmotnými aktivy, goodwillem); bez existence likvidního trhu oce-

ňovaného aktiva nelze ověřit, do jaké míry a jestli vůbec tržní subjekty tvořící stranu nabídky a poptávky tohoto trhu zohledňují výsledky modelového výnosového (či nákladového) ocenění při vlastním rozhodování o ceně tržní transakce při směně vlastnického práva; z výnosového ocenění vyplývá goodwill připadající na podnik jako celek;

- výnosová hodnota podniku jako synergického celku (věci hromadné ve smyslu § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, v platném znění) dle § 2, odst. 3, písm. b), ZOM a následně rovněž přiměřeně dle § 24, odst. 3, může být relevantní jen z pohledu stávajícího vlastníka (či provozovatele), z ekonomického hlediska se jedná o hodnotu kategorie *Value in Use*, tj. hodnotu užití aktiva, za zachování stávající úrovně provozu podniku, čímž není možno zaručit a prokazatelně výpočetně modelovat ani výnosnost, ani zachování stávajícího výnosového potenciálu podniku za předpokladu, že by se provozovatel, respektive jeho odpovědný zástupce měnil;
- z důvodu neexistence trhu podniku nelze prokázat, jestli výnosová hodnota odpovídá ceně obvyklé, respektive tržní hodnotě oceňovaného podniku; posouzení významu výnosové hodnoty hromadného aktiva pro daný účel ocenění za předpokladu neexistence likvidního trhu aktiva není otázka ekonomická; stanovení ceny obvyklé podniku jako věci hromadné ve formě jedné konkrétní, v peněžních jednotkách vyjádřené částky, není v tomto smyslu z ekonomického hlediska možné, jedná se o otázku nalézání spravedlnosti.

Část V.

Mezinárodní oceňovací standardy

„Tyto standardy mají sloužit společným cílům těch, kteří ohodnocují nemovitý a jiný majetek, a těch, kteří se musejí spolehnout na jejich výsledky."

International Valuation Standards

Mezinárodní oceňovací standardy (*International Valuation Standards*, zde jako „IVS", správný překlad je Mezinárodní ohodnocovací standardy, vzhledem k již zavedené české terminologii se budeme držet tohoto překladu i zde s tím, že oceňování má v češtině historicky širší význam než „*appraisal*") vydává od roku 1981 Rada pro Mezinárodní oceňovací standardy (*International Valuation Standards Committee*, od roku 2008 *International Valuation Standards Council*, dále jako „IVSC") se sídlem v Londýně. V současné době je aktuální již osmé vydání IVS. Dřívější revize se uskutečnily v letech 1985, 1994/97, 2000, 2001, 2003, 2005 a 2007.

IVS se vyznačují úzkou vazbou na Mezinárodní standardy finančního výkaznictví (*International Financial Reporting Standards*, dále jako „IFRS") , které jsou počínaje rokem 1973 formulovány nadnárodní organizací – Výborem pro mezinárodní účetní standardy (dříve IASC, nyní IASB). Vzhledem k silnému důrazu na koncepty *Fair Value* v rámci IFRS si pokládá IVSC za cíl poskytnout „pro konsistentní použití takovýchto konceptů dostatečně robustní oceňovací standardy." (Egde, 2005, v předmluvě k 7. vydání IVS) Prozatím použití IVS v rámci IFRS závazné není, i když do budoucna toto nelze vyloučit, zejména v důsledku příčin současné finanční krize, a to v zájmu vyšší transparentnosti finančních výkazů.

Uživatelům finančních výkazů chtějí IVS poskytnout dostatečnou záruku informační kvality – jednak z důvodů konzistentnosti a opakovatelnosti ocenění a také proto, aby bylo možno vůbec IFRS správně aplikovat a informace byly mezinárodně srovnatelné. Mezinárodní srovnatelnost má svůj význam i pro implementaci regulace Basel II.

14. Počátky standardizace

Počátky organizace a cílené formulace oceňovacích standardů jsou velmi mladé. V roce 1981 byl založen Mezinárodní výbor pro standardy pro oceňování aktiv (*The International Assets Valuation Standards Committee*, TIAVSC), v roce 1994 došlo ke změně názvu na IVSC.

Cíle tohoto projektu byly (a jsou) následující:

- Ve veřejném zájmu formulovat a publikovat standardy pro oceňování aktiv a podporovat jejich celosvětové přijímání.
- Harmonizovat standardy mezi jednotlivými státy a identifikovat a odhalovat rozdíly ve výkazech a/nebo aplikaci Standardů tak, jak budou následovat (IVS, 2007, s. 3).

Hlavními důvody pro oceňování ve smyslu IVS jsou především oceňování ve finančním výkaznictví, oceňování nemovitého majetku jako zástavy pro půjčky a hypotéky, pro transakce vedoucí ke změně vlastníka a oceňování v případě sporů a pro daňové účely. K dnešnímu dni zastupují členské organizace IVSC celkem 42 řádných členských států, osm států má status pozorovatele a dva status korespondenta.

14.1 Cíle a působnost IVS

„Vývoj Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) byl veden třemi základními cíli:

1) Usnadnit přeshraniční transakce a přispět k životaschopnosti mezinárodních trhů aktiv podporou transparentnosti ve finančním výkaznictví a rovněž ve spolehlivosti ocenění zpracovávaných pro zajištění půjček a hypoték, pro transakce vedoucí ke změně vlastníka a pro urovnání sporů nebo v daňových záležitostech.
2) Sloužit jako profesionální měřítko či maják pro odhadce na celém světě, umožnit jim reagovat na potřeby mezinárodních trhů aktiv na spolehlivá ocenění a dostát požadavkům celosvětové obchodní komunity na finanční výkazy.
3) Poskytnout standardy pro oceňování a finanční výkaznictví odpovídající potřebám rozvíjejících se a nově industrializovaných zemí.“ (IVS, 2007, s. 8)

Standardy používají nejčastěji spojení *property valuation* (zde překládáno jako oceňování aktiv či jako oceňování majetku). Toto spojení je preferováno před *asset valuation*, což podle IVS vyvolává primárně spojitost s oceňováním výlučně pro účely finančního výkaznictví (tamtéž). Aktiva v ekonomickém slova smyslu odpovídají pojmu „majetek“, který vymezuje obchodní zákoník. Zde jsou tyto pojmy považovány za synonyma.

Standardy se snaží integrovat to nejlepší z oceňovací praxe (viz IVS, 2007, s. 8), tzv. Všeobecně přijímané principy oceňování (*Generally Accepted Valuation Principles*, dále „GAVP“). Ty poskytují oceňovateli vodítko pro způsob ocenění, v žádné případě však neslouží jako manuál pro použití oceňovacích metod – jejich případná volba a praktická aplikace záleží na

oceňovateli, může být zakotvena v zákoně či v jiném předpise nebo být vyžádána přímo zadavatelem ocenění.

Od roku 2005 začalo přibližně sto států využívat IVS jako referenční rámec oceňování nebo začalo s harmonizací svých pravidel oceňování tak, aby byla kompatibilní s IVS. Austrálie, Nový Zéland, Jihoafrická republika, Tanzanie, Malawi, Rumunsko a Slovinsko adoptovaly IVS jako národní oceňovací standardy, *Royal Institute of Chartered Surveyors* (RICS) referuje k IVS jako k „červené knize", regionální organizace jako ASEAN Valuers *Association* a *Union of Pan American Valuers* (UPAV) přijaly IVS (Vella, 2005).

15. Struktura standardů a hlavní kategorie hodnoty

Standardy vycházejí z následujícího členění:

Tabulka 6: *Struktura IVS (zdroj: IVS, 2007, s. 10, upraveno)*

Východiska	**Úvod, IVSC, cíle a organizace IVS, výchozí koncepty všeobecně uznávaných principů ohodnocování**				
Code of Conduct					
Typy aktiv	Nemovitosti	Osobní majetek*	Podniky	Finanční aktiva	
Úvod do IVS 1, 2 a 3					
Standardy	Standard 1 Tržní báze ocenění		Standard 2 Báze jiné než tržní hodnota		Standard 3 Reporting ohodnocení
Aplikace	Aplikace 1 Ohodnocování pro finanční výkaznictví		Aplikace 2 Ohodnocování pro účely zajištěných půjček		Aplikace 3 Ohodnocování veřejného majetku pro finanční výkaznictví
Prováděcí poznámky	Ohodnocování nemovitého majetku	Ohodnocování nájemních smluv	Ohodnocování strojů a zařízení	Ohodnocování nehmotných aktiv	Ohodnocování osobního majetku
	Ohodnocování podniku	Zohlednění nebezpečných a toxických látek v ohodnocení	Nákladový přístup pro finanční výkaznictví (DRC)	DCF analýza pro tržní ohodnocování a investiční analýzu	Ohodnocování zemědelského majetku
	Revize ohodnocení	Ohodnocování majetku spojeného s obchodem	Hromadné ohodnocování pro daňové účely	Ohodnocování majetku v těžebních odvětvích	Ohodnocování historického majetku
Adendum	Glosář pojmů				

* Personal Property (viz IVS, 2007, GN 5, odst. 3.13, s. 218)

V dalších subkapitolách budou jednotlivé části rozebrány z pohledu praktického použití a současně zasazeny do teoretického rámce předcházejících kapitol. Hlavním smyslem a účelem této kapitoly je zamyslet se na základě teoretické argumentace a na ní navazující interpretace jednotlivých součástí IVS nad možnostmi a omezeními aplikace standardů v České republice.

Nejdůležitějším pojmem, kterému bude věnována pozornost, je kategorie tržní hodnoty (Standard 1). Teoretické fundace relevantního trhu a soutěžního procesu umožní důslednou formulaci podmínek, za nichž je možno hovořit o tržní hodnotě aktiva ve smyslu jednotlivého statku na straně jedné i ve smyslu věci hromadné na straně druhé. Jakkoliv je v naší zemi ocenění podniků tržní hodnotou populární, v drtivé většině případů není přiřazení této kategorie hodnoty na místě, a to samé platí pro ztotožňování tržní hodnoty dle IVS 1 a ceny obvyklé dle ZOM.

Druhý soubor pravidel představuje úprava oceňování kategoriemi netržní hodnoty. Za povšimnutí stojí, že Standardy hovoří o netržní (!) hodnotě. Doposud byla v rámci ekonomické teorie řeč výlučně o hodnotě jako rovnovážné ceně nebo o hodnotě jako objektivní vlastnosti statků dané výší vynaložených nákladů. Nasnadě je také otázka, jestli má v tržním systému alokace zdrojů, což je případ České republiky, „netržní“ hodnota smysl. Není to protimluv? Netržní hodnota je pojem vyvinutý čistě pro účely standardizace oceňování aktiv. Jedná se o normativně definovanou kategorii hodnoty, která nemá za cíl činit si ambice na věrné vysvětlení reality ekonomických procesů, ale její význam je ryze praktický: pro určitý účel ocenění je zapotřebí se držet jistých pravidel, která dospějí k hodnotě, jejíž výše bude přiměřená danému účelu ocenění, a tedy i potřebě uživatelů tohoto ocenění (například hodnota nemovitosti oceňované pro účely hypotéční zástavy bude obecně nižší než hodnota zjišťovaná za účelem nenuceného prodeje). Všemi těmito kategoriemi netržních hodnot se budeme zabývat níže. Při korektní aplikaci standardů totiž v podmínkách naší země dospíváme k závěru, jehož zdůvodnění bude následovat, že není nutná žádná úprava či vytváření nové definice tržní hodnoty podniku pro podmínky použití v České republice. Dobře si totiž vystačíme s již existujícími kategoriemi hodnot. Pro úplnost zmiňme ještě třetí standard upravující požadavky pro oceňovací reporting, kterým se zde podrobněji zabývat nebudeme.

16. Všeobecné oceňovací koncepty a principy

Standardy vycházejí z předpokladu, že základní oceňovací metody a techniky jsou na celém světě podobné (IVS, 2007, s. 21). Úvodní část slouží pro vymezení základního terminologického aparátu Standardů, aby nedocházelo k nedorozuměním. Bude užitečné uvést na tomto místě nejen definice některých základních pojmů, ale zabývat se i jejich ekvivalenty v češtině a v českém právním řádu.

Standardy se obecně vztahují na oceňování všech druhů aktiv, nemovitostmi počínaje a nehmotnými aktivy konče. *Real Estate* představuje označení pro nemovitost jako takovou (fyzicky existující). *Property* znamená majetek v právním slova smyslu, tedy zájmy, práva a povinnosti související s vlastnictvím. *Real Property* představuje soubor vlastnických práv k nemovitosti (důležité jsou ekonomické efekty, ne fyzická existence). Jako *Personal Property* jsou označovány hmotné a nehmotné statky, které nejsou *Real Estate* (tamtéž, s. 22–23).

Kromě základních definic je zajímavé, jak vymezují Standardy oceňovací činnost: „Odhadci majetku, odhadci aktiv a oceňovatelé jsou ti, kteří se zabývají tou specielní disciplínou ekonomie spojenou s přípravou a reportingem ocenění." (IVS, 2007, s. 22) Tato citace je důležitá, neboť je z ní jasně patrná vazba Standardů na teoreticko-ekonomická východiska. Na základě teoretických koncepcí relevantního trhu a soutěže uvedených v předcházejících kapitolách je zřejmý i význam dynamického pojetí tržního mechanismu v rámci Standardů: „Cenové změny v průběhu času jsou výsledkem specifických a všeobecných ekonomických a sociálních vlivů. Všeobecné vlivy mohou způsobovat změny v cenových hladinách a v relativní kupní síle peněz. Specifické vlivy, jako například technologický pokrok, mohou být vlastním zdrojem změn v nabídce a poptávce a způsobovat tak značné cenové změny." (tamtéž) Posléze Standardy v rámci pojímání hodnoty shrnují, že: „…může být řečeno, že užitek nemovitosti odráží kombinaci vlivů všech tržních sil, které vytvářejí hodnotu majetku." (tamtéž)

Aktiva, čili v účetní terminologii *assets*, jsou v dikci Standardů zdroje kontrolované subjektem (entitou), které jsou výsledkem minulých událostí a od nichž se v budoucnu očekávají ekonomické přínosy přitékající této entitě. V rozvaze se dle IFRS aktivum vykáže jen tehdy, jestliže navíc může být spolehlivě měřena jeho hodnota nebo náklady na jeho pořízení.

Current assets jsou standardní oběžná aktiva, tedy majetkové složky s dobou použitelnosti kratší než jeden rok. *Non-current assets* (*fixed, long-term assets*) jsou opět standardně vymezená aktiva dlouhodobá, dále členěná na dvě skupiny: *property*, *plant and equipment* a *other non-current assets*.

Oproti účetnictví existuje v oblasti oceňování řada rozdílů. Standardy na některé poukazují, avšak ještě důležitější je z našeho pohledu interpretace ocenění podle kategorie hodnoty: „Technicky vzato je předmětem ocenění vlastnictví či vlastnické právo k aktivu spíše než aktivum jako takové. Tento přístup odlišuje ekonomický koncept ocenění aktiva objektivně založený na jeho vlastnosti být kupováno a prodáváno na trhu od subjektivních přístupů, jakými je předpokládání vnitřní[62] nebo jiné netržní kategorie hodnoty." (tamtéž, s. 24) Na trhu je obchodováno s vlastnickými právy a hodnota takto kupovaného a prodávaného aktiva odpovídá ex post zjištěné, okamžikové rovnovážné ceně aktiva identického. Trh však musí mít určitou

kvalitu, tj. musí být konkurenčně koordinován, aby bylo možno hovořit o objektivnosti, tedy v tomto smyslu verifikaci ceny (a hodnoty) aktiva na základě existence a známosti projevených preferencí v rámci nerušené souhry nabídky a poptávky. Objektivností tedy rozumí Standardy zcela něco jiného než klasická politická ekonomie.

Odpisy (*depreciation*):

- podle IVS – vychází se z trhu, odpis představuje úpravu na aktuální tržní hodnotu aktiva (obnovení či nahrazení aktiva za daných tržních podmínek) s ohledem na technické a ekonomické (morální) zastarání, pokud není možno čerpat z přímé evidence tržních transakcí;
- podle IFRS – odpis vyjadřuje pro firmu individuální systematickou alokaci aktiva do entity oproti nákladům, aniž by byla nutně ovlivněna trhem.

Standardy kladou značný důraz na terminologickou korektnost: „Jazyková nepřesnost, především v mezinárodní komunitě, může vést a vede k chybným interpretacím a nedorozuměním. Toto je zejména problém v případech, kdy výrazy užívané v běžné řeči mají také své specifické významy v dané disciplíně. Toto je případ termínů *cena, náklady, trh a hodnota* tak, jak jsou užívány v oceňovací disciplíně.“ (IVS, 2007, s. 25, kurziva v originále) Přesně tento problém dlouhodobě přetrvává i v praxi České republiky, kdy terminologie často není využívána přesně v souladu s IVS či jinou formou standardizace, a to následně vede k nemožnosti interpretovat získaný výsledek. Typickým příkladem je interpretace pojmu trh jako prostředí směny, aniž by se již oceňovatel zabýval tím, jakou kvalitu musí trh dle IVS mít pro to, aby mohl poskytovat základ pro odhad tržní hodnoty.

Standardy definují nosné pojmy oceňovací disciplíny normativně. Zjednodušeně řečeno můžeme říci, že platí v rámci definice Standardu, na obecnou platnost si ambice nečiní a činit nemusí. To je úkolem teorie hodnoty či teorie rovnovážné ceny zobecňující ekonomické teorie.

„Cena (*price*) je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Prodejní cena je historickou skutečností, ať je zveřejněna nebo držena jako důvěrná. V důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů daného kupujícího a/nebo prodávajícího cena zaplacená za zboží nebo službu může nebo nemusí mít vztah hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní. Cena je však obecně indikace relativní hodnoty přisouzené zboží nebo službě konkrétním kupujícím a/nebo prodávajícím za určitých podmínek.“ (překlad převzat z Mařík a kol., 2003, s. 17)

„Náklady (*cost*) představují cenu zaplacenou za zboží nebo službu nebo částku potřebnou k vytvoření nebo produkci zboží nebo služby. Když je toto zboží nebo služba dokončena, jsou jejich náklady historickou skutečností. Cena zaplacená za zboží nebo službu se stává nákladem pro kupujícího.“ (překlad převzat od tamtéž)

62 Za povšimnutí stojí, že v pojetí IVS je vnitřní hodnota (*intrinsic value*) řazena mezi subjektivní netržní kategorie hodnoty (IVS, 2007, s. 24, odst. 3.6). To je v přímém protikladu k postupu, kdy je vnitřní hodnota podniku zjištěná jako výsledek výnosového ocenění (viz Revenda a kol., 2005) některými oceňovateli vydávána za hodnotu tržní, a to na základě argumentu, že vstupy byly získány z „tržních dat“ (o skutečnosti, že z trhů, které nemají s trhem oceňovaného podniku vůbec nic společného, se většinou již mlčí). Definice vnitřní hodnoty dle IVS (2007, s. 375): „Částka zjištěná na základě posouzení dostupných faktů ve smyslu ‚pravé‘ či ‚správné‘ hodnoty statku. Dlouhodobý koncept netržní kategorie hodnoty, který vyhlazuje krátkodobé cenové fluktuace.“ Z citace je patrné, že vnitřní hodnota je interpretovatelná také jako *Fair Value*. Na hlavní rozdíly mezi trhem veřejně kotované akcie a trhem podniku, jako je kontinuální existence trhu (aspekt dlouhodobosti z definice), standardizované obchodování apod., bylo poukázáno. V analytické praxi je tento koncept využíván pro posouzení „správné“ vnitřní hodnoty kotované akcie, což je použití přiměřené účelu.

„Trh (*market*) je prostředí, ve kterém jsou zboží a služby obchodovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Pojem trhu předpokládá, že zboží a/nebo služba může být obchodována mezi kupujícími a prodávajícími bez omezení jejich činností. Každá strana bude reagovat na vztahy nabídky a poptávky a ostatní cenotvorné faktory, stejně jako na vlastní schopnosti a znalosti druhé strany, její chápání relativní užitečnosti zboží a/nebo služby a její individuální potřeby a přání. Trh může být místní, regionální, národní nebo nadnárodní." (překlad převzat od tamtéž)

Po obecných definicích přichází na řadu pojem hodnoty:

- „Hodnota (*value*) je ekonomický koncept vztahující se k ceně, která by byla nejspíše akceptována kupujícími a prodávajícími statku nebo služby dostupné ke koupi. Hodnota není faktem, ale odhadem pravděpodobné ceny, která by byla zaplacena za statky a služby v daném čase v souladu s konkrétní definicí hodnoty. Ekonomický koncept hodnoty odráží pohled trhu na užitky, které náleží tomu, kdo vlastní statek nebo obdrží služby k rozhodnému datu ocenění (*effective date of valuation*)." (IVS, 2007, s. 26)
- „Hodnota je proto hypotetickou cenou a hypotéza, na níž je odhad hodnoty založen, je determinována volbou kategorie hodnoty (*basis of value*). Kategorie hodnoty je definována ve standardu IVS 2 jako východisko pro fundamentální principy měření pro odhad hodnoty ke specifikovanému datu. Kategorie hodnoty definuje povahu hypotetické transakce, například jestli existuje či neexistuje vztah k trhu, a předpokládanou motivaci a chování subjektů. Kategorie hodnoty není popisem metod nebo přístupů užívaných k produkci odhadu ani nepopisuje stav nebo podmínky, ve kterém se předpokládá transfer aktiva. Rozhodující důležitost má pro užití a pochopení odhadů jasné uvedení kategorie hodnoty a správné přiřazení kategorie hodnoty ke konkrétnímu zadání ocenění. Změna v kategorii hodnoty může mít podstatný vliv na ohodnocení." (tamtéž, s. 26)

Z této definice hodnoty dle IVS a pro použití v rámci IVS jednoznačně vyplývá následující:

- hodnota má vždy smysl tehdy a jen tehdy, když je znám a jednoznačně uveden účel jejího odhadu, platnost hodnoty je podmíněna účelem odhadu;
- hodnota není ani vlastností statku, ani všeobecně platnou veličinou, pojetí kategorií hodnoty v IVS je v souladu s principy funkcionální teorie ohodnocování podniku[63];
- kategorie hodnoty je obsažena v rámci standardu hodnoty (tržní IVS 1 a jiné než tržní v IVS 2), který dále upřesňuje interpretaci hodnoty podle účelu odhadu;
- hodnotu je možno odhadovat i tehdy, pokud neexistuje vztah k trhu nebo tento trh ve skutečnosti ani neexistuje, v tomto smyslu se standardy významně odchylují od ekonomické teorie zkoumající a zobecňující vlastnosti tržních transakcí a uvádí na pravou míru časté nedorozumění, že hodnota je automaticky tržní.

Není tedy zcela přesná interpretace, že: „Hodnota (*value*) je zde v podstatě ztotožněna s tržní hodnotou. Je to ekonomický pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností

63 Nelze říci, do jaké míry a jestli vůbec byla funkcionální koncepce ohodnocování podniku využita pro kodifikaci IVS. Přes širokou shodu je pravděpodobnější, že praktické potřeby pro ohodnocování podniku jsou na celém světě podobné a IVS tyto potřeby kodifikovaly v rámci kategorií hodnoty. Funkcionální koncepce se snažila tyto situace popsat a vysvětlit z hlediska teoretického.

dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby, které jsou použitelné ke koupi.“ (viz Mařík a kol., 2003, s. 17, zvýrazněno v originále)

„Tržní hodnota nemovitosti vyjadřuje spíše trhem přisuzovaný užitek než jen čistě fyzický stav. Užitek aktiv pro danou entitu či jednotlivce se může odchylovat od užitku přisuzovaného aktivu trhem nebo příslušným odvětvím.“ (IVS, s. 26–27) Z pohledu teoreticko-ekonomických fundací teorie trhu se jedná jednoznačně o definici soutěžního trhu, jehož aktivity a výstupy splňují určitá, výše v textu podrobně analyzovaná, kritéria.

Nyní můžeme přistoupit k definici a interpretaci jednoho z nejdůležitějších pojmů oceňování, tržní hodnotě, která je vedle Standardu č. 1 obsažena již v úvodním rámci. Je důležité mít na paměti fakt, že Standardy definují řadu kategorií hodnoty podle toho:

- jaký je účel ocenění;
- jaké zdrojové údaje jsou oceňovateli pro možnost volby příslušné kategorie hodnoty k dispozici.

Tyto informace musejí být jasně a srozumitelně uvedeny v každém ocenění. Bez znalosti účelu ocenění a jednoznačného a konzistentního přiřazení kategorie hodnoty není možno výsledky takového ocenění vůbec interpretovat, není možné ani ověřit přiměřenost a správnost použití oceňovacích metod.

Tržní hodnotě Standardy věnují odst. č. 5. Tržní hodnota (*Market Value*) je Standardy pokládána za bázi pro oceňování většiny aktiv v tržně koordinovaných ekonomikách. „Tržní hodnota je trhem podporovaný odhad vyvinutý v souladu s těmito Standardy.“ (IVS, 2007, s. 27) Standardy implicitně zdůvodňují potřebu profesionálně, tj. standardizovaně, provedeného odhadu tržní hodnoty v případech, kdy pro aktivum neexistuje spotový trh s aktuální cenovou kotací. Tím však není řečeno, že si můžeme pomoci nějakými náhražkami či modelem tržních aktivit, právě naopak. Standardy jsou ve vymezení kategorie tržní hodnoty velmi přísné a dopředu vylučují její aplikaci na řadu situací: „Profesionální odhadci, kteří mají důvěrnou znalost trhu aktiva, rozumí vztahu účastníků na trhu, a jsou tím pádem schopni posoudit nejpravděpodobnější ceny, které by bylo mezi prodávajícími a kupujícími na trhu tohoto aktiva dosaženo, se straní nekvalifikovaného termínu hodnota a doplňují ho o adjektivum specifikující příslušnou kategorii hodnoty.“ (IVS, 2007, s. 26)

Tržní hodnota odráží „kolektivní vnímání a akce na trhu“ (tamtéž). Je vidět, jak velký důraz je přisuzován existenci likvidního trhu, kde dochází k tvorbě ceny až na základě výsledku interakce nabídky a poptávky, za níž stojí v dikci Standardů „kolektiv“, či jinými slovy větší počet nabízejících a poptávajících stejného aktiva. Základní definice tržní hodnoty zní (v překladu Mařík a kol., 2003, s. 18, v IVS, 2007, s. 27): „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

V praxi bohužel až příliš často dochází k tomu, že na základě této definice je kategorie tržní hodnoty přiřazována i pro ocenění aktiv či transakcí, jimž ve skutečnosti podle IVS nepřísluší. Standardy z logických důvodů jednoznačně vyžadují, aby ocenění prováděná v souladu s nimi byla v souladu s kompletním zněním Standardů. Ačkoliv je tedy možno na základě této definice, pokud je vytržena z kontextu, tržní hodnotu přiřadit prakticky všem oceněním, ve většině případů nebudou splněny ostatní podmínky.

Standardy zdůrazňují, že: „…profesionálně provedený odhad tržní hodnoty je objektivním[64] oceněním identifikovatelných vlastnických práv k danému aktivu k určitému datu. Implicitně je v této definici obsažen koncept obecného trhu shrnujícího aktivitu a motivace mnoha účastníků… Tržní hodnota je trhem podporovaný odhad v souladu s těmito Standardy." (tamtéž, s. 27)

Jako dobrý ilustrativní příklad poslouží neoklasický pohled na trh kapitálu, kdy směňovaným aktivem jsou finanční prostředky. Trh se vyznačuje většinou značnou likviditou, je vymezitelný a směňované aktivum je homogenní. Každý z tvůrců trhu má jiné subjektivní vnímání užitků z držby peněz a motivů pro jejich držbu. Platební prostředky potřebuje v určitém množství každý, protože tyto jsou vynakládány na zajištění současné spotřeby. Časová preference spotřeby je ovšem u každého individuální. Kapitálový trh je tedy prostředím, které s nízkými transakčními náklady dokáže přispět k tomu, že se tyto preference sladí. Cenou peněz, které dá vzniknout souhra nabídky a poptávky, je úroková míra, která právě odráží míru kompenzace, již musí poskytovatel kapitálu získat za oddálení své současné spotřeby. Kapitálový trh takto umožňuje oddělit rozhodování o spotřebě a investicích a tržní úroková míra slouží jako rozhodovací kritérium. Tento základ neoklasické teorie kapitálového trhu, která vyvolala důležité následky v teorii a praxi podnikových financí, položil ve své práci *Theory of Interest* z roku 1930 Irving Fisher. O další podstatné rozpracování teorie kapitálového trhu se zasloužil Tobin (1958), když zobecnil Fisherův separační teorém (viz také Schulze, 2003) i na obchodování s rizikem. Investoři s vyšším sklonem k riziku mohou na trhu koupit za příslušnou cenu riziko od těch, jejichž preference držby rizikových aktiv je jiná.

Pokud je možno odečítat ceny přímo z likvidního trhu, například dluhopisů o daném ratingu, není služeb profesionálního oceňovatele se znalostmi daného trhu vůbec zapotřebí. Tržní hodnota dle IVS je kategorií hodnoty, jejíž použití se zejména předpokládá při oceňování aktiv obchodovaných na likvidních trzích, ale bez cenové kotace. Typickým příkladem je trh nemovitostí v dané lokalitě. Toto aktivum je relativně homogenní, trh je likvidní a je známa očekávaná výnosnost z investic v této oblasti, takže zkušený odborník může odhadnout standardizovanou rovnovážnou cenu „běžné" transakce. Jak uvádí přímo standardy: „Vlastnická práva (pozn. *real property*) se odlišují od většiny statků a služeb relativně delším obdobím, které je nutné pro umístění relativně méně likvidní komodity na trhu tak, aby bylo možné dosáhnout cenu reprezentující tržní hodnotu. Tato charakteristická delší časová expozice, absence ‚spotového trhu' (trh, kde jsou komodity dostupné k okamžitému prodeji) a povaha a diverzita aktiv i trhů aktiv dává vzniknout potřebě profesionálních oceňovatelů (pozn. *Professional Valuers*) a oceňovacích standardů (pozn. *Valuation Standards*)." (IVS, 2007, s. 28) Z této citace vyplývá, pro jaké typy aktiv je tržní hodnota primární odhadovanou kategorií hodnoty.

Další podstatnou podmínkou aplikace kategorie tržní hodnoty je podmínka nejvyššího a nejlepšího využití (*Highest and Best Use*). Skrývá se za ním předpoklad, že trh funguje v ekonomickém slova smyslu efektivně, tudíž že soutěžní proces vede k maximálnímu využití omezených vzácných zdrojů. Definice je následující: „…nejpravděpodobnější využití aktiva, které je fyzicky možné, přiměřeně zdůvodněné, právně přípustné, finančně proveditelné a jehož

64 Pozor na možné nedorozumění: objektivní ocenění není to samé, co objektivní hodnota. V tomto smyslu Standardy chápou objektivnost ve smyslu transparentnosti, opakovatelnosti a metodické správnosti provedeného ocenění. Objektivní hodnota je pojem klasické politické ekonomie a s oceňováním aktiv nemá nic společného. Některými oceňovateli užívaný pojem „objektivní tržní hodnota" je zavádějící a matoucí. Objektivnost ve smyslu nezpochybnitelnosti a všeobecné správnosti není vlastností tržní hodnoty (Mařík, Krabec, 2006).

výsledkem je nejvyšší hodnota oceňovaného aktiva…“ (tamtéž, s. 28) V praktických oceněních podmínka nejvyššího a nejlepšího využití naráží na problém subjektivního posouzení ze strany oceňovatele, protože ne vždy je toto možné jednoznačně určit a podpořit objektivizující argumentací na základě tržních dat.

Standardy hovoří primárně o nejvyšším a nejlepším využití nemovitostí (půdy – *land*). Finanční užitek je možné na základě znalostí nemovitostního trhu relativně spolehlivě posoudit. Jedná se o způsob využití nemovitostí a možnosti jejich komerčního rozvoje (vyžadujících vynaložení dodatečných nákladů, například demolice budov a výstavba nových, rekultivace pozemků a jejich další využití apod.). Odborník musí posoudit možnosti tohoto rozvoje a využití ve smyslu fyzické proveditelnosti, právní přípustnosti a finanční proveditelnosti. Zatímco u nemovitostí je možno relativně spolehlivě na základě zkušeností a odborných znalostí tyto scénáře a jejich ekonomickou výhodnost, a tudíž nejvyšší a nejlepší využití modelovat a dobrat se takto relativně spolehlivého odhadu podpořeného tržními daty, u podniku a hromadných aktiv obecně vzniká zásadní problém. Objektivizující data ze srovnatelných transakcí nejsou z důvodu jedinečnosti hromadného aktiva k dispozici a finanční výkonnost výrazně závisí na podnikatelské strategii a dynamice konkurenčního prostředí. Posouzení je tedy možné především jen ve smyslu subjektivního názoru oceňovatele (bez ohledu na to, jakými modely a výpočty je budoucnost modelována). „Koncept nejvyššího a nejlepšího využití je fundamentální a integrální součástí odhadu tržních hodnot.“ (IVS, 2007, s. 29)

Problém může představovat rovněž posouzení, jestli je relevantní trh aktiva koordinován na soutěžním základě, vykazuje-li tedy, v dikci Standardů, určitý „stupeň soutěže“. V praxi tomu tak často být nemusí, zejména tehdy, vyplatí-li se tvůrcům trhu díky jejich tržní síle a nákladové struktuře odvětví chovat se strategicky. O nebezpečích omezení soutěže a vyřazení funkce cenového mechanismu byla řeč v teoretických kapitolách věnovaných trhu. Vyřazení cenového mechanismu má pro ocenění tyto důsledky:

- ceny již neplní svoji signální úlohu, a nemohou tedy sloužit jako základ pro efektivní alokaci ekonomických zdrojů;
- tržní ceny nesoutěžního trhu nemohou aspirovat na roli objektivizujícího kritéria, využívaného jako základního východiska pro stanovení tržní hodnoty;
- ceny nevyjadřující relativní vzácnost obchodovaných aktiv nemohou vypovídat ani nic o nejvyšším a nejlepším využití těchto statků.

Užitek (*Utility*) oceňovaného aktiva je základním kritériem ocenění: „…činnosti zapojené v procesu ocenění mají za společný cíl definování a kvantifikaci stupně užitku či užitečnosti oceňovaného aktiva.“ (IVS, 2007, s. 29) To však neznamená, že je oceňovatel schopen odvodit subjektivní užitkové funkce tvůrců trhu. To by bylo samozřejmě neproveditelné, a proto mimo jiné musí činit neoklasická ekonomie striktní předpoklady ohledně trhu a jeho účastníků. „Užitek je relativním či komparativním pojmem spíše než absolutní podmínkou. Například užitek zemědělské půdy je zpravidla měřitelný její produkční kapacitou. Její hodnota je funkcí množství a kvality produkce, kterou vyprodukuje tato půda v zemědělském slova smyslu, nebo kvality a množství staveb nutných pro zemědělské využití. Pokud však má půda rozvojový potenciál, její produktivita bude měřena její schopností zajistit rezidenční, komerční, průmyslové nebo kombinované využití. V konečném důsledku je hodnota půdy vytvářena ohodnocením jejího užitku při zohlednění právních, fyzických, funkčních, ekonomických a přírodních faktorů řídících její produktivní kapacitu.“ (IVS, 2007, s. 29–30)

Takto pojímaný užitek má jisté důsledky pro veškerá ocenění prováděná podle IVS. IVS

skrývají implicitní předpoklad o invariantnosti užitku, kritériem by měly být pravděpodobně v průměru a s ohledem na „tržní podmínky“ po dobu životnosti aktiva očekávané peněžní toky plynoucí z vlastnictví tohoto aktiva při respektování předpokladu ohledně *highest and best use*, diskontované vůči peněžním tokům symetrickým diskontním faktorem k datu ocenění. Je nutno odlišovat užitek plynoucí z použití aktiva jako takového a použití tohoto aktiva v rámci souborů dalších aktiv. Standardy nepožadují po oceňovateli vymýšlet strukturu hypotetické tržní transakce a složitými postupy se dobírat výsledného ocenění jako rovnovážné ceny (z teoretického hlediska hledání řešení jisté formy walrasiánské soustavy rovnic, avšak v reálné dynamické ekonomice). Oceňovatel plní úlohu o něco méně ambiciózní, avšak nikoliv snadnou. Na základě svých znalostí tržních podmínek a uvážení stávající situace na daném relevantním trhu vyvozuje na základě dostupných, zveřejněných dat o minulých transakcích, jak by účastníci trhu s největší pravděpodobností a podle očekávatelných zvyklostí a pravidel naložili s jim dostupnými informacemi.

„Pokud jsou normální tržní podmínky narušeny nebo uspány nebo tam, kde tržní nerovnováhy nabídky a poptávky vedou k tržním cenám neshodujících se s definicí tržní hodnoty, může oceňovatel čelit složitému oceňovacímu problému.“ (tamtéž, s. 31) V dikci Standardů má oceňovatel při nízké použitelnosti tržních dat spoléhat spíše na svoji profesionální ostražitost, zkušenost a úsudek. Toto je další silný argument proti automatické, často apriorní volbě kategorie tržní hodnoty při praktických oceněních v naší zemi. Pokud není k dispozici likvidní soutěžní trh s oceňovaným aktivem, není ocenění tržní hodnotou na místě. I když trh oceňovaného aktiva existuje, stejně je nutné být nanejvýše obezřetný, aby byly splněny příslušné definiční podmínky.

17. Vztah tržní hodnoty dle IVS a Fair Value dle IFRS

Přes jinak širokou kompatibilitu existuje rozdíl v definičním vymezení a pojímání pojmů *Market Value* v rámci oceňovací disciplíny a *Fair Value* v rámci pravidel finančního výkaznictví. *Fair Value*, do češtiny překládaná jako „reálná hodnota" (viz Kovanicová, 2005 v této publikaci je ponechán anglický název), je podstatně, nesrovnatelně širší či jinak řečeno méně přísný pohled na hodnotu, ve srovnání s hodnotou tržní. Na tuto skutečnost upozorňuje i Kovanicová (tamtéž), když zdůrazňuje potřebu existence přítomnosti likvidního trhu pro možnost ocenění tržní hodnotou. Podle IAS/IFRS se jedná v případě reálné hodnoty o: „…částku, za niž by mohlo být aktivum nakoupeno/směněno nebo za niž by mohl být závazek vyrovnán při běžné transakci (za obvyklých podmínek) mezi znalými a ochotnými partnery, tj. při transakci, která není z přinucení ani likvidačním prodejem." (překlad převzat z Kovanicová, 2005, s. 105) Můžeme shrnout, že účetní reálná hodnota zobrazovaná ve finančních výkazech může být tržní i netržní kategorií hodnoty ve smyslu IVS. Tržní hodnota dle IVS bude vždy reálnou hodnotou ve smyslu IAS/IFRS. Kovanicová (tamtéž) navrhuje pro ocenění reálnou hodnotou v případech, kdy likvidní trh, a to ani se srovnatelným aktivem, není k dispozici, použít jako náhražku ocenění vycházející z finančních metod a nástrojů. Pro odhad reálné hodnoty může být tento způsob substitučního odhadu dostatečný (tzv. mark-to-model), pro odhad hodnoty tržní až na některé specifické výjimky nikoliv. Předseda IVSC John Edge v komunikační listině *Global Valuation Issues* ze září 2004 uvádí, že pro odhad *Fair Value*, není-li možno odhadnout přímo preferovanou hodnotu tržní, lze také využít výnosového ocenění nebo ocenění založeného na nákladech obnovy upravených o opotřebení (*depreciated replacement cost approach*).

Pro úplnost uveďme, že mezinárodní standardizace účetního výkaznictví (www.fasb.org) vychází z jisté hierarchie možné kvality odhadu *Fair Value*. Hlavní úprava je obsažena v SFAS č. 157 s názvem *Fair Value Measurements* ze září 2006. Je vyžadováno zveřejnění jak odhadnuté kvality, tak způsobu odvození vstupních parametrů k datu ocenění (SFAS 157, par. 32 a 33):

- odhady prvního řádu (*Level 1 Estimates*) vycházejí z cenových kotací identických aktiv či závazků na funkčních referenčních trzích[65], s tím, že: „Oceňovací techniky používané pro měření *Fair Value* by měly maximalizovat užití pozorovatelných vstupů a minimalizovat užití nepozorovatelných vstupů," (SFAS 157, par. 21);
- odhady druhého řádu (*Level 2 Estimates*) vycházejí z cenových kotací podobných aktiv nebo závazků na funkčních referenčních trzích, přiměřeně upravených o rozdíly; pro odhad druhého řádu musejí být tyto cenové rozdíly objektivně určitelné;
- v ostatních případech přichází na řadu odhady třetího řádu (*Level 3 Estimates*), kde se nabízí k použití množství oceňovacích metod podle toho, jaká vstupní data jsou k dispozici. V případě ocenění nekotovaného podniku v České republice se bude jednat o odhad této úrovně *Fair Value*, vstupy třetí úrovně jsou nepozorovatelné a generované samotnou entitou (SFAS 157, par. A25).

65 Příkladem mohou být trhy jako New York Stock Exchange, Nasdaq, elektronické platformy, čili trhy aktiv, kde ceny jsou sjednávány nezávisle a bez další zprostředkující úrovně.

18. Metody ocenění dle IVS

Metody ocenění (*valuation approaches*) chápou Standardy jako všeobecně uznávané analytické metodologie. Dodržet je potřeba základní maximu kategorie tržní hodnoty, že odhad musí vycházet z tržních dat (buď přímo z trhu oceňovaného aktiva, nebo z dat odvozených z trhů srovnatelných aktiv na principu substituce, tzn. aktiv shodného relevantního trhu vymezeného z hlediska funkce). Oceňovatel může použít pro ocenění jedné či více takovýchto metod. Ocenění tržní hodnotou vychází z principu substituce a soutěží dosahované rovnováhy: „…opatrný spotřebitel by nezaplatil více za zboží či služby než náklady na pořízení substitutu při abstrahování od vlivů času, rizika nebo komplikací. Nejnižší náklady na získání substitutu nebo originálu směřuje k ustavení tržní hodnoty.“ (IVS, 2007, s. 32) Na místě je metodologická poznámka: při ocenění podniku není, podle našeho názoru vyvozeného z teoretických exkurzů obsažených v předcházejících kapitolách, možno nazvat tržní hodnotou při ocenění podniku částku, která je odvozena na základě jistým způsobem zprostředkovaných tržních dat, dotýkajících se finančních parametrů tohoto podniku (vývoj relevantních odbytových trhů, odvození diskontní míry přes model CAPM a podobně). Tržní hodnota by měla v tomto případě vycházet z tržních dat o uskutečněných obchodech se srovnatelnými podniky v daném místě a čase, aby bylo možno zohlednit skutečné preference skutečných tvůrců trhu. Postup využívající zprostředkujících finančních parametrů může mít svoji logiku a vést ke kvalitním odhadům tržní hodnoty podniků v případě velkého, transparentního a institucionálně homogenního trhu, což bude případem USA, a to ještě jen pro některá odvětví. V kontinentální Evropě a v naší zemi především bohužel soutěžní trh se srovnatelnými ani substitučními aktivy ve formě vlastnických práv na podniku (společnosti) definovat nemůžeme a inspirace v datech o minoritních akciích převzatých z USA či jiných zemí je nedostatečnou náhražkou vlivem zcela nekompatibilního hospodářského řádu (v nejširším pojetí), koordinujícího hospodářský proces. Je třeba zdůraznit, že tržní pohled a tržní metody ocenění (tj. metody zohledňující realitu, a nikoliv jen cenovou vyhlášku či předpis) jsou při oceňování v tržní ekonomice samozřejmostí. Obecně však nelze tvrdit, že výsledkem tržního ocenění musí nutně být kategorie tržní hodnoty v souladu s IVS.

Prvním souborem metod ocenění jsou metody srovnatelných transakcí (*Sales Comparison Approach*). Jedná se o ocenění na základě již proběhlých transakcí se srovnatelnými či substitučními aktivy na trhu. Standardy připouštějí rovněž využití kotací a nabídek (tamtéž, s. 32).

Druhým souborem metod je kapitalizace příjmů (*Income Capitalisation Approach*). Známým problémem tohoto souboru metod je, že jejich správným a konzistentním použitím sice dospějeme k opakovatelné a smysluplné částce, avšak takto stanovená hodnota nemusí vždy odrážet skutečnou situaci na trhu oceňovaného aktiva. Peněžní jednotka není invariantním měřítkem hodnoty vinou nemožnosti interpersonálního porovnání užitku, a tudíž není možné obecně považovat nakupované očekávané budoucí volné peněžní toky za substituty srovnatelných volných peněžních toků u společnosti se shodným rizikovým profilem. Užitkové funkce investorů investujících do podílů na prodávaných společnostech budou zpravidla zahrnovat více proměnných než jen nominální výši peněžních toků a jim příslušející diskontní sazbu. Samozřejmě je možno si představit tržní situaci, kdy výnosová hodnota bude zároveň i vhodnou aproximací hodnoty tržní. Obecně to nicméně předpokládat nelze, tržní ceny ani tržní kurzy se nemusejí tvořit na principu modelových úvah. Proto také zastřešující cíl finančního řízení podniku

v konceptech *Shareholder Value* a podnikových financích vůbec, kterým je maximalizace tržní hodnoty podniku (Marek, 2006, Valach, 2005), je nutno chápat tak, že tato doporučení vedou k rozhodnutím vedoucím k maximalizaci volných peněžních toků zatížených minimálním možným rizikem; jde tedy o maximalizaci výnosové (kapitálové) hodnoty. Do maximální tržní kapitalizace, či přesněji formulováno tržní kapitalizace odpovídající současné hodnotě volného cash flow z podniku ve srovnání s alternativní investicí s identickým rizikovým profilem, se ale opatření managementu promítnou tehdy a jen tehdy, funguje-li kapitálový trh dokonale (nebo aspoň dostatečně efektivně), tedy zároveň splňuje veškeré definiční podmínky dokonalosti (viz výše v podrobnostech). V realitě může tržní kapitalizace, odvozená navíc z kurzu jedné akcie, bez zohlednění aspektů souvisejících s prémiemi a diskonty (k tomu Jetmarová, 2006), hodnotu podniku maximalizovanou v podnikohospodářském smyslu buď výrazně překračovat, nebo naopak podhodnocovat. Význam výnosového ocenění není tedy možno přeceňovat, jedná se o pouhou indikaci hodnoty podniku, a to navíc jen pro subjekt, který zadává do modelu výnosového ocenění příslušné parametry. Bez dostupnosti dostatečně kvalitních tržních dat o cenách srovnatelných aktiv není možno výsledek výnosového ocenění označit ani za aproximaci tržní hodnoty (je-li navíc vůbec u tohoto typu aktiva v daném místě a čase odhadnutelná).

Na tomto pojetí hodnoty je založen přístup založený na nákladech (*Cost Approach*). Místo koupě aktiva je možno pořídit repliku nebo substitut poskytující srovnatelné užitky. Nákladový přístup opět není možno obecně použít pro odhad tržní hodnoty samostatně. Má sice důležitou informační hodnotu, protože může posloužit jako rozhodovací kritérium pro to, jestli aktivum či podnik vytvořit nebo koupit, svébytný význam nicméně nemá.

Určitou výjimku tvoří v tomto ohledu trh nemovitostí. Standardy v implementační směrnici GN 1 věnované ocenění nemovitého majetku připouštějí, že za určitých okolností může být provedené výnosové ocenění nemovitosti blízké ocenění založenému na tržním porovnání. Explicitně však zdůrazňují, že očekávané výnosy musejí být v případě odhadu tržní hodnoty determinovány přímo trhem. Jedná se ale o relevantní trh přímo příslušející oceňovanému aktivu, který zároveň musí vykazovat příslušné vlastnosti trhu postulovaného vymezením tržní hodnoty. Je značný rozdíl v tom, když je volné cash flow odvozeno z tržních dat likvidního nemovitostního trhu, kde nájemné za metr čtvereční vychází ze souhry nabídky a poptávky homogenního aktiva, kterým jsou srovnatelné pronajatelé prostory v místě a čase, oproti ocenění podniku, kde cash flow je odvozeno také podle tržních dat, ale tato data se nevztahují k podniku samotnému a jeho specifikům, nýbrž k trhům, na nichž podnik prodává své výkony. Jejich povaha je samozřejmě jiná, nejedná se o stejné relevantní trhy ani o stejný článek hodnotového produkčního řetězce odvětví.

Metody založené na srovnatelných podnicích vykazují do jisté míry podobnost s trhem nemovitostí, ale spíše jen v případech, kdy poskytované výkony jsou relativně jednoduché nebo v jistém smyslu rutinní (kadeřnictví, standardizované hotelové služby, lékařské praxe bez zvláštní specializace a positioningu apod.). Tehdy totiž může být splněna podmínka kladená navíc Standardy na aplikaci výnosových oceňovacích metod, kterou je, že oceňované aktivum je provozováno rozumně výkonným provozovatelem nebo průměrně kompetentním managementem (2005, s. 164). Je zřejmé, že u homogenních nemovitostí, jako jsou kancelářské prostory či sklady, jsou podmínky podnikání dané a neexistuje mnoho možností, jak se odchýlit od standardizovaných tržních podmínek, zvyklostí a pravidel. U podniků, tedy aktiv jedinečné povahy, se prostor pro manažerské řízení podstatně rozšiřuje. Se stejným investovaným kapitálem je možno dosáhnout výrazně odlišné výkonnosti podle volby vhodné strategie a efektivnosti manažerského řízení. Na příklady nemusíme poukazovat.

U nemovitostí či homogenních podniků obchodovaných na transparentních a otevřených

soutěžních trzích za daných, obvyklých a neměnících se podmínek, se tedy bude výnosové ocenění blížit ceně běžně dosahované při prodeji srovnatelných aktiv. Pokud tomu tak nebude, je to známkou buď podprůměrného či nadprůměrného řízení, nebo specifických vlastností oceňovaného aktiva. Standardy uvádějí, že i v případě výnosového ocenění nemovitostí je nutno taková specifika zohlednit.

Další důležitou nesnází, na kterou není možné zapomenout, je fakt, že některé z tržních obchodů, i když jsou zveřejněné, se uskuteční za specifických okolností a oceňovatel je povinen tato tržní data mající formu odlehlých pozorování, vynechat či zařadit s nižší vahou, aby nedocházelo k vychýlením, a tedy chybnosti prováděných odhadů. Analogicky je možno tuto úvahu zobecnit i na pozorování pocházející z dávnější minulosti. V případě dostatečné likvidity trhu jsou však k dispozici stále aktuální data zobrazující stav nabídky a poptávky trhu, jež v sobě zahrnuje vlivy přísunu nových, velmi široce chápaných informací.

Ačkoliv je v oceňovatelské praxi často přeceňován význam exaktních metod ve financích, Standardy uvádějí tento nebezpečný vliv v případě výnosového ocenění na pravou míru: „Přesto matematická preciznost metod využívaných v tomto přístupu nesmí být nesprávně chápána jako indikace přesnosti výsledků.“ (IVS, 2005, s. 163) Důležité jsou kromě kvantitativních aspektů i přímo neměřitelné kvalitativní vlivy.

Značný rozdíl při ocenění homogenních a jedinečných aktiv představuje také možnost použití nákladových metod ocenění pro odhad tržní hodnoty. Vypovídací schopnost ocenění založeného na historických nákladech nebo na nákladových kalkulacích ve smyslu odhadu množství peněz nutných pro replikaci oceňovaného aktiva (*new replacement value*) je opět podmíněna možností ověřit výši kalkulované částky na dostatečně likvidním soutěžním trhu srovnatelných aktiv. U nemovitostí, jejichž hodnota je dána tržně determinovanou mírou výnosnosti (výší periodicky získávaného nájemného a požadované tržně determinované míry výnosu), je možno využít nákladových kalkulací pro odhad maximální částky, kterou by bylo smysluplné za nabízenou nemovitost zaplatit při koupi (její tržní hodnota), ve srovnání s jejím znovu vybudováním na stejně vhodném místě, případně sníženou o míru opotřebení a očištěnou o časovou hodnotu peněz. Bez možnosti ověření výsledku na aktuálních tržních datech není možno zjistit, jestli je takto provedený nákladový odhad alespoň aproximací tržní hodnoty.

U podniků substanční hodnota samostatný význam pro odhad jejich tržní hodnoty nemá, opět musí být ověřena metodami tržními. V případě podniků je tedy metodou srovnávací s vědomím toho, jak omezená je její použitelnost ze standardních okolností v naší zemi. Jak uvádí Standardy: „Kde jsou k dispozici dostatečná tržní data podporující ocenění, je odvozována tržní hodnota. Za jiných okolností, jsou-li tržní data nedostatečná nebo pokud se vychází ze zvláštního zadání, výsledkem bude netržní kategorie hodnoty… Pojmy trh a trhy implikují aktiva, kupující, prodávající a určitý stupeň soutěže. Pokud aktivum vybrané pro srovnání není nebo nemůže být zapojeno do soutěže na stejném trhu jako aktivum oceňované, je pravděpodobné, že srovnatelné aktivum náleží jinému trhu.“ (tamtéž, s. 165–166, kurziva v originále). Pokud bychom měli použít *redutia ad absurdum* při obhajobě výnosového ocenění u jedinečných podniků, které někteří odhadci používají pro odhad kategorie tržní hodnoty na základě argumentu, že tržby, a tedy i volné cash flow či čistý výnos vycházejí z „tržních dat“, museli bychom v souladu s tímto ustanovením Standardů přijmout předpoklad, že podnik vyrábějící automobily je předmětem obchodu na trhu automobilů. Tak tomu pochopitelně není. Jiná je situace, kdy existuje více automobilek, jejichž akcie jsou kotované na jednom kapitálovém trhu; existuje tedy široká nabídka majetkových cenných papírů homogenní povahy. Protože se vztahují k jedné branži a jsou ovlivňovány přibližně shodnými faktory a strana poptávky může projevovat svá očekávání, můžeme při ocenění určité automobilky využívat parametrů

skutečně vycházejících z tržních dat, jakými jsou například očekávaná dividendová výnosnost. To je mimo jiné také jeden z důvodů, proč se výnosové metody ocenění a metody ocenění založené na srovnatelných transakcích (metody tržních multiplikátorů) zakládají na stejné úvaze tvorby hodnoty a na fungujícím a informačně i operačně efektivním kapitálovém trhu by měly poskytovat srovnatelné výsledky. Na závěr této úvahy je důležité říci, že v podmínkách České republiky je možnost objektivizace výnosového ocenění tržními daty značně omezená. Srovnatelné podniky na stejném relevantním trhu k dispozici nebudou.

To nás vede k zamyšlení nad tím, do jaké míry je možno pro ocenění podniků tržní hodnotou v naší zemi využívat dat pocházejících ze zahraničních kapitálových trhů, kde je možno čerpat údaje z uskutečněných obchodů s podniky operujícími ve stejné branži. Klíč k odpovědi na tuto ryze praktickou otázku leží v konceptu relevantního trhu, který Standardy vymezují v rámci kategorie tržní hodnoty. Na oceňované aktivum ve formě obchodního podílu české kapitálové společnosti by se muselo nahlížet jako na substitut z pohledu poptávkové strany trhu ve srovnání s likvidními akciemi kotovanými na některém ze světových kapitálových trhů. Je tomu ale skutečně tak? Platí podmínka, že soukromá česká společnost soutěží na trhu s akciemi kotovaných světových společností, byť relevantní trhy, na kterých se prodává produkce těchto společností, mohou být stejné? Určitě ne. Relevantní trh oceňovaného aktiva není relevantním trhem srovnatelných společností. Je důležité si uvědomit, že relevantní trh je chápán v ekonomickém slova smyslu v souladu s výše uvedenými teoretickými fundacemi. Nelze obecně tvrdit, že relevantní trh je možno z pohledu preferencí a z pohledu soutěžního procesu vymezit institucionálně, například jako zákonně reglementovaný trh burzovní.

Z pohledu definice tržní hodnoty v rámci Standardů tedy existují možnosti substitučního odhadu této kategorie hodnoty aplikacemi metod výnosového a částečně i nákladového ocenění. Vždy je ovšem bezpodmínečně nutná přítomnost v ekonomickém slova smyslu chápaného relevantního trhu, kde hlavní faktory „relevance" jsou spotřebitelské preference – viz *Bedarfsmarktkoncept* H. Arndta či koncepty substituční mezery J. Robinsonové, koordinovaného na principu soutěže. Až data z takto kontinuálně uskutečňovaných tržních transakcí se srovnatelnými aktivy stojícími v reálném soutěžním postavení mohou legitimizovat a objektivizovat výsledky alternativních metod. V případě nemovitostního trhu je možno výnosy odvodit z trhu, u podniků je situace podstatně složitější. Proto ani odhady tržní hodnoty podniků v České republice nemají velký význam. Dále v textu se budeme zabývat kategoriemi hodnoty, které oceňovatel má odhadovat či ve skutečnosti odhaduje, ale dopouští se metodické chyby tím, že výsledku neoprávněně propůjčuje obsah hodnoty tržní. Zapomínat není možno ani na datum, ke kterému ocenění platí, neboť ani relevantní trh oceňovaného aktiva nefunguje ve vakuu.

18.1 Code of Conduct

Tato část Standardů se zabývá obecnými pravidly, podle nichž by měla fungovat činnost oceňovatelů, jejichž výstupy mají být v souladu se Standardy. Ačkoliv jsou Standardy nezávaznými pravidly, oceňovatel se může rozhodnout pro jejich použití nebo může vyvozovat jejich použití již ze zadání ocenění. Na Standardy je v některých zemích pohlíženo jako na oficiální úpravu oceňovatelské profese a nabývají takto důležité funkce podzákonných pravidel, plnících v jistém smyslu úlohu rozšíření a zpřesnění zákonných předpisů s vyšší mírou obecnosti. Samy Standardy říkají, že jejich role není jiná než být „komplementární k pravidlům, *by-laws* a regulacím

národních společností a organizací kontrolujících nebo monitorujících činnost oceňovatelů“ (2007, s. 37).

Předpoklady (*Assumptions*) jsou domněnky, které jsou považovány za pravdivé. Nemusí být však možné nebo smysluplné, především s ohledem na časovou a finanční nákladnost, je ověřovat. IVS vyžadují jen, aby předpoklady byly rozumné (*reasonable*). Jak je možné „rozumnost“ chápat? Zde je na místě sáhnout do rezervoáru teoreticko-ekonomického ukotvení disciplíny oceňování. Je na diskreci oceňovatele, jestli se přikloní k podrobným rešerším tržních podmínek a analýzy stran nabídky a poptávky proto, aby bylo možno na základě těchto zjištění zdůvodnit správnost použití kategorie tržní hodnoty, nebo jestli za daných okolností zvolí jinou přiměřenou kategorii hodnoty.

Dále Standardy definují termín oceňovatele (přesný překlad tedy hodnotitel – *Valuer*) a podmínky, které oceňovatel musí a má splňovat pro to, aby ocenění bylo možno označit za zpracované podle Mezinárodních oceňovacích standardů. Definována jsou pravidla profesionální etiky oceňovatele, jako jsou poctivost, konflikt zájmů, důvěrnost, nestrannost. Následují kritéria profesionálních schopností oceňovatele, upřesňující význam přijímání instrukcí, spolupráce s třetí osobou, efektivity a opatrnosti. Upravena jsou i pravidla zveřejňování informací v textu zpracovaného ocenění, včetně minimálního penza informací, které musí obsahovat každé ocenění.

18.2 Typy aktiv

Typy aktiv jsou v rámci Standardů rozčleněny z ryze praktických důvodů do čtyř kategorií:

1. ***Real Property*** definují Standardy jako zainteresovanost, jedná se tedy o ryze formálně-právní pojetí ve smyslu souboru různých druhů práv, na fyzicky existujícím nemovitém majetku (*real estate*), formálně zdokumentované právní listinou či nájemní smlouvou. Ve vztahu k tržní hodnotě nemovitosti Standardy uvádějí další zpřesňující komentář, který doplňuje tyto kategorie hodnoty a pomáhá k jejich lepšímu pochopení: „U trhů v krizovém období vyznačujících se slabou poptávkou, nadměrnou nabídkou a řídkými transakcemi může být složité podpořit odhady tržní hodnoty podle aktuálních či minulých tržních dat. Za takových okolností se může zájem účastníků trhu zaměřit na jiné indikátory hodnoty majetku nebo výkonnosti.“ (tamtéž, s. 53) Na základě toho je možno opět vyvozovat, že neexistuje-li dostatečně likvidní a dostatečně soutěžní trh oceňovaného aktiva, nemůže být podle Standardů o odhadu tržní hodnoty řeč.
2. ***Personal Property*** označuje všechna aktiva, která nejsou *real estate*, a to hmotná (věci movité) i nehmotná. V tomto vymezení je obtížné hledat přesný ekvivalent v češtině.
3. ***Businesses*** jsou všechny komerční, průmyslové, servisní či investiční entity vykonávající ekonomickou aktivitu. Nejbližším českým výrazem je „podnik“. Právní forma může mít podobu jak osobní tak i kapitálové společnosti či družstva.

   Kategorie hodnoty závisí samozřejmě i u podniků primárně na účelu ocenění a sekundárně na možnosti zvolenou kategorii hodnoty vůbec určit. Pro účely finančního výkaznictví je nejčastěji požadováno ocenění reálnou hodnotou (*Fair Value*), která ne vždy odpovídá přísnější definici hodnoty tržní. Oceňovatel je povinen výsledek jednoznačně interpretovat a vyjádřit se ke vztahu *Fair Value*, tržní hodnoty a hodnoty užití. Standardy, vědomy si obtížnosti kvantifikace tržní hodnoty, explicitně uvádějí: „Ocenění trvale pokračujících podniků

(definovaných v Typech aktiv, odst. 4.1) jsou obvykle založeny na hodnotě užití.“ (tamtéž, s. 58, závorka v originále, hodnota užití označena jako *Value in Use*, obecně se nejedná o synonymum s *Value in Use* dle IAS 36)

Pro ocenění podniků se používá opět všech tří základních oceňovacích metod. Užívá-li se metod tržního porovnání (*sales comparison approach*), kritéria srovnatelnosti jsou přísná: aktuální data za tržní transakce musejí pocházet z otevřeného trhu, srovnatelné podniky by měly být ze stejného odvětví a podléhat vlivům stejných ekonomických proměnných. Typickými zdroji těchto tržních dat jsou údaje z akvizičních trhů, kde jsou prodávány podniky jako celek a veřejné akciové trhy, kde se obchodují vlastnická práva na srovnatelných podnicích. V případě možného použití kapitalizačního přístupu Standardy kategorii hodnoty vůbec nezmiňují a u ocenění založeného na majetku, vykazovaného v tržních hodnotách, uvádějí, že tato metoda je použitelná při ocenění *going concern* jen společně s metodami ostatními.

4. Posledním rozeznávaným typem aktiv jsou ***Financial Interests***, tedy v české právní terminologii finanční nástroje, jejichž vlastnictví obecně neznamená současné vlastnictví podkladového aktiva. Jedná se o nehmotná aktiva ve smyslu práv, účetní vymezení je předmětem úpravy v rámci standardu IAS 32. Mezi ně patří práva na výnosy a ztráty z různých forem obchodního partnerství (rovné obchodní partnerství, omezené partnerství, kdy za závazky ručí jen aktivní management projektu a ostatní partneři ručí jen do výše svých poskytnutých investic, joint venture, syndikát), z různých typů opčních práv a cenných papírů (podílové listy, hypoteční zástavní listy apod.).

19. Úvod do IVS 1, 2 a 3

19.1 Tržní a jiné než tržní kategorie hodnoty

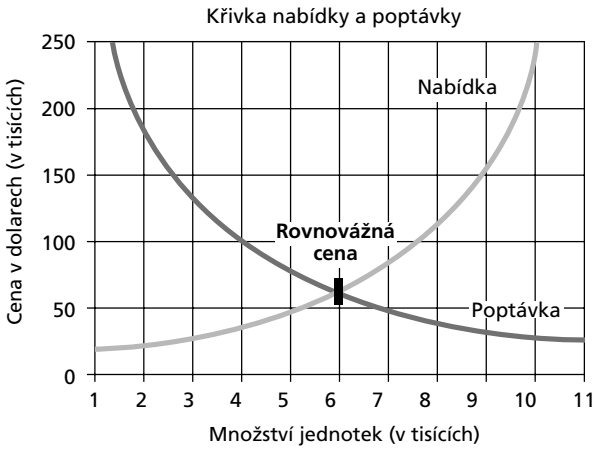
Podle Standardů je hodnota vytvářena a udržována spolupůsobením čtyř faktorů spojených s každým produktem, službou nebo komoditou – užitkem, vzácností, potřebou a kupní silou (tamtéž, s. 67). Zde se opět vracíme k možnému nebezpečí vzniku dichotomie v terminologii. Mají Standardy na mysli, že hodnota je vlastností každého statku, a proto je určitelná? V případě tržní hodnoty tomu tak určitě není. Standardy rozlišují faktory na straně nabídky a na straně poptávky. Nabídka je ovlivněna užitkem a potřebou přisuzovanými statku, dostupnost tohoto statku je ovlivněna jeho vzácností a kupní silou potenciálních zákazníků. Poptávka je rovněž vytvářena užitkem statku ovlivněným jeho vzácností a potřebností a omezována limitovanou kupní silou. „Funkce ekonomického principu nabídky a poptávky odráží interakci těchto čtyřech hodnotových faktorů." (tamtéž, s. 67) U mnoha aktiv toto ex ante, tedy před uskutečněním transakce, nebude možné. Není ani pravděpodobné, že by Standardy považovaly užitek za „trhem daný", a tedy invariantní. Rovnovážná tržní cena likvidního a soutěžního trhu je výslednicí užitkových funkcí tržních aktérů, nejen z pohledu užitku aktiva, ale rovněž ve smyslu způsobu alokace disponibilního důchodu tvůrců trhu. Tržní hodnota statku musí být verifikována funkčním trhem. Vydávat výsledek výnosového ocenění za tržní hodnotu podniku bez toho, aniž by byl výsledek alespoň rámcově testován srovnatelnými transakcemi soutěžního trhu, není v souladu s IVS.

19.2 Trhy

„Trh je prostředí, ve kterém jsou obchodovány zboží, služby a komodity mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Koncept trhu implikuje schopnost kupujících a prodávajících uskutečňovat své činnosti bez omezení." (tamtéž, s. 74).

Zastavme se blíže u tohoto důležitého tvrzení. Trh je mechanismus regulovaný právě pravidly omezujícími a vylučujícími určité způsoby jednání. Právě omezení a obecně daná pravidla umožňují tržnímu mechanismu vůbec fungovat. Svoboda je možná jen v rámci pravidel, která tržním aktérům umožňují formovat očekávání (Eucken, 1990, Hayek, 1994). Standardy zde mají ale na mysli něco jiného. Mohou-li prodávající a kupující na trhu „uskutečňovat své činnosti bez omezení", musejí být obchodovaná aktiva natolik homogenní, aby byly tržní transakce opakovatelné. Výše byla již věnována pozornost likvidnosti trhu oceňovaného aktiva. Tržní hodnota má smysl tehdy a jen tehdy, existuje-li možnost prodat či koupit si za daných pravidel předmětné aktivum.

Tento pohled do značné míry vychází z typického neoklasického pojetí relevantního trhu statku, který je z pohledu preferencí normálním statkem (od Giffenových statků je abstrahováno). Nabídku Standardy definují jako „množství aktiv, které je dostupné na prodej nebo k pronajmutí za různé ceny na daném trhu během daného časového období za předpokladu, že se nemění náklady práce a náklady výroby" (tamtéž, s. 67). Poptávka je definována opět ve statickém smyslu. „Poptávku vytváří počet možných kupujících nebo nájemců určitého typu aktiva



Obrázek 2: *Relevantní trh aktiva v rámci definice tržní hodnoty (IVSC, 2007, s. 68), upraveno*

za různé ceny na daném trhu během daného časového období za předpokladu, že se nemění ostatní faktory, jako je populace, příjem, budoucí ceny a spotřebitelské preference.“ (tamtéž, s. 67) Tato definice se může jevit jako statické pojetí, pro praktické ocenění kategorie tržní hodnoty však neexistuje jiná alternativa. Má-li být tržní hodnota statku věrohodným odhadem rovnovážné tržní ceny, musí být tento odhad nutně založen na předpokladu, že se nemění podmínky, které na trhu tohoto aktiva daly vzniknout realizovaným rovnovážným cenám, které jsou právě východiskem, legitimizací odhadu tržní hodnoty ve smyslu nejpravděpodobnější hypotetické částky.

Úvaha, že podnik je možno ocenit tak, že na jeho vlastnictví nahlížíme jako na právo čerpat užitky (v praxi měřené výší volných peněžních toků), které jsou zatíženy určitým rizikem a jejichž čerpání se uskuteční v budoucnosti, a takto vymezené peněžní toky je tedy možno na základě konceptu arbitráže porovnat s hodnotou srovnatelné investice (podnikem, cenným papírem), pro niž likvidní trh existuje, u nekotovaného středoevropského podniku – věci hromadné –, neobstojí.[66] Tržní hodnota vyžaduje, aby vycházela z veřejně dostupných cen, které byly ustaveny souhrou nabídky a poptávky na soutěžním trhu. Metoda arbitráže by obecně fungovala jako dostatečně dobrý odhad tehdy, pokud by aktiva byla obchodována na dokonalých trzích, a jejich rovnovážné ceny by tedy byly jednoznačně determinované. V praktických oceněních podniku, podle všeho, využití arbitrážního přístupu není pro odhad tržní hodnoty přípustné. Jiná situace může být u likvidní minoritní akcie kotované na kapitálovém trhu, kde stranu nabídky a poptávky vytváří relativně velké množství diverzifikujících investorů. Nejen že srovnatelná aktiva budou předmětem obchodu na jiných relevantních trzích, ale především užitkové funkce skutečných (v dikci Standardů také označované jako „deduktivní procesy“), či dokonce hypotetických investorů do oceňovaného podniku ve skutečnosti nijak do konstituce rovnovážné ceny nezasáhnou.

To je v rozporu s další podmínkou tržní hodnoty a tou je vnímání trhu jako místa, kde vstupuje do hry větší počet individuálních subjektů na straně nabídky i poptávky: „Koncept

66 Avšak je možno v rámci standardu toto předpokládat. Tehdy již není potřeba ověřovat validitu tohoto předpokladu anebo, což je v praxi citlivější, nemusí oceňovatel sám přebírat odpovědnost za validitu tohoto předpokladu.

tržní hodnoty je úzce spjat s kolektivním vnímáním a chováním účastníků trhu.“ (tamtéž, s. 70) „Ocenění vycházející z trhu předpokládají fungující trh, na kterém transakce probíhají bez omezení netržními silami… jsou odvozena z dat specifických pro příslušný trh (trhy) prostřednictvím metod a postupů, které se snaží postihnout deduktivní procesy účastníků těchto trhů.“ (IVS, s. 70) Zde je opět nutný upřesňující komentář s teoretickým exkurzem. Je otázka, jestli je vůbec možné, aby odhadce mohl nějakým způsobem ex ante poznat „deduktivní procesy účastníků“. Předpoklad, že se tvůrci trhu rozhodují na základě nějakého obecného modelu rovnováhy, je čirá spekulace, kterou není možno ověřit. Máme-li na mysli například trh s podniky, bylo by nutné tyto deduktivní procesy opět přesněji a normativně standardizovat, jak to ostatně činní standardy IDW, které veškeré užitky ztotožňují se schopností podniku nahospodařit finanční přebytky, a tedy „hodnota podniku je dána pouze jeho schopností nahospodařit pro své vlastníky volné finanční prostředky“. (IDW, 2.1. – viz níže)

Tyto deduktivní procesy účastníků trhu se projeví až tehdy, když dojde ke střetu nabídky a poptávky (viz statický průnik křivek v obrázku), a dají tak vzniknout rovnovážné tržní ceně. Máme-li zůstat v oblasti pozitivní ekonomické analýzy, bylo by zapotřebí identifikovat a zobecnit určité vzory chování na jednotlivých trzích – na nabídkové i poptávkové straně –, které vedou k formování ceny. Právě o toto vysvětlení se snažili klasikové politické ekonomie, když se v rámci monistické, na faktoru práce založené teorie pokoušeli odvodit přirozenou výši ceny. Výše bylo poukázáno na problémy tohoto přístupu. I když se někteří postkeynesiánci snažili o metodologická vylepšení (Pasinetti, 1986), vedlo to jen k ještě větší míře abstraktnosti teorie. Standardy takto ambiciózní nejsou. Tržní hodnota má svůj význam jen na likvidních soutěžních trzích oceňovaných aktiv. Proto je tak důležité, aby s užíváním pojmu „hodnota“ vždy přicházela i definice její příslušné kategorie. Je samozřejmě možné, že pro individuální účastníky trhu, při neobvyklých tržních podmínkách či jiných odchylkách od stabilizovaného, podle standardních pravidel fungujícího soutěžního trhu bude přijatelná a dosažitelná hodnota, která se s definicí kategorie tržní hodnoty neshoduje. Zde je na místě zdůraznit, že ex post bude takto vzniklá rovnovážná cena také tržní cenou, ovšem s několika podstatnými rozdíly, které ji budou odlišovat od výše vymezené tržní hodnoty ve smyslu IVS:

- relevantní trh, který dal této rovnovážné ceně vzniknout, byl odlišný relevantního trhu vyžadovaného Standardy pro aplikaci kategorie tržní hodnoty: počet účastníků mohl být velmi nízký (například jen jeden prodávající a jeden kupující);
- tento relevantní trh existoval jako stabilizovaný (nikoliv statický) ve smyslu nabídky a preferencemi vymezené poptávky jen po dobu uskutečnění obchodu, v každé další chvíli se již tento relevantní trh změní a na nejpravděpodobnější očekávanou částku již není možno usuzovat;
- i když bude tento relevantní trh skutečným trhem, je otázkou, do jaké míry je rovnovážná cena výsledkem soutěže a jaký vliv na její utváření měly faktory ekonomické moci (například vázaný prodej a podobná nesoutěžní jednání);
- není-li proces soutěže veden větším počtem nabízejících a poptávajících, není možno ani využít postulovaných předpokladů nejvyššího a nejlepšího využití, a už vůbec ne konceptu průměrného investora.

Standardy řeší tyto na první pohled nikoliv jednoznačně působící obtíže tím, že definují kategorie netržní hodnoty. Zde je již prostor pro využití oceňovacích metod, které mohou postihnout specifika konkrétního oceňovacího případu a atypické, tj. nestandardizované a neustálené, tržní podmínky na trhu předmětného aktiva.

20. IVS 1 – Market Value Basis of Valuation (revize 2005 a 2007)

„Použití tržní hodnoty vyžaduje provést ohodnocení výhradně na základě tržních dat."
(IVS, 2005, odst. 5.4, s. 158)

„Pojmy trh a trhy implikují aktiva, kupující, prodávající a jistý stupeň soutěže."
(IVS, 2005, odst. 5.18, s. 166)

Nyní, po širokém teoretickém a terminologickém vysvětlení oceňovacích konceptů, je možno přistoupit k definici tržní hodnoty a jejích složek v rámci jejího definičního standardu (Standard 1). Za zásadní je nutno považovat několik dalších aspektů, přisuzovaných autory Standardů kategorii tržní hodnoty. Vzhledem k přetrvávající frekventované dezinterpretaci budou v této práci zopakovány zásadní momenty, tak jak postupně Standard 1 tuto kategorii hodnoty vymezuje. Analýza a interpretace Standardu 1 vychází z předcházejících kapitol, neboť i Standardy obsahují tematické překrývání svých jednotlivých částí a v úvodu opakovaně upozorňují na to, že Standard 1 je nutno číst v kontextu s ostatními součástmi Standardů a GVCP (2007, s. 75).

Vyžadují-li okolnosti nebo zadání ocenění aplikaci kategorie tržní hodnoty, musí oceňovatel dbát na splnění definičních podmínek. Jako první je zapotřebí, aby oceňovatel posoudil nejvyšší a nejlepší využití nebo nejpravděpodobnější využití. Zásadní význam má ustanovení, že „toto posouzení je činěno na základě tržní evidence" (tamtéž, s. 75). To je možné u relativně homogenních aktiv obchodovaných na likvidních soutěžních trzích, tedy na trzích, jež koncept tržní hodnoty obecně předpokládá, nikoliv však u jedinečných a komplexních aktiv s povahou věci hromadné. V kapitole věnované Schumpeterovi a tržní dynamice bylo na empirických údajích naznačeno, jak ošidné je plánování budoucnosti podle standardizovaných kritérií. Například nejvyšší a nejlepší využití investice do dlouhodobého hmotného majetku ve smyslu reálné investice bude záviset na kvalitě managementu podniku a dalších neměřitelných faktorech do té míry, že bude činit hledání nejvyššího a nejlepšího využití takřka nemožným nebo přinejmenším značně subjektivním. Tržní data na podporu zvolených parametrů oceňovateli k dispozici nebudou a oceňovatel je tímto chráněn Standardy tím, že nemusí přebírat odpovědnost za to, že nebude schopen správně nejvyšší a nejlepší využití posoudit.

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku." (tamtéž, s. 76) Jak bylo uvedeno v definičních poznámkách, termín majetek může být označován i jako aktiva. Standardy dále rozebírají jednotlivé části definice (viz také Mařík a kol., 2007). Z pohledu teoretických východisek obsažených v rámci této práce můžeme přidat několik dalších upřesnění.

Tržní hodnota vychází ze standardizovaných tržních podmínek, abstrahuje od specifické úpravy financování či obchodních podmínek. Kondicionál ve druhé větě definice zdůrazňuje vliv očekávání a nejistoty. V praxi nejsou rovnovážné tržní ceny predeterminované. To, že „trh očekává" určité výsledky oceňovaných transakcí, nutně neznamená, že se jedná o metodologicky

kolektivistickou interpretaci strany nabídky a poptávky. Standardy pouze postulují soutěžní trh s dostatečným množstvím nabízejících a poptávajících, jejichž očekávání a neměřitelné množství individuálních plánů i znalostí ve svém důsledku vedou k ustavení okamžikové rovnovážné tržní ceny.

Datum, k němuž ocenění platí, je opět vztaženo k trhu postulované kvality. „Protože trhy a tržní podmínky se mohou v čase měnit, odhadnutá hodnota může být nesprávná nebo nepřiměřená v jiném okamžiku." (tamtéž, s. 77) Výše byla řeč o trvání relevantního trhu určité struktury nabídky, poptávky a povahy obchodovaného aktiva. Tržní data musí být srovnatelná se situací existující k datu ocenění.

Tržní strany nevyžadují další upřesňující komentáře. Zdůrazněme nutnost legitimizace činěných předpokladů skutečnými tržními daty. Jen tak je možno uchopit pojmy, jakými jsou například „stávající tržní očekávání", „cena očekávaná trhem", „rozumně dosažitelná tržní hodnota".

„Tržní ocenění jsou obecně založena na informacích vztahujících se ke srovnatelným statkům… Tam, kde jsou k dispozici jen omezená tržní data nebo nejsou tržní data k dispozici vůbec (například u specifických statků), musí oceňovatel podrobně popsat situaci a musí se vyjádřit, zda-li je odhad nějakým způsobem omezen vinou nedostatečnosti dat." (IVS, odst. 6.4, s. 81) Tato další podmínka použití tržní hodnoty v podstatě vylučuje aplikaci tohoto standardu při oceňování podniku v podmínkách České republiky. „*Comparable market data*" nejsou k dispozici. Vyloučena je i náhražka srovnávacích metod metodami výnosovými, neboť opět není možno verifikovat odhadnuté finanční parametry podle srovnatelných podniků (odvětvově specifické výplatní poměry apod.). Do hry musí vstoupit subjektivní faktory oceňovatelových úsudků, které ovšem musí v rámci textu ocenění náležitě okomentovat.

Standardy jsou však ještě přísnější: „Protože měnící se podmínky jsou pro trhy charakteristické, musí oceňovatel uvážit, zdali disponibilní data odrážejí a shodují se s kritérii tržní hodnoty." (tamtéž, odst. 6.5, s. 81) Citujme dále zásadní stanoviska o povaze tržní hodnoty: „Období s rychlými změnami v tržních podmínkách jsou typická rychlými změnami tržních cen, těmito podmínkami máme na mysli především tržní nerovnováhu (v originále *disequilibrium*). Období nerovnováhy může přetrvávat i několik let a může vytvářet nynější a očekávané budoucí tržní podmínky… Pokud jsou některé prodeje uskutečněny nikoliv v souladu s tržními podmínkami, oceňovatel jim obecně přisoudí nižší váhu. Stále však může být možné, aby oceňovatel provedl ocenění z dostupných tržních dat, kde je reálné množství trhu. Individuální ceny transakcí nemusí vystihovat evidenci tržní hodnoty, ale analýza těchto tržních dat by měla být brána při ocenění v úvahu." (tamtéž, odst. 6.5.1, s. 81–82) Zde Standardy předpokládají nerovnovážnou a nestacionární ekonomiku. Očekávání by měla být racionální nebo i částečně závislá na minulém vývoji.

Zásadní je citované tvrzení o obchodech „mimo trh". Pro ocenění tržní hodnotou je nutno dovozovat následující:

- existuje „standardní trh" s relativně vysokým počtem na sobě nezávislých nabízejících a poptávajících, kde se konstituuje rovnovážná tržní cena;
- obchody uskutečněné za jinou než tržní cenu jsou „*out of line with the market*" a oceňovatel je musí zohlednit s nižší vahou; bez existence takto jednoznačně vymezeného relevantního trhu oceňovaného aktiva tedy podle Standardů není možno hovořit o tržní hodnotě;
- obchody uskutečněné za ceny „mimo trh" by odpovídaly standardu netržního ocenění, neboť k nim dochází na základě střetu nabídky a poptávky jiným způsobem vymezeného relevantního trhu, kde rovnováha sice existuje, ale není v souladu s definicí kategorie tržní

hodnoty; důsledky tohoto zjištění mají důležitý význam pro aplikaci standardu tržní hodnoty v podmínkách České republiky; podmínka dostatečně dlouhého a adekvátního prezentování prodávaného aktiva na trhu není takřka nikdy splněna.

Zajímavé doplnění a rozšíření dotýkající se vymezení tržní hodnoty je obsaženo ve White Paper na téma oceňování na rozvíjejících se trzích (*Valuation in Emerging Markets*). Nemá smysl na tomto místě detailně analyzovat, do jaké míry spadá do této oblasti naše země, v mnoha aspektech však definici rozvíjejícího se trhu obsaženou ve White Paper splňujeme: „Trh rostoucí ve své velikosti a sofistikovanosti, nacházející se v národním hospodářství, které prochází procesem přeměny k větší rozvinutosti a tržní koordinace. Rozvíjející se trh může být finanční trh s krátkou historií své existence a/nebo nízké kapitalizace. Vlastnosti společné rozvíjejícím se trhům mohou zahrnovat razantní strukturální změny v národním hospodářství, rychlý vývoj politického, právního a institucionálního rámce a přechod od plánované či řízené ekonomiky k ekonomice tržní. Výsledkem je, že se rozvíjející se trhy stávají více globalizovanými.“ (IVS, 2005 – White Paper, s. 301)

Základní kategorií hodnoty je hodnota tržní, ale jen tehdy, pokud je splněn předpoklad, že existuje aktivní (tj. dostatečně likvidní) a funkční trh. Míra funkčnosti závisí na relativní velikosti, vyspělosti a složitosti. Pokud není možné čerpat tržní data v dostatečné, přijatelné kvalitě vedoucí k odhadu tržní hodnoty ve smyslu IVS, musí oceňovatel tuto skutečnost uvést a zajistit, aby uživatel ocenění byl schopen identifikovat, v jakých aspektech podmínky odhadu tržní hodnoty splněny nejsou.

Půvabné je ustanovení, které zahaluje rouškou absurdity značné množství ocenění prováděných v naší zemi: „Kvůli nízkému množství nebo nedostatečnosti transakčních nebo ostatních relevantních dat vyžadovaných pro odhad tržní hodnoty dochází někdy oceňovatelé na rozvíjejících se trzích k odhadům hodnot jiných, než je hodnota tržní, aniž by poskytli adekvátní vysvětlení, že se v případě těchto odhadů jedná ve skutečnosti o netržní kategorie hodnoty. V souladu se Standardem IVS 2 je vyžadováno, aby netržní ocenění byla jasně identifikována jako ocenění netržní.“ (tamtéž, s. 303)

Dokonce i v případě ocenění jednotlivých hmotných aktiv, pro něž neexistuje dostatečně kvalitní likvidní trh a jako náhražka se využívá metod založených na opotřebení zohledňujících nákladech obnovy (*depreciated replacement cost*), vylučují Standardy možnost označení takto zjištěné částky jako tržní hodnoty.

21. IVS 2 – Kategorie hodnot jiné než tržní hodnota

Tento Standard (IVS 2 – *Basis Other Than Market Value*) si klade za cíl identifikovat a vysvětlit jiné kategorie hodnot a jejich rozdíly oproti hodnotě tržní a definovat pravidla jejich aplikace. Netržní kategorie hodnoty mají důležitý význam především při oceňování aktiv, pro která díky jejich výjimečnosti neexistuje soutěžně řízený likvidní trh a oceňování pro jiné účely, než je finanční výkaznictví. Hlavním příkladem takovýchto typů aktiv jsou podniky či části podniků, čili obecně aktiva mající povahu věci hromadné a dále aktiva nehmotná, pro něž taktéž neexistují soutěžní trhy[67]. Dále existují specifické kategorie hodnoty standardizované pro účely, kde směna vlastnického práva není relevantní.

Mezi sedmým (2005) a osmým vydáním (2007) Mezinárodních oceňovacích standardů došlo k významným změnám v oblasti Standardu 2. Měnily se jak kategorie hodnoty, tak některá pravidla interpretace a doplněn byl rovněž vztah ke standardům IFRS. Rozeberme proto jednotlivé kategorie netržních hodnot a diskutujme o jejich praktické použitelnosti. Standardy rozlišovaly do 31. července 2007 tyto kategorie:

- *Value in Use* vyjadřuje hodnotu aktiva pro konkrétního vlastníka, hodnota je výsledkem zapojení aktiva do konkrétní entity bez ohledu na nejvyšší a nejlepší využití či možný výnos realizovatelný z prodeje tohoto aktiva. IVS pro úplnost uvádějí ještě účetní definici dle IFRS 5. V souvislosti s touto netržní kategorií hodnoty Standardy uvádí *Value in Exchange*. Ačkoliv je tomuto pojmu věnována jen minimální pozornost, může znamenat významný přínos, protože Standardy touto kategorií hodnoty podle všeho rozumějí ocenění hypotetickou tržní hodnotu v případech, kdy nejsou do důsledků splněny definiční podmínky tržní hodnoty. „Směnná hodnota (viz IVS 1, 2005, par. 1.2 a násl.) je hodnota uznaná trhem, na němž by proběhla hypotetická směna vlastnictví aktiva." (tamtéž, s. 98) *Value in Use* může být vyšší i nižší než tržní hodnota podle toho, do jaké míry bylo aktivum vlastníkem využíváno ve srovnání se svým typickým využitím nebo pokud bylo stávající využití ovlivněno speciálními právy, patenty, licencemi, specifickou expertizou či goodwillem

67 Dalším příkladem jsou umělecké předměty a obecně statky charakterizované zcela neelastickou nabídkou. Pro tato unikátní, vzácná díla není možno definovat relevantní trh, který by odpovídal požadavkům kladeným na tržní hodnotu. Opět se vracíme ke známému problému rovnovážné ceny zjištěné až ex post, tj. po prodeji (či dražbě). Trh v ekonomickém slova smyslu existuje, tržní hodnota je ovšem obecně neodhadnutelná. Požadavky dle Standardu 1 na tržní nabídku nesplní trhy těchto aktiv nikdy, možnost volného prodávání a kupování také ne. Na rovnovážnou cenu bude mít vliv jen poptávka. Ani po náležitém marketingu uměleckého díla není zřejmé, který z relevantních trhů bude v době uskutečnění tím, který povede k ustavení rovnovážné ceny, protože preference poptávajících jsou v čase nestabilní a zjistitelné až ex post tím, že se projeví dosažením rovnovážné ceny. V ekonomickém slova smyslu se jedná o rovnovážnou, svobodně a na soutěžním principu vzniklou cenu, ex post víme, jakou subjektivní hodnotu mělo toto dílo pro kupujícího. Určitě však nemůžeme usuzovat na to, že by se při opakovaném prodeji dospělo ke stejné nebo alespoň srovnatelné částce. Relevantní trh a struktura preferencí, a tedy i nová rovnovážná cena nebudou již nikdy stejné.

či jinými nehmotnými aktivy, která nejsou prodejná, respektive nemohou přejít na jiného vlastníka.[68]

- *Investment Value* nebo *Investment Worth* je hodnota pro konkrétního investora či skupinu (druh) investorů s danými investičními cíly a/nebo kritérii. Může být vyšší či nižší než tržní hodnota. Tržní hodnota může odrážet vícero individuálních investičních hodnot.
- *Going Concern Value* je hodnota podniku jako celku. Je možno ji použít pouze u částí, které mohou pokračovat v činnosti samostatně, ale které nevytvářejí bázi pro tržní ocenění.
- *Insurable Value* označuje hodnotu aktiva podle definicí obsažených v pojistné smlouvě.
- *Assessed, Rateable* nebo *Taxable Value* jsou hodnoty definované v příslušných právních předpisech. Standardy upozorňují na to, že v některých případech může zákonná regulace požadovat hodnotu tržní. Tyto kategorie hodnoty se mohou nebo naopak nemusí s tržní hodnotou shodovat. Je povinností oceňovatele toto v rámci ocenění vyjasnit.
- *Salvage Value* vyjadřuje hodnotu odpovídající částce získané z odprodeje oceňovaného aktiva (po zohlednění nákladů prodeje se jedná o čistou realizační hodnotu – *net realisable value*).
- *Liquidation Value* nebo *Forced Sale Value* se použije tehdy, pokud není možno uplatnit nutnou podmínku aplikace tržní hodnoty, tj. dostatečně dlouhé marketingové období. Obecně se jedná také o situace, kdy relevantní trh není soutěžní, protože jedna z tržních stran zneužívá své ekonomické moci.
- *Special Value* předpokládá, že se zohlední specifické faktory oproti obchodu na trhu ve smyslu definice tržní hodnoty. Na místě je zohlednění synergií a všech individuálních charakteristik a záměrů prodávajícího i kupujícího. Speciálním případem je *Marriage Value*, vznikající na základě sloučení jednoho či více podílů na aktivu a tvořící dodatečnou hodnotu díky synergii.
- *Mortgage Lending Value* je kategorií hodnoty používanou při ocenění pro účely poskytnutí hypotéky. Musí se zohlednit budoucí prodejnost aktiva ve formě hypotéční zástavy a její případné možné alternativní využití. Svoji úpravu má tato forma ocenění i v direktivách EU 89/647/ECC, respektive 98/32/EC ve smyslu bankovní regulace poskytování půjček.

Osmé vydání IVS (2007) obsahuje ve Standardu 2 následující kategorie hodnoty.

- *Fair Value* s definicí: „Částka, za niž by aktivum mohlo být směněno mezi znalými a ochotnými partnery při běžné transakci.“ (IVS, 2007, odst. 3.2, s. 88)
- *Investment Value* nebo *Worth* ve stejné definici jako v sedmém vydání (tamtéž).
- *Special Value* jako hodnotu vyšší, než je hodnota tržní, odrážející specifické atributy aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího (*Special Purchaser*), definovaného jako kupující, který by z vlastnictví aktivy získal výhody běžnému kupujícímu na trhu nedostupné (s. 88).
- Synergická hodnota (*Synergistic Value*, par. 3.6, s. 88) je synonymem *Marriage Value*.

IVS 2 hovoří o kategoriích hodnoty (*Basis of Valuation*) jako o fundamentálních principech měření hodnoty, které závisí na účelu ocenění, tj. nikoliv na oceňovacích metodách (odst. 6, s. 90 násl.). Mezi jiné než tržní kategorie hodnoty patří tyto tři kategorie:

68 Standardy IPSAS (*International Public Sector Accounting Standards*) definují *Value in Use* pro aktiva negenerující cash (IPSAS 21). Standardy oceňování aktiv veřejného sektoru pro finanční výkaznictví IPSASs jsou přejímány v rámci IVA 3 (International Valuation Application) do IVS.

1. Hodnota aktiva pro specifickou entitu odrážející užitky, které plynou této entitě z vlastnictví a držby tohoto aktiva. I když může být tato hodnota stejná jako hodnota z prodeje tohoto aktiva, díky držbě není nutno uvažovat o hypotetické směně. Jedná se o (subjektivní) hodnotu investiční a po srovnání s hodnotou tržní zakládá jejich srovnání motivaci pro vstup na trh (dle IVS, 2007, odst. 6.1.1, s. 90).
2. Druhá kategorie zahrnuje kategorie hodnoty *Fair Value*, *Special Value* a *Synergistic Value* a z pohledu oceňování podniků v České republice je velmi podstatná. „Druhá kategorie vyjadřuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma danými stranami při směně aktiva. Ačkoliv strany mohou být nespojené a jednat nezávisle, aktivum není nutně vystaveno širšímu trhu a odsouhlasená cena by mohla vyjadřovat specifické výhody (nebo nevýhody) zúčastněných stran spíše než trhu jako celku.“ (dle IVS, 2007, odst. 6.1.2, s. 90)
3. Třetí kategorie obsahuje hodnoty odhadované dle definice v rámci zadání ocenění (dle IVS, 2007, odst. 6.1.3, s. 90).

Největší pozornost zasluhuje druhá kategorie. Ve velké většině případů ocenění podniku se totiž bude v podmínkách České republiky jednat právě o odhad kategorie hodnoty z této skupiny. Kvůli neexistenci trhu podniků nebude tržní hodnota zjistitelná, avšak *Fair Value* zjistitelná na základě aplikace finančního modelu a hypotetické transakce bez nutnosti zkoumat ověření srovnatelnými tržními transakcemi bude. IVS přímo uvádějí, že v účetních standardech je zpravidla *Fair Value* s hodnotou tržní ekvivalentní (tamtéž, s. 90), ale to neplatí obecně. „*Fair Value* je širší koncept než *Market Value,*“ (tamtéž) a dále je konstatováno, že: „…tržní hodnota musí být oproštěna od všech znaků *Special Value*, protože k jakémukoliv datu se předpokládá ochotný kupující, nikoliv konkrétní ochotný kupující.“ (tamtéž, s. 91) *Fair Value* tedy podle pojetí IVS může vykazovat také znaky *Special Value* (tj. netržní hodnoty), pokud se například jedná o *Fair Value* mezi dvěma definovanými subjekty transakce odrážející možné synergie a trh buď neexistuje, nebo se prodává mimo něj.

Odlišit je potřeba ještě kategorie hodnoty a předpoklady ocenění, které samy o sobě nezakládají důvod pro to, aby byly označeny jako způsob měření hodnoty. Příkladem je *Going Concern Value* jako hodnota podniku, který je prodáván jako samostatně fungující jednotka, a tedy nikoliv jako soubor majetkových složek následující po ukončení hospodářské činnosti podniku nebo samostatný rozprodej části aktiv (tamtéž, s. 91). To je poté případ odhadu hodnoty likvidační (*Liquidation Value*) s tím, že se nejedná o hodnotu nuceného prodeje – hodnotu nucené likvidace (*Forced Sale Value* – viz tamtéž, s. 91). Poslední možností je odhad *Salvage Value* u aktiv na konci životnosti, která mohou mít hodnotu pro alternativní použití nebo pro recyklaci (tamtéž, s. 91). V praktických oceněních je proto nutné uvést, o jakou kategorii hodnoty se jedná a pro jaký účel. Odst. 6.10 vyjmenovává příklad možné kombinace specifikací pro ocenění podniku: *Market Value as a going concern*, *Market Value for the liquidation of the assets* či *Fair Value as a going concern* (s. 92).

22. IVS 3 – Valuation Reporting (revize 2007)

Standard 3 definuje v souladu s nejlepší osvědčenou praxí požadavky na formu, v níž je finální výsledek ocenění předkládán uživatelům. Tato pravidla se týkají ocenění veškerých typů aktiv. Požadavky na formální podobu oceňovací zprávy vyžadují uvedení následujících informací (vyčerpávající přehled in: 2007, IVS 3, s. 100 a násl.):

- jednoznačně a určitě sdělit závěry ocenění způsobem, který nebude zavádějící;
- identifikovat klienta a předpokládaný účel použití ocenění a sdělit příslušná data, ke kterým hodnota platí, kdy bylo provedeno místní šetření apod.;
- specifikovat kategorii hodnoty, včetně typu hodnoty a její definice;
- popsat vlastnická práva, fyzický stav a právní charakteristiky aktiva;
- uvést předpoklady a omezující podmínky podmiňující platnost odhadu;
- uvést prohlášení, že ocenění je ve shodě s IVS;
- uvést jméno, profesionální kvalifikaci a podpis oceňovatele (v originále *Valuer*).

Zajímavý je požadavek, aby pro všechna ocenění byla uchovávána dostatečná dokumentace ve složce, která podporuje výsledky a závěry ocenění, a to po dobu minimálně pěti let po dokončení ocenění (2007, IVS 3, odst. 5.5, s. 102.).

Cílem je poskytnout uživatelům bez jakékoliv předchozí znalosti oceňovaného aktiva odpověď na zadání ocenění a jeho účel. Posudek má demonstrovat jasnost, transparentnost a konzistenci v přístupu (2007, IVS 3, s. 103). Je nutné uvést, jaký je vztah oceňovatele (interní či externí apod.) k zadavateli či entitě kontrolující aktivum. Je vyžadováno, aby oceňovatel uvedl funkci, kterou plní, tj. jestli vystupuje jako nezávislý, nebo jako poradce či zprostředkovatel (tamtéž), což je princip velmi podobný pojetí IDW S 1.

23. International Valuation Guidance Note No. 6 Business Valuation

Prováděcí poznámky k aplikacím Standardů při ocenění podniků poskytují některé další užitečné informace, které je nutno zasadit do kontextu standardů IVS 1 a IVS 2 a zamyslet se nad určitými specifiky ocenění podniků v České republice, respektive na malých trzích střední a východní Evropy. Základní oceňovací přístupy a metody se používají i při ocenění podniku. Vlivem specifických vlastností podniků jako unitárních aktiv je však zapotřebí identifikovat možné odchylky a v rámci textu ocenění na ně výslovně poukázat. Směrnice GN 6 byla podstatně modifikována v osmém vydání IVS z roku 2007 a účinnosti nabývá opět k 31.červenci 2007.

Podniky je možno oceňovat pro různé účely, a to na dvou hladinách hodnoty. Podnikem se primárně rozumí vymezení na úrovni entity. Tzn. předmětem ocenění je provozně nutný investovaný kapitál, financovaný zpoplatněným vlastním a cizím kapitálem. Ohodnocováním podniku (*Business Valuation*) mají IVS na mysli: „Akt nebo proces ke zjištění názoru či odhadu hodnoty podniku, entity nebo podílu na nich." (2007, GN 6, s. 228) Definice tedy neztotožňuje podnik a majetkové podíly na podniku.

Pro ocenění tržní hodnotou je zapotřebí, aby byl splněn předpoklad trvalého pokračování podniku, *going concern*. Standardy pod tímto pojem také přímo rozumí „*going concern* – fungující podnik". Tehdy je ocenění také vyšší, než by byla likvidační hodnota, čili čistý výnos z rozprodeje aktiv oceňovaného podniku.[69]

Problém představuje i ocenění podniků, u kterých jsme schopni získat data ve formě aktuálních tržních kurzů a tržních kurzů akcií srovnatelných podniků, nebo dokonce údaje o hodnotách akvizic srovnatelných podniků. Jednak obchody s jednotlivými akciemi v sobě nezahrnují kontrolní prémie, které mohou být i významné (viz v podrobnostech Rýdlová, 2009), a zároveň nebudou dostupné informace o specifikách uskutečněných obchodů, jako jsou metody financování, daňový režim, poskytnuté záruky, převzetí ručení a podobné smluvně upravené dohody se značným vlivem na ex post zjištěnou cenu transakce (tamtéž, s. 237).

Zabývejme se možnostmi přiřazení kategorie tržní hodnoty při ocenění podniku podrobněji. Prováděcí směrnice GN 6 totiž sice obsahuje klasifikaci metod pro ocenění podniku, důsledně se ovšem vyhýbá pojmenování kategorie hodnoty. Je vyžadováno, aby při odhadu tržní hodnoty byly splněny veškeré podmínky dle IVS 1. A pokud je nutno se z jakýkoliv důvodů odchýlit, musí oceňovatel tyto důvody uvést (tamtéž, s. 234 a násl.). Oceňovatel by měl v rámci možností ověřit kvalitu datových vstupů. Pokud je nutná součinnost specialistů pro odhad hodnoty

69 Na pravou míru je nutno uvést možnou dezinterpretaci pramenící z terminologické dichotomie a nesprávného zaměňování pohledu ex ante a ex post při konstituci rovnovážné ceny. Ex ante je tržní hodnota odhadem splňujícím předpoklady definice. Ex post může být však rovnovážnou tržní cenou i částka, která odpovídá ex ante vypočítané hodnotě likvidační, pokud se na tom tržní strany svobodně dohodnou. Nepůjde ovšem o transakci splňující podmínky tržní hodnoty dle definice. Zdůrazněme a připomeňme současně, že u podniků v České republice nebudeme ve většině případů schopni relevantní trh tohoto podniku definovat, a tudíž nebudeme schopni určit ani tyto standardní podmínky, a tedy ani posoudit, jestli transakce proběhla či vůbec může proběhnout „*in the line with the market*" ve smyslu IVS 1.

nemovitých majetkových složek či součinnost jiných odborníků, musí oceňovatel zodpovědný za ocenění podniku ověřit tyto dílčí kroky nebo uvést, že toto ověření neprovedl či že takovéto kroky nebyly provedeny. To samé platí pro informace, které oceňovatel získává od klienta či jeho zástupců. Tyto informace by měl uvést a vždy ověřit, je-li to možné (tamtéž, s. 234).

Každé ocenění podniku musí obsahovat (GN 6, odst. 5.9, s. 235):

- identifikaci podniku, vlastnických práv na podniku nebo cenných papírů;
- rozhodné datum ocenění;
- definici hodnoty;
- vlastníka majetkového podílu;
- účel a použití ocenění.

Posouzeny musí být faktory, které mohou mít vliv na hodnotu podniku, jako jsou úprava dokumentů regulujících vlastnictví a funkci entity, historii podniku a ekonomické faktory s vlivem na budoucnost podniku a další. Jedním z výchozích vstupů pro ocenění podniku jsou také finanční výkazy, které jsou využity pro srovnání finančních parametrů a jejich vývoje se srovnatelnými podniky. Dále GN 6 doporučuje provést úpravy výkazů pro identifikaci reprezentativních operací, jejichž zachování se do budoucna očekává, převod účetních hodnot na hodnoty tržní, úpravy výkazů na operativní a neoperativní část z pohledu operací i hospodářského výsledku. Pokud se vyskytují mimořádné události, měl by oceňovatel posoudit, jestli byly způsobeny stejnou příčinou předtím, než je vyloučí. Samozřejmě veškeré úpravy musejí být detailně popsány a zdůvodněny (tamtéž).

23.1 Tržní přístup k ocenění podniku *(market approach)*

Tržní ocenění je založeno na „srovnání podobných podniků, majetkových podílů na podnicích a cenných papírů, které byly prodány na trhu“ (tamtéž, s. 242). Zdroji takovýchto dat je veřejný akciový trh, kde se obchodují majetkové podíly na podobných podnicích, akviziční trh, kde se obchodují podobné podniky jako celek a dřívější transakce dotýkající se majetkových dispozic s oceňovaným podnikem.

Důležitá jsou kritéria srovnatelnosti, která mimojiné činí tržní přístup k ocenění podniku značně vzdálený možnostem praktického použití v naší zemi a státech střední Evropy. „V rámci tržního přístupu musí existovat rozumná a spolehlivá báze pro srovnání.“ (tamtéž, s. 242–243) Srovnatelné podniky by měly být ve stejném odvětví jako podnik oceňovaný nebo alespoň v odvětví reagujícím na stejné ekonomické proměnné. Srovnání musí být provedeno smysluplným způsobem a nesmí být zavádějící. Podniky musejí tedy vykazovat shodné kvantitativní a kvalitativní charakteristiky, srovnatelné musí být i dostupné množství a ověřitelnost dat o srovnatelných podnicích (tamtéž), aby bylo možno provést komparativní analýzu těchto souborů dat a údajů.

U veřejně obchodovaných společností bude nejčastěji využito metod založených na násobitelích (multiples). Standardy kladou řadu podmínek na jejich použití, nejdůležitějšími z nich jsou nejen věcná srovnatelnost a metodická správnost jejich kalkulace, ale rovněž správné

zohlednění časové dimenze. Cenové údaje musí být platné ke dni ocenění, což přidává na složitosti, nákladnosti a pracnosti použití těchto metod. Zohlednění výsledků vycházející z různých forem srovnání a dále vliv likvidnosti a míry kontroly u oceňovaných majetkových podílů nechávají Standardy na přiměřeném nastavení přímo oceňovatelem. Přípustné je dokonce i použití „palcových pravidel", ovšem tehdy a jen tehdy, pokud může být prokázáno, že účastníci trhu na takováto pravidla při svém rozhodování „značně spoléhají" (tamtéž, s. 244). Provedení praktického důkazu může být pochopitelně nesnadné.

Uveďme ilustrativní případ, který může sloužit i jako jisté vodítko pro úvahy při oceňování podniků v České republice tržní hodnotou. Předpokládejme, že předmětem ocenění je nekotovaný podnik, a usnadněme si situaci tím, že se jedná o menší pojišťovnu zabývající se neživotním pojištěním. Nyní zbývá otázka výběru srovnatelných podniků, aby bylo možno využít tohoto přístupu pro stanovení tržní hodnoty. Oceňovatel si musí položit otázky směřující k definici relevantního trhu pojišťoven tohoto typu, aby dostál všem požadavků IVS 1, tzn. tržní hodnotu srovnáním mohu určit, pokud existuje trh pojišťoven v daném místě a čase, majetkové podíly jsou z pohledu tvůrců trhu v soutěžním postavení a mám dostatečná data o těchto obchodech. Jinými slovy: je podnik relativně malé nekotované české pojišťovny v soutěžním postavení s pojišťovnami s násobně vyšší bilanční sumou, jejichž akcie jsou kotovány na burze v Londýně, Paříži a Frankfurtu nad Mohanem? Ovlivňují vůbec nějakým způsobem cenotvorná rozhodnutí tvůrců trhu minoritních akcií kotovaných pojišťoven hodnotu podniku pojišťovny oceňované? I když v praxi budou pro ocenění použité násobitele vykazovat velmi vysoký rozptyl hodnot, je potřeba především prokázat, že se vůbec jedná o data jednoho relevantního trhu, a že tedy tato forma srovnání má smysl.

Odborná literatura (například Born, 2003), avšak bez odkazu na vazbu k IVS, uvádí, že tržní ocenění v evropských podmínkách je možné u podniků, kde jsou evidovány tržní transakce i jejich hodnota a kde tržní podmínky jsou v průběhu času srovnatelné. Příkladem může být trh lékařské praxe dané specializace (viz také Krabec, 2009) a dále daňové kanceláře a obecně podniky, kde goodwill je vázán na osobu provozovatele a tvoří mnohdy výrazně nadpoloviční část tržní hodnoty oceňovaného podniku. V návaznosti na relativní srovnatelnost těchto podniků a evidenci transakcí s nimi (viz například evidenci německé Komory zubních lékařů) bylo možno odvodit odvětvově specifické multiplikátory, odvozující hodnotu podniku či hodnotu goodwillu jako násobek určité k veličiny vztahující se k oceňovanému podniku (tržby, počet zaměstnanců, počet pacientů). Tyto se poté modifikují o přirážky a srážky, jejichž úlohou je zpřesnit odvětvově specifický násobitel a přizpůsobit ho konkrétním podmínkám oceňovaného obchodu. V dikci Standardů se obecně jedná o *Sales Comparison Approach*.

23.2 Výnosové ocenění podniku *(income capitalisation approach)*

Nejběžnějšími metodami, které Standardy zmiňují, jsou diskontované peněžní toky a metody založené na kapitalizaci dividend. Na tomto místě nemá smysl se zabývat jejich variantami a metodologickými podrobnostmi. Komplexní přehled v češtině poskytují práce (Mařík a kol., 2007 a Kislingerová, 2001).

Ocenění založenému na diskontovaných peněžních tocích je věnována vlastní implementační směrnice GN 9, *Discounted Cash Flow Analysis for Market Valuations and Investment*

Analysis[70], poskytující definice a úpravu základních pojmů ve vztahu k ostatním částem Standardů. Je zde opakovaně naznačeno, že výsledky získané výnosovými metodami mohou být indikacemi tržní hodnoty. Standardy uvádějí, že existuje řada způsobů odhadu cash flow, které jsou v praxi využívány.

Na příkladech k procesuálnímu vývoji trhu, obsažených v kapitole věnované Schumpeterovi, bylo naznačeno, že budoucnost je nepředvídatelná a nejlepší a nejvyšší využití hromadných věcí nezjistitelné. Odhad tržní hodnoty však nemá být objektivní v tomto ambiciózním smyslu, který by usiloval o odhad hodnoty za předpokladu perfektní informovanosti ve všech časových okamžicích. Tržní hodnota vychází z jiné formy objektivizace, kterou není zjištění objektivní hodnoty, ale využití objektivizovaných, tedy na základě soutěžního procesu vzniklých tržních dat, která v sobě již zahrnují obecná očekávání ohledně budoucího vývoje. Samozřejmě tato data musejí být pro relevantní trh oceňovaného aktiva k dispozici v požadované kvalitě a v požadovaném čase.

Zde se znovu naplno projevuje vazba tržní hodnoty na skutečný likvidní trh bez cenových kotací a pravidla jeho fungování, která by měl znát profesionální oceňovatel, což platí zejména na trhu komerčních nemovitostí. Zde soutěžně determinované peněžní toky a tržně odvozená požadovaná míra výnosnosti skutečně aproximují hodnoty získané ze srovnatelných transakcí. Toto pojetí tržní hodnoty a tržního oceňování bylo ještě prohloubeno aktualizací GN 9 s účinností k 31. červenci 2007, která poskytuje vodítka pro možnost odhadu tržní hodnoty prostřednictvím výnosových metod (tj. primárně DCF a modelů diskontovaných dividend).

„Modely diskontovaného cash flow jsou strukturovány podle specifických podmínek a dob trvání. V analýze vlastnických práv k nemovitosti (*real property analysis* – pozn. autora), ačkoliv mohou nastat události jako přehodnocení výše nájemného, obnova pronájmu, redevelopment nebo obnova nemovitosti, které mají vliv na podmínky analýzy, tyto podmínky jsou obvykle řízeny tržním chováním typickým pro třídu majetku a tržní sektor. Například doba analýzy pro investice do nemovitostí odpovídá typickému investičnímu horizontu mezi pěti a deseti lety. Oceňovatel by si ovšem měl být plně vědom implikací různé doby držby investice, protože krátké doby držby budou činit výsledek ocenění více závislý na odhadu terminální hodnoty na úkor periodických cash flow. Také frekvence přítoků a odtoků (měsíční, čtvrtletní, roční) by měla být odvozena z trhu.“ (2007, GN 9, odst. 5.1, s. 268)

Dále GN 9 uvádí, že je nutno dodržet symetrii mezi cash flow a diskontní mírou pro odpovídající časové období, kdy jsou peníze vlastníkem odebírány. První peněžní tok se zpravidla nediskontuje (období 0). Zajímavá je úprava odhadu terminální hodnoty, kdy Standardy požadují, aby metoda jejího výpočtu vycházela z investorské praxe odhadů terminální hodnoty na tomto trhu a oceňovatel by měl v textu ocenění plně zveřejnit tuto zvolenou metodu.

„DCF analýza využívá dostupných tržních dat a obvykle odráží myšlenkový proces, očekávání a vnímání investorů a ostatních účastníků trhu. Jako metoda plánování by neměla být DCF analýza posuzována na základě toho, jestli specifický plán dle DCF byl, nebo nebyl realizován, ale spíše na základě tržní podpory pro předpověď DCF v době, kdy byla provedena. Pokud je použito metod DCF pro odhad kategorie tržní hodnoty, ocenění by mělo splňovat všechna kritéria pro odhad kategorie tržní hodnoty, jak byla vyložena v IVS 1.“ (tamtéž, s. 271) Pokud tedy nejsou data o peněžních tocích odvozena přímo z trhu, například jako výše měsíčního nájemného srovnatelných nebytových prostor obvykle upraveného v rámci existujících dlouhodobých nájemních smluv, a jejich odvození vyžaduje, aby oceňovatel činil určité předpoklady

70 Do 31. července 2007 pod názvem *Discounted Cash Flow Analysis for Market and Non-Market Based Valuations*.

(příkladem může být vývoj produktových trhů oceňovaného podniku ve smyslu množstevního a cenového vývoje), nebude se jednat o odhad tržní hodnoty. Poskytuje-li tyto výchozí předpoklady zadavatel ocenění, půjde o kategorii investiční hodnoty, alternativně se může jednat o hodnotu užití, hodnotu trvalého pokračování podniku, hodnotu rozhodčí či hodnotu objektivizovanou podle toho, jakým způsobem a na základě jakých východisek činí tyto předpoklady sám oceňovatel. Provádí-li oceňovatel odhady založené na analýze citlivosti, jejich výsledkem může být nekonečně vysoký počet investičních hodnot. Standardy vyžadují, aby i při odhadu netržních hodnot oceňovatel dodržoval veškeré požadavky, jež jsou předmětem úpravy v rámci standardu IVS 2.

Odhad diskontní míry musí, má-li být výsledkem tržní hodnota, opět vycházet z dat daného trhu. „Diskontní míry by měly být vybrány ze srovnatelných nemovitostí nebo podniků na trhu. Aby byly tyto nemovitosti srovnatelné, výnosy, náklady, riziko, inflace, reálná míra výnosnosti a projekce příjmů pro tyto nemovitosti musí být podobná parametrům oceňované nemovitosti… Peněžní toky a prodejní ceny srovnatelných nemovitostí mohou být analyzovány pro odvození diskontní míry nebo vnitřní míry výnosu (IRR).“ (2007, GN 9, odst. 5.1, s. 269–270) Tržní odvození (odečtení) parametrů má tedy smysl jen pro konkrétní trh a platí pro jeho účastníky, kteří sami nemohu tyto parametry obecně ovlivnit. Toto pojetí je značně vzdálené „tržnímu“ oceňování podniků v České republice, kdy diskontní míra je odvozena přes model CAPM a různě subjektivně upravována z dat amerického kapitálového trhu.

23.3 Ocenění majetkové *(asset-based business valuation)*

Standardy zakládají majetkové ocenění na principu substituce, tzn. hodnota aktiva bude maximálně tak vysoká jako náklady na jeho replikaci. Rozvaha oceňovaného podniku je tedy přeceněna do tržních hodnot, a kde to není možné, tak jiných „přiměřených kategorií aktuálních hodnot“. Standardy jsou si dobře vědomy skutečnosti, že ne vždy je možno přísné podmínky tržní hodnoty splnit, a to ani při ocenění jednotlivých aktiv. Největší problém samozřejmě představuje ocenění určitých nehmotných aktiv, konkrétně nehmotných aktiv, která nejsou nakupována na likvidních soutěžních trzích či pro ně trhy v této kvalitě neexistují. Především se jedná o práva duševního vlastnictví, určitou výjimku tvoří software, avšak jen částečně, neboť velké množství softwarových produktů prochází customizací.

Majetkové ocenění Standardy doporučují pro ocenění majetkových podílů na podnicích typu investičních či holdingových společností, čili společností, které drží aktiva různých forem přinášející jim finanční výnosy, jako například společnosti vlastnící nemovitosti nebo farmy. Tato držená aktiva by měla být oceněna tržní hodnotou separátně. Zapomenout nelze ani na likvidnost těchto aktiv, i když jsou držena jako portfoliové investice. Druhá možnost využití majetkového ocenění je v případech, kdy se neoceňuje za předpokladu splnění podmínky *going concern*.

Mezinárodní oceňovací standardy nepřipouštějí samostatné použití majetkového ocenění (níže uvidíme, že stejného názoru jsou taktéž Standardy IDW) u ocenění trvale fungujících podniků, pokud to není zadáno objednateli ocenění (2007, odst. 5.14.3.5, s. 247). Výsledná interpretace odhadnuté hodnoty je odpovědností oceňovatele. Přípustná je i kombinace výsledků různých metod průměrováním, tento postup musí být opět podrobně zdůvodněn a musí být vysvětleny váhy přiřazené výsledkům (tamtéž, s. 248).

Část VI.

IDW S 1

Pravidla oceňování standardizovaná IDW pro ohodnocování podniků v SRN jsou souborem pravidel, který není závazný a vzniká za podobným účelem jako standardy IVS. Oproti IVS existuje několik podstatných rozdílů, neboť standard IDW S 1 se zabývá specificky podniky a vychází z regulačních pravidel relevantních v SRN.

IDW – *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland* – byl založen roku 1932. Na spolkové úrovni organizuje tento institut přibližně 12 647 řádných členů (zdroj: www.idw.de) z řad auditorů a auditorských firem. Členství je dobrovolné, mezi hlavní cíle institutu patří:

– zastupování zájmů auditorské profese na národní a mezinárodní úrovni;
– odborné aktivity na podporu činností v rámci auditorské profese;
– vzdělávání začínajících auditorů a kontinuální vzdělávání auditorů;
– podpora členů při denní činnosti (tamtéž).

Vzhledem k tomu, že standardy IDW prozatím nemají oficiální český překlad, a neexistuje tudíž ani zavedená terminologie, uveďme zde proto překlad včetně interpretačních komentářů, které umožní lépe vystihnout záměry a smysl této formy standardizace. Částečně bude využito i citací z aktuálního znění, aby bylo možno se v problematice snadněji orientovat.

Vedle světových oceňovacích standardů IVS představují standardy IDW jistou alternativu. Jednou z mnoha důležitých odlišností oproti IVS je šířka úpravy oceňovacích činností. Zatímco IVS reglementují oceňování veškerých aktiv (největší důraz však kladou na ocenění nemovitostí – *property*), IDW S 1 se vztahuje výhradně na ocenění podniků. Pro ocenění podniků prováděných v naší zemi poskytují standardy IDW mnoho inspirace. Jednak vycházejí z podobných kontinentálních právních a společenských tradic a jednak definují kategorie hodnoty, které jsou pro ocenění podniků v podmínkách naší země vhodnější ve srovnání s tržní hodnotou dle IVS. V tomto ohledu bude vedena i následující elaborace standardu.

Podoba IDW S 1 není náhodná a má za sebou dlouhou tradici sporů na poli teoretickém. Jedná se o standardizaci, která je vyústěním desítek let trvajících kontroverzí ohledně objektivního a subjektivního ohodnocování podniků na straně jedné a praktickými potřebami tvůrců a uživatelů oceňovacích expertiz na straně druhé. Vyústěním práce pracovní skupiny auditorské profese vytvořené v 70. letech a vedené Wolfgangem Dörnerem bylo stanovisko HFA 2/1983,[71] nahrazené v roce 2000 standardem IDW S 1, aktualizovaným v roce 2005 a 2008; zde bude dále využito textace standardu aktuální verze 2008.

Pro IDW S 1 je specifickou kategorií hodnoty hodnota objektivizovaná, tj. „hodnota vypočtená dle zásad podnikohospodářské teorie ohodnocování podniku, odhadnutá za předpokladu pokračování dosavadního podnikatelského konceptu a plánů pod vedením stávajícího

71 HFA je akronym pro Hauptfachausschuss, tj. hlavní odborný výbor.

managementu se všemi realistickými plánovanými očekáváními v rámci svých tržních šancí, finančních možností a jiných vlivů, bez hodnotových představ potenciálního kupujícího a bez hodnotu měnících argumentů prodávajícího.“ (Dörner, 1992, s.6, zde citace dle Matschke, Brösel, 2007, s. 53) Kategorie objektivizované hodnoty je tedy použitelná pro podniky, pro které neexistuje trh, ze kterého by bylo možno spolehlivě hodnotu odečítat. Wollny (2008) poukazuje na relativní spolehlivost a možnost široké akceptace takto odvozené částky, i jako možné aproximace tržní hodnoty podniku, jako hodnoty pravděpodobné směny, protože vystihuje stávající výnosový potenciál podniku. Samozřejmě s vědomím faktu, že nemůžeme zkoumat vztah skutečné nabídky a poptávky.

Konceptu objektivizované hodnoty kritici nejčastěji vyčítají, že se nikdy neoprostil od nádechu objektivní hodnoty (Born, 2003). Ve smyslu funkcionální teorie může objektivizovaná hodnota plnit funkci argumentační, pro funkce rozhodovací a zprostředkující je již nevhodná (i když, jak uvádějí Matschke a Brösel, 2007, profesní stav záměrně neguje toto vysvětlení, kdy objektivizovaná hodnota je de facto hodnotou argumentační pro jednu ze stran). Jedná se totiž o to, že i při nejlepší snaze o objektivizaci oceňovatel vždy nutně musí provádět jistou formu redukce komplexity, aby bylo ohodnocení podniku vůbec proveditelné. Tato objektivizace (redukce) není nikdy hodnotově neutrální a je nutně ovlivněna subjektivními představami oceňovatele. Podrobný rozbor konceptu objektivizované hodnoty včetně jejího významu v rámci právního řádu SRN obsahuje práce Wollny (2008).

Ačkoliv celý standard IDW S 1 hovoří o ohodnocování, respektive ohodnocování podniku (*Bewertung, Unternehmensbewertung*), zde bude ohodnocování překládáno jako „oceňování“ s tím, že význam slova oceňování v češtině obsahuje jak ohodnocování, tak oceňování v užším slova smyslu (viz Krabec, 2008). Překlad standardu je, není-li řečeno jinak, převzat z verze 2008 a odlišen fontem písma, a to včetně poznámek pod čarou, které standard rovněž obsahuje.

1. Úvodní poznámky

(1) Tento IDW standard zachycuje v rámci teorie, praxe a práva vyvinutá pravidla, podle kterých postupují auditoři při ocenění podniků. Výklad představuje podstatné všeobecné zásady. Každé ocenění vyžaduje své vlastní odborně kvalifikované řešení. Potud mohou zásady sloužit jen jako rámec, v němž musí ležet každé jedinečné řešení.

Je patrné, že ani standard IDW nenormuje obecně platné teoretické koncepty garantující jednoznačná, správná řešení. Důležitý je odkaz na evoluční povahu pravidel – jedná se o zachycení pravidel vyvinutých v rámci praxe. Stejně jako v případě IVS jsou i standardy IDW výsledky všech zdrojů podzákonných pravidel tohoto typu, tak jak byly definovány: státu, vědy jako široce pojímané teoretické ekonomie a podnikohospodářské teorie a profesních zájmových organizací.

Odkaz na „rámec řešení“ zajišťuje nadmíru důležitou otevřenost, standard tímto dává oceňovateli prostor pro vlastní uvážení specifik příslušného oceňovacího případu. Pravidla a požadavky obsažené ve standardu propůjčují ve stejný okamžik provedenému ocenění minimální vyžadovanou dávku spolehlivosti, protože obsahují kodifikaci ověřené, nejlepší praxe, teoretických poznatků a zároveň zohledňují aktuální podobu zákonné regulace dotýkající se nejen oceňování jako takového, ale rovněž hodnoty podniků lokalizovaných v oblasti primární působnosti standardů, čili SRN.

IDW S 1 kritici vyčítají (Fischer–Winkelmann, 2003), že standard bere v úvahu jen „podstatné“ všeobecné zásady, a tedy není jasné, co je kritériem podstatnosti. Podle všeho ale ambice výboru IDW při formulaci standardu nejsou tak vysoké, jedná se o normu, která stále dává prostor oceňovateli pro zohlednění případných nutných specifik oceňovacího případu.

(2) Tento IDW standard se netýká případů, kdy je na základě smlouvy či příkazu odhadována hodnota na základě předem daných, odlišných východisek. Kupříkladu na základě objednávky ocenění takto mohou být zohledněny i jiné oceňovací metody, nefinanční cíle, zvláštnosti prognóz a ostatní odlišnosti oproti tomuto IDW standardu.

Tímto ustanovením se IDW standard negativně vymezuje oproti oceněním ve smyslu kategorie investiční hodnoty dle IVS. Aby byla hodnota podniku odhadnutá za podmínek, které na způsob jejího odhadu a obecná oceňovací východiska tento standard klade, je nutno z praktických důvodů vyloučit alternativy, které sice z teoretického hlediska přípustné jsou, z pohledu standardu IDW by však způsobovaly jen nadměrnou komplikovanost a zastírání hlavních účelů ocenění i možnosti jejich uživatelské interpretace.

(3) Tento IDW standard nahrazuje IDW standard: Zásady oceňování podniku (IDW S 1) ve znění z 18.10 2005.[72]

2. Základní pojmy

Obsah hodnoty podniku

(4) Za předpokladu sledování čistě finančních cílů je hodnota podniku dána současnou hodnotou čistých příjmů, plynoucích vlastníkům na základě vlastnictví podniku (čisté příjmy vlastníků jako saldo výplat, popřípadě výběrů, splátek kapitálu a vkladů). Ke zjištění současné hodnoty těchto příjmů se používá kapitalizační úroková sazba, která odpovídá návratnosti ze srovnatelné alternativní investice. Podle toho je hodnota podniku dána pouze jeho schopností nahospodařit pro své vlastníky volné finanční prostředky.

Oceňovatel podle tohoto ustanovení vychází z předpokladu, že cílem podniku je maximalizace zisku, a tedy následně i volného cash flow, které bude tvořit „příjmy“ vyplácené vlastníkům. Tento předpoklad vede automaticky k oddefinování cílů nefinančních. Důležitý je také vztah volných finančních prostředků k preferencím vlastníků majetkových podílů tohoto podniku. Rozdíl v chápání hodnoty je oproti tržní hodnotě dle IVS zásadní. Standard IDW nepožaduje, aby souhra nabídky a poptávky ukazovala na projevené preference tvůrců trhu (kteří nutně nemusejí sledovat jen finanční cíle a mají různá očekávání a různou ekonomickou moc). Stačí, když učiníme normativní předpoklad, že hodnota podniku je pro účely použití tohoto IDW standardu dána výší finančních přebytků o dané rizikovosti a měrnou jednotkou je peněžní jednotka. Tento předpoklad není

72 WPg 2005, s. 1303, FN-IDW 2005, s. 690. (V originále standardu IDW S 1 se jedná o poznámku č. 2.)

nutno ověřovat, nejsme na poli pozitivní ekonomie. Pro účely ocenění dle IDW tento předpoklad stačí. Nikde se neříká, že by nemohl hodnotu oceňovaného podniku vytvářet soubor zcela jiných, ryze subjektivních hodnototvorných vlivů – mohl, ale pro ocenění podle tohoto standardu, respektive pro odhad kategorie objektivizované hodnoty, jsou tyto případy irelevantní.

(5) Tato hodnota vyplývá zásadně z finančních přebytků, vydělaných za předpokladu pokračování podniku a odprodeje případného provozně nenutného majetku (výnosové ocenění; Zukunftserfolgswert – pozn. překl.). Jen v případě, kdy současná hodnota finančních přebytků získaných z likvidace celého podniku (likvidační hodnota) převyšuje ocenění výnosové, přichází při ocenění podniku v úvahu likvidační hodnota.

Podnik tedy bude oceněn za předpokladu trvalého pokračování provozu. Je možno se domnívat, že obsah tohoto pojmu odpovídá pojetí principu going concern v rámci IVS. Nahospodařené přebytky budou zadrženy v podniku tehdy a jen tehdy, pokud je možno identifikovat investiční příležitosti, jejichž ziskovost převyšuje oportunitní náklady investora. Stejná logika platí i při prodeji provozně nenutného majetku. Kapitál vázaný v neprovozních aktivech je možno využít efektivněji jinde. Ocenění je „dopředu hledící", standard reflektuje dynamickou povahu tržního mechanismu. Není ovšem tak přísný jako standardizace tržní hodnoty podle IVS. Omezení užitečnosti na výši peněžních příjmů je opět obecně neprokazatelné (viz rozbor metodologického individualismu a příspěvků ekonomů rakouské školy), ale smyslem standardu je opět aproximativní zobrazení reality s hlavním důrazem na opakovatelnost, transparentnost a ověřitelnost prováděných ocenění.

V tomto odstavci je jasně patrný současně působící vliv teoretických a praktických zdrojů standardizace. Předpoklad maximalizace zisku vychází z neoklasické ekonomické teorie. Firma se může na trhu udržet v dlouhém období jen tehdy, pokrývá-li své oportunitní náklady (oportunitní náklady veškerých využívaných výrobních faktorů). V praxi je většinou odhad oportunitních nákladů obtížný, především s ohledem na transakční náklady a neúplnost informací. Standard IDW S 1 opět řeší tento problém normativně, příklonem k modelu CAPM a odvozením diskontní míry tímto způsobem (viz dále). Opět nikde není psáno, že tímto způsobem dospějeme k tržní hodnotě či částce, za kterou se obchod, byť i s nejvyšší možnou očekávanou pravděpodobností, uskuteční.

(6) Oproti tomu substanční hodnota nemá při ocenění podniku žádný svébytný význam.

Standard vychází z chápání hodnoty jako objektivizované veličiny závislé na množství peněz, které je možno získat držením či odprodejem aktiva. Substanční hodnota tato kritéria nenaplňuje. Její význam spočívá v především v rozhodovacích úlohách ohledně nakládání s aktivy či celým podnikem. Úplná substanční hodnota (tedy množství peněz, které by bylo nutné vynaložit na reprodukci veškerých, tedy i obecně neidentifikovatelných nehmotných aktiv) není v praxi určitelná způsobem, který by zajišťoval ověřitelnost a opakovatelnost ocenění.

Problematika substanční hodnoty je nicméně podstatně složitější, než by se mohlo na první pohled jevit. Její chápání je totiž intuitivní, a dokonce má i oporu v objektivních (nákladových) teoriích hodnoty klasické politické ekonomie. Úvaha, že něco má hodnotu, protože na to byly vynaloženy náklady (práce nebo peněžní výdaje), zastírá fakt, že s ohledem na tržní situaci může být pracně vyrobený statek nejen neprodejný, ale

jeho hodnota může být i záporná, neboť bude například nutná jeho ekologická likvidace. Obecně platí pro majetkové formy ocenění, že jsou relativně dobře opakovatelné a pro uživatele – především je nutno mít na mysli soudní praxi – i snadno interpretovatelné a důvěryhodné. Pravou podstatu směnné hodnoty nákladové metody zastírají, proto jsou standardy IDW takto striktní a substanční hodnotu rovnou vylučují. Tím ovšem zásadně není řečeno, že smluvní strany se nemohou dohodnout na tom, že obchod uskuteční právě na základě ocenění majetkového. Není tím ani řečeno, že zákonodárce nemůže pro určité účely právě díky opakovatelnosti a transparentnosti (u neúplné substanční hodnoty) využít takto určené částky pro daňové či jiné účely.

Problém substanční hodnoty a majetkového ocenění obecně představuje fakt, že na podnik je nutno pohlížet, podle jeho zákonné definice i v ekonomickém slova smyslu, jako na věc hromadnou. Jak uvádějí standardy IVS (viz výše), u určitých typů podniku může substanční hodnota relativně věrně aproximovat reálnou hodnotu oceňovaného podniku. Jedná-li se o pouhou servisní společnost nevykazující žádnou operativní činnost, jejíž hospodářské výsledky jsou dány výnosy z držby reálných či finančních investic, pro které existují likvidní trhy dostatečné kvality a je možno tyto investice separátně ocenit tržní hodnotou, bude se, při abstrahování od obtížně určitelných transakčních nákladů na pořízení majetkového portfolia drženého oceňovanou společností, hodnota tohoto podniku blížit tržní hodnotě podniku této společnosti. Z pohledu potenciálního kupujícího je totiž lhostejné, jestli si koupí aktiva tvořící tento podnik přímo na jejich trzích, nebo tím, že převezme podnik formou koupě. Je třeba se důsledně vyvarovat nebezpečí chybného zobecnění těchto úvah na podniky, jejichž hodnota vyplývá právě z toho, jaké užitky jsou aktiva v konkrétní formě a konkrétní konfiguraci spolu s neidentifikovatelnými či mimobilančními aktivy tvořícími podnik schopna nahospodařit svým vlastníkům.

(7) Hodnota podniku je zásadně odhadována ve smyslu výnosového ocenění. V současné praxi oceňování podniků se jedná o metodu kapitalizovaných čistých výnosů (srovnej odst. 7.2.; Ertragswertverfahren – pozn. překl.) a metodu diskontovaných peněžních toků (srovnej odst. 7.3.).

Jedná se o metody ocenění vycházející z identického principu – schopnosti aktiva přinášet svému držiteli ekonomický prospěch. Tím je myšleno množství peněz, které může vlastník z podniku odebírat po uskutečnění veškerých nákladů, respektive výdajů nutných pro zajištění provozu podniku v míře zaručující maximalizaci zisku i v dlouhém období (investice do technologií a marketingu, politika lidských zdrojů, výzkum a vývoj apod.). Opět dochází k tomu, že příjmy z držení aktiva jsou ztotožňovány s užitkem měřitelným penězi. Metodicky se jedná o velmi sporný problém, neboť peníze nemohou být považovány za invariantní měřítko užitku (mezní užitečnost peněžní jednotky je pro každého jednotlivce individuální)[73] a navíc peníze není možno považovat za měřítko bohatství chápané jako ekvivalent množství statků, které je možno pořídit jako jejich ekvivalent, a to kvůli nekonstantní kupní síle peněz.

Můžeme se domnívat, že hodnota podniku je pojímána v souladu se standardní neoklasickou tradicí teorie financí (Fisher, 1930, Tobin, 1958 a mnozí další) jako ekvivalent současné hodnoty očekávaných peněžních příjmů, převedených na současnou hodnotou

73 Podobný metodologický problém se vyskytuje v klasické politické ekonomii, kdy za invariantní měřítko hodnoty umožňující interpersonální srovnávání je považována práce. Viz také Rothbard (2001).

k datu ocenění rizikově a obsahově symetrickou diskontní mírou. V tomto smyslu funguje princip arbitráže ještě v jiném smyslu než u substanční hodnoty pojímané ve smyslu *new replacement value*, a sice že racionální investor nezaplatí za aktivum více, než by bylo nutno vynaložit při zohlednění časové hodnoty peněz a transakčních nákladů na tvorbu ekvivalentního aktiva poskytujícího stejné užitky. Na podnik je možno nahlížet jako na investici do alternativního cenného papíru o stejném rizikově-výnosovém profilu. Hodnota bude podle této teorie stejná. To však v žádném případě nezakládá možnost ztotožňovat takto určenou hodnotu podniku s tržní hodnotou podniku ve smyslu IVS. I když se může jednat o ekvivalentní investice ve finančním smyslu, není možno dokázat, že se jedná o stejný relevantní trh, který by tato ocenění v rámci soutěžního procesu ověřoval a činil je legitimními. V drtivé většině se o stejný relevantní trh jednat nebude, protože tržní poptávka a její struktura bude u podniků a v ekonomickém smyslu oproti oceňovanému podniku nehomogenních „referenčních" cenných papírů determinována jinými faktory a jinak pojímanými užitky.

To však nijak nebrání praktickému užívání výnosového ocenění vymezovaného v IDW S 1, právě naopak. Díky normativnímu obsahu objektivizované hodnoty je možno podle úpravy IDW využívat výnosového ocenění jako nosné, výchozí oceňovací metody, a dokonce ho používat samostatně. Nic takového například pro odhad tržní hodnoty IVS nepřipouštějí. Určíme-li objektivizovanou hodnotu dle IDW, bude se jednat o částku platnou na základě určitých předpokladů – nic víc. Ověřování toho, do jaké míry je takto zjištěná částka aproximací reálné tržní hodnoty oceňovaného podniku (je-li v souladu se všemi požadavky zjistitelná), standardy IDW na rozdíl od IVS nepožadují.

Důvody pro ocenění

(8) Důvody pro ocenění je možno rozdělit podle toho, zda se ocenění provádí v souvislosti s vlastní iniciativou podniku, z důvodů externího finančního výkaznictví, na základě zákonných předpisů práva obchodních společností či jiných zákonů, popřípadě smluvních vztahů, nebo z jiných důvodů.

Stejné rozdělení je použitelné i pro naši zemi. Pro veškeré oceňovací úlohy platí, že uživatelé posudků vyžadují jednoznačnou terminologii a závěry, které budou kvalitativně odpovídat zadání ocenění. Právě u odhadů kategorií hodnoty, jako je tržní hodnota, respektive hodnota objektivizovaná, je nutno standardizovat jednotlivé kroky ocenění. Takto je možno ověřit postup a věrohodnost odhadu. Zatímco pro tržní hodnotu je podstatná její ověřitelnost kvalitními daty čerpanými přímo z trhu příslušného aktiva, respektive aktiv v mnoha ohledech srovnatelných (viz výše), hodnotě objektivizované dostačuje, když je vypočtena na základě učiněných předpokladů metodicky správně. To je další podstatný rozdíl.

(9) Podniky jsou oceňovány na základě rozličných podnikatelských potřeb, jako například při koupi a prodeji podniku, fúzích, vkladu vlastního nebo cizího kapitálu, nepeněžních vkladech (včetně převodu veškerých aktiv podniku), vstupu na burzu, *Management Buy Out* nebo v rámci hodnotově orientovaných manažerských konceptů.

(10) Podniky jsou dále oceňovány případně s použitím speciálních oceňovacích standardů obvykle pro účely externího finančního výkaznictví (například alokace kupní ceny a impairment testy) a z daňových důvodů (například interní přestrukturování koncernu).

Poznámka: V originále standardu IDW S 1 je u odst. č. 10 poznámka č. 3, která je zde vynechána.

(11) Ocenění vyplývající z obchodně právních předpisů jsou spojena především s akciově právní úpravou pro uzavírání smluv mezi podniky, popřípadě pro začlenění nebo squeeze out (zjištění přiměřeného protiplnění pro odstupné v akciích či v hotovosti). Mimo to obsahuje například zákon o přeměně společnosti úpravu pro zjištění peněžního protiplnění stejně jako směnné poměry v souvislosti s prověřováním zprávy o sloučení, respektive rozdělení. Ocenění vycházející ze smluvního základu se provádí zejména při vstupu či výstupu společníků z osobní společnosti (Personengesellschaft – pozn. překl.), při sporech o dědictví a dělení dědictví a při stanovení odstupného v rámci rodinného práva.[74]

Právě v případech, kdy ocenění nesimuluje podmínky funkčního tržního mechanismu, jedná se o formu tzv. second best řešení. Autoři standardu S 1, vědomi si rozporuplnosti tohoto postupu, volí raději kategorii hodnoty objektivizované. Je možno se domnívat, že právě pro tyto účely ocenění, navíc v podmínkách kontinentální Evropy, je vhodnější přiřazení normativně definované objektivizované hodnoty. Ve většině případů je totiž tržní hodnota takovýchto předmětů ocenění nezjistitelná, protože nejsou splněny její definiční podmínky. Především je obtížné nalézt srovnatelné podniky a dostatečně kvalitní, likvidní, soutěžní trh, na němž by byly tyto srovnatelné podniky v daném místě a čase obchodovány.

Výše objektivizované hodnoty vypočítané nezávislým odborníkem je v případě potřeby relativně dobře přezkoumatelná a teoretické zakotvení standardu dává navíc garanci, že odhadnutá částka je určená logickým, smysluplným způsobem (viz postuláty a teorémy neoklasické mikroekonomie ohledně maximalizace užitku apod.).

Funkce auditora

(12) Auditor může při oceňování podniku vykonávat různé funkce:

- Neutrální znalec

Úkolem auditora v roli neutrálního znalce je prostřednictvím průkazné metodiky odhadnout hodnotu podniku oproštěnou od individuálních hodnotových představ zúčastněných stran – objektivizovanou hodnotu podniku.

Objektivizovaná hodnota abstrahuje od strany nabídky a poptávky na trhu oceňovaného aktiva. Zůstává v tomto smyslu krok za úpravou tržní hodnoty dle IVS. Dlužno dodat, že z ryze praktických důvodů. Objektivizovaná hodnota není odhadem pravděpodobné, ex post zjistitelné, rovnovážné tržní ceny a ani si na to nečiní ambice. „Průkaznou

74 Srov. Stanovisko HFA 2/1995: Zur Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht (K oceňování podniku v rodinném a dědickém právu), WP 1995, s. 522 a násl., FN-IDW 1995, s. 309 a násl. (V originále standardu IDW S 1 se jedná o poznámku č. 4.)

metodikou“ se rozumí průkaznost z pohledu argumentační síly a metodické správnosti, nikoliv, jak dokládá druhá část věty, ověřitelnost či potvrzení zjištěné částky funkčním trhem oceňovaného aktiva, které by poukazovalo na míru „přesnosti“ či „správnosti“ použitých metod. Objektivizovaná hodnota je ve své podstatě hodnotou „pro nikoho“, protože od subjektů transakce abstrahuje. Standard takto definuje kategorii hodnoty použitelnou v případech, kdy pro oceňované aktivum neexistuje dostatečně kvalitní trh. Objektivizovaná hodnota není a nemá být odhadem pravděpodobné rovnovážné ceny, ale normovanou veličinou vycházející z kritérií přezkoumatelnosti.

- Poradce

V roli poradce odhaduje auditor subjektivní hodnotu pro rozhodnutí, která může například udávat, kolik investor může – při zohlednění individuálních disponibilních možností a plánů – nejvýše investovat do podniku (horní hranice ceny) nebo kolik prodávající musí nejméně požadovat (dolní hranice ceny), aby se jejich ekonomická situace po této transakci nezhoršila.

V terminologii IVS se tedy jedná o netržní kategorii hodnoty, konkrétně o investiční hodnotu.

- Rozhodce/zprostředkovatel

V roli rozhodčí/zprostředkovací vystupuje auditor tehdy, pokud ve sporných situacích při zohlednění subjektivních hodnotových představ jednotlivých stran určuje přiměřenou hodnotu transakce (Einigungswert, hodnota shody – pozn. překl.) jako rozhodce, nebo jestli ji navrhuje jako zprostředkovatel.

Funkční ocenění je tradičním německých přístupem. Opírá se o široké zakotvení v literatuře (jmenujme za všechny Moxter, 1990 a Born, 2003). I když odhadce vystupuje v roli neutrálního znalce, přesto není jeho úkolem vypočítat obecně platnou tržní hodnotu. Jak bylo ukázáno v kapitolách věnovaných teorii trhu, pro jedinečná aktiva, jakými podniky, obchodní podíly či nepeněžité vklady jsou, neexistuje dostatečně kvalitní trh těchto aktiv, a není možné na základě znalosti historického vývoje a empirické evidence uměle modelovat hypotetickou strukturu tržních stran a proces ustanovení rovnováhy, tedy konvergence ke stavu rovnovážné ceny.

Tržní hodnota ve smyslu IVS není obsahově totožná s náplní a účelem použití hodnoty rozhodčí. Pokud by totiž bylo možno odhadnout tržní hodnotu odpovídající kvality, byla by automaticky i hodnotou rozhodčí, protože na principu arbitráže by prodávající mohl na likvidním relevantním trhu předmětné aktivum prodat a kupující koupit (to je jeden z předpokladů aplikace kategorie tržní hodnoty dle IVS, viz výše v podrobnostech). Vlivem své zanedbatelné tržní síly by obě strany musely tímto akceptovat aktuální tržní cenu, která vzniká v důsledku střetu dostatečně široké nabídky a poptávky.

K možným nedorozuměním může docházet – a v praxi dochází – z důvodu chybné interpretace pojmu trhu a tržní hodnoty. V ekonomickém slova smyslu se totiž ex ante vypočítaná či jakýmkoli jiným způsobem stanovená rozhodčí hodnota následně, po eventuálním uskutečnění obchodu v této hodnotě, stane rovnovážnou tržní cenou. Trhem bude ale okamžikový trh tvořený jen jedním prodávajícím a jedním kupujícím. Tato rovnovážná tržní cena nemá žádný vztah k tržní hodnotě ve smyslu IVS, protože zdaleka nesplňuje definiční kritéria (nabízející, poptávající, soutěž, likvidita, homogenita aktiv).

Hodnota a cena podniků a obchodních podílů

(13) Jelikož hodnota podniku se ve smyslu hodnoty podniku jako celku vztahuje na všechny vlastníky, odpovídá hodnota obchodního podílu aktuálnímu podílu vlastníka na podniku.

Hodnota obchodního podílu může být vypočtena přímo či nepřímo. Při přímém ocenění obchodního podílu je hodnota podílu odvozena přímo z peněžních toků mezi podnikem a jednotlivým vlastníkem. Při nepřímém ocenění obchodního podílu je hodnota podílu na podniku odvozena z celkové hodnoty podniku.

Objektivizovaná hodnota obchodního podílu odpovídá příslušnému alikvotnímu podílu na celkové objektivizované hodnotě podniku. Subjektivní hodnota obchodního podílu v sobě zahrnuje odhad hodnoty účasti na podniku při zohlednění individuálních osobních poměrů a cílů (konkrétního) vlastníka podílu; oceňovacími parametry jsou proto vedle výše podílu především vliv vlastníka podílu na podnikatelskou strategii podniku (Unternehmenspolitik – pozn. překl.) a očekávané synergické efekty.

Cena podniků a obchodních podílů se vytváří na volných kapitálových trzích vlivem nabídky a poptávky. Je podstatně ovlivněna odhadem užitku (mezním užitkem) konkrétních kupujících a prodávajících a může se více či méně silně odchylovat od celkové hodnoty podniku nebo hodnoty určitého podílu na celkové hodnotě podniku, a to podle kvalitativního poměru mezi nabídkou a poptávkou či možností vlastníků ovlivnit podnikatelskou strategii podniku (výlučné vlastnictví, kvalifikovaná nebo jednoduchá většina, blokační minorita nebo rozptýlené vlastnictví).

Skutečně zaplacené ceny za podniky a obchodní podíly jsou důležitými orientačními veličinami pro posouzení vypovídací schopnosti hodnot podniků a hodnot podílů, avšak nenahrazují oceňování podniku.

Zde standard S 1 poukazuje na fakt, že oceňovatel není schopen simulovat tržní proces, a neměl by se o to tudíž ani pokoušet. Není známa minulost – i kdyby se srovnatelné podniky v dané oblasti prodávaly, je nepravděpodobné, že budeme znát detaily transakce mající vliv na konečně realizovanou cenu. Objektivizovaná hodnota není tržní kapitalizací. Smyslem odhadu objektivizované hodnoty je poskytnout odhad peněžní částky sloužící jako východisko pro cenová vyjednávání, má však širší význam a vychází z větší míry objektivizace vstupních parametrů a výpočtových kroků oproti hodnotě rozhodčí.

Význam dat z trhů s podniky vykazuje oproti tržní hodnotě dle IVS kvalitativní odlišnost v tom, že zatímco tato data, jsou-li dostatečně kvalitní, mají v případě tržní hodnoty primární význam, v případě objektivizovaného ocenění je tomu jinak. Standard IDW S 1 vykazuje takto vyšší kompatibilitu s kontinentálními zvyklostmi a tradicemi prodeje majetkových podílů na podnicích mimo organizovaný burzovní trh. Burzovní kurzy ani sporadické údaje o zveřejněných transakcích objektivizační roli plnit nemohou vůbec nebo jen do jisté míry. Jsou-li tedy určité transakční cenové údaje známé, je na místě tato data pro orientaci využít, nicméně není možno je přeceňovat. Relevantní trh těchto transakcí není ani dostatečně kvalitní, ani stabilní ve strukturálním smyslu a je iluzorní se domnívat, že by vykazoval dostatečnou likviditu pro to, aby bylo možno právě oceňovaný majetkový podíl k rozhodnému datu ocenění prodat. Koncept objektivizované hodnoty se také vymezuje oproti možnosti využívat dokonalého neoklasického kapitálového trhu (avšak stále připouští použití metod DCF – viz dále).

3. Obsah a relevance burzovních kurzů

(14) Hodnotu podniku vypočtenou v souladu se zásadami obsaženými v tomto IDW standardu, popřípadě hodnotu obchodních podílů, je potřeba odlišit od burzovních kurzů, popřípadě od tržní kapitalizace odvozené na bázi burzovních kurzů (počet akcií násobený burzovním kurzem): tedy ocenění podniku vycházejí z detailně analyzovaných dat předmětu ocenění, zejména z podnikatelského konceptu a finančního plánu, nedostupných kapitálovému trhu a širší veřejnosti.

Formulace tohoto ustanovení byla výrazněji modifikována ve srovnání s verzí IDW S 1 z roku 2005, kde bylo navíc jednoznačně řečeno, že: hodnota podniku vyjadřuje současnou hodnotu veškerých volných finančních přebytků, zatímco burzovní kurzy jsou denními cenami na akciovém trhu, které představují cenu vedoucí k maximalizaci na burze realizovaného obratu, jež je na burze vytvářena na základě střetávajících se očekávaných užitků nabízejících a poptávajících (citace dle IDW S 1, 2005, odst. 14). To znamená, že model hodnoty podniku vytvářený oceňovatelem nemůže postihovat preference tvůrců trhu a jejich dynamiku ani způsob, jakým se subjektivní hodnoty tvůrců trhu tvoří a jaký mají konečně vliv na burzovní kurz. Můžeme se domnívat, že důvodem vypuštění této věty byl fakt, že očekávané užitky se formují ve světe neúplných informací mezi jednotlivými tvůrci trhu asymetricky a navíc je nemožné se v rámci modelování tržní hodnoty vypořádat s efekty ekonomické moci vyplývajícími z různé koncentrace majetkových podílů u vlastníků.

(15) Pokud jsou k dispozici burzovní kurzy obchodních podílů, je možno je použít při ocenění podniku za účelem posouzení správnosti ocenění podniku či obchodního podílu provedeného v souladu se zásadami obsaženými v tomto IDW standardu. V tomto případě je nutno pečlivě analyzovat a uvést zvláštní vlivy, které se mohly projevit při ustanovení ceny na burze (například nízký podíl na burze obchodovaných podílů, zvláštní situace na trhu).

Věcně nezdůvodnitelné podstatné odchylky mezi zjištěnou výnosovou hodnotou (Zukunftserfolgswert) a burzovním kurzem by měly vést ke kritickému přezkoumání výchozích dat a předpokladů.

Jedná se o další precizaci ustanovení obsažených v předchozím odstavci. Standard předpokládá, že akciový trh nefunguje dokonale. Cena akcie se odvíjí od očekávání investorů ohledně budoucí ekonomické výkonnosti a dalších faktorů behaviorální povahy. Tato očekávání mohou mít základ v odhadu hodnoty objektivizované, avšak není to garantováno, či spíše není jediný důvod se domnívat, že tomu tak je. Investoři mají své subjektivní a z pohledu oceňovatele nepoznatelné preference, které právě vedou trh k ustavení rovnováhy.

Jak již bylo řečeno, není-li možno v kontinentálních podmínkách ověřovat hodnotu podniků dostatečně kvalitními daty z trhu těchto podniků, je zapotřebí si vypomoci objektivizovaným výnosovým ocenění. Standard IDW S 1 dokonce zachází tak daleko, že si je vědom nedostatečné kvality burzovního trhu. Můžeme se domnívat, že především ve smyslu zmiňovaných „zvláštních vlivů“, jako je kupříkladu nedostatečně široká nabídka a poptávka, neexistence investičních alternativ do velikostně a podnikatelsky

srovnatelných podniků a podobně. Znamená to tedy, že informačně a operačně nedokonalý burzovní akciový trh netvoří dostatečně nosnou oceňovací bázi.

V některých případech je možno se setkat s úvahou, že výnosové ocenění by mělo být doplněno o ocenění metodou srovnatelných podniků, aby byla takto ověřena relevance výsledku výnosového ocenění. V českých podmínkách se k tomuto srovnání nejčastěji využívají data z amerického kapitálového trhu (dle webu A. Damodarana). Standard IDW S 1 ale jasně říká, že toto ověření je možné jen v porovnání s burzovním kurzem dané akcie. Je to proto, abychom se nedopouštěli metodické chyby a nesrovnávali výsledky dvou metod a dvou rozdílných relevantních trhů. Trh podniků z určitého odvětví obchodovaných na kapitálovém trhu v USA budou ovlivňovat jiné faktory než trh podniku, který je předmětem jednorázové transakce v podmínkách České republiky a u něhož existuje jediný nabízející a jeden či jen několik málo poptávajících.

Standard předjímá odchylky mezi tržní kapitalizací (tržní cenou akcie) a hodnotou podle výnosového ocenění. Jsou-li odchylky významné (*wesentlich*), je nutné se podrobně zabývat možnými důvody. Je důležité, že toto přezkoumání nemusí mít žádný vliv na konečný výsledek. Volba výsledné hodnoty je výhradně v kompetenci oceňovatele. Ani teoreticky není možné prokázat (Matschke, Brösel, 2007), že výsledek výnosového ocenění DCF je možno použít jako důkaz správnosti či v případě odlišného výsledku nesprávnosti tržního ocenění aktiva, a tedy k investorskému rozhodnutí o koupi či prodeji akcie.[75]

(16) Při speciálních důvodech pro ocenění podniku (například odstupné nebo vyrovnání podle § 304, 305 akciového zákona, § 320b akciového zákona či § 327a a násl. akciového zákona) podle judikace nejvyššího soudu není možno odhadovat tržní hodnotu (Verkehrswert – pozn. překl.) bez ohledu na kurz akcií kotovaných na burze.[76] V zásadě je i v těchto případech nejvyššími soudy uznáváno výnosové ocenění. Pokud však je výnosové ocenění nižší než burzovní kurz, v tom případě je burzovní kurz považován za minimální výši ocenění. Toto však neplatí tehdy, neodpovídá-li burzovní kurz – například z důvodu nefunkčnosti trhu (Marktgängigkeit) nebo manipulace s kurzem – tržní hodnotě akcií.[77] Při použití burzovního kurzu je vždy nutno zvolit vhodný průměrný kurz. Délka a konečný časový okamžik referenčního období závisí zásadně na podmínkách konkrétního případu.

Podmínka minima definovaného burzovním kurzem je logická v případě ocenění podniku s kotovanými akciemi. Soud vyjádřil názor, že je na uvážení oceňovatele, aby sám posoudil efektivnost akciového trhu a rozhodl o referenčním období. Do ocenění takto opět vchází dávka subjektivity. Smyslem je především přiblížit odhad reálným podmínkám

75 Tím není řečeno, že by někteří investoři či analytici tímto způsobem nepostupovali. Zdůvodnění pro koupi či prodej cenného papíru může být vedeno snahou o „teoretickou fundovanost“ či být založeno na „zaručených“ informacích od nejrůznějších ostatních subjektů či být provedeno jakkoliv jinak. Způsob rozhodování o alokaci kapitálu je vždy individuálním rozhodnutím soukromého či institucionálního investora.

76 Srov. Spolkový ústavní soud, usnesení ze dne 27. 04. 1999 – 1 BvR 1613/94, DB 1999, s. 1693 a násl. (V originále standardu IDW S 1 se jedná o poznámku č. 5.)

77 Srov. BGH, usnesení ze dne 12.03.2001 – II ZB 15/00, DB 2001, s. 969 a násl. (V originále standardu IDW S 1 se jedná o poznámku č. 6.)

a neomezovat ho příliš cenami, které mohou být krátkodobě vychýleny od své dlouhodobě rovnovážné úrovně. Tržní kurz či tržní kapitalizace slouží jen jako rámec ocenění výnosovými metodami. Důležité je chránit se před záměnou „trhu“ v sémantickém významu a „trhu“ ve smyslu definice IVS. Nelze směšovat relevantní trh a kapitálový trh, tyto pojmy mají zcela jiný obsah a význam. IDW S 1 použitelnou definici trhu ani požadavky na kvalitu trhu a z něj vycházejících dat neobsahují.

Standard IDW S 1 volí objektivizované výnosové ocenění jako vhodný postup pro tyto ze zákona vyplývající účely ocenění z praktických důvodů. Vzhledem k tomu, že primárním účelem ocenění je v těchto případech zjištění částky „férové“ pro účastníky transakce, kteří ani nemusejí nutně být dobrovolnými prodávajícími či kupujícími, klade Standard S 1 v návaznosti na soudní praxi jiné požadavky na podobu ocenění a interpretace jeho výsledků než například koncept tržní hodnoty dle IVS. Hodnota zjišťovaná za účelem stanovení výše odstupného či rozličných forem finančního vypořádání, nemůže primárně vycházet z dat odvozených z kapitálového trhu, jejichž vypovídací schopnost je za normálních okolností nejistá, a tudíž snadno zpochybnitelná. Účel ocenění splní v tomto případě lépe soubor metod vycházející z nejlepší oceňovatelské praxe a obecně přijímaných, tzn. z pohledu rozhodčího oceňovatele logicky obtížně vyvratitelných, teoretických východisek.

4. Zásady pro odhad hodnoty podniků

Důležitost účelu ocenění

(17) V závislosti na účelu ocenění podniku (objektivizovaná hodnota podniku, subjektivní hodnota pro rozhodnutí, hodnota shody) vyplývají zpravidla rozdílné předpoklady o prognóze a diskontování budoucích finančních přebytků, forma a rozsah zohledňovaných synergií i osobních poměrů vlastníků, popřípadě typizace vztahující se k jejich zadání ocenění. Proto kvalifikovaný odhad hodnoty podniku předpokládá, že v zadání ocenění bude uvedeno, ve které z funkcí bude auditor vystupovat, aby tak bylo možno odvodit předpoklady a typizace odpovídající předmětnému účelu ocenění.

I standard S 1 rozlišuje více kategorií hodnoty podle účelu ocenění. Členění se neshoduje s kategorizací IVS. Tržní hodnotu tak, jak je vymezena v IVS, Standard IDW S 1 nezná. Hovoří-li se zde o tržní hodnotě (*Marktwert*), má se na mysli tržní kurz na některém organizovaném trhu (například akciové burze). Jak bylo již naznačeno výše, tržní kurz má toliko podpůrný význam pro výsledek ocenění.

Ocenění hospodářských jednotek

(18) Podniky jsou účelovými kombinacemi materiálních a imateriálních hodnot, jejichž spolupůsobením mají být nahospodařeny finanční přebytky. Hodnota podniku proto není určena hodnotami jednotlivých majetkových položek a dluhů, ale spolupůsobením veškerých hodnot.

Ustanovení tohoto odstavce poukazuje na nemožnost samostatného využití neúplné substanční hodnoty. Hodnota podniku je dána očekávaným výnosovým potenciálem investovaného kapitálu. Ocenění spočívá ve zjištění této částky a případné identifikaci faktorů vytvářející imateriální hodnotu, je-li to možné. V tomto odstavci se standard hlásí k principu celkového ohodnocování (viz v teoretických souvislostech Moxter, 1990 a Matschke, Brösel, 2007).

(19) Při vymezení předmětu ocenění je nutno zachytit celek všech vzájemně působících částí podniku, jako například nákupní a odbytové vztahy, popřípadě trhy, výzkum a vývoj, organizaci, financování a management, protože všechny části podniku přispívají společně k budoucím finančním přebytkům (celkové ocenění). Předmět ocenění nemusí být identický s právním vymezením podniku; východiskem je předmět ocenění definovaný spíše podle ekonomických kritérií (například koncern, provozovna, strategická organizační jednotka).

(20) Ke zvláštnostem vymezení předmětu ocenění při oceňování malých a středních podniků srov. odst. 8.3.1.

(21) Předmět ocenění zahrnuje jak provozně nutný, tak provozně nenutný majetek.

Zde je standard S 1 opět zcela ve shodě s IVS. Na hodnotu je nutno pohlížet v časovém horizontu, ve kterém bude podnik schopen vykonávat ekonomickou činnost a tvořit hodnotu (*forward looking valuation*). Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná má svůj důležitý význam při analýze tvorby hodnoty, neboť nesprávně oceněná neoperativní aktiva většinou vedou k ničení hodnoty (s ohledem na riziko poskytují nedostatečnou výnosnost, jsou přítomny v příliš velkém množství apod.). Matschke a Brösel (2007) poznamenávají, že bohužel není konkretizováno, podle jakých kritérií se toto členění in concreto provádí, a tudíž i při odhadu objektivizované hodnoty se přidává další ze subjektivních vlivů na straně oceňovatele.

Princip rozhodného dne

(22) Hodnoty podniku se váží k časovému okamžiku a odhadují se k rozhodnému dni ocenění.

(23) Očekávání budoucích finančních přebytků na ocenění zainteresovaných stran jak u předmětu ocenění, tak také u nejlepší možné alternativní investice závisí na množství v průběhu času přicházejících informací. Pokud se odlišuje rozhodný den pro ocenění a časový okamžik, kdy je ocenění provedeno, zohlední se jen informace, které by mohly být při náležité pečlivosti zjištěny k rozhodnému dni pro ocenění. To platí i pro stav informací ohledně zatížení finančních přebytků daní z příjmů, tzn. směrodatné jsou k datu ocenění platné, popřípadě s budoucí účinností schválené daňové zákony.

Ocenění je vždy modelem fungování tržního mechanismu, přičemž oceňovatel věnuje především pozornost trhům jistým způsobem ovlivňujícím finanční výkonnost oceňovaného podniku. Oceňuje-li se podnik například k určitému datu v minulosti a mezi tím došlo k podstatným – pozitivním či negativním – změnám ze strany managementu,

oceňovatel hledající objektivizovanou hodnotu k datu v minulosti tyto události nezohlední, pokud by je nebylo možno považovat na základě racionální a argumentačně podpořené ekonomické úvahy za racionální.

Na tomto ustanovení je jasně patrné, že Standard IDW S 1 vychází z předpokladu, že podnik je unikátní aktivem (sui generis) a pro výši a vývoj jeho hodnoty mají větší význam přímo měřitelné faktory finanční výkonnosti než historie tržních rovnovážných cen u srovnatelných aktiv. Například relevantní trh určitého modelu automobilu má jiné kvalitativní rysy než relevantní trh oceňovaného podniku. Z pohledu informací přicházejících v průběhu času je tedy nesrovnatelně obtížnější usuzovat na citlivost a rychlost změny hodnoty podniku oproti změně ceny hodnoty osobního automobilu. Z pohledu ověřitelnosti a aplikace tržní hodnoty vůbec je kvalitní a relativně stabilní, soutěžně řízený, tzn. do značné míry i informačně efektivní trh nutnou, výchozí podmínkou.

Uveďme na tomto místě shrnující komentáře k částem Standardu IDW S 1, které z pohledu praktičnosti a potřeb této publikace nebyly komentovány přímo v textu. Jedná se totiž výhradně o normativní standardizaci, která je kodifikací nejvíce osvědčené oceňovatelské praxe, uznaných a používaných metod, objektivizačních parametrů a postupů prostupujících do oceňovací disciplíny na základě zákonné úpravy a jejích změn a relevantních soudních rozhodnutí doporučovaných pro auditorské oceňování podniků v SRN.

Celá čtvrtá část standardu IDW S 1 je věnována metodám typizace pro odhad hodnoty podniku. Z definice subjektivní hodnoty vyplývá, do jaké míry se překrývá koncept tržní hodnoty dle IVS a objektivizované hodnoty dle IVS a v jakých aspektech se naopak liší. Objektivizovaná hodnota není založena na předpokladu *highest and best use*. Naopak, ten by vedl v souladu s odst. 4.4.3 spíše k hodnotě subjektivní. Je možno se domnívat, že modelovat situaci nejvyššího a nejlepšího využití je příliš subjektivní na to, aby bylo možno celé ocenění učinit opakovatelným. *Highest and best use* je koncept vlastní tržní hodnotě, protože fungující soutěžní trh vede k maximálnímu využití oceňovaného aktiva. I když jsou akcie podniku kotovány na veřejném kapitálovém trhu a i když jsou k dispozici empiricky odpozorované typizované násobitele, standard IDW explicitně jejich použití jako výchozích oceňovacích metod vylučuje.

Oceňování provozně nutného majetku (odst. 24 a násl.)

Standard definuje, co se rozumí finančními přebytky a jaký je jejich vztah k čistým příjmům vlastníků. V závislosti na použité metodě odhadu (viz dále) je možno vycházet jak ze ziskových veličin, tak z cash flow. Odvození musí vycházet z vnitřně konzistentního finančního plánu (obsahujícího rozvahu, výsledovku a výkaz o cash flow), kde je nutno propočítat nejen možnosti rozdělení, respektive způsoby krytí eventuálních dodatečných finančních potřeb, ale je nutno respektovat i zákonnou regulaci možností rozdělování finančních přebytků. Standard IDW je konkrétní i v tom, jakým způsobem zohledňovat daňový režim příjmů z pohledu vlastníka. Vždy se jedná o netto hodnoty, tzn. je třeba uvažovat daně na úrovni podniku i daně na úrovni vlastníků (které se mohou i významně odlišovat podle situace).[78]

Při odhadu objektivizované hodnoty standard vyžaduje (odst. 29), aby bylo možno výpočty ověřit. Finanční plán je tedy odvozen za předpokladu pokračování stávajícího podnikatelského

78 V ČR bývá zvykem odhadovat výnosovou hodnotu podniku při zohlednění daní na úrovni podniku, ale již bez zdanění na úrovni vlastníků.

konceptu a při reálném zohlednění tržních šancí, rizik a finančních možností podniku. Díky zohlednění osobních daních z příjmů na straně vlastníků standard předpokládá nutnost typizace. Pokud je objektivizovaná hodnota odhadována na objednávku podniku pro účely vyjednávání o kupní ceně, ověření férovosti (v originále *Fairness Opinions*) či posouzení možnosti úvěrové bonity, přijímá se pro zjednodušení předpoklad, že čisté příjmy vlastníků z podniku jsou předmětem osobní daně na úrovni vlastníků a jsou zdaněny stejně jako příjmy vlastníků z alternativní investice do akciového portfolia. Při oceňování pro účely squeeze outu je v souladu s praxí a německou judikaturou zvolen daňový režim vlastníka jako fyzické osoby, domácího rezidenta s neohraničenou daňovou povinností.

Hodnota je odvozena od výnosového potenciálu podniku k datu ocenění. Při odhadu objektivizované hodnoty je možno zohlednit jen již zavedená či dostatečně konkretizovaná opatření v rámci dosavadního podnikatelského modelu a tržní situace. Veškeré ostatní možnosti (rozšiřující investice, desinvestice) nelze do odhadu objektivizované hodnoty zahrnout (odst. 32).

Při odhadu objektivizované hodnoty je možno zohlednit jen nepravé synergie (odst. 33–4), tj. dodatečné finanční přebytky vznikající spojením dvou nebo více podniků oproti jejich samostatnému fungování. „Nepravost synergie“ spočívá v tom, že je možno ji realizovat bez zohlednění projevů definovaných v zadání ocenění, ale započítat je povoleno jen tehdy, pokud již jsou opatření pro tyto nepravé synergie buď již zavedena, či zdokumentována v podnikatelském konceptu (tamtéž).

Verze IDW S 1 z roku 2008 již opouští hypotézu celkového rozdělení finančních přebytků. Odst. 35–7 definují, že výplata finančních přebytků se bude odvíjet od podnikatelského konceptu zdokumentovaného k datu ocenění a právních restrikcí. To platí i pro první fázi finančního plánu. Ve druhé fázi finančního plánu se při odhadu objektivizované hodnoty vychází ze způsobu rozdělování u alternativních investic, pokud není nutno zohlednit specifika branže, kapitálové struktury či právní omezení. Pro zadržené přebytky se předpokládá, že jsou využity neutrálně ve vztahu k hodnotě kapitálu (*kapitalwertneutrale Verwendung*).

Dalším významným krokem objektivizace je identifikace existujícího a zároveň přenositelného výnosového potenciálu podniku. To bude záležet (odst. 38) i na tom, jestli management zůstane v podniku i nadále. Toto se při odhadu objektivizované hodnoty předpokládá, aby nebylo nutno finanční přebytky očišťovat od osobních vlivů managementu. Pokud se jedná o podnik, kde není k dispozici mzda vlastníka, je v rámci finančního plánu nutno tuto mzdu v obvyklé výši zohlednit; to samé platí například i pro rodinné příslušníky doposud pracující nevýdělečně (odst. 40). Vyloučit je třeba vliv přítomnosti podniku v různých podnikových spolcích a jiné osobní vazby, které by nebylo možno třetí stranou po změně majetkových poměrů zachovat. Pokud dosavadní vedení podniku již nebude k dispozici, což bude vylučovat i pokračování podniku v dosavadní podobě, zpravidla je nutno zvolit kategorii likvidační hodnoty (odst. 42); a to samé platí i tehdy, je-li výnosová hodnota podniku po započtení platu podnikatele nižší než hodnota likvidační (tamtéž). Jisté výjimky může tvořit oceňování pro účely práva rodinného a dědického (v SRN).

Odst. 43–47 precizují způsob zohlednění osobních daní z příjmů vlastníků, jejich typizaci a rovněž zohlednění v kapitalizační úrokové sazbě. Pokud je nutné provést typizace či činit předpoklady o efektivní míře zdanění, je nutno vše podrobně v rámci textu expertizy uvést.

Odst. 48 upravuje odhad subjektivních hodnot pro rozhodnutí, kdy auditor vystupuje v roli poradce a typizace či předpoklady již provádí v souladu se zadáním. Je možno využít očekávání z opatření, která jsou plánována, či propočítat hodnotu podniku při nejvyšším využití pro konkrétního vlastníka. Pro potenciální kupující je možno odhadovat vedle nepravých synergií i tzv. pravé synergie (odst. 50), tj. efekty plynoucí až z uskutečnění transakce, která je předmětem

ocenění. Je možno plánovat v zásadě libovolné subjektivní konfigurace, vždy je však nutno počítat s různou měrou finančního rizika souvisejícího s mírou zadlužení a příslušně upravit diskontní sazbu (odst. 54).

I rozhodnutí ohledně managementu jsou dána preferencemi subjektu, pro nějž je odhadována hodnota pro rozhodnutí (odst. 57). Zdanění je nutno upravit podle daňové situace skutečných vlastníků, a jen pokud není známo, tak přistoupit k typizaci (odst. 58).

Oceňování neprovozního majetku (odst. 59–63)

Neprovozní aktiva jsou definována podle kritéria funkčnosti (*funktionales Abgrezungskriterium*), kdy je možno tato aktiva odprodat, aniž by tím byla dotčena vlastní činnost podniku. Při oceňování neprovozního majetku se postupuje zvlášť a se zohledněním souvisejících možných dopadů do finanční situace podniku. Standard vyžaduje (odst. 60), aby neprovozní majetek byl oceněn likvidační hodnotou k datu ocenění a aby byly odečteny náklady likvidace a zohledněna časová hodnota peněz, daňové důsledky odprodeje a počítáno s vyrovnáním dluhů, které mohou s neprovozními aktivy souviset. Pokud je neprovozní majetek využit jako zástava pro úvěr, je nutno se zabývat možnou změnou podmínek financování podniku (odst. 63).

Nezohlednění bilančního principu opatrnosti je dle IDW S 1 nutné v případech, kdy oceňovatel vystupuje v roli neutrálního znalce nebo rozhodčího oceňovatele a musí se zachovat nestranně (*Gebot der Unparteilichkeit*). Bilanční princip opatrnosti vede k nerovnému zohlednění protichůdných zájmů věřitelů a vlastníků (uchování majetkové podstaty omezením výplat finančních přebytků a výplaty nahospodařených zisků – odst. 64).

Jednoznačnost předpokladů ocenění je dalším z důležitých principů oceňování zakotvených v IDW S 1. Oceňovatel musí vždy jasně specifikovat, na jakých předpokladech a typizacích hodnota podniku spočívá a jestli byly učiněny oceňovatelem, managementem oceňovaného podniku, nebo kvalifikovanou třetí stranou.

Kapitola pátá IDW S 1 je věnována prognóze budoucích finančních přebytků z provozně nutného majetku. Z tohoto hlediska je vedle formální definice prognózované veličiny nejdůležitější faktická kvalita disponibilních informací vztahujících se k minulému vývoji, k situaci k rozhodnému dni ocenění a také k prognóze budoucnosti. Obstarávání informací je v rámci IDW S 1 doplněno o možnost nezávazně využít formuláře pro tyto účely vyvinutým v rámci pracovní skupiny „Unternehmensbewertung“. Důležité jsou interní finanční plány podniku a data tržní (tj. z trhů, kde podnik či odvětví realizují své výkony) a makroekonomické vztahy.

Analýza minulosti (odst. 72–74) tvoří východisko pro prognózu. Pro její ověřitelnost je nutné, aby byly identifikovány příčiny minulých úspěchů, a k tomu je příslušným způsobem nutno minulé výsledky očistit.[79] Analýza minulého vývoje výnosnosti a majetkových i finančních poměrů musí být provedena a má vycházet z minulého vývoje trhů a okolí podniku (politická a makroekonomická situace, politický a technologický vývoj, vývoj odvětví a konkurence – viz odst. 74).

Plánování a prognóza budoucích finančních přebytků vychází z fázové metody finančního plánu (odst. 75–80) a je vyhotovena v návaznosti na prognózu vývoje trhů a okolí podniku. Pro první fázi je možno provést ještě detailní plán, od jistého okamžiku v budoucnu je možné činit již jen globální předpoklady o možném vývoji finančních přebytků. Standard ponechává na oceňovateli a jeho znalostech branže a oceňovaného podniku, v kolika fázích a o jaké délce

79 Obvykle se jedná o očištění provozního výsledku hospodaření o výsledky z prodeje dlouhodobých aktiv apod.

finanční plán vyhotoví. První (detailní) fáze zaujímá většinou období tří až pěti let, ale může se lišit podle odvětví a délky investičního a produktového cyklu. Druhá fáze vychází z první fáze a navazuje trendovým vývojem s tím, že oceňovatel dle standardu musí prověřit (odst. 78), jestli je možné vývoj finančních přebytků plánovat jako konstantní, či konstantním tempem rostoucí veličinu. Zvláštní význam je kladen na zdůvodnění předpokladů ohledně pokračující hodnoty, protože tato veličina tvoří významný podíl výnosové hodnoty podniku. Oceňovatel by měl ověřit podnikatelský model a očekávaný vývoj trhu a konkurence i jejich změny a posoudit odvětvové ukazatele. Důležité ustanovení obsahuje odst. 80, kde je doporučeno, aby bylo vyhotoveno několik plánů a scénářů, aby byla „zdůrazněna míra nejistoty budoucích finančních přebytků".

Posouzení jasnosti plánů spočívá v kontrole vzájemných vztahů mezi plánovanými finančními výkazy: rozvahou, výsledovkou a výkazem o cash flow. Rovněž změny, respektive vývoj jednotlivých dílčích položek musí být řádně vysvětlen a být obhajitelný; odst. 81 zvlášť upozorňuje na předpoklady ohledně financování a jejich vztahu ke způsobu rozdělování hospodářského výsledku.

Použití spolehlivých podkladů pro ocenění je upraveno v odst. 82–84. Je zodpovědností oceňovatele, aby prověřil spolehlivost a úplnost podkladů pro ocenění. Standard doporučuje, aby si oceňovatel od oceňovaného podniku vyžádal prohlášení o úplnosti poskytnutých údajů (*Vollständigkeitserklärung*), jehož vzor je opět možno zakoupit od nakladatelství IDW. Samozřejmě ani toto prohlášení nezbavuje oceňovatele odpovědnosti.

Kapitola šestá standardizuje kapitalizaci budoucích finančních přebytků. Běžně se předpokládá časově neomezené trvání podniku, ale mohou nastat i situace, kdy je existence podniku omezená (odst. 85). V případě, že trvání podniku není omezeno, je „hodnota podniku dána současnou hodnotou budoucích finančních přebytků z provozně nutného majetku, navýšená o současnou hodnotu budoucích finančních přebytků z majetku neprovozního" (odst. 86), analogicky při omezené době trvání.

Vzhledem k nejistotě v budoucnosti je nutno zohlednit riziko. Standard se přiklání v souladu s hlavním proudem teorie k předpokladu o rizikové averzitě investora, který dává větší váhu budoucím rizikům než šancím (odst. 88). Riziko je možno v rámci ocenění založeného na očekávaných budoucích finančních přebytcích zohlednit buď jejich očištěním (metoda jistotních ekvivalentů, metoda srážek), nebo přirážkou ke kapitalizační úrokové sazbě za riziko. V případě negativních finančních přebytků standard uvádí, že je možno nejistotu zohlednit opět přirážkou k očekávané hodnotě nebo srážkou z kapitalizační úrokové sazby.[80]

V rámci SRN i v zahraničí (z pohledu IDW) je použití přirážek ke kapitalizační úrokové sazbě běžnější (odst. 90) a má tu výhodu, že je možno využívat empirických pozorování a tržně orientovaný přístup pro odvození přirážek.[81] Standard řeší problém individuálního sklonu k riziku u investorů v rámci textace odst. 91, kde vyjadřuje nutnost provedení „typizace a zjednodušujících předpokladů". Důležitý je rovněž aspekt individualizace rizikové přirážky: „Jednoduché převzetí pozorovaných rizikových prémií je zásadně vyloučeno, protože se oceňovaný podnik zpravidla odlišuje ve specifické – externími a interními faktory (například místem lokalizace, vlivy prostředí a odvětví, kapitálovou strukturou, závislostí na zákaznících, produktovým programem) ovlivněné – rizikové struktuře od podniků, pro které byly rizikové prémie na trhu pozorovány. Kromě toho musí být v minulosti pozorované rizikové prémie přizpůsobeny, pokud se v budoucnosti očekává působení jiných faktorů. Přitom riziková přirážka daného

80 O problematice negativních cash flow v modelech DCF viz Krabec (2005).

81 Je třeba dodat, že tržní přístup není synonymem k odhadu tržní hodnoty.

podniku musí zahrnovat jak operativní riziko podle druhu podnikové činnosti, tak riziko kapitálové struktury vyplývající ze stupně zadlužení." (tamtéž) Pro tržně podporovaný odhad rizikových přirážek je možno dle odst. 92 využít zejména modely CAPM a Tax-CAPM. Osobní daně z příjmů jsou v případě odhadu objektivizované hodnoty zohledněny analogicky jako v rámci rozdělování, a to prostřednictvím srovnatelných výnosů plynoucích z akciového portfolia kotovaných akcií (odst. 93).

Rostoucí finanční přebytky jsou upraveny v odst. 94–98. K růstu může docházet díky nárůstu cen a řadou dalších příčin (změny prodávaného množství a jeho struktury, úspory nákladů apod. – viz odst. 95) a toto je v rámci plánu zohledněno plánováním nominálních veličin; v rámci diskontní míry je již očekávaná inflační prémie obsažena. V rámci detailní fáze plánu je nutno navíc zaujmout stanovisko k tomu, jestli očekávaná míra znehodnocení peněz dostatečně věrně aproximuje cenovou dynamiku na vstupních a odbytových trzích.

Standard připouští jak brutto, tak netto kapitalizaci, vždy je důležité zachovat konzistenci diskontované veličiny a diskontního faktoru (viz v detailech Mařík a kol., 2007). Je též nutno zohlednit vliv kapitálové struktury na výši kapitalizační úrokové sazby (odst. 91), a to podle „tzv. tržních hodnot" (tamtéž). Zastavme se u tohoto obratu, který často v praxi vede ke zbytečnému nedorozumění. Tržní hodnotou má IDW S 1 na mysli „v rámci expertizy vypočtenou hodnotu vlastního kapitálu", která je odvozena, stejně jako riziková přirážka, z tržního modelu (standard příkladmo uvádí Modiglianiho–Millerův arbitrážní model). Tzn. tržní hodnota zde není interpretována jako aproximace reálné tržní ceny, jak je definována pro účely praktického oceňování v rámci IVS, ale je myšlen její teoretický význam jako modelové veličiny hypotetického trhu. IDW S 1 na tento fakt explicitně poukazuje.

Kapitola sedmá se zabývá použitím výnosových oceňovacích metod: metodou kapitalizovaných čistých výnosů (*Ertragswertverfahren*, dále jako KČV) a metodou diskontovaného cash flow (dále jako DCF). Obě metody vycházejí z úrokového počtu, respektive kapitálového pojetí odhadu hodnoty jako současného hodnoty budoucích finančních přebytků. Obě metody je možno využít pro odhad objektivizované hodnoty a subjektivních hodnot a v případě stejných předpokladů a zjednodušení dávají metody shodné hodnoty podniku (odst. 101). Pokud se výsledky liší, vidí standard důvod obvykle v rozdílech v předpokladech, zejména ohledně cílové kapitálové struktury a rizikové přirážky, a v jiných plánovaných datech (tamtéž).

Ocenění metodou KČV je metodicky podrobně popsáno v odst. 102–123. Opět jsou zdůrazněny hlavní kroky, jako je analýza minulosti, očištění minulých výsledků a plán do budoucna, včetně ověření věrohodnosti a přezkoumání vývoje jednotlivých nákladových položek a podílu nákladů na tržbách. Vyhotovit je třeba rovněž prognózu úroků (úrokových nákladů a výnosů) vyplývající z kolísající kapitálové struktury. „Úrokový výsledek se početně odvozuje ze stavu úročených aktiv a pasiv a z odpovídajících úrokových sazeb. Z praktických důvodů může být odvozen úrokový výsledek založený na zůstatkové čisté finanční pozici a průměrné dlouhodobé úrokové sazbě." (odst. 111)

Kapitalizační úroková sazba je odvozena opět na principu arbitráže jako výnosu z alternativní investice, ekvivalentní z pohledu splatnosti, rizika a zdanění. Při odhadu subjektivních hodnot je možno kapitalizační úrokovou sazbu přizpůsobit preferencím investora.

Odst. 124 počínaje, je standardizováno ocenění entity (brutto) a equity (netto) variantami metody DCF. Při shodných předpokladech se výsledky metod shodují. Hovoří-li standard o tržní hodnotě vlastního kapitálu, můžeme se domnívat, že se v souladu s odst. 100 poprvé zavádějícím brutto a netto kapitalizaci jedná o tržní hodnotu na modelovém trhu v rámci teoretických stavebních kamenů metodiky DCF (MM a CAPM). Dále je popsána metodika odhadu cash

flow na úrovni entity a equity, postup při odhadu pokračující (reziduální hodnoty) a nákladů kapitálu.

Odst. 140 a 141 popisují odhad likvidační hodnoty v případech, kdy by likvidační hodnota převyšovala hodnotu výnosovou.

Odst. 142–144 obsahují pravidla pro ověření správnosti výše odhadnuté částky. K ověření mohou sloužit burzovní kurzy akcií oceňovaného podniku, pokud jsou k dispozici. Pro orientaci mohou posloužit i zjednodušené metody odhadu (*vereinfachte Preisfindungen*), jako jsou různé multiplikátory (dle zisku, obratu, vyrobeného množství apod.). Opět je třeba podotknout, že standard nepovažuje tyto metody za základní a normativně jim přisuzuje jen podpůrnou funkci.

Osmá kapitola se zabývá zvláštnostmi při ohodnocování podniku:

- oceňování rychle rostoucích podniků, kdy místo analýzy minulosti je nutno prověřit možnosti budoucího vývoje a uchování konkurenční výhody;
- oceňování výnosově slabých podniků, kde návratnost kapitálu nedosahuje nákladů kapitálu a oceňovatel musí prověřit dosavadní podnikatelský koncept a možnosti ukončení hospodářské činnosti (podle typu odhadované hodnoty);
- oceňování podniků založených nikoliv prvořadě za účelem dosahování zisku (non-profit), kdy z pohledu vlastníka není relevantní hodnota výnosová, ale provozně nutná hodnota rekonstrukční, respektive u neprovozních aktiv hodnota likvidační (odst. 152);
- oceňování malých a středních podniků, lišících se oproti velkým podniků významem vlastníků v manažerském řízení podniku, což je řešeno v rámci stanoviska HFA 2/1995, význam má korektní definice podniku pro účely ocenění, propočet (oportunitní) mzdy vlastníků a ověření spolehlivosti informačních zdrojů.

Odst. 170 definuje význam substanční hodnoty jako rekonstrukční hodnoty veškerých materiálních i imateriálních hodnot obsažených v podniku a dluhů, tj. hodnotu výdajů, které by zůstaly ušetřeny při vybudování identického podniku. Vzhledem k tomu, že takto vypočtená hodnota nemá vztah k budoucím finančním přebytkům, nepřísluší jí žádný svébytný význam v rámci oceňování podniku (odst. 171). Předmětem odhadu je substanční hodnota tehdy, je-li její zjištění objednáno zadavatelem ocenění. Přitom platí hlavní principy ocenění, jako je podstatnost účelu ocenění, ocenění hospodářské jednotky, separátní ocenění neprovozního majetku, nezohlednění bilančního principu opatrnosti, opakovatelnost metod ocenění a princip rozhodného dne ocenění.

Závěrečná, devátá kapitola obsahuje úpravu dokumentace a formy oceňovací expertizy. Musí být zajištěna opakovatelnost ocenění nezávislou třetí stranou (*intersubjektive Nachprüfbarkeit*). V rámci ocenění musí být hodnota či hodnotové rozpětí řádně zdůvodněny, musí být zřejmá funkce, kterou oceňovatel v rámci ocenění vykonává.

Přílohy

Teorie oceňování podniků a standardy oceňování – shrnutí

„Požaduješ-li moudrou odpověď, musíš se rozumně zeptat."

Johann Wolfgang von Goethe

Teoretická východiska a analýza různých světových forem standardizace oceňování aktiv obsažená v této knize vycházejí z průřezové rešerše ekonomické teorie, teorie trhu a teorie hospodářské soutěže. Následující shrnutí hlavních bodů má za cíl v krátkosti systematizovat hlavní poznatky, které mohou posloužit při praktických oceněních prováděných v České republice, vysvětlit doposud častá terminologická nedorozumění a na ně navazující zbytečné interpretační problémy.

Standardy oceňování: kdo, jak a proč?

Standardy oceňování aktiv jsou vytvářeny společnou součinností několika hlavních zdrojů. Vliv na oceňování aktiv a následně na standardy oceňování mají: stát, věda a profesní a zájmové organizace. Role státu spočívá ve formulaci obecně závazných pravidel, která vyvolávají důsledky pro ocenění a úpravu standardů a kategorií hodnot. Věda ve smyslu široce pojímané ekonomické teorie a jejích východisek má význam pro primární kodifikaci standardů a následnou interpretaci standardizovaných kategorií hodnoty. Standardy zakládají obecný rámec oceňování, věda poskytuje nástroje jejich provedení. Profesní a zájmové organizace tvoří konečné formulace standardů. V nich jsou nad rámec dopadu obecně závazných pravidel a případné specifikace metodických postupů vycházejících z teoreticko-ekonomických poznatků navíc obsažena pravidla ve smyslu „*best practice*", čili v praxi ověřená či běžně se opakující pravidla chování a fungování určitých činností a aktivit. Zde spočívá hlavní tvůrčí přínos odborné a akademické diskuse.

Způsob vzniku standardizace vždy vychází z účelů a potřeb, kvůli nimž standardy vznikají: kodifikace ověřených pravidel a postupů, zvýšení transparentnosti prováděných ocenění, a tudíž snížení nejistoty zadavatelů a uživatelů ocenění a z toho vyplývající hladší průběh tržních transakcí. Zdroje standardizace jednoznačně nevycházejí jen z poznatků ekonomické teorie. Není pravda, že čím bude ekonomická teorie vyspělejší, tím bude dokonalejší i standardizace. Ekonomie není exaktní věda a vztah hodnoty a ceny není možné v podmínkách informačně komplexního, dynamického hospodářského řádu, v rámci něhož jednají individuální spotřebitelé s možností svobodně se rozhodovat, převést na společný jmenovatel, který by umožňoval jejich objektivní, deterministické srovnání. Ekonomická teorie opustila tuto ambici v druhé polovině 19. století.

Standardy oceňování jsou evolučně vyvinutým souborem pravidel reagujících na potřeby uživatelů a zadavatelů ocenění, a to jak na národní, tak na mezinárodní úrovni. Do budoucna

je možno předpokládat konvergenci standardizace oceňování, především způsobenou narůstajícím významem Mezinárodních oceňovacích standardů a standardů finančního výkaznictví IAS/IFRS. O to více je nutno dbát na jejich korektní aplikaci, především při volbě kategorie hodnoty a jejího zdůvodnění. Tržní hodnota zůstane v případě ocenění středoevropských podniků a jejich částí ve smyslu věci hromadné kategorií hodnoty periferního významu.

Standardy a jejich vztah k ekonomické teorii

Při výpočtu tržní hodnoty aktiva ve smyslu rovnovážné tržní ceny bez kontinuální existence skutečného soutěžního trhu tohoto aktiva, přičemž není rozdíl v tom, máme-li na mysli unitární statek, finanční aktivum ve smyslu vlastnického práva, nebo věc hromadnou, by bylo potřeba zajistit následující skutečnosti.

1. **Validita analytických předpokladů**
   Jelikož endogenní informační vstupy jsou z pohledu oceňovatele nepozorovatelné a na likvidních trzích se projevují až v okamžiku realizace transakce, není možno test splnění této podmínky provést. Pro následný deduktivní proces je dále nutno pamatovat na „typické" předpoklady analýzy, jako je transitivita preferencí (pro podrobnou argumentaci zpochybňující tento známý předpoklad neoklasické ekonomie viz Damodaran, 2008, Skořepa, 2007), maximalizace zisku s ohledem na riziko či nezávislost užitkových a produkčních funkcí.

2. **Validita modelovaného rozhodovacího procesu tvůrců trhu a jeho syntézy**
   Bohužel, v případě oceňování kategorií tržní hodnoty čelíme dvěma problémům zároveň – jednak je třeba se zabývat metodickým postupem v technickém slova smyslu (oceňovací metody a jejich spolehlivost, kvalita datových zdrojů, formální logika postupu) a zároveň normativními (hodnotově „ne-neutrálními") úsudky ohledně vhodnosti přiřazení kategorie hodnoty a formální definicí dané kategorie hodnoty v rámci jejího standardu.

Oceňování není z povahy věci disciplína, která by se mohla inspirovat v oborech, jako je čistá matematika, fyzika či mechanika, neboť do hry vstupují neměřitelné a neprognózovatelné veličiny. Omezenými možnostmi aplikace fyzikálních metod v ekonomii se zabýval Hayek (zejména 1994 a 1996). Oceňovatel se dopouští tzv. synoptického klamu, krátkozrakosti, domnívaje se, že je možné s jistým zjednodušením vysvětlit tržní mechanismus metodami exaktní vědy, a to platí i v případě jiných než tržních kategorií hodnoty. Odhad tržní hodnoty dle IVS musí mít oporu v datech skutečného trhu oceňovaného aktiva. Hypotéza, že čím budou výpočtové postupy dokonalejší a modely komplexnější, tím kvalitněji budeme schopni určit „tržní hodnotu" či cenu obvyklou, může sice na první pohled u laiků vyvolat respekt a důvěru v analytické schopnosti oceňovatele, avšak tento přístup nemůže být již více utopický. Utopisté nedoceňují různorodost a měnlivost skutečného světa je – jednodušší ji odmítnout než podrobně analyzovat.

Terminologické kontroverze a dichotomie

V praxi dochází k nedorozuměním ohledně terminologie velice často, a to jak ze strany zadavatelů (uživatelů) výsledků ocenění, tak ze strany zpracovatelů. Důsledkem jsou metodické chyby prováděných ocenění a nemožnost interpretace výsledku. Na pravou míru je třeba uvést několik zásadních terminologických nejasností:

- **Tržní hodnota**
  První problém spočívá ve ztotožňování „tržní hodnoty" nebo také „vnitřní hodnoty" v pojetí podnikových financí a „tržní hodnoty" v rámci oceňování aktiv. Zatímco v oblasti podnikových financí a disciplín *value based managementu* se „maximalizací tržní hodnoty" rozumí zpravidla maximalizace tržní kapitalizace nebo u nekotovaných podniků maximalizace výnosové hodnoty (či synonymicky kapitálové hodnoty), pro účely oceňování je nutno takto získané výsledky konfrontovat s tržními daty relevantního trhu oceňovaného podniku, které v evropských podmínkách zpravidla nebudou k dispozici v kvalitě postulované v IVS. Toto terminologické nedorozumění je v praxi obzvláště problematické, protože oceňovatel může i čestně věřit, že se pokouší o odhad tržní hodnoty, ale výsledkem je pouze subjektivní výnosová hodnota bez možnosti ověření tržními daty, mnohdy navíc upravovaná o prémie a diskonty získané z trhů, které nemají k trhu oceňovaného podniku naprosto žádný vztah.

  Z pohledu oceňování je tržní hodnota přesně definovaná kategorie hodnoty, kterou v rámci IVS vymezuje Standard 1 *Market Value Basis of Valuation* a veškeré související úpravy. Důrazně je třeba odmítnout domněnku, že tržní hodnotu mohu odhadnout jen proto, že oceňuji v podmínkách tržní ekonomiky, či že uvedu překlad jedné definiční věty tržní hodnoty dle Mařík a kol. (2003, s. 18 či 2007, s. 22) a výsledné ocenění vydávám za tržní hodnotu, aniž by bylo zdůvodněno a obhájeno (doloženo) splnění ostatních definičních podmínek, jejichž současné splnění Standardy striktně vyžadují.

  Problémem některých praktických ocenění bývá buď, že výsledek je vydáván za tržní hodnotu dle IVS, ačkoliv není doloženo splnění jejich definičních podmínek dle IVS 1 a v tomto případě se jedná o metodickou chybu oceňovatele, nebo je odhadnuta jiná „tržní hodnota" bez vazby na IVS, kde uživatel ocenění není schopen interpretovat její skutečný význam.

- **Objektivita**
  Objektivitu není možno chápat jako možnost výpočtu jediné správné a pro všechny platné částky, která by představovala rovnovážnou tržní cenu.

- **Objektivní hodnota**
  Pojem klasické politické ekonomie. Aspekt objektivity je podmíněn předpokladem, že existuje invariantní měřítko hodnoty, které může tvořit společný jmenovatel pro účely srovnání (lidská práce a k tomu předpoklad identické produkční funkce). Je nutno zdůraznit, že objektivnost není vlastností hodnoty. Hodnota a cena, respektive hodnota a historicky vynaložené náklady, obecně nemají žádný vztah, který by se vyznačoval obecnou platností, a který by tedy bylo možno v rámci procesu ocenění využít. Někdy používané spojení „objektivní tržní hodnota podniku" je marketingovým trikem oceňovatele, který má u laických uživatelů vyvolat zdání odbornosti a kvality propočtu.

- **Užitek**
  Z pohledu ekonomických teorií je chápání užitku nejednotné. Standardizace oceňování naopak přistupuje k normativní definici užitku. Smyslem není poskytnout obecně platné a použitelné vysvětlení užitku a jeho vlivu na rovnovážnou tržní cenu, ale definovat podmínky, za nichž bude užitek relevantní pro účely standardizace. Zatímco IVS v rámci tržní hodnoty inklinují k ex post analýze projevených preferencí při ustavení tržní rovnováhy, standard IDW S 1 redukuje užitek na výši finančních přebytků měřených v peněžních jednotkách, které jsou, opět v normativním smyslu, a tudíž bez nutnosti důkazu, který je v realitě nemožný, považovány za srovnávací měřítko užitečnosti (důkaz interpersonální

srovnatelnosti užitku peněžní jednotky je v rámci hodnotově neutrální ekonomické analýzy nemožný).

- **Shodnost tržní a objektivizované hodnoty**
  Nejedná se o srovnatelné pojetí kategorií hodnoty. Tím ovšem důrazně není řečeno, že by výsledky odhadu tržní a objektivizované hodnoty nemohly být stejné, není tím řečeno, že kategorie objektivizované hodnoty nevyužívá tržní data či že využívá tržní data v odlišné míře apod. Rozdíl je ve způsobu standardizace a také v povaze kategorie hodnoty. Objektivizovaná hodnota dle IDW je kategorií hodnoty primárně navrženou pro ocenění podniků, tržní hodnota dle IVS nikoliv.

Vztah ekonomické teorie a oceňovací metodologie

Ekonomická teorie tvoří důležitou součást oceňovací metodologie. Ekonomická teorie není homogenní a ani v základních otázkách nejsou jednotlivé školy ekonomického myšlení zajedno. Vysvětlení komplexních fenoménů hospodářského a společenského mechanismu si žádá určitou interpretaci reality. Standardy značně přispívají k redukci této komplexity tím, že pro specifické účely ocenění definují odpovídající standardy a kategorie hodnoty. Na oceňovatelích je stále ponechána značná míra vlastního individuálního posouzení specifik daného oceňovacího případu. Výpočtové metodiky dnes vycházejí především z neoklasické interpretace finanční ekonomie a podnikových financí.

V rámci teoretického výzkumu se rozvíjejí přístupy stavějící na jiných předpokladech, než je neoklasická maximalizace užitku a zisku a racionální investor, jako jsou například různé směry behaviorální ekonomie. Tím není řečeno, že precizace metodologie by někdy mohla umožnit odhad tržní hodnoty podniku, pro který de facto skutečný trh požadované kvality neexistuje. To je zcela v rozporu se způsobem standardizace této kategorie hodnoty. Navíc – koho by tato statická veličina mohla zajímat, odmyslíme-li analytický význam tzv. vnitřní hodnoty využívané ve fundamentální akciové analýze?

Často používané výnosové metody založené na diskontovaných peněžních tocích sice mají oporu v určitých směrech ekonomické teorie, ale nikde není prokázáno, že předpoklady této teorie jsou z pohledu reálných rovnovážných tržních procesů validní, a tudíž nelze říci, že výsledky mají nutně obecný praktický význam. Kromě problémů v předpokladech bylo poukázáno na několik protikladů dvou základních stavebních kamenů DCF modelů – modelu CAPM a teorie kapitálové struktury Millera a Modiglianiho.

Další problém spočívá v datových vstupech DCF modelů, které jsou nespolehlivé a mnohdy odvozené z trhů, které nemají žádný vztah k oceňovanému podniku. Výše citované empirické šetření Fernandeze (2009) odhaluje některé mýty ohledně použití beta koeficientů a důvodů stálé popularity modelu CAPM v učebnicích a praktických oceněních. Je třeba si uvědomit, že ani náhražky skutečného trhu dokonalým kapitálovým trhem, ani datové vstupy z jiných relevantních trhů nevedou a nemohou obecně vést k odhadu tržní hodnoty jedinečného podniku ve smyslu hromadného aktiva dle IVS, nejsou-li splněny a doloženy podmínky jejího odhadu. Pokud vstupní parametry vykazují rozptyl a oceňovatel se rozhodne provést analýzu citlivosti výsledku DCF modelu na vstupních parametrech, výsledkem budou netržní kategorie hodnoty (IVS, 2007, GN 9, odst. 5.5, s. 271).

Právě proto, že neexistuje a nemůže existovat žádná teorie hodnoty, která by v praxi poskytovala spolehlivé a nezávislé odhady objektivních hodnot podniků, vznikla potřeba standardizace kategorií hodnoty, které předcházela teorie ohodnocování podniku.

Teorie ohodnocování podniku

Jedna z disciplín teoretické ekonomie, která se formovala od konce 19. století v německy mluvících zemích a reagovala na potřeby vysvětlit, zobecnit a systematizovat v tržní ekonomice probíhající transakce s podniky. Teorie historicky obsahovala objektivní koncepci ohodnocování podniku, subjektivní koncepci a v šedesátých letech 20. století vyústila v syntézu ve formě funkcionální koncepce.

Teorie ohodnocování podniku není finančním oceňováním aktiv a nestaví na modelových abstrakcích, které jsou vzdálené realitě. Naproti tomu zavádí funkce oceňování, které souvisejí s účelem, za kterým je ocenění zpracováno, a jejich platnost je tedy podmíněna tímto účelem a okolnostmi daného případu. Pro typické účely byly definovány v oblasti teorie ohodnocování podniku kategorie hodnoty, které nacházejí svůj obraz v oceňovacích standardech. Teorie dále podrobně rozpracovává postupy a metodologie odhadu příslušných kategorií hodnoty.

Kategorie hodnoty a typy aktiv

Standardizace oceňování z praktických důvodů vychází z principu účelu ocenění (*Zweckadäquanzprinzip* – dle Moxter, 1990), podle kterého hodnota určovaná v rámci ocenění platí jen pro ten účel, pro který je odhadována. Pro určitý typ homogenních aktiv je možno odhadovat kategorii tržní hodnoty. Kritériem aplikace kategorie tržní hodnoty je současné splnění definičních předpokladů vymezených v rámci standardu IVS 1. Není řečeno, že za takto odhadnutou částku se musí transakce nutně vypořádat. Platnost odhadu je podmíněna splněním podmínek. Ty jsou dosti přísné a oceňovatel musí zvážit, zdali není s ohledem na transakční náklady smysluplnější využít jinou kategorii hodnoty v rámci kategorií netržních hodnot. Pro účely odhadu *Fair Value* nic nebrání příklonu k netržním hodnotám a oceňovatel se takto vyhne odpovědnosti za to, že v uživatelích vyvolává zdání nesplnitelného.

Tržní hodnota v rámci IVS

Tržní hodnotu je možno zjistit za podmínky splnění jejích definičních předpokladů. Jedná se o normativně definovanou kategorii hodnoty. Ačkoliv je ocenění často velmi náročné z pohledu kvality a aktuálnosti vstupních dat, nelze tvrdit, že za odhadnutou částku musí k obchodu dojít; nejedná se ani o odhad „správné“ hodnoty. Díky normativní standardizaci dochází k zobecnění, není tudíž možno zahrnout případná specifika konkrétního obchodu.

Oceňování aktiv není a nikdy nebude disciplína, kterou by bylo možno budovat na základě ex ante definovaných axiomů. Řešením všudypřítomného problému (ne-)jednoznačnosti oceňovacích posudků a jejich výstupů není precizace výpočtové metodiky, či jinými slovy zdokonalování ekonomické teorie. Endogenní informační vstupy nutné pro validní, deterministické určení rovnovážné tržní ceny jsou z pohledu externího pozorovatele nepoznatelné. I když bude tedy oceňovatel postupovat „lege artis“ a s nejlepším vědomím a svědomím, deterministický výpočet není možný a není ani smysluplný.

Praxe a na ni navazující standardizace oceňování řeší tento problém více či méně jednoznačně tím, že definuje kategorie hodnoty, respektive funkce oceňovatele, podle toho, jedná-li se o přístup Mezinárodních oceňovacích standardů, či německé tradice kolínské školy funkcionálního ohodnocování podniku. Smyslem standardizace opět není precizace kroků vedoucích ke

správnějšímu, tj. kvantitativně přesnějšímu, odhadu rovnovážné tržní ceny. Smyslem standardizace je zjednodušení orientace v informačně komplexním, dynamickém tržním mechanismu a slouží takto zadavatelům a uživatelům oceňovacích expertiz.

Podmínky nutné: aktiva, prodávající, kupující, určitý stupeň soutěže

Podmínkou užití kategorie tržní hodnoty je přítomnost dostatečně likvidního trhu, kde prodávající a kupující v rámci probíhajícího procesu soutěže v konečném důsledku vytvářejí rovnovážnou tržní cenu, která se vyznačuje jistými důležitými vlastnostmi. Při ocenění podniku je situace složitější o to, že oceňovatel volbou kategorie tržní hodnoty postuluje existenci trhu oceňovaného podniku. Ekonomická teorie nabízí strukturované postupy pro vymezení relevantního trhu statků, které je možno využít i pro ocenění podniku. Mají-li být zdrojová data srovnatelná a využitelná pro odhad tržní hodnoty, trh srovnatelných podniků by měl být vymezen typem tohoto podniku a dále v prostorovém a časovém smyslu. Je-li pro účely ocenění tato definice relevantního trhu proveditelná, je nutno dále zkoumat, jestli je trh soutěžně koordinován.

Soutěž je zásadním pojmem, protože stupeň soutěže na trhu je nutno před příklonem ke kategorii tržní hodnoty také ověřit. V rámci ekonomické teorie bylo rozpracováno několik vzájemně nekompatibilních koncepcí, které umožňují vymezit relevantní trh oceňovaného aktiva. Na základě struktury trhu a chování tvůrců trhu je možno usuzovat, do jaké míry se výsledky tržního procesu shodují s předpokládanou koordinací na základě konkurence.

Pro odhad tržní hodnoty je nutné znát historická data z relevantního trhu oceňovaného aktiva. Na zkušenostech a znalostech oceňovatele záleží, jakým způsobem vyhodnotí stabilitu tržních podmínek, a jakým způsobem tedy využije historických tržních dat. Obecně je třeba se vyvarovat toho, aby se využívalo průměru cen minulých jako základního východiska, neboť prostý aritmetický průměr může být kvůli existenci odlehlých pozorování zkreslený a není jediný důvod, aby vystihoval tržní podmínky předpokládané k datu ocenění.

Zatímco u určitých typů aktiv, jejichž oceňování je v rámci IVS standardizováno, je vymezení relevantního trhu relativně snadno proveditelné (například trh ojetých aut, trh určitého typu nemovitostí apod.), pro nekotované podniky ve smyslu věci hromadné primárně tržní hodnota určená není. Její aplikaci ovšem nic nebrání, je-li možno v individuálním případě ocenění podniku (respektive věci hromadné) prokázat existenci relevantního trhu a splnění ostatních nutných podmínek použitelnosti.

Je odpovědností oceňovatele, odhaduje-li tržní hodnotu dle IVS, aby doložil splnění jejích definičních podmínek. Přihlásí-li se oceňovatel k respektování IVS, tak za splnění podmínek existence tržní hodnoty podniku zadavateli ocenění odpovídá a zadavatel-uživatel výsledku musí být schopen výsledek spolehlivě interpretovat. Z pohledu funkce nelze ztotožňovat trh podniku a trh minoritních akcií, protože obchody na obou těchto trzích jsou vedeny jinými motivy a probíhají jiným způsobem.

Existuje objektivní tržní hodnota?

Ne. Objektivnost ve výše uvedeném smyslu není vlastností tržní hodnoty. Přidání adjektiva objektivní nemá ani žádné logické opodstatnění. Byly definovány podmínky, jejichž současné splnění by vedlo k deterministickému odhadu rovnovážné tržní ceny. Objektivní tržní hodnota

a vnitřní hodnota jsou pojmy, které nemají v oblasti teorie ohodnocování podniku žádné opodstatnění (IVS, 2007 uvádějí vnitřní hodnotu jako variantu netržní hodnoty, ve skutečnosti se jedná o součást netržní kategorie *Fair Value*).

Existuje tržní hodnota aktiva dle IVS?

Ano, ale jen u specifických druhů aktiv a za současného splnění všech definičních podmínek ohledně kvality trhu, jehož rovnovážnou cenu má k okamžiku ocenění s největší pravděpodobností vyjadřovat. Oceňovatel musí prokázat (doložit) splnění těchto podmínek, protože je za volbu kategorie hodnoty a splnění jejích definičních podmínek odpovědný.

Jako v jiných disciplínách ekonomické teorie a praxe, i v oblasti oceňování aktiv je nutno zapomenout na ideální svět v rámci definičních předpokladů neoklasické ekonomie a reflektovat možnosti praxe. Stejně tak tomu bylo i v praktických disciplínách hospodářské regulace, které čelí těmto obtížím o několik desetiletí déle ve srovnání s oceňováním aktiv. Například v teorii hospodářské soutěže a praxi soutěžní politiky byl až do 40. let minulého století využíván jako referenční rámec pro hospodářsko-politické zásahy do tržního mechanismu model dokonale konkurenční tržní struktury. Jelikož tato forma trhu zaručuje podle předpokladů alokační, výrobní a distribuční efektivnost – je tzv. pareto-optimální –, vede k maximalizaci blahobytu. Brzy se ale ukázalo, že jako praktické východisko sloužit nemůže. Podobný vývoj je možno sledovat od 60. let minulého století v oblasti teorie ohodnocování podniků.

Existuje tržní hodnota podniku?

Ano, ale jen za předpokladu splnění všech podmínek definovaných v rámci standardizace. Podnik jako věc hromadná či majetkové podíly na právnických osobách vlastnících podnik nepředstavují výjimku z tohoto pravidla. V případě, že se bude jednat o relativně homogenní typ podniku s existujícím relevantním soutěžně koordinovaným likvidním trhem, ze kterého je možno čerpat data o srovnatelných tržních transakcí ve smyslu srovnatelných podniků i srovnatelných a standardně realizovaných obchodních podmínek, může být odhadována i tržní hodnota podniku. Na některé řídké případy spadající do této kategorie typů podniků bylo poukázáno výše.

Pomoc není možno hledat ani v sebesofistikovanější ekonomické teorii. Existence dostatečně kvalitního trhu představuje nutnou podmínku odhadu tržní hodnoty. Podnik (či v ekonomické terminologii „firmu“) není možno pro účely ocenění redukovat jen na očekávaný přítok peněžních prostředků a jejich ekvivalentů, které budou plynout vlastníkovi na základě držby vlastnického práva, respektive podílu na společnosti provozující podnik. Podnik je souborem základních činností (*bundle of core competencies*), které je schopen zabezpečit efektivněji, tzn. s nižšími transakčními náklady, v rámci interní organizace než separátním poptáváním na trhu. Při majetkové transakci či hypotetické transakci s podnikem musíme znát projevené preference poptávkové strany trhu u srovnatelných aktiv.

Využívá-li se výnosového ocenění pro odhad tržní hodnoty podniku, musí být veškeré parametry odvozeny (odečteny) z trhu srovnatelných podniků. Zatímco u komerčních nemovitostí je tato podmínka splnitelná, protože požadovaná výnosnost, očekávané příjmy a výdaje a další vstupy jsou determinovány tržně, tj. není možno je významně ovlivnit podnikatelskou strategií, u nekotovaného podniku je situace zpravidla opačná. Vstupy výnosového modelu jsou poté

zatíženy subjektivním úsudkem oceňovatele, který ani při nejlepší vůli a snaze nemůže zaručit stejnou informační kvalitu, jakou mají rovnovážné soutěžní tržní parametry odečtené z tržních dat, a tudíž ani stejnou vypovídací schopnost a interpretovatelnost výsledku.

Význam burzovně organizovaných kapitálových trhů pro odhad tržní hodnoty podniků

Je třeba důsledně dbát na vymezení trhu z pohledu soutěže. Hypotetický investor musí mít stejnou možnost investovat do majetkových podílů oceňované společnosti nebo ostatních likvidních titulů, které jsou s nimi v soutěžním postavení, a zároveň jeho preference ohledně rozhodnutí o volbě akcie musí být indiferentní za podmínky správného odhadu ceny (jedná se tautologii). Pro odhad tržní hodnoty akcie nekotované společnosti je nutno mít k dispozici dostatečně kvalitní údaje o srovnatelných společnostech. Tyto požadavky na kvalitu a srovnatelnost Standardy explicitně specifikují. Oceňovatel musí na základě svých znalostí a zkušeností posoudit míru jejich splnění. Je také důležité zkoumat, jestli podnik a akcie jsou obchodovány na stejném relevantním trhu a jestli data z jednoho trhu je možno zobecňovat i na trh druhý a do jaké míry je toto zobecnění spolehlivé a obhajitelné.

Význam amerického kapitálového trhu pro ocenění podniků v České republice

Existují-li srovnatelné podniky, jejichž akcie jsou kotované na americkém kapitálovém trhu, je nutno zároveň zkoumat, zdali jsou tyto majetkové podíly obchodovány na stejném relevantním trhu z pohledu Standardu IVS 1, čili zda jsou v soutěžním postavení oproti oceňovaným majetkovým podílům u českého či středoevropského podniku. Toto obecně nelze předpokládat.

IDW přisuzují tržním kurzům akcií jen sekundární význam. Z pohledu praktických ocenění podniků v České republice a střední Evropě to však nepředstavuje žádné komplikace. Nic v podpoře oceňovacích výpočtů americkými daty nebrání. Výsledkem bude kategorie netržní hodnoty dle IVS (včetně *Fair Value*) nebo hodnota objektivizovaná. Je jen otázkou konkrétního obsahu normativní definice objektivizované hodnoty, jak velký význam je údajům čerpaným z amerického kapitálového trhu přisuzován a jakým způsobem se vstupní datové zdroje využijí. Standardizace by měla pro účely jednoznačnosti a opakovatelnosti definovat, jaké typy odhadů tržních prémií či jaké formy výnosnosti pro tento konkrétní účel používat. Zbytek může být ponechán na diskreci oceňovatele. Dodejme, že historická evoluce, role státu a kapitálového trhu v kontinentálních podmínkách zakládá zcela jiná očekávání ohledně výstupů finančního výkaznictví, potažmo i praktického oceňování aktiv. Zásadní jsou požadavky zákonodárce v daňové oblasti.

Je tržní hodnota shodná s hodnotou objektivizovanou?

Nikoliv. Bylo dokázáno, že tyto kategorie hodnoty se ve svém pojetí a účelu použití odlišují. Tržní hodnotu a *Fair Value* rovněž není možno ztotožňovat. Tím není řečeno, že nemohou nabývat stejné výše či že se musí odlišovat metodický postup jejich odhadu. Srovnání hlavních odlišností obsahuje následující tabulka.

Tabulka 7: *Shrnutí hlavních rozdílů tržní hodnoty (IVS) a hodnoty objektivizované (IDW)*

Tržní hodnota	Objektivizovaná hodnota
Působnost definičního standardu	
• Celosvětová • Návaznost na IAS/IFRS	• Primárně SRN
Oblast pokrytí	
• Nemovitosti • Věci movité • Finanční nástroje • Podnik	• Primárně podnik
Důvody ocenění	
• Ocenění pro finanční výkaznictví • Ocenění tržních transakcí	• Některá ocenění vyplývající z právních předpisů daňového a obchodního práva • Podnikatelské rozhodování • Metody řízení založené na Value Based Management
Funkce oceňovatele	
• Interní či externí oceňovatel	• Neutrální znalec • Poradce • Rozhodce/zprostředkovatel
Výchozí vstupní údaje	
• Primárně přebírané přímo z likvidních soutěžních trhů	• Přebírané z trhů, vysoká míra využití účetních údajů oceňovaného podniku • Vliv mají i údaje z trhů irelevantních z pohledu trhu oceňovaného podniku jako hromadného aktiva, tj. například trhy, na nichž oceňovaný podnik realizuje své výkony
Užitek	
• Užitek pozorovatelný ex post jako výsledek soutěžního procesu na relevantním trhu pocházející z projevených preferencí tvůrců trhu • Hodnota není vlastností statku, existuje jen jeho rovnovážná nebo nerovnovážná cena	• Užitek redukovaný na výši finančních přebytků • Silný předpoklad umožňující využití peněžní jednotky pro interpersonální srovnání výše užitku • Implicitní předpoklady vycházející z neoklasické teorie firmy (maximalizace zisku) a teorie spotřebitele (tranzitivita preferencí), díky normativní povaze není nutné ověřování jejich validity

Tržní hodnota	Objektivizovaná hodnota
Metody	
• Primárně metody založené na srovnatelných transakcích • Přípustné je i použití výnosových metod a metod nákladových, ale jen doplňkově, musí vycházet z tržních dat daného relevantního trhu a jejich výsledky musí být nutně konfrontovány s tržními daty dle metody srovnatelných transakcí	• Výnosové metody ocenění s důrazem kladeným na rigoróznost jejich aplikace
Vyčlenění neoperativních aktiv	
• Ano • Primárně v souladu s tržně ověřeným principem nejvyššího a nejlepší využití (highest and best use)	• Ano • Primárně podle zásady „best practice", a tedy umožňující subjektivní posouzení oceňovatelem
Význam trhu	
• Značný důraz kladen na kvalitu trhu oceňovaného aktiva • Referenční data a cenové informace musí pocházet ze stejného relevantního trhu, na jakém je oceňované aktivum kontinuálně obchodováno • Oceňovatel by měl pro účely ocenění tento relevantní trh definovat a vyjádřit se k jeho kvalitám	• Trh není nutně vymezován jako trh relevantní • Role trhu je podpůrná • Časté využití dat z jiných trhů než relevantního trhu oceňovaného aktiva, který nemusí být v praxi ex ante identifikovatelný a/nebo neposkytuje dostatečné kvalitní srovnatelná a transparentní data
Význam akciových kurzů	
• Existují-li podniky splňující kritéria srovnatelnosti a relevantní trh je dostatečně kvalitní, primární význam	• Zejména kurzy akcií oceňovaného podniku • Relevantní v případě, že výnosové ocenění akcie je nižší než tržní kurz k datu ocenění
Význam arbitráže	
• Značný • Na ekonomickými kritérii vymezeném relevantním trhu (Bedarfsmarktkonzept) je oceňované aktivum široce zastupitelné	• Omezený • Na aktiva ve smyslu věci hromadné nelze nahlížet jako na dokonale substituovatelné alternativy z pohledu rizikově-výnosového profilu očekávaných užitků, protože relevantní trhy těchto investic nejsou v ekonomickém slova smyslu stejné, strana nabídky a poptávky je obecně tvořena jinými subjekty s jinými preferencemi a multikritériálními v čase nestabilními užitkovými (z pohledu behaviorální ekonomie hodnotovými) funkcemi (výjimkou je dokonalý kapitálový trh)
Substanční hodnota/majetkové ocenění	
• Nemá svébytný význam	• Nemá svébytný význam

Tržní hodnota	Objektivizovaná hodnota
Vztah k Fair Value	
• Podmnožinou Fair Value, jedná se o nejkvalitnější formu odhadu Fair Value	• Neexistuje jednoznačná návaznost
Výsledky ocenění	
• Vždy vzájemné ověření více metod, primární jsou metody srovnávací	• Primární metody výnosové, protože mají finančně-teoretická zakotvení a výpočtová metodika je opakovatelná, a tedy ověřitelná
Povaha stanovené hodnoty	
• Odhad rovnovážné ceny vycházející z minulých rovnovážných cen stejného relevantního trhu, kdy se v souladu s nově příchozími informacemi oceňovatel snaží určit nejpravděpodobnější částku očekávatelnou jako rovnovážnou cenu k datu ocenění • Odhad rovnovážné ceny může mít vypovídající schopnost za předpokladu stabilních podmínek širokého trhu homogenního aktiva (všichni účastníci trhu jsou příjemci exogenně determinované ceny), přičemž trh musí odrážet preference účastníků trhu a být informačně efektivní (nesplnění této podmínky způsobeným především kvůli nenulovým transakčním nákladům vede například k odlišnostem mezi tržní kapitalizací a objektivizovanou tržní hodnotou) • Rovnovážná cena existuje vždy ex post, tj. po uskutečnění obchodu • Ex post zjištěná rovnovážná cena může nebo nemusí splňovat přísná kritéria tržní hodnoty, především s ohledem na kvalitu relevantního trhu transakce	• Částka určená v souladu s normativními pravidly bez tak úzkého vztahu k relevantnímu trhu oceňovaného aktiva s potlačením vlivu prakticky nemodelovatelných a výpočtově nepostižitelných poptávkových faktorů na rovnovážnou cenu tohoto aktiva (nemožnost a z důvodu nestacionarity i nesmysluplnost simulace procesů hypotetického relevantního trhu aktiva) • Význam historie cen či výše akciových kurzů je normativně stanoven, přičemž oceňovateli je ponechána značná míra diskrece pro zohlednění nově přicházejících informací a změn

Je třeba zdůraznit, že numericky se mohou obě tyto kategorie hodnoty shodovat. Rozdíly spočívají v pojetí standardizace a také v zamýšlené použitelnosti kategorie hodnoty. Objektivizovaná hodnota je přímo konstruována pro ocenění podniků. Tržní hodnota je primárně konstruována pro ocenění aktiv, pro která existuje trh (nemovitosti, věci movité a finanční nástroje) a její použití pro ocenění podniku je spíše méně významné.

Ocenění podniku, tak jak je běžně v rámci výnosového ocenění pojímáno, čili ocenění vycházející z finančního plánu odvozeného z tržních dat, které se využívá jako náhražka metod srovnávacích, poskytuje teoreticky podložené výsledky odpovídající vnitřní hodnotě (*intrinsic value*) aktiva (podniku). Zbývá na uvážení oceňovatele a na specifikách daného případu, jestli tato vypočtená vnitřní hodnota, což je pojem ekonomické a finanční teorie, bude kategorií objektivizované hodnoty, nebo některou kategorií netržní hodnoty v rámci standardu IVS 2.

Role modelů tržních transakcí se odlišuje i v rámci teoretických konceptů oceňování podniku. Koncepce označovaná jako tržní vychází z modelů neoklasického kapitálového trhu a axiomaticky vystavěných modelů. Funkcionální koncepce vychází z mikroekonomických modelů

skutečných transakcí s nutnou redukcí komplexity skutečného světa (například heuristický model aproximativně dekomponovaného ohodnocování podniku a další více či méně obecné modely). Zatímco tržní koncepce trpí nereálnými předpoklady a podává v případě oceňování podniku výsledky, které není možno ověřit tržními transakcemi, tak modely funkcionální koncepce, ačkoliv vycházejí z investiční teorie, trpí jednak výpočtovou pracností a jednak, může se zdát, slabšími marketingovými aktivitami svých autorů, jejichž promyšlený produkt se u praktiků neujímá. K popularitě kapitálově tržních modelů pro oceňování podniků jako věcí hromadných je možno dále uvést následující možné důvody, které velmi připomínají analogie z jiných oborů, například důvody pro masivní rozšíření jistého počítačového operačního systému:

- existují utopené náklady (*sunk cost*), kdy se oceňovatelé museli kapitálově-tržní modely naučit (CAPM, varianty DCF) a nyní je používají;
- v učebnicích a odborných publikacích se kapitálově-tržní přístup stále vyskytuje a bude vyskytovat, protože je považován za natolik rozšířený, že autoři nechtějí čtenáře o tyto koncepty ochudit, a je důvodné předpokládat, že ačkoliv si tyto koncept nemohou činit ambice na obecnou platnost, budou se čtenáři (studenti) setkávat s jejich výstupy a musí být schopni je interpretovat (mluvit stejnou řečí);
- čím vyšší je složitost modelů, tím větší dojem zpravidla oceňovací posudek u laických uživatelů vyvolá;
- zatímco modely kapitálového trhu jsou modely rovnováhy některého hypotetického trhu, a jejich výsledky jsou tudíž relevantní pro imaginární subjetky nabídky a poptávky tohoto trhu, tak skutečné subjekty strany nabídky a poptávky trhu podniku zajímá hodnota pro rozhodnutí nebo hodnota argumentační, aby si zajistily maximálně výhodné podmínky transakce (nejen cenové) ze svého subjektivního pohledu (subjektivního se rozumí nikoliv jen z pohledu vlastníků, ale z pohledu konkrétních osob, které mají na transakci vliv);
- v evropských podmínkách se kapitálově-tržní modely využívají i pro ocenění nekotovaných podniků, kdy se zobecňují postupy používané na likvidních trzích minoritních akciových podílů; můžeme se domnívat, že důvodem jsou opět transakční náklady a z nich vyplývající automatismus v použití metod i kategorií hodnoty, které nejsou v souladu se zadáním, protože oceňovatel použije metodu, která je mu již známá, a díky informační převaze zpravidla uživateli svůj postup zdůvodní.

Standardy oceňování řeší tyto teoretické problémy tak, že nespekulují o teoretické validitě modelových předpokladů, ale říkají, jaké postupy a jakým způsobem je možno použít pro konkrétní účel ocenění, kterému odpovídá příslušná standardizovaná kategorie hodnoty. Tím poskytují uživatelům možnost správně a bez příliš vysokých očekávání interpretovat výsledek. Oceňovatelům standardy poskytují jisté aliby a ochranu. Tím, že je oceňovatel odpovědný za výsledek a jeho relevanci vůči zadání, nemusí ověřovat předpoklady platnosti a odpovídat za jejich splnění, a to i v případě, že takovéto ověření je v praxi neproveditelné.

Jaký je vztah mezi tržní hodnotou a rozhodčí hodnotou (Schiedswert)?

Schiedswert není to samé co tržní hodnota, protože tržní hodnota předpokládá likvidní trh aktiva obchodovaného mezi nabízejícími a kupujícími (tedy nikoliv pouhými poptávajícími). Kupující si tedy může aktivum zakoupit na tomto trhu a na jeho tržní síle a formě trhu závisí,

jestli bude schopen tržní cenu ovlivnit, nebo jestli dostane navíc specifické podmínky oproti běžným zvyklostem na tomto trhu. Je-li možno tržní hodnotu určit, potom není obvykle důvod k tomu, aby byla počítána hodnota rozhodčí. Úlohou odhadce počítajícího rozhodčí hodnotu přebírá samotný soutěžní proces na trhu předmětného aktiva, které ale musí být obchodováno standardizovaným způsobem, který neumožňuje hodnotově relevantní změny struktury transakce (tržní ocenění – „*first best*“ řešení; ocenění výnosové – „*second best*“ řešení). V případě kategorie objektivizované hodnoty se výnosové ocenění dostává do role „*first best*“ metody odhadu.

Standardy IDW zastávají názor, že tržní kurz akcie oceňovaného podniku je relevantní tehdy, pokud výnosové ocenění je nižší a vlastník může za tento vyšší aktuální tržní kurz své akcie odprodat.

Příklady

Uveďme na tomto místě několik ilustrativních učebnicových příkladů pro testování, kdy je možno použít kategorii tržní hodnoty, je-li tato kategorie hodnoty pro účel ocenění relevantní. Za splnění podmínek odhadu tržní hodnoty a zajištění vypovídací schopnosti takto zjištěné částky odpovídá oceňovatel.

Příklad 1: Testování kategorie tržní hodnoty pro osobní automobil Škoda Octavia, rok výroby 2005, ocenění k datu 31. 7. 2009

1. **Existují srovnatelná aktiva, o nichž máme k dispozici evidenci historických rovnovážných cen?**

   Jedná se o jednoznačně definované aktivum. Je možno zjistit konfiguraci a vlastnosti. Aktivum vytváří z tohoto hlediska relevantní trh s různými cenovými kotacemi.

2. **Existuje relevantní trh aktiva, který je v čase stabilní? Jaký má tento trh vlastnosti?**

   Ano. Relevantní trh existuje a je definován územím České republiky (jedná se o praktické zjednodušení bez vlivu na volbu kategorie hodnoty, je možno zahrnout i trhy sousední, pokud jsou k dispozici data). Trh existuje kontinuálně a je likvidní.

3. **Je aktivum v soutěžním postavení oproti ostatním srovnatelným aktivům na trhu?**

   Ano, trh je nejen likvidní, ale zároveň je i koordinován na principu soutěže. Jednotlivá aktiva jsou vůči sobě v soutěžním postavení. S ohledem na transakční náklady je tedy k dispozici tržní rovnováha, od které soutěžní proces za normálních okolností (ponechme stranou podvodné jednání apod.) nedovolí se výrazně odchýlit. Není možno například nabídnout stejný automobil v Praze za cenu významně vyšší než v Plzni, protože transakční náklady za jinak stejných podmínek jsou zanedbatelné a k prodeji by nedošlo.

4. **Jaké jsou subjekty transakce?**
   Jedná se o konkrétního prodávajícího a je znám konkrétní kupující?

   Subjekty transakce není nutné jednoznačně identifikovat z hlediska jejich podnikatelských plánů a očekávání, není nutné blíže zkoumat jejich preference. Cena je determinována trhem, který má polypolní strukturu a subjekty jsou tedy příjemci ceny. V jeden časový okamžik existuje relativně vysoké množství nabízejících a poptávajících subjektů. Trh tedy dospívá do kompetitivní rovnováhy a tržní síla, a tudíž i vyjednávací pozice subjektů transakce je zanedbatelná.

5. **Nejvyšší a nejlepší využití nemá v tomto případě význam dále konkretizovat.**

   Závěr: Tržní hodnotu dle IVS je pro toto aktivum možné odhadnout. Ačkoliv není k dispozici aktuální cenová kotace, při odborném posouzení oceňovatelem je možno s vysokou mírou

spolehlivosti odhadnout tržní hodnotu na základě dat čerpaných z funkčního relevantního trhu jako věrohodnou aproximaci pravděpodobné ceny. Role odborníka s příslušnou specializací spočívá právě ve schopnosti aplikovat znalosti trhu i na konkrétní aktivum (počet najetých kilometrů, výbava apod.).

Příklad 2: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik lékařské praxe, specializace zubní lékařství, lokalizace v Mnichově, rozhodné datum ocenění 31. 12. 2007

1. Časové a geografické vymezení relevantního trhu podniku: Existuje relevantní trh podniku, který je v čase stabilní?

Ano. Relevenatní trh tohoto podniku je možno vymezit z hlediska oceňovaného aktiva, z hlediska času i geograficky. Trh je v čase stabilní a existuje kontinuálně. Existuje regulace této lékařské specializace v rámci zákona, zlomově se nemění podmínky financování tohoto typu podniků. Jedná se o podniky zubní praxe, které jsou financovány na bázi úhrad za výkony ze zdravotního pojištění a úhrad hrazených přímo pacienty za výkony, které pojištění nepokrývá. Nákladová struktura není totožná, ale je srovnatelná, vstupy (materiál, vybavení, přístroje, pracovní síla) jsou nakupovány na konkurenčních trzích.

Záleží na posouzení oceňovatele, jestli bude za relevantní trh považovat oblast dle shody regulace (celá SRN), spolkovou zemi Bavorsko, města nad 100 tis. obyvatel, či pouze Mnichov. Oceňovatel by měl odvodit vymezení relevantního trhu od dostupnosti údajů srovnatelných transakcí a jejich množství a také od preferencí tvůrců poptávkové strany trhu, tj. posoudit, jestli kupující mají zpravidla zájem o praxi v Mnichově, praxi v Bavorsku atd. O způsobu fungování trhu a vztahu nabídky a poptávky musí být oceňovatel dle svých zkušeností informován.

2. Jsou k dispozici rovnovážné ceny z uskutečněných obchodů?

Ano. Německá Komora zubních lékařů a jiné instituce evidují údaje o prodaných praxích této specializace a realizovaných cenách. Existuje empirická evidence o tom, za kolik se praxe prodávaly (jako podnik – věc hromadná), kolik tvořila substanční hodnota neúplná k datu prodeje a kolik tvořil tržně odvozený goodwill jako podíl na kupní ceně. Jedná se o údaje z obchodů, jejichž struktura je srovnatelná (jedná se o jednorázový prodej, nikoliv o strukturované transakce jako například *job-sharing*).

Odborník specializovaný na oceňování tohoto typu podniků posoudí, za jaké časové období jsou údaje o rovnovážných cenách srovnatelné, a to z hlediska aktivity a institucionální regulace výše vymezeného relevantního trhu. Existuje tedy datová báze, na základě které je možno provádět srovnávání.

3. Je aktivum v soutěžním postavení oproti ostatním srovnatelným aktivům na trhu?

Ano, aktivum je v soutěžním postavení oproti ostatním podnikům dané specializace na relevantním trhu, který byl oceňovatelem vymezen a z něhož čerpá údaje o srovnatelných transakcích.

4. Jaký má tento trh vlastnosti? Jaké jsou subjekty transakce? Jedná se o konkrétního prodávajícího a je znám konkrétní kupující?

Subjekty transakce jsou zubní lékaři dané specializace, kteří splňují formální podmínky pro provozování tohoto typu podniku. V jeden časový okamžik se střetává nabídka s poptávkou, podniky jsou k dispozici ve formě nabídek na internetu, je tedy splněna doba náležitého marketingu podniku a prodej se neuskutečňuje ve finanční tísni. Srovnatelná aktiva existují. Jedná se o podniky, která mají obdobný podnikatelský model, obdobnou výnosnost a požadovanou míru výnosu, jsou financovány ze stejných zdrojů a podléhají stejné regulaci. Díky regulaci a způsobu financování se tyto podniky vyznačují srovnatelným podnikatelským rizikem. Peněžní prostředky získavají tyto podniky s obdobnou periodicitou na základě vyúčtování provedených výkonů smluvním partnerům.

Prodávající mají výběr na straně poptávky a naopak, tzn. trh je řízen na principu soutěže. Trh existuje kontinuálně. Transakce probíhá dobrovolně, bez nátlaku, mezi samostatnými a nezávislými partnery. Díky kontinuální existenci trhu a soutěži je možno provést nejen náležitý marketing (řada společností podniká tak, že praxe inzeruje na internetu včetně fotografií a dalších údajů a o marketing se takto stará), ale také se rozumně a informovaně rozhodovat.

5. Role oceňovatele

Odborník se zkušenostmi z trhu zubních praxí s odbornou péčí posoudí, jak si oceňovaná konkrétní praxe stojí v porovnání se srovnatelnými praxemi. Posoudí míru podnikatelské diferenciace tohoto podniku (positioning v rámci konkurence na trhu zubní péče) a diferenciaci v rámci medicínské specializace (estetická stomatologie, implantologie apod.), určí substanční hodnotu neúplnou a goodwill odvodí na základě úpravy tržně odvozené výše goodwillu ze srovnatelných transakcí (dle vymezení relevantního trhu se může jednat o desítky až stovky pozorování). Tržně odvozený goodwill bude upravovat o faktory, jako je lokalizace, podíl přímých plateb od pacientů, tým zaměstnanců a jeho kvality, o bonitu klientely, konkurenční situaci v místě lokalizace, růstový potenciál apod. Samozřejmě se jedná o postup, který nutně do výpočtu vnáší jistou míru subjektivního posouzení. Tržní hodnota je však odhadem pravděpodobné ceny, za kterou by se mohl podnik běžně zobchodovat. Role oceňovatele je zde nezastupitelná, protože subjekty ocenění nemají ani zkušenosti, ani informace o tržní situaci jako odborník, který se výhradně na tento typ podniků specializuje.

6. Kategorie hodnoty

U podniku zubní praxe lokalizavená v centru Mnichova je možno určit tržní hodnotu jako odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Takto zjištěná tržní hodnota může být spolehlivě interpretována v souladu s IVS. Nic nebrání v tom, aby výsledek byl uveden ve formě intervalu možných tržních hodnot a aby oceňovatel dle svého odborného názoru a zkušeností stanovil nejpravděpodobnější částku z tohoto intervalu, a to opět za předpokladu standardního průběhu transace (což v praxi nakonec takto proběhnout nemusí, ale oceňovatel provádí odhad dle definice, nikoliv odhad skutečné rovnovážné ceny).

Tím, že tržní hodnota podniku je odvozena ze skutečných tržních dat, o jejichž spolehlivosti nemůže být pochyb (mj. z daňových důvodů), oceňovatel nemusí přebírat odpovědnost

například za to, že bude vydávat výsledek výnosového ocenění za tržní hodnotu tam, kde trh aktiva existovat vůbec nemusí. Tím se budeme zabývat podrobněji v dalším učebnicovém příkladu, kdy zopakujeme stejnou úvahu pro testování možnosti přiřazení kategorie tržní hodnoty pro zubní praxi v Jihlavě.

Příklad 3: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik lékařské praxe, specializace zubní lékařství, lokalizace v Jihlavě, rozhodné datum ocenění 31. 12. 2007

1. Časové a geografické vymezení relevantního trhu podniku: Existuje relevantní trh podniku, který je v čase stabilní?

Ano. Relevantní trh tohoto podniku je možno vymezit z hlediska oceňovaného aktiva, z hlediska času i geograficky. Jedná se o podniky zubní praxe, které jsou financovány na bázi úhrad za výkony ze zdravotního pojištění a úhrad hrazených přímo pacienty za výkony, které pojištění nepokrývá. Trh je v čase stabilní a existuje kontinuálně. Existuje regulace této lékařské specializace v rámci zákona, zlomově se nemění podmínky financování tohoto typu podniků. Nákladová struktura není totožná, ale je srovnatelná, vstupy (materiál, vybavení, přístroje, pracovní síla) jsou nakupovány na konkurenčních trzích.

Oceňovatel by měl odvodit vymezení relevantního trhu od dostupnosti údajů srovnatelných transakcí a jejich množství a také od preferencí tvůrců poptávkové strany trhu, tj. posoudit, jestli kupující mají zpravidla zájem o praxe v České republice, praxi v kraji Vysočina, městech nad 50 tis. obyvatel atd. O způsobu fungování trhu a vztahu nabídky a poptávky musí být oceňovatel dle svých zkušeností informován.

2. Jsou k dispozici rovnovážné ceny z uskutečněných obchodů?

Ne. Žádné takové údaje veřejně k dispozici nejsou. O jejich metodické srovnatelnosti a spolehlivém použití tedy nemůže být řeč.

3. Je aktivum v soutěžním postavení oproti ostatním srovnatelným aktivům na trhu?

Ano, aktivum je v soutěžním postavení oproti ostatním podnikům dané specializace na relevantním trhu, který byl oceňovatelem vymezen a z něhož čerpá údaje o srovnatelných transakcích (v tomto případě data neexistují, srovnatelné transakce v malém množství ano). Z hlediska likvidity bude trh podstatně méně aktivní než trh v SRN (jednotky obchodů za rok oproti desítkám až stovkám obchodů za rok). Aspekt nedostatečné funkce trhu a nedostatečné soutěže bude mít dále nepříznivé důsledky pro možnosti zobecnění rovnovážných cen i na jiné podniky.

4. Jaký má tento trh vlastnosti? Jaké jsou subjekty transakce? Jedná se o konkrétního prodávajícího a je znám konkrétní kupující?

Subjekty transakce jsou zubní lékaři dané specializace, kteří splňují formální podmínky pro provozování tohoto typu podniku. V jeden časový okamžik se střetává nabídka s poptávkou, avšak srovnatelná aktiva existují jen v omezené míře. Jedná se o podniky, které mají obdobný podnikatelský model, obdobnou výnosnost a požadovanou míru výnosu, jsou financovány ze stejných zdrojů a podléhají stejné regulaci. Díky regulaci a způsobu financování se tyto podniky vyznačují srovnatelným podnikatelským rizikem. Peněžní prostředky získávají

tyto podniky s obdobnou periodicitou na základě vyúčtování provedených výkonů smluvních partnerům.

Prodávající mají výběr na straně poptávky a naopak, tzn. trh je řízen na principu soutěže. Trh existuje kontinuálně. Transakce probíhá dobrovolně, bez nátlaku, mezi samostatnými a nezávislými partnery. Trhu a soutěži je možno provést náležitý marketing. Trh je podstatně méně informačně efektivní než trh v SRN, což vyvolá i důsledky pro „rozumné a informované rozhodování".

5. Role oceňovatele

Vzhledem k nedostupnosti dat ze srovnatelných transakcí nelze aplikovat srovnávací přístup k ocenění. Přebírat údaje z trhu v sousedním SRN není možné, protože se jedná o jiný relevantní trh z pohledu nabídky, poptávky, typu aktiva a institucionálního prostředí. Není tedy možné data z jiného relevantního trhu zobecňovat, nehledě na to, že tvůrci nabídky a poptávky zubní praxe v Jihlavě se německými „násobiteli" při svém rozhodování s největší pravděpodobností rovněž řídit nebudou a informační hodnota těchto dat je tedy značně omezená pro odhad tržní hodnoty podniku české zubní praxe.

Ačkoliv se jedná v případě zubních praxí o relativně homogenní podniky, lokalizované v jednom státě, a tedy geograficky vzato na jednom dobře vymezeném relevantním trhu, má tento relevantní trh k funkci zajišťující soutěžní ustavení rovnovážné ceny daleko.

Oceňovatel ale musí v tomto případě využít metod modelujících určitý hypotetický trh a hodnotu podniku odvodit bez toho, aby mohl svůj odhad opřít o spolehlivá srovnatelná data. Zde se objevuje známý problém, že ačkoliv výnosové ocenění může být tzv. „tržní" a využívat spolehlivé vstupní parametry, tak není automaticky zajištěno, že výsledkem bude tržní hodnota v souladu s IVS. Na příkladu empirického šetření hodnoty zubních praxí v ČR (Krabec, 2006) bylo ukázáno, že výnosovým oceněním můžeme dospět k jisté objektivizované hodnotě tohoto aktiva nebo hodnotě výnosové (a to v jejích rozličných variantách dle kategorie a hladiny hodnoty), ale neznáme strukturu poptávky, neboť preference kupujících zůstávají neprojevené. Tržní nedokonalosti vedou obecně k nesouladu mezi výsledky metod založených na tržním porovnání a metod výnosových, i když tyto výnosové metody mohou hodnotu odvozovat od údajů zjištěných na základě tržních dat získaných z trhů souvisejících s podnikem (kapitálového, odbytových trhů, kde podnik realizuje své výkony, apod.).

Pro odhad tržní hodnoty je nutno znát mnoho doplňujících informací, aby bylo možno využít myšlenky principu arbitráže, a to i když nejsou k dispozici dostatečná tržní data. U zubní praxe o vysoké výnosové hodnotě může například snadno dojít k tomu, že vybudovat v sousedství praxi na zelené louce a goodwill v podobě solventních pacientů vytvářet postupně i za cenu negativní rentability a cash flow v počátcích podnikání, může být ekonomicky racionálním rozhodnutím. Spolehlivý výpočet substanční hodnoty úplné bude představovat pochopitelně značné nesnáze.

6. Kategorie hodnoty

U podniku zubní praxe lokalizované v Jihlavě prozatím není možno určit tržní hodnotu jako odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Relativně spolehlivě je možno zjistit hodnotu likvidační (IVS 2) a hodnotu substanční neúplnou. Odmyslíme-li si možnost odhadu substanční hodnoty úplné, tak jedinou metodou,

která vede k odhadu hodnoty podniku této zubní praxe ve smyslu věci hromadné, je výnosové ocenění zohlednující oportunitní náklady (konkrétní metodiku ponechme stranou). Výsledek v sobě ale neobsahuje projevené preference tvůrců trhu ani nezohledňuje aktuální vztah nabídky a poptávky na trhu, a tedy není jediný důvod, aby oceňovatel přebíral odpovědnost za to, že model výnosového ocenění bude dostatečně věrně vystihovat realitu. V tomto případě nemá odhad tržní hodnoty smysl.

Řešením problému nedostatečných tržních dat, a to i když relevantní trh tohoto typu podniku kontinuálně v ČR existuje, je využití kategorií hodnoty dle IVS 2:

- výnosově určená *Fair Value*, a to i ve formě *Value in Exchange* jako oceňovatelem korigovaného odborného odhadu pravděpodobné hodnoty směny, za kterou by také bylo možno podnik prodat; opět se jedná o odhad pravděpodobné rovnovážné ceny transakce za daných podmínek, ve skutečnosti se může struktura transakce lišit, každý uživatel ocenění si je však vědom vypovídací schopnosti takto zjištěné částky;
- *Value in Use* na bázi *going concern* (tj. hodnota stávajícího užití za předpokladu trvalého pokračování provozu podniku);
- *Value in Use* za předpokladu nejvyššího a nejlepšího využití dle odborného názoru oceňovatele;
- investiční hodnota a v případě potřeby další netržní kategorie hodnoty.

Jak uvidíme nyní, situace se bude dále komplikovat u podniků, které jsou jedinečné.

Příklad 4: Přiřazení kategorie hodnoty pro podnik v České republice

Bylo doručeno následující zadání ocenění: „Pro účel případného prodeje potřebuji zjistit hodnotu svého podniku provozovaného ve formě akciové společnosti. Akcie jsou v listinné podobě na majitele. Jedná se o výrobu a prodej hraček, podnik byl zprivatizován v roce 1992.“ Blíže není zadavatel schopen účel ocenění konkretizovat. Oceňovatel musí učinit rozhodnutí, jestli má být odhad ve smyslu IVS, či nikoliv. Pokud ano, zbývá zvolit kategorii hodnoty, která bude nejlépe vyhovovat účelu a zadání ocenění.

Posouzení možnosti odhadu tržní hodnoty vyžaduje ověřit, jestli je možno naplnit nutné podmínky, jejichž současné splnění IVS vyžadují.

1. Časové a geografické vymezení relevantního trhu podniku:
Existuje relevantní trh podniku, který je v čase stabilní?

Ne. Relevenatní trh tohoto podniku není možno vymezit z hlediska oceňovaného aktiva, z hlediska času ani geograficky. Trh tohoto typu aktiva neexistuje kontinuálně. Podnik této specializace, podnikatelské strategie a struktury může existovat jediný v ČR (geografické vymezení trhu z hlediska institucionální regulace) i na celém světě.

Údaje o srovnatelných transakcích nejsou k dispozici. O způsobu fungování trhu tohoto podniku a vztahu nabídky a poptávky je možno činit úsudky jen na základě zkušeností z uskutečněných obchodů u jiných podniků, avšak nebude se jednat ani o srovnatelná aktiva, ani o aktiva v soutěžním postavení, ani o údaje ze stejného relevantního trhu.

2. Jsou k dispozici rovnovážné ceny z uskutečněných obchodů?

Ne. Žádné takové údaje k dispozici nejsou. O jejich metodické srovnatelnosti a spolehlivém použití tedy nemůže být řeč.

3. Je aktivum v soutěžním postavení oproti ostatním srovnatelným aktivům na trhu?

Srovnatelná aktiva v soutěžním postavení neexistují. Z hlediska odhadu tržní hodnoty dle IVS nelze situaci zjednodušovat tak, že srovnatelným aktivem bude akciové portfolio o stejné požadované výnosnosti (tento postup se využívá v rámci výnosového ocenění založeného na CAPM a teorii Miller–Modigliani, ale pro odhad jiných kategoriií hodnoty).

4. Jaký má tento trh vlastnosti? Jaké jsou subjekty transakce? Jedná se o konkrétního prodávajícího a je znám konkrétní kupující?

Vzhledem k tomu, že trh neexistuje, nelze ani předjímat, kdo by mohl tvořit stranu poptávky a jaké investiční preference a oportunitní náklady by tyto subjekty mohly mít. Nelze předjímat důvody pro koupi tohoto podniku (u zubní praxe v příkladu výše je možno říci, že standardním důvodem je, že kupující má zájem podnik zubní praxe sám provozovat). Trh bude existovat až v průběhu transakce, ze které vyplynou podmínky transakce a v konečném důsledku rovnovážná cena.

5. Role oceňovatele

Vzhledem k nedostupnosti dat ze srovnatelných transakcí nelze aplikovat srovnávací přístup k ocenění. Přebírat údaje z trhů v USA (Například tržní násobitele z dat kapitálového trhu – jaké skupiny podniků? Retail [Special Lines]? Nebo snad Recreation?) není možné, protože se jedná o jiný relevantní trh z pohledu nabídky, poptávky, typu aktiva a institucionálního prostředí. Není tedy možné data z jiného relevantního trhu zobecňovat, nehledě na to, že tvůrci nabídky a poptávky trhu tohoto podniku se „násobiteli" při svém rozhodování s největší pravděpodobností rovněž řídit nebudou, a informační hodnota těchto dat je tedy značně omezená. Tím není řečeno, že se investor těmito daty řídit nemůže či nesmí nebo že tato data nemůže využít pro vyjednávání o ceně. Samozřejmě může, ale tato eventuální možnost nezakládá důvod pro použití kategorie tržní hodnoty dle IVS.

Oceňovatel opět musí v tomto případě využít metod modelujících jistý hypotetický trh a hodnotu podniku odvodit bez toho, aby mohl svůj odhad opřít o spolehlivá srovnatelná data. Opět zopakujme jako v předchozím příkladě, že se objevuje známý problém, kdy ačkoliv výnosové ocenění může být tzv. „tržní" a využívat spolehlivé vstupní parametry, tak není automaticky zajištěno, že výsledkem bude tržní hodnota v souladu s IVS. Neznáme strukturu poptávky, neboť preference kupujících zůstávají neprojevené. Pokud oceňovatel využije tržních dat odvozených z amerického kapitálového trhu pro stanovení tržní diskontní míry, stále má k dispozici, jak jsme viděli výše, alespoň 54 způsobů, jak hodnoty beta koeficientu upravit.

6. Kategorie hodnoty

U tohoto podniku vyrábějícího hračky není možno určit tržní hodnotu dle IVS jako odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Jak bylo uvedeno při rozboru IVS, tržní hodnota není kategorií hodnoty primárně určenou pro podnik. IVS 2 poskytuje pro případy, kdy trh neexistuje, oceňovatelům dostatek prostoru a ochrany zavedením jiných než tržních kategorií hodnoty. V tomto případě je tedy možno zvolit (viz výše):

- Hodnotu aktiva pro specifickou entitu odrážející užitky, které plynou této entitě z vlastnictví a držby tohoto aktiva. I když může být tato hodnota stejná jako hodnota z prodeje tohoto aktiva, díky držbě není nutno uvažovat o hypotetické směně. Jedná se o (subjektivní) hodnotu investiční a po srovnání s hodnotou tržní zakládá jejich srovnání motivaci pro vstup na trh (dle IVS, 2007, odst. 6.1.1, s. 90).
- Druhá kategorie zahrnuje kategorie hodnoty *Fair Value*, *Special Value* a *Synergistic Value* a z pohledu oceňování podniků v ČR je velmi podstatná. „Druhá kategorie vyjadřuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma danými stranami při směně aktiva. Ačkoliv strany mohou být nespojené a jednat nezávisle, aktivum není nutně vystaveno širšímu trhu a odsouhlasená cena by mohla vyjadřovat specifické výhody (nebo nevýhody) zúčastněných stran spíše než trhu jako celku.“ (dle IVS, 2007, odst. 6.1.2, s. 90)
- Třetí kategorie obsahuje hodnoty odhadované dle definice v rámci zadání ocenění (dle IVS, 2007, odst. 6.1.3, s. 90).

I zde je možno relativně spolehlivě zjistit hodnotu likvidační (IVS 2) a hodnotu substanční neúplnou. Odmyslíme-li možnost odhadu substanční hodnoty úplné, tak jedinou metodou, která vede k odhadu hodnoty podniku ve smyslu věci hromadné, je výnosové ocenění. Výsledek v sobě ale neobsahuje projevené preference tvůrců trhu, a tedy není jediný důvod, aby oceňovatel přebíral odpovědnost za to, že model výnosového ocenění bude věrně vystihovat realitu. V tomto případě nemá odhad tržní hodnoty smysl.

Řešení problému nedostatečných tržních dat je obdobné jako u předcházejícího příkladu a spočívá ve využití kategorií hodnoty dle IVS 2:

- výnosově určená *Fair Value*, a to i ve formě *Value in Exchange* jako oceňovatelem korigovaný odborný odhad pravděpodobné hodnoty směny, za kterou by také bylo možno podnik prodat, opět se jedná o odhad pravděpodobné rovnovážné ceny transakce za daných podmínek, ve skutečnosti se může struktura transakce a v důsledku toho i cena lišit, každý uživatel ocenění si je však vědom vypovídací schopnosti takto zjištěné částky, využití tzv. tržního přístupu nejen že nic nebrání, ale zpravidla bude v těchto typech případů samozřejmostí;
- *Value in Use* na bázi *going concern* (tj. hodnota stávajícího užití za předpokladu trvalého pokračování provozu podniku);
- *Value in Use* za předpokladu nejvyššího a nejlepšího využití dle odborného názoru oceňovatele (možno i v několika scénářích);
- investiční hodnota a v případě potřeby další netržní kategorie hodnoty, pozor na použití amerického pojmu *Fair Market Value*, který nepochází z IVS, ke kategorii tržní hodnoty nemá žádný vztah a spíše odpovídá subjektivní *Value in Exchange*.

Shrnutí

Publikace se věnuje teorii oceňování (ohodnocování) podniku na mimoburzovních trzích a různým formám mezinárodní standardizace oceňování aktiv a podniků především. Na základě fundamentálních ekonomických teorií ceny a hodnoty, teorií hospodářského řádu, v němž probíhají ekonomické procesy a utvářejí se podnikatelské plány, a teorií trhu a tržních procesů jsou podrobně vysvětleny a v souvislostech interpretovány základní termíny disciplíny oceňování podniku. Průřezový přehled relevantní ekonomické teorie je dále využit pro vysvětlení a možnosti odhadu kategorií hodnoty, které spojují účel ocenění, metodiku odhadu a její použití a výslednou interpretaci zjištěné hodnoty. Pozornost je věnována možnostem použití mezinárodních standardů IVS a IDW S 1 v institucionálních podmínkách České republiky a především možnostem odhadu tržní hodnoty a ceny obvyklé podniku ve smyslu věci hromadné. Pro účely aplikace mezinárodní standardizace oceňování aktiv je do češtiny také zavedena příslušná terminologie.

Summary

This publication deals with appraisal (valuation) of businesses in private market places and the related various international valuation standards and business valuation standards in particular. Based on fundamental economic theory of price and value, theory of economic order providing a framework for economic processes and planning of business activities, market theories and market process theories, basic terms of the business valuation discipline are elaborated and interpreted. The comprehensive survey on the underlying economic theory is further used for explanation of the importance of and the possibilities of determination of the basis of value which connect the valuation purpose, valuation methodology and its application and the final interpretation and use of the estimated values. The possibilities of application of international valuation standards IVS and IDW S 1 within the institutional framework of the Czech Republic addressed. Particularly the possibilities of determining the market value basis of bulk assets as businesses are elaborated. Czech terminology is being introduced for the purpose of the application of the international standardization of asset valuation.

Literatura

Allais, M., Hagen, O. (ed.).: *Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox*. Dordrecht, D. Reidel 1979.

Antill, N., Lee, K.: *Company Valuation under IFRS*. Hampshire, Harriman House Publishing, 2005.

Antonovitz, F., Roe, T.: *A Theoretical and Empirical Approach to the Value of Information in Risky Markets.* The Review of Economics and Statistics. Cambridge: Feb 1986. Vol. 68, Iss. 1; p. 105 (10 pages).

Arndt, H.: *Mikroökonomische Theorie – Marktgleichgewicht* (1. svazek). Tübingen, J. C. Mohr 1966.

Arndt, H.: *Mikroökonomische Theorie – Marktprozesse* (2. svazek). Tübingen, J. C. Mohr 1966.

Arndt, H.: *Kapitalismus, Sozialismus, Konzentration und Konkurrenz*. Tübingen, J. C. Mohr, 1976.

Arndt, H.: *Wirtschaftliche Macht*. München, C. H. Beck 1980.

Armentano, D.: *Proč odstranit protimonopolní zákonodárství*. Praha, Liberální institut 2000.

Arrow, K.: The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing. *The Review of Economic Studies*, Vol. 31, No. 2, 91–96. Apr., 1964.

Ashton, R. K.: *Asset Valuation and Imperfect Markets: An Extension.* Accounting and Business Research. Kingston Upon Thames: Spring 1985. Vol. 15, Iss. 58; p. 123.

Avio, K. L.: *A Modest Proposal for Institutional Economics.* Journal of Economic Issues. Lincoln: Sep 2004. Vol. 38, Iss. 3; p. 715 (31 pages).

Ballwieser, W.: *Unternehmensbewertung und Komplexitätreduktion*. 3. vydání. Wiesbaden, Gabler 1990

Ballwieser, W.: *Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme*. 2. vydání. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag 2007.

Becker, G.: *Teorie preferencí*. Praha, Grada 1997.

Behrens, R. J.: *Accounting and the appraiser: What we've got here is a failure to communicate.* The Appraisal Journal. Chicago: Jan 1993. Vol. 61, Iss. 1; p. 152 (3 pages).

Behringer, S.: *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe*. (3. vydání). Berlin, Erich Schmidt Verlag, 2004.

Bernard, V. L.: *Unanticipated Inflation and the Value of the Firm.* Journal of Financial Economics. Amsterdam: Mar 1986. Vol. 15, Iss. 3; p. 285 (37 pages).

Binder, J. J.: Beta, Firm Size, and Concentration. *Economic Inquiry*. Huntington Beach: Jul 1992. Vol. 30, Iss. 3; p. 556 (8 pages).

Blaug, M.: *Economic Theory in Retrospect*. 4. vydání. Cambridge, Cambridge University Press 1985.

Bonini, N., Biel, A., Garling, T., Karlsson, N.: *Influencing what the money is perceived to be worth: Framing and priming in contingent valuation studies*. Journal of Economic Psychology. Amsterdam: October 2002. Vol. 23, Iss. 5; p. 655.

Borchardt, K., Fikentscher, W.: *Wettbewerb, Wettbewerbsbeschrankung, Marktbeherrschung*. Stuttgart, Ferdinand Enke Verlag, 1957.

Borchert, M., Grossekettller, H.: *Preis- und Wettbewerbstheorie*. Stuttgart – Berlin – Köln – Mainz. W. Kohlhammer Verlag 1985.

Borges, B. F., Knetsch, J. L.: *Valuation of gains and losses, fairness and negotiation outcomes.* International Journal of Social Economics. Bradford: 1997. Vol. 24, Iss. 1/2/3; p. 265.

Born, K.: *Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung* (2. vydání). Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, 2003.

Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C.: *Financial Management* (11. vydání). Mason, Thomson, South-Western 2005.

Brösel, G., Hauttmann, R.: Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren zur Be-stimmung von Konzessionsgrenzen sowie

in Verhaltungssituationen – Eine empirische Analyse (Teil I), in: *Finanz Betrieb* (FB), s. 223–238.

Brunetti, A., Kisunko, G., Weeder, B.: *Credibility of Rules and Economic Growth.* Washington, World Bank working paper NB. 1760, 1997.

Buchanan, J., Vanberg, V.: *Constitutional Implications of Radical Subjectivism.* Review of Austrian Economics. Washington: Jun 2002. Vol. 15, Iss. 2–3; p. 121.

Busse von Colbe, W.: *Der Zukunftserfolg, Die Ermittlung des künftigen Unternehmenserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen.* Wiesbaden, Gabler 1957.

Cameron, T. A., Poe, G. L., Ethier, R. G., Schulze, W. D.: *Alternative non-market value-elicitation methods: Are the underlying preferences the same?*. Journal of Environmental Economics and Management. New York: Nov 2002. Vol. 44, Iss. 3; p. 391.

Clark, J. M.: *Toward a Concept of Workable Competition*. In Readings in the Social Control of Industry. Ed. By Joel Dean. American Economic Association, 1942.

Clark, S. A.: *The valuation problem in arbitrage price theory.* Journal of Mathematical Economics. Amsterdam: 1993. Vol. 22, Iss. 5; p. 463 (16 pages).

Coase, R.: *The Nature of the Firm*. Economica, sv. 4, vyd. 16, 1937, s. 386–405 (přístup on-line z http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119896448/PDFSTART) [cit.: 17.06.2009].

Coleman, W.: *On the Origins of Classical Economics – Distribution and Value from William Petty to Adam Smith.* Economic Record. East Ivanhoe: Dec 1996. Vol. 72, Iss. 219; p. 407 (3 pages).

Collin-Dufresne, P., Goldstein, R., Hugonnier, J.: *A General Formula for Valuing Defaultable Securities.* Econometrica. Evanston: Sep 2004. Vol. 72, Iss. 5; p. 1377 (31 pages).

Collins, J.: *Good to Great*. New York, HarperCollins, 2001.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J.: *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies.* 3. vydání, New York, Wiley and Sons, 2000.

Cox, H., Jens, U., Markert, K.: *Handbuch des Wettbewerbs*. München, Vahlen Verlag, 1981.

Crocker, T. D., Shogren, J. F., Turner, P. R.: Incomplete beliefs and nonmarket valuation. *Resource and Energy Economics*. Amsterdam: Jun 1998. Vol. 20, Iss. 2; p. 139 (24 pages).

Damodaran, A.: *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (second edition)*. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2002.

Damodaran, A.: *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, 2nd edition*. New Jersey, John Wiley & Sons, 2006.

Damodaran, A.: *Strategic Risk Taking.* New Jersey, John Wiley & Sons, 2008.

Dannis, Ch. G.: *Pulling back the curtain on tradition.* The Appraisal Journal. Chicago: Jan 1993. Vol. 61, Iss. 1; p. 129 (4 pages).

Dark, F. H., Carter, R. B.: Effects of differential information on the after-market valuation of initial public offerings. *Journal of Economics and Business*. New York: Dec 1993. Vol. 45, Iss. 5; p. 375 (18 pages).

Debreu, G.: *Theory of Value*. New Heaven, London, 1959.

Dequech, D.: *Cognition and Valuation: Some Similarities and Contrasts between Institutional Economics and the Economics of Conventions.* Journal of Economic Issues. Lincoln: Jun 2005. Vol. 39, Iss. 2; p. 465 (9 pages).

Dermody, J. C., Prisman, E. Z.: No arbitrage and valuation in markets with realistic transaction costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Seattle: Mar 1993. Vol. 28, Iss. 1; p. 65 (16 pages).

Dědič, J. a kol.: *Obchodní zákoník s komentářem*. Praha, Polygon 2002.

Dorchester Jr., J.D., Vella, J.: Valuation and the appraisal institute in a global economy: The European initiative. *The Appraisal Journal*. Chicago: Jan 2000. Vol. 68, Iss. 1; p. 72 (14 pages).

Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*. 5. vydání. München, Vahlen, 2007.

Dugger, W. M.: Sovereignty in transaction cost economics: John R. Commons and Oliver E. Williamson. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Jun 1996. Vol. 30, Iss. 2; p. 427 (6 pages).

Dunckley, J.: *Financial reporting standards: is market value for the existing use now obsolete? International valuation standards put into practice.* Journal of Property Investment & Finance. Bradford: 2000. Vol. 18, Iss. 2; p. 212.

Durand, R.: Uniqueness of the numeraire and consistent valuation in accounting for real values. *Journal of Economic and Social Measurement*. Amsterdam: 2004. Vol. 29, Iss. 4; p. 411.

Engels, W.: *Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie*. Köln, Opladen, 1962.

Epstein, R.: Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections. The *University of Chicago Law Review*. Chicago: Winter 2006. Vol. 73, Iss. 1; p. 111 (22 pages).

Eucken, W.: *Grundlagen der Nationalökonomie*. Berlin – Heidelberg – New York, Springer Verlag, 1965.

Eucken, W.: *Grundsätze der Wirtschaftspolitik* (6. vydání). Tübingen, J.C.B. Mohr 1990.

Fama, E. F.: Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting under Uncertainty, *Journal of Financial Economics*, roč. 5, 1977, s. 3–24.

Fernandez, P.: *Betas Used by Professors: A Survey with 2,500 Answers*. (přístup on-line z http://ssrn.com/abstract=1407464) [cit.: 17.06.2009].

Fischer-Winkelmann, W. F.: *MC – Management-Consulting & Controlling*, Hamburg, Kovac Verlag, 2003.

Fisher, I.: *Theory of Interest*. Irvin, New York, 1930.

Fishman, J., Pratt, S., Morrison, W.: *Standards of Value: Theory and Applications*. Wiley & Sons, New Jersey 2006.

Fox, J.: *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*. HarperBusiness, New York, 2009.

Friedman, M.: *The Methodology of Positive Economics.* in: Essays in Positive Economics. Chicago, London, The University of Chicago Press 1953.

Fuchs, K.: *Vývoj pojetí ceny v ekonomii*. Brno, Masarykova univerzita, 1999.

Gardner, H. S.: *Comparative Economic Systems*. New York, Harcourt Brace Jovanovich.

Goeree, J. K., Offerman, T.: *Competitive bidding in auctions with private and common values.* The Economic Journal. London: Jul 2003. Vol. 113, Iss. 489; p. 598 (15 pages).

Gorny, C.: *Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen*, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag, 2002.

Graeme, N.: The quality of appraisal reports in Australia. *The Appraisal Journal*. Chicago: Jan 1997. Vol. 65, Iss. 1; p. 92 (4 pages).

Grant, R. M.: *Contemporary Strategy Analysis* (5. vydání). Oxford, Blacwell Publishing 2005.

Grimes, A.: *Deals & Deal Makers: VC Secret: Value Is in the Eye of the Beholder.* Wall Street Journal. (Eastern edition). New York, N.Y.: Nov 4, 2002. pg. C.1.

Grissom, T. V.: Value Debates: The Argument Forms and Market Structure. *The Appraisal Journal*. Chicago: Jan 1986. Vol. 54, Iss. 1; p. 124 (12 pages).

Gross, P.: *Sanierung durch Fortführungsgesellschaften*. 2. vydání. Köln 1988.

Günther, R.: *Unternehmenswertorientiertes Controlling*. München, Franz Vahlen Verlag 1997.

Haab, T. C., McConnell, K. E.: Referendum models and economic values: Theoretical, intuitive, and practical bounds on willingness to pay. *Land Economics*. Madison: May 1998. Vol. 74, Iss. 2; p. 216 (14 pages).

Hagiu, A., and Yoffie, D.: „What's Your Google Strategy?" *Harvard Business Review* 87, no. 4 (April 2009).

Hailu, A., Adamowicz, W., Boxall, P.: Complements, Substitutes, Budget Constraints and Valuation. *Environmental and Resource Economics*. Dordrecht: May 2000. Vol. 16, Iss. 1; p. 51.

Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft (HdWW). Stutgart – New York: Fischer, Tübingen: Mohr, Götingen – Zürich: Vandenhoeck u. Ruprecht 1988.

Hart, N.: Marshall's theory of value: The role of external economies. *Cambridge Journal of Economics*. Oxford: May 1996. Vol. 20, Iss. 3; p. 353 (6 pages).

Hauschildt, J.: *Innovationsmanagement*. München, Vahlen Verlag 1997.

Hayek, F. A.: *Constitution of Liberty*. Chicago, University of Chicago Press 1978.

Hayek, F. A.: *Individualism and Economic Order*. Chicago, University of Chicago Press 1996.

Hayek, F. A.: *Kontrarevoluce vědy*. Praha, Liberální institut 1995(a).

Hayek, F. A.: *Osudná domýšlivost – omyly socialismu*. Praha, Sociologické nakladatelství 1995(b).

Hayek, F. A.: *Právo, zákonodárství a svoboda*. Praha, Academia, 1994.

Helbling, C.: *Unternehmensbewertung und Steuern*. (9. vydání). IDW Verlag, Düsseldorf, 1998.

Herdzina, K.: *Wettbewerbspolitik*. Stuttgart – Jena, Fischer Verlag, 1993.

Herdzina, K. (ed.): *Wettbewerbstheorie*. Köln, Kiepenheuer&Witsch Verlag, 1975.

Hering, T.: *Investitionstheorie*. 3. vydání. München, Wien, Oldenbourg, 2008.

Hering, T.: *Unternehmensbewertung,* 2. vydání München, Wien, Oldenbourg, 2006.

Hering, T., Klingelhöfer, H., Koch, W. (Ed.): *Unternehmenswert und Rechnungswesen*. Wiesbaden, Gabler 2008.

Hering, T., Olbrich, M.: *Unternehmensnachfolge*. München, Wien, Oldenbourg, 2003.

Heuss, E.: *Allgemeine Marktttheorie*. Tübingen – Zürich, 1965.

Hickerson, S.: Instrumental Valuation: The Normative Compass of Institution. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Sep 1987. Vol. 21, Iss. 3; p. 1117 (27 pages).

Hicks, J. R.: Mr. Keynes and the ‚Classics': A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 1937, 5 (2), p. 147–159.

High, J. (ed.): *Competition*. Cheltenham – Northhammpton, Edward Elgar 2001.

Hodgson, G.: *The Revival of Veblenian Institutional Economics*. Journal of Economic Issues. Lincoln: Jun 2007. Vol. 41, Iss. 2; p. 325.

Holman, R. a kol.: *Dějiny ekonomického myšlení*. Praha, C. H. Beck 1999.

Hulbert, M.: *What the New Paradigm Can't Begin to Explain.* New York Times (Late Edition (East Coast)). New York, N.Y.: Dec 19, 1999.; p. 3.8.

Chamberlin, E: *The Theory of Monopolistic Competition*. Cambridge, Harvard University Press, 1933.

Chen, K.: The Relationship Between Holding Gains and Equity Value: A Neoclassical Interpretation. *Journal of Business Finance & Accounting*. Oxford: Sep 1991. Vol. 18, Iss. 5; p. 763 (8 pages).

Cherry, T. L., Shogren, J. F.: Costly Coasean Bargaining and Property Right Security. *Environmental and Resource Economics*. Dordrecht: Jul 2005. Vol. 31, Iss. 3; p. 349.

IDW Standard IDW S 1: *Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*. Düsseldorf, IDW-Verlag, 2005.

IDW Standard IDW S 1: *Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*. Düsseldorf, IDW-Verlag, 2008.

Inderst, R.: Bargaining with a possibly committed seller. *Review of Economic Dynamics*. Orlando: Oct 2005. Vol. 8, Iss. 4; p. 927.

IVS: *International Valuation Standards*. IVSC, London, 2007.

IVS: *International Valuation Standards*. IVSC, London, 2005.

Jaffe, J. F., Mandelker, G.: The Value Of The Firm Under Regulation. *The Journal of Finance*. Cambridge: MAY 1976. Vol. 31, Iss. 2; p. 701.

Jetmarová, B.: *Dvojí pohled na kontrolní prémie optikou empirických studií*. Acta Oeconomica Pragensia, 2006, roč. 14, č. 1, s. 93–108.

Jonáš, J. a kol.: *Oslava ekonomie.* Praha, Academia 1994.

Jurečka, J.: *Požadavky na znalecké posudky na ocenění podniku a vybrané problémy a nedostatky při jejich uplatňování*. Praha, Odhadce a oceňování majetku, č. 1, 2005.

Kahneman, D., Tversky A.: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263–292.

Kincl, J., Urfus, V., Skřejpek, M.: *Římské právo*. (2. vydání). Praha, C. H. Beck 1995.

Kirzner, I.: *Jak fungují trhy.* Praha, Liberální institut 1998.

Kislingerová, E.: *Oceňování podniku.* 2. vydání. Praha, C. H. Beck 2001.

Kislingerová, E.: *Manažerské finance.* Praha, C. H. Beck 2004.

Klein, P.: Is postmodern institutionalism the wave of the future? A reply to Hoksbergen. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Sep 1998. Vol. 32, Iss. 3; p. 833 (11 pages).

Klein, P., Miller, E.: Concepts of value, efficiency, and democracy in institutional economics. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Mar 1996. Vol. 30, Iss. 1; p. 267 (11 pages).

Kliman, A., McGlone, T.: A temporal single-system interpretation of Marx‘s value theory. *Review of Political Economy*. London: Jan 1999. Vol. 11, Iss. 1; p. 33 (27 pages).

Klusoň, V.: *Ordoliberalismus a hospodářská politika*. Politická ekonomie, 1998, č. 3, s. 427–445.

Knapp, V.: *Teorie práva*. Praha, C. H. Beck 1995.

Knetsch, J.: The Appropriate Choice of Valuation Measure in Usual Cases of Losses Valued More Than Gains. *The Singapore Economic Review*. Singapore: 2005. Vol. 50; p. 393.

Knight, F. H.: *Risk, Uncertainty, and Profit*. New York, Hart, Schaffner and Marx, 1921.

Kokoška, J.: Obvyklá cena. In: *Oceňování*, 2008, roč. 1, č. 3–4, s. 29–46. Praha, VŠE – IOM.

Kotler, P.: *Principles of Marketing*. New Jersey Prentice Hall 2006.

Kovanicová, D.: *Finanční účetnictví – světový koncept* (5. vydání). Praha, Polygon, 2005.

Kovanicová, D.: *Příspěvek k tvorbě českého koncepčního rámce pro investorsky orientovaný účetní system s ohledem na harmonizační proces v rámci Evropské unie.* Praha, výzkumný záměr, VŠE, 2004.

Krabec, T.: *Oceňování a prodej privátní zubní praxe*. Praha, Grada 2009.

Krabec, T.: Několik poznámek k terminologii ohodnocování aktiv. *Oceňování*. č. 3–4/2008.

Krabec, T.: *Teoretická východiska soutěžní politiky*. 1. vyd. Praha : Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2006. 121 s. Studie 1/2006.

Krabec, T.: Negativita cash flow v modelech DCF. Praha, *Odhadce a oceňování majetku*, Nr. 5, 2005.

Krabec, T.: Operabilita pojmu tržní hodnoty v intencích standardizace oceňování. *Politická ekonomie*, 2007, roč. LV, č. 2, s. 263–274.

Krabec, T.: Německé zkušenosti z hospodářsko-politického poradenství. *Politická ekonomie*, 2004, roč. LII, č. 5, s. 677–691.

Krabec, T.: Ordoliberalismus a sociální tržní hospodářství. *Politická ekonomie*, 2003, roč. LI, č. 6, s. 881–889.

Krabec, T.: *Standardizace oceňování v mezinárodní komparaci: teoreticko-institucionální pohled.* Doktorská disertační práce. VŠE, Praha, 2008a.

Kruschwitz, L., Löffler, C.: *Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*, Chichester, John Wiley and Sons, 2006.

Kummerow, M.: Thinking statistically about valuations. *The Appraisal Journal*. Chicago: Jul 2000. Vol. 68, Iss. 3; p. 318 (9 pages).

Kurz, H. D., Salvadori, N.: Representing the production and circulation of commodities in material terms: On Sraffa’s objectivism. *Review of Political Economy*. London: Jul 2005. Vol. 17, Iss. 3; p. 413.

Lachmann, L. M.: *Capital, Expectations and Market Process*. Kansas City, Sheed, Ansrewa and McMeel 1977.

Lazo, J. K., McClelland, G. H., Schulze, W. D.: Economic theory and psychology of non-use values. *Land Economics*. Madison: Aug 1997. Vol. 73, Iss. 3; p. 358 (14 pages).

Lintner, J.: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investements in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics*, roč. 47, 1965, s. 13–37.

Mackmin, D., Emary, R.: The assessment of worth: the need for standards. *Journal of Property Investment & Finance.* Bradford: 2000. Vol. 18, Iss. 1; p. 52.

Mandel, G., Rabel, K.: *Unternehmensbewertung*. Wien, Ueberreuter, 1997.

Mard, M., Hitchner, J., Hyden, S.: *Valuation for Financial Reporting. Fair Value Measurement and Reporting, Intangible Assets, Goodwill and Impairment* (2. vydání). John Wiley & Sons, New Jersey 2007.

Marek, P., a kol.: *Studijní průvodce financemi podniku.* Praha, Ekopress 2006.

Mares, V., Harstad, R. M.: Private information revelation in common-value auctions. *Journal of Economic Theory*. New York: Apr. 2003. Vol. 109, Iss. 2; p. 264.

Markowitz, H.: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, roč. 7, 1952, s. 77–91.

Marshall, A.: *Principles of Economics* (8. vydání). London, Macmillan, 1920.

Mařík, M., a kol.: *Metody oceňování podniku*. Praha, Ekopress, 2003.

Mařík, M., a kol.: *Metody oceňování podniku*. 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007.

Mařík, M.: K vybraným problémům oceňování podniku ve znalecké praxe. *Odhadce a oceňování majetku*, č. 1, Praha 2009.

Mařík, M., Krabec, T.: K objektivnosti tržní hodnoty. *Acta Oeconomica Pragensia*, 2006, roč. 14, č. 1, s. 9–21.

Matschke, M. J.: *Der Entscheidungswert der Unternehmung*. Wiesbaden, Gabler 1975.

Matschke, M. J.: Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmungsbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung. *BFuP*, 1976, s. 517–524.

Matschke, M. J.: *Funktionale Unternehmensbewertung*. Wiesbaden, Gabler 1979.

Matschke, M. J.: *Finanzierung der Unternehmung*. Berlin, Herne, 1991.

Matschke, M. J.: *Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*. Vortrag im Rahmen der EUROFORUM-Jahrestagung am 12. März 2003. Mainz 2003.

Matschke, M. J., Brösel, G.: *Unternehmensbewertung*. 3. vydání. Wiesbaden, Gabler 2007.

McParland, C, Adair A., McGreal S.: *Valuation* standards: A comparison of four European countries. *Journal of Property Investment & Finance*. Bradford: 2002. Vol. 20, Iss. 2; p. 127 (15 pages).

McParland, C, Adair A., McGreal S.: Concepts of price, value and worth in the United Kingdom – Towards a European perspective. *Journal of Property Investment & Finance*. Bradford: 2000. Vol. 18, Iss. 1; p. 84.

Medlen, C.: Veblen's Q-Tobin's Q. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Dec 2003. Vol. 37, Iss. 4; p. 967.

Menger, C.: *Principles of Economics*. 2004. (přístup on-line z http://mises.org/etexts/menger/principles.asp) [cit.: 15.04.2009].

Mezzetti, C.: Mechanism Design With Interdependent Valuations: Efficinecy. *Econometrica*. Evanston: Sep 2004. Vol. 72, Iss. 5; p. 1617 (10 pages).

Meyer, R. A.: Regulated Monopoly Under Uncertainty. *Southern Economic Journal*. Stillwater: April 1979. Vol. 45, Iss. 4; p. 1121.

Mitenko, G., Okleshen, H.: Valuing a non-publicly-traded business: A review and update. *Journal of Legal Economics*. Florence: Fall 1998. Vol. 8, Iss. 2; p. 33 (15 pages).

Modigliani, F., Miller, M. H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, roč. 48, 1958, s. 261–297.

Modigliani, F., Miller, M. H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, roč. 53, 1963, s. 433–443.

Mortel, E. van de: Pricing, Valuation and Systems; Essays in Neo-institutional Economics. *De Economist*. Leiden: Apr 1997. Vol. 145, Iss. 1; p. 114 (3 pages).

Mossin, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, roč. 34, 1966, s. 768–783.

Moxter, A.: *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung* (2. vydání). Wiesbaden, Gabler 1983 (dotisk 1990).

Munková, J.: *Zákon o ochraně hospodářské soutěže – komentář*. Praha, C. H. Beck 2003.

Münstermann, H.: *Wert und Bewertung der Unternehmung*. Wiesbaden, Gabler 1966.

Müller, U.: *Wettbewerb, Unternehmenskonzentration und Innovation*. Göttingen, 1975.

Müller-Armack, A.: *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*. Hamburg, Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik 1948.

Nelson, P.: Information and Consumer Behaviour. *Journal of Political Economics*, č. 78, 1970, s. 311 a násl.

North, D.: *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. New York, Cambridge University Press 1990.

Paradiso, M., Trisorio, A.: The effect of knowledge on the disparity between hypothetical and real willingness to pay. *Applied Economics*. London: Sep 15, 2001. Vol. 33, Iss. 11; p. 1359.

Parker, C., Davies, S.: Proposed asset valuation for valuers. *Australian Accountant*. Sep 1995. Vol. 65, Iss. 8; p. 12 (1 page).

Pasinetti, L. K.: *Theory of Value: A Source of Alternative Paradigms in Economics Analysis.* In: Foundations of Economics, ed. Barangini, M., Scazzeri, R., Oxford, Basil Blackwell 1986.

Peemöller, V. H.: *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Berlin, nwb 2001.

Perridon, L., Steiner, M.: *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (14. vydání). München, Vahlen Verlag, 2007.

Phelps, E. S.: Behind this structural boom: The role of asset valuations. *The American Economic Review.* Nashville: May 1999. Vol. 89, Iss. 2; p. 63 (6 pages).

Phillips, O. R., Battalio, R. C., Kogut, C. A.: Sunk and Opportunity Costs in Valuation and Bidding. *Southern Economic Journal*. Stillwater: Jul 1991. Vol. 58, Iss. 1; p. 112 (17 pages).

Phoa, W., Focardi, S. M., Fabozzi, F. J.: How do conflicting theories about financial markets coexist?. *Journal of Post Keynesian Economics*. Armonk: Spring 2007. Vol. 29, Iss. 3; p. 363.

Pooten, H.: *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*. Büren, Fachbibliothek--Verlag 1999.

Popper, K. R.: *Logik der Forschung* (4. vydání). Tübingen 1971.

Popper, K. R.: *Das Elend des Historizismus* (3. vydání). Tübingen 1971.

Popper, K. R.: *Die offene Gesellschaft und ihre Feinde* (1. díl). Bern 1957.

Popper, K. R.: *Die offene Gesellschaft und ihre Feinde* (2. díl). Bern 1958.

Richter, F.: Valuation with or without personal income taxes?. Schmalenbach *Business Review: ZFBF*. Duesseldorf: Jan 2004. Vol. 56, Iss. 1; p. 20 (26 pages).

Revenda, Z. a kol.: *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. Praha, Management Press 2005.

Robinson, J.: *The Economics of Imperfect Competition*. London, Macmillan, 1933.

Rothbard, M.: *Ekonomie státních zásahů*. 3. vydání. Praha, Liberální institut 2000.

Röder, K, Müller, S.: Mehrperiodige Anwendung des CAPM im Rahmen von DCF-Verfahren. *Finanzbetrieb*, roč. 3, 2001, s. 225–233.

Ruback, R. S.: Calculating the Market Value of Riskless Cash Flows. *Journal of Financial Economics*. Amsterdam: Mar 1986. Vol. 15, Iss. 3; p. 323 (17 pages).

Rýdlová, B.: *Diskonty a prémie v oceňování podniků a teoretický model kontrolní prémie*. Doktorská disertace. Praha, VŠE 2009.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1986/1987. *Weiter auf Wachstumskurs*. Stuttgart – Mainz, W. Kohlhammer Verlag 1986.

Samuelson, P.: *Foundations of Economics Analysis*. Cambridge, Harvard University Press, 1983.

Samuelson, P. A., Nordhaus, W.D.: *Ekonomie*. 1. vydání. Praha, Svoboda, 1991.

Sayce S., Connellan, O.: From existing use to value in use: Time for a paradigm shift?. *Property Management*. Bradford: 2002. Vol. 20, Iss. 4; p. 228 (24 pages).

Sharp, W. F.: A Simplified Model of Portfolio Analysis. *Management Science*, roč. 9, 1963, s. 277–293.

Sharp, W. F.: Capital Assets Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, roč. 19, 1964, s. 425–442.

Scherer, F.: *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Boston, Houghton Miffin Comp. 1980.

Scherer, F., Ross, D.: *Industrial Market Structure and Economic Performance* (3. vydání). Dallas, 1990.

Schmalenbach, E.: *Finanzierungen*. 6. vydání. Leipzig, Gloeckner 1937.

Schmidt, I.: *Wettbewerbspolitik und Kartellrecht.* Stuttgart, Gustav Fischer Verlag, 1993.

Schmidtchen, D.: *Wettbewerbspolitik als Aufgabe*. Baden-Baden, Nomos 1978.

Schneider, D.: Unternehmensdimensionierung und Unsicherheitsverringerung. In: **Bühner, R., Haase, K.D., Wilhelm, J.** (Ed.): *Die Dimensionierung des Unternehmens*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, 1995. s. 45–59.

Schumpeter, J. A.: *Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie* (3. vydání). München, Francke Verlag 1972.

Schumpeter, J. A.: *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (6. vydání). Berlin, Duncker&Humbolt 1964.

Schumpeter, J. A.: *History of Economic Analysis*. London, Allen and Unwin, 1986.

Schulze, W.: *Methoden der Unternehmensbewertung*. 2. vydání. Düsseldorf. IDW Verlag 2003.

Schüller, A.: *Marburger Studien zur Ordnungsökonomik*. Stuttgart, Lucius & Lucius 2002.

FASB: SFAS 157 *Fair Value Measurements*. Norwalk, Financial Accounting Standards Board 2006.

Sieben, G.: *Der Substanzwert der Unternehmung*. Wiesbaden, Gabler 1963.

Sieben, G., Löcherbach, Matschke, M. J.: Bewertungstheorie, in: *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 4. vydání., Stuttgart, 1974, s. 839–851.

Sieben, G., Schildbach, T.: *Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie* (4. vydání). Düsseldorf, Werner, 1994.

Signorino, R.: Piero Sraffa's lectures on the advanced theory of value 1928–31 and the rediscovery of the classical approach. *Review of Political Economy*. London: Jul 2005. Vol. 17, Iss. 3; p. 359.

Simon, H.: *Administrative Behavior*. 3. vydání. New York, The Free Press 1976.

Skořepa, M.: Transitivity and dominance: normative and empirical position of two cornerstones of economic models of decision-making. Praha, *Politická ekonomie*, č. 3–2007.

Smith, A.: *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů.* Praha, Liberální institut, 2001.

Smith, V.: Constructivist and Ecological Racionality in Economics. *American Economic Review* 93, s. 465–508, 2003.

Sojka, M.: *Dějiny ekonomických teorií*. Praha, Karolinum 2000.

Sraffa, P.: The Laws of Returns under Competitive Conditions. *Economic Journal* 36, December 1926.

Stavenhagen, G.: *Geschichte der Wirtschaftstheorie.* Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1969.

Steedman, I.: Values do follow a simple rule!. *Economic Systems Research*. Abingdon: Mar 1999. Vol. 11, Iss. 1; p. 5 (10 pages).

Stigler, G. J. (ed.): *Chicago Studies in Political Economy*. Chicago and London, The University of Chicago Press 1988.

Sturgeon, J. I.: Induction and Instrumentalism in Institutional Thought. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Jun 1984. Vol. 18, Iss. 2; p. 599 (11 pages).

Svačina, P.: Existuje tržní hodnota podniků? VŠE 2004.

Šantrůček, J.: *Tržní hodnota středoevropského podniku*. Praha, VŠE a IOM, 2005.

Taylor, M.: What determines asset valuations?. *Balance Sheet*. Bradford: May 1999. Vol. 7, Iss. 3; p. 6 (3 pages).

Tobin, J.: Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies, Vol. 25, No. 2 (Feb., 1958), pp. 65–86.*

Tool, M. R.: Pricing and valuation. *Journal of Economic Issues*. Lincoln: Jun 1993. Vol. 27, Iss. 2; p. 325 (25 pages).

Valach, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování.* Praha, Ekopress 2005.

Vanberg, V.: *F. A. Hayek und die Freiburger* Schule. Freiburg im Breisgau, Albert-Ludwigs--Universität 2002.

Veisten, K.: Contingent valuation controversies: Philosophic debates about economic theory. *Journal of Socio – Economics*. Greenwich: Apr 2007. Vol. 36, Iss. 2; p. 204.

Vella J.: Key to Sucess: a profession speaking with a united voice. *The Canadian Appraiser*. Winnipeg: 2005. Vol. 49, Iss. 1; p. 30 (4 pages).

Waller, W.: Pricing, Valuation and Systems: Essays in Neoinstitutional Economics. *Journal of Economic Issues.* Lincoln: Mar 1996. Vol. 30, Iss. 1; p. 319 (3 pages).

Waller, W. T. Jr., Robertson, L. R.: Valuation as Discourse and Process: Or, How We Got Out of a Methodological Quigmire On Our Way To Purposeful Institutional Analysis. *Journal of Economic Issues.* Lincoln: Dec 1991. Vol. 25, Iss. 4; p. 1029 (20 pages).

Walras, L.: *Elements of Pure Economics – On the Theory of Social Wealth.* Richard D. Irwin, Homewood 1954.

Wiliamson, O. E.: *Markets and Hierarchies*. New York, The Free Press 1975.

Wollny, C.: *Der objektivierte Unternehmenswert*. nwb Verlag 2008.

Wöhe, G.: *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha, C.H.Beck 1995.

Woo, H. K.: *Cognition, Value and Price*. Ann Argot, The University of Michigan Press 1992.

Yee, K.: *Miller-Modigliani invariant valuation functions and information dynamics.* Stanford University, 2001, 123 pages; AAT 3028212.

Young, S. D.: Financial Reporting and the Austrian Theory of Entrepreneurship. *Abacus*. Sydney: Mar 1987. Vol. 23, Iss. 1; p. 10 (7 pages).

Zazvonil, Z.: Poznámky k obvyklé ceně, k tržní hodnotě a k zákonu č. 151/97 Sb. Praha, IOM, *Oceňování*, č.1/2008.

Rejstřík

A
asset deal 23, 139

B
businesses 192

C
CAPM 19, 20, 29, 35, 44, 54, 56, 59, 97, 111, 117, 119, 124–128, 129, 154, 212, 226
cena
– obvyklá 28, 50, 58, 117, 169–172
– přirozená 49, 52
– rovnovážná 19, 23, 28, 32, 52, 55, 58, 68, 90, 99, 125, 126, 131, 137, 150, 162, 169, 194, 198
– tržní 49, 55, 100, 118, 124, 194
corporate governance 22–23
cost approach 189

D
DCF (také diskontované cash flow) 18, 30, 31, 36, 44, 76, 80, 162, 207, 232

E
ekonomický zisk 73
evolucionismus 71

F
Fair Market Value 26
Fair Value 20, 56, 7, 84, 109, 110, 117, 119, 175, 181, 187, 192, 201–202
financial interests 193
finanční oceňování aktiv 18, 127
funkce
– argumentační 134, 152
– daňová 135
– hlavní 138
– informační 135
– podpůrná při tvorbě společenských smluv 135
– pro rozhodnutí 134
– zprostředkující 134
funkcionální oceňování aktiv (také funkcionální ohodnocování aktiv a funkcionální oceňování podniku) 26, 110, 132–153, 210, 233

G
going concern 17, 75, 142, 193, 204, 208, 219, 249

H
hodnota
– argumentační 115, 151–153
– brutto 110
– daňová (také Assessed, Rateable nebo Tax Value) 201
– investiční (také Investment Value) 109, 201
– likvidační (také Liquidation Value) 201, 202
– majetková 109
– netržní (také jiná než tržní) 30, 31, 44, 59, 75, 109, 172, 179, 181, 187, 200–202
– netto 110
– normovaná 115
– nuceného prodeje (také Forced Sale Value) 202
– obecná (také Gemeiner Wert) 114
– objektivizovaná 3, 115, 209, 210, 214, 215–223, 232
– objektivní 49, 50, 112
– objektivní tržní 27, 68, 117, 162
– pro rozhodnutí (také Entscheidungswert) 114
– rozhodčí (také Arbitriumwert) 149
– užití (také Value in Use) 114
– užitná 48, 49
– směnná (také Value in Exchange a Tauschwert) 48, 49, 109, 115
– subjektivní 113
– teoretická 117
– trvalého pokračování (také going concern value) 84, 109, 131, 201, 202,
– tržní (také market value) 1, 26, 28, 30, 118, 197–199
– vnitřní (také intrinsic value) 44, 51, 117, 181
– výnosová 74, 107, 109, 120, 131, 154, 173, 188, 223
hodnotová funkce 54
hospodářský
– řád 37–38
– proces 37–38

I
IDW S 1 25, 30, 209–227
informační asymetrie 46
International Valuation Standards (také jako IVS a Mezinárodní oceňovací standardy) 17, 26, 29, 30, 175–208
IVSC 166, 175

K
koncepce oceňování podniku (také koncepce ohodnocování podniku)
– funkcionální 132–153
– objektivní 112
– subjektivní 113
– tržní 116–131
konkurence (také soutěž) 60–74
– dokonalá 68
– funkční (také intenzivní) 58, 60, 72, 86, 91–93
– nedokonalá 70

M
marginalistická revoluce 49, 50
metody oceňování 140–149
monopol 70
multisided platforms 74

N
nejvyšší a nejlepší využití (také highest and best use) 15, 73,77, 184, 186, 222
neoklasika (také neoklasická ekonomie) 35, 52, 120
neoschumpeteriánská hypotéza
– druhá 83
– první 82
new replacement value 190

O
objekt ocenění 16
ocenění podniku
– tržní (také market approach) 205
– výnosové (také income capitalisation approach) 206–208
– majetkové (také asset-based business valuation) 208
oceňování (pojem) 16
oceňovatel 16
odpisy 181
ohodnocování (pojem) 16
Open Market Value 110
ordoliberalismus 34–43

P
path dependance 16
personal property 192
principy
– konstitutivní 38–40
– oceňování podniku jako celku 114
– regulativní 41–42
– subjektivity 114
– vztahu k budoucnosti 114

R
rakouská škola 51, 53
real property 192
rozhodné datum ocenění (také rozhodný den ocenění) 44, 140, 142, 182, 205, 224

S
salvage value 201
share deal 23, 139
special value 201
standardy hodnoty (také standardy oceňování) 17, 30, 73, 74
stand alone basis 17
subjekt ocenění 16
synergistic value 201

Š
škola
– harvardská 91–92
– chicagská 88–90
– kolínská 11, 26, 132, 136, 146, 149

T
teorie
– Millera a Modiglianiho (také MM) 35, 44, 59, 128, 137, 141, 226
– neoklasická 120
– ohodnocování (oceňování) podniku 19
– rovnováhy 120–121
trh 194–196
– burzovní 22
– equity 22
– mimoburzovní 22
– relevantní 44–47, 104–106
– soukromý 21
– soutěžní (viz soutěžní konkurence)
– veřejný 21
tržní
– přístup 109
– koncepce 116

U
užitek 45, 52, 56, 61, 68, 115, 122–123, 146, 147, 185

V
value (viz hodnota)

Z
zákon o oceňování majetku (také ZOM) 26, 166–173