

Tomáš Krabec

prosperita  
firmy



# Oceňování podniku a standardy hodnoty

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

## Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

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

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



Tomáš Krabec



# Oceňování podniku a standardy hodnoty

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

**Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA**

# **Oceňování podniku a standardy hodnoty**

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

Recenzovali:

Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.

Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

Odpovědná redaktorka Mgr. Andrea Bláhová

Grafická úprava a sazba Eva Hradiláková

Počet stran 264

První vydání, Praha 2009

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

Husova ulice 1881, Havlíčkův Brod

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

© Grada Publishing, a.s., 2009

Cover Design © Eva Hradiláková

ISBN 978-80-247-2865-0 (tištěná verze)

ISBN 978-80-247-6753-6 (elektronická verze ve formátu PDF)

© Grada Publishing, a.s. 2011

---

# Obsah

<b>O autorovi</b> .....	9
<b>Předmluva</b> .....	11
<b>Slovo recenzentky</b> .....	13
<b>Vybrané problémy oceňování podniků v České republice</b>	
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
<b>Struktura knihy</b> .....	27
<b>Část I. Teorie ceny a hodnoty</b> .....	33
<b>1. Trh a tržní procesy</b> .....	34
<b>2. Hospodářský řád a hospodářský proces</b> .....	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
<b>3. Relevantní trh podniku</b> .....	44
<b>4. Heterogenita ekonomické teorie a některé chybné interpretace a aplikace teorie</b> ...	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
<b>5. Teorie trhu a tržních procesů v rámci ekonomické teorie: mikroekonomie relevantního trhu podniku</b> .....	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
<b>6. Posouzení funkčnosti konkurence pro zjištění vlastností cen .....</b>	<b>86</b>
6.1 Erich Hoppmann – novoklasický koncept svobody konkurence .....	86
6.2 Chicagská škola a některé implikace pro kategorie hodnoty .....	88
6.3 John M. Clark a koncept „workable competition“ .....	90
6.4 Harvardská škola .....	91
6.5 Erhard Kantzenbach a optimální intenzita konkurence .....	92
6.6 Shrnutí hlavních poznatků k funkci trhu .....	95
<b>7. Determinanty tržních struktur a funkčnost konkurence:</b>	
<b>návod pro zkoumání obvyklostí tržních podmínek .....</b>	<b>97</b>
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
<b>Část II. Teorie a koncepce ohodnocování podniku</b>	
<b>(Unternehmensbewertungstheorie) .....</b>	<b>107</b>
<b>8. Potřeby oceňování aktiv .....</b>	<b>108</b>
<b>9. Terminologické a konceptuální pojetí disciplíny oceňování aktiv .....</b>	<b>109</b>
<b>10. Koncepce oceňování podniku .....</b>	<b>111</b>
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
<b>Část III. Standardizace oceňování: význam a využití .....</b>	<b>157</b>
<b>11. Podstata standardizace jako potřeba redukce komplexity .....</b>	<b>159</b>
<b>12. Zdroje standardizace oceňování .....</b>	<b>164</b>
<b>13. Interdependence národních a nadnárodních regulací oceňování na příkladu České republiky .....</b>	<b>166</b>
<b>Část IV. Zákonná regulace oceňování podniku v České republice a teorie ohodnocování podniku .....</b>	<b>169</b>
<b>Část V. Mezinárodní oceňovací standardy .....</b>	<b>175</b>
<b>14. Počátky standardizace .....</b>	<b>176</b>
14.1 Cíle a působnost IVS .....	176
<b>15. Struktura standardů a hlavní kategorie hodnoty .....</b>	<b>178</b>
<b>16. Všeobecné oceňovací koncepty a principy .....</b>	<b>180</b>
<b>17. Vztah tržní hodnoty dle IVS a Fair Value dle IFRS .....</b>	<b>187</b>
<b>18. Metody ocenění dle IVS .....</b>	<b>188</b>
18.1 Code of Conduct .....	191
18.2 Typy aktiv .....	192
<b>19. Úvod do IVS 1, 2 a 3 .....</b>	<b>194</b>
19.1 Tržní a jiné než tržní kategorie hodnoty .....	194
19.2 Trhy .....	194
<b>20. IVS 1 – Market Value Basis of Valuation (revize 2005 a 2007) .....</b>	<b>197</b>
<b>21. IVS 2 – Kategorie hodnot jiné než tržní hodnota .....</b>	<b>200</b>
<b>22. IVS 3 – Valuation Reporting (revize 2007) .....</b>	<b>203</b>
<b>23. International Valuation Guidance Note No. 6 Business Valuation .....</b>	<b>204</b>
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

---

<b>Část VI. IDW S 1</b> .....	209
<b>1. Úvodní poznámky</b> .....	210
<b>2. Základní pojmy</b> .....	211
Obsah hodnoty podniku .....	211
Důvody pro ocenění .....	214
Funkce auditora .....	215
Hodnota a cena podniků a obchodních podílů .....	217
<b>3. Obsah a relevance burzovních kurzů</b> .....	218
<b>4. Zásady pro odhad hodnoty podniků</b> .....	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
<b>Přílohy Teorie oceňování podniků a standardy oceňování – shrnutí</b> .....	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
<b>Příklady</b> .....	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
<b>Shrnutí</b> .....	250
<b>Literatura</b> .....	251
<b>Rejstřík</b> .....	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 Cíchách a dále absolvoval program MBA in International Business v italském Terstu a v USA. Doktorát v oboru účetnictví a finančního řízení podniku obhájil na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze.



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

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

*Věškeré nedostatky a opomenutí jsou mé vlastní.*

# Předmluva

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

Benjamin Franklin

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

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

Tržní hodnota – a ponechme prozatím stranou, co se za tímto pojmem opravdu skrývá – získává od devadesátých let minulého století i v kontinentální Evropě na popularitě. V případě odhadu tržní hodnoty podniku a věci hromadných se o obecně platné částce, jak bývá výsledek nejčastěji interpretován, bohužel hovořit nedá. Modely redukující svět na odosobněný, efektivní kapitálový trh, dosahující rovnováhy na základě fundamentálních faktorů, se dostaly do slepé uličky, kterou rozpoznaly již v šedesátých letech minulého století autoři funkcionálního oceňování aktiv, sdružení především ve skupině tzv. kolínské školy, známé i v naší zemi. V České republice pro „divoké po čítání“ 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 realit. Studium funkcionální koncepce ohodnocování podniku, která je zhruba čtyřicet let po svém vzniku postupně díky této knize i odborně veřejnosti v České republice, je konečně naše disciplína

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

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

*Tomáš Krabec*

# Slovo recenzentky

Oceňování podniku je tématem, jehož potřeby 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“ disciplínu 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 připomíná 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, v ěci hromadné a firmy; v těchto pasážích jsou především připomenuty myšlenky Coase (1937), který za úvahu o podniku – v ěci 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 „bublín“ 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 specifík, právního prostředí atd. českého trhu s podniky. Autor také, mimo jiné, upozorňuje na určitá nebezpečí plynoucí z přesvědčení, že čím složitější model oceňovatel použije, čím větší počet desetinných míst zahrne, tím přesnější výsledek získá; bohužel, tuto zkušenost mohou 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. Upozomňuje na důležité teoretické souvislosti a především na klíčový problém neoklasické teorie efektivních kapitálových trhů. Možná, že současná ekonomická situace spojená s krizí vede k hlubšímu zamyšlení nad teoretickými koncepty, které za běžného vývoje zůstávají často v pozadí jevů zcela bez povšimnutí. Nyní se ukazuje, že právě nereálný předpoklad efektivních trhů a chování investorů vede k deformacím majícím zhoubné následky pro celou společnost.

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

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

*Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.  
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 vhodnější proces, kdy je odhadována hodnota pro obecné tržní transakce soukromoprávní povahy. Smysl a účel takto odhadnuté peněžní či v peněžních ekvivalentech vyjádřené částky spočívá v potřebách definovaných právě Standardy hodnoty (*International Valuation Standards* – dále jako IVS, 2007, standard IDW S 1 z roku 2008 a další soubory standardů hodnoty).

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

Přínejmenším 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 o 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 takového ocenění (přesněji ohodnocení). V tomto smyslu se jeví jako nepřesný i překlad používaný pro *International Valuation Standards*, když se používá Mezinárodní oceňovací standardy, ačkoliv jsou tvořeny „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 směrnou vlastnického práva nebo s jinými důvody pro ocenění (v podrobnostech Schulze, 2003).

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

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

Podnik je i pro účely hodnotových analýz nutno zpravidla chápat jako více 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 pojmávaného 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.