

*ABSTRACT: In my paper I think about the question whether and under which conditions the market value of enterprises does actually exist. In my opinion, the term “market value” is widespread in the practice of today and the result of many works concerning this subject should be just the valuation of market value according to the International Valuation Standards (IVS). Unclarified state based on definitions and completeness of individual value categories makes it possible for experts to cover by the key term IVS practically every valuation. Is the application of market value concept defined according to IVS really utilizable for goods in general?*

**KLÍČOVÁ SLOVA:** *IVS (International Valuation Standards) – mezinárodní oceňovací standardy*

## 1. ÚVODEM

V současné praxi ohodnocování podniků je velmi rozšířen pojem „tržní hodnota“ a drtivá většina prací na toto téma si dává za cíl dosáhnout v procesu ohodnocení tržní hodnoty tak, jak ji definují Mezinárodní oceňovací standardy (IVS). Neujasněnost, především ve vymezení a praktickém naplnění jednotlivých hodnotových kategorií, nejen v našich právních předpisech, umožňuje (ale zároveň i nutí) znalce používat tento v praxi rozšířený klíčový pojem IVS a zastřešovat jím prakticky každé ohodnocení, ačkoliv v každé dílčí práci je podnik hodnocen za jiným účelem a za poněkud odlišných předpokladů. Navíc, IVS 1 (standard 1 definuje tržní hodnotu) uvádí, že tržní hodnota se použije zejména při ohodnocování nemovitostí, tedy reálných aktiv, jež jsou svými charakteristikami odlišné od podniků. Na tento hojně používaný pojem tržní hodnota neexistuje jednotný názor. Pomyslnou osou, která tyto názory rozděluje, je nejistota, zda vůbec tržní hodnota tak, jak s ní pracují IVS, u statků obecně a zejména u podniků, existuje.

## 2. TRŽNÍ HODNOTA PODLE MEZINÁRODNÍCH OCEŇOVACÍCH STANDARDŮ

IVS definují tržní hodnotu následujícím způsobem:

„Odhadnutá částka, za kterou by bylo možné dané vlastnictví směnit k datu ohodnocení mezi chtivým kupujícím a chtivým prodávajícím při nezávislé transakci, do níž obě strany vstupují obeznámeny s tržními podmínkami, uvědoměle, uváženě a dobrovolně“.

Ze samotné definice tržní hodnoty, ale i z dalších předpokladů obsažených v IVS, lze shrnout, že koncept tržní hodnoty stojí na několika hlavních hypotézách:

- hypotéza jedné částky,
- hypotéza transakce (směny),
- hypotéza tržních podmínek,
- hypotéza nejlepšího možného využití.

Tržní hodnota by tedy neměla být hodnotou pro individuálního nabízejícího či poptávajícího, tj. jejich subjektivní hodnota, ani jakási rozhodčí hodnota, jež byly dosažena interakcí mezi oběma stranami (subjektivními pohledy na hodnotu), ale je to jakási bodová hodnota, jež je kalkulována na pozadí určitých tržních podmínek, přičemž obě obeznámené a nezávislé strany tuto hodnotu stanovenou odhadcem, jenž zná a v ohodnocení počítá s těmito tržními podmínkami a zároveň nejlepším možným využitím hodnoceného aktiva, akceptují.

Hlavní otázka tedy zní: Jsou hypotézy, na nichž stojí koncept tržní hodnoty, reálné? A není příliš složitý úkol požadovat na odhadci určení tržní hodnoty dle IVS?

## 3. HODNOTA A CENA V EKONOMICKÉ TEORII A V MEZINÁRODNÍCH OCEŇOVACÍCH STANDARDECH

Před zamyšlením se nad jednotlivými, výše nastíněnými hypotézami, je dobré připomenout si a srovnat pojem hodnota dle tvůrců IVS s ekonomickou teorií.

### 3.1 Hodnota dle ekonomické teorie

Ekonomická teorie prošla v názoru na pojem hodnota (a jejím vztahem k ceně) určitým vývojem. Na úplných počátcích ekonomické vědy říká Aristoteles, že zboží může mít dva účely – může být určeno ke spotřebě nebo může být určeno ke směně. Vyrábí-li se zboží pro směnu, vzniká otázka jeho ceny. Aristoteles

si neklade otázku, jaká je cena, ale jaká má být cena. Jsou to tedy morální úvahy, kterými se dostává k pojmu spravedlivá cena. Říká, že výše ceny by měla odrážet přirozenou spravedlnost ve směně. Na základě úvahy o spravedlnosti formuluje tzv. princip ekvivalence směny. Směna je ekvivalentní tehdy, směňuje-li se „stejně za stejné“, což je pro obě strany samozřejmě spravedlivé. Neformuluje ale, co má být na směňovaném zboží „stejného“. Představa o ekvivalentní směně navozuje představu, že zboží má jakousi „vnitřní hodnotu“. Na tento koncept navazuje A. Smith. Odděluje užitnou a směnnou hodnotu; chápe je jako dvě odlišné veličiny. V tzv. paradoxu hodnoty udává velmi extrémní případ, kdy jeden statek (např. voda) má užitnou hodnotu obrovskou a směnnou zanedbatelnou a druhý statek naopak. Dále rozlišuje tržní cenu a přirozenou cenu. Tržní cena je částka, za kterou se zboží v daném okamžiku na trhu prodává, zatímco přirozená cena je částka, k níž trh dlouhodobě tenduje. Přirozená cena je podle něj ovlivněna pouze náklady. Je třeba podotknout, že hovoří-li Smith o užitečnosti, myslí tím celkovou užitečnost, jež nemá ke směnné hodnotě (ceně) skutečně žádný vztah. Pozdější vývoj teorie totiž ukázal, že přímý vztah mezi hodnotou a cenou vede přes koncept mezní užitečnosti, v němž subjekt poměřuje užitek poslední jednotky s její cenou.

### 3.2 Hodnota dle Mezinárodních oceňovacích standardů

IVS definují obecně hodnotu: „Hodnota je ekonomická kategorie vztahující se k ceně, jež by byla s největší pravděpodobností dohodnuta mezi kupujícím a prodávajícím statku či služby, které jsou dostupné ke koupi. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny statku v daném čase ve shodě s konkrétní definicí hodnoty. Ekonomický koncept hodnoty odráží pohled trhu na užitky, jež tento statek či služby přináší tomu, kdo je vlastní k datu ohodnocení“.

V definici se přímo uvádí hodnota ve spojení s pohledem trhu, tzn. „čeká se na vyjádření trhu“, zda má statek hodnotu. Váže tedy existenci hodnoty na směnu (transakci), byť hypotetickou. Stejná „vázanost“ je předpokládána rovněž u tržní hodnoty. Hodnotou tedy IVS rozumějí směnnou hodnotu. Trh je ten, kdo nám potvrdí hodnotu našeho statku při směně. Pohled IVS směřuje k rozlišení dvou užitných hodnot: jedné pocítované subjektem a další pocítované trhem. Koncept tržní hodnoty i hodnoty obecně staví na užitné hodnotě pocítované trhem, přičemž užitnou hodnotou směřuje k jedné pravděpodobné směnné hodnotě (ceně).

## 4. EXISTENCE TRŽNÍ HODNOTY U STATKŮ OBECNĚ

### 4.1 Hypotéza jedné částky

V IVS není v souvislosti s tržní hodnotou zmínka o nějakém intervalovém odhadu, proto se lze domnívat, že částkou, kterou má odhadce odhadnout, se rozumí jedna částka, tedy bodový odhad. Jinými slovy reprodukováná definice IVS: „Tržní hodnota je „jedna“ pravděpodobná cena ...“. Chceme-li se odpovědět na otázku existence jedné „pravděpodobné ceny“, můžeme se podívat na existenci jedné „skutečné ceny“. V této souvislosti můžeme uvést příklad přímo z kapitálového trhu, jakožto jednoho z nejlukvidnějších trhů (za normálních podmínek): „Po celý den se nakupuje a prodává určitá emise akcií, cena klesá a stoupá podle

zákonů tohoto trhu. V důsledku toho každý z kupujících nakoupí tytéž akcie za jinou cenu za akcií... Znamená to, že kolik kupujících v ten den, tolik reálných hodnot?“ Jak je vidět, i skutečná cen, za niž je či bylo obchodováno, se pohybuje v rámci daného časového období (v tomto případě jeden den) v určitém intervalu.

Není-li k dispozici jedna skutečná cena, potvrzená trhem, můžeme se domnívat, že existuje k danému okamžiku jedna tržní hodnota potvrzená odhadcem?

### 4.2 Hypotéza transakce (směny)

Jak již bylo řečeno výše, hlavní proud ekonomické teorie rozlišuje dvě odlišné stránky hodnoty statku: užitnou a směnnou hodnotu. V IVS ovšem, jak v definici hodnoty, tak v definici tržní hodnoty, nacházíme předpoklad transakce (směny), což směřuje k chápání tržní hodnoty jako směnné hodnoty (podrobněji viz IVS 1, odst. 1.2). Problém ovšem je, jak určit směnnou hodnotu (vedoucí k ceně) jako odhad. Je to vůbec v lidských silách? Kalkulace užitné hodnoty se zdá být jednodušší, neboť jsou známy záměry vlastníka s ohodnoceným statkem, směr jeho využití atd. Náš ekonom K. Engliš přichází na směnnou hodnotu následující úvahou: „Mají-li dva statky různou cenu, pravíme, že mají různou směnnou hodnotu, která se měří cenou.“ Engliš tedy dospívá ke směnné hodnotě na základě skutečných cen, které mezi sebou poměří.

### 4.3 Hypotéza tržních podmínek

Je potřeba se zamyslet nad následujícím:

- přívlastek „tržní“ u pojmu hodnota,
- pohled trhu na užitky,
- podmínka existence trhu.

### Přívlastek „tržní“ u pojmu hodnota

Je v celku jednoduché pochopit přívlastek tržní u pojmu tržní cena – je to veličina, kterou přebíráme z trhu jako výslednici přirozených sil nabídky a poptávky. Zde přívlastek tržní představuje podmínky transakce, která proběhla na trhu, kde je k dispozici určité množství značně homogenních či srovnatelných statků. Povšimněme si, že přívlastek tržní není u tržní ceny nikdy spojován s charakteristikami a podmínkami jako je tomu v případě přívlastku tržní u tržní hodnoty, tedy dobrovolnost, obeznamenost, nezávislost apod., neboť tržní subjekty mají různé motivy a podmínky vstupu do transakcí a všechny tyto okolnosti jsou ve výsledné tržní ceně zahrnuty. Jaký má tedy přívlastek tržní význam u pojmu tržní hodnota, není-li shodný s přívlastkem tržní u pojmu tržní cena? Jaké jsou tržní podmínky u tržní hodnoty, nejsou-li to klasické tržní podmínky, tak jak je známe u ceny? Jsou-li tyto podmínky odlišné, je dobré výslednou hodnotu dle definice IVS nazývat přívlastkem tržní, pod kterým ekonomická teorie chápe něco odlišného? Problém přívlastku tržní je tedy u veličiny hodnota, která je odhadem, nikoliv u veličiny cena, která je skutečností a je zjištěna na existujícím trhu.

### Pohled trhu na užitky

Mluvíme-li stále o hodnotě jakožto odhadu, nikoliv o ceně jakožto historické či současné skutečnosti, jsme schopni (resp. je schopen odhadce jakožto odborník na danou oblast) definovat pohled trhu na užitky statku, tzn. zjistit jakýsi „více objektivní“ užitek tak, jak ho vnímá trh?

### Podmínka existence trhu

Tržní hodnota by měla být dosažena na (otevřeném) trhu (viz IVS 1, odst. 1.2). Trhy se však velmi liší dle vlastností obchodovaných statků. V této souvislosti např. Prof. Mařík rozlišuje pro odhad tržní hodnoty několik základních situací:

- Jde o homogenní zboží (aktivum), se kterým se na trhu běžně obchoduje (např. ropa), pak odhad prodejní ceny není zřejmě velký problém.
- Nejde o zcela homogenní zboží (aktivum), ale rozdíly v provedení nebo úrovni užité hodnoty nejsou velké, takže lze odhadnout s dostatečnou přesností prodejní cenu (např. ojetá auta).
- Jde o speciální aktivum, které lze sice pořídit, ale je velmi obtížné jej běžně prodat (např. speciální zařízení, stavby).

Použijeme-li terminologii Engliše, v prvním případě lze říci, že u běžně obchodovaného zboží je obecná shoda o užitečnosti tohoto zboží (objektivní užitečnost), protože lze najít mnoho kupujících, pro které má prodávané zboží užitek a tak si je koupí. Řekněme tedy, že trh je schopen odhadnout jakousi obecnou užitečnost tohoto homogenního zboží. Úroveň užitečnosti homogenního zboží jako je zmíněná ropa je lépe odhadnutelná, než v případě ojetých aut, kdy zboží není tolik homogenní (každý model je trochu odlišný), obecně se ovšem také shodujeme nad jejich užitečností. Proto také interval realizované ceny u homogenního zboží (ropa) bude patrně mnohem užší, než u zboží méně homogenního (ojetá auta). Poněkud těžší je ovšem dostat podmínce IVS (existence trhu k dosažení tržní hodnoty) u těžko obchodovatelných statků. Zde je porušena podmínka IVS o existenci trhu, což řeší IVS prostřednictvím tzv. tržních dat.

### 4.4 Hypotéza nejlepšího možného využití

Tržní hodnotu by měl určit profesionál na základě vlastního posouzení o nejlepšího možném využití statku, přičemž na tuto hodnotu by měli přistoupit jak prodávající, tak kupující. Aby na tuto částku nabízející i poptávající přistoupili, patrně by se neměly lišit jejich představy o nejlepšího možném využití od představ odhadce. Představy všech subjektů se asi nebudou příliš vzdalovat v případě hypotetické transakce s dostatečně homogenním zbožím, kdy sice může existovat několik způsobů využití, je však poměrně snadno seřaditelná jejich výhodnost. Např. ropu mohou využít k výrobě benzínu, nafty či nějakých jiných ropných derivátů, přičemž dokážeme zhodnotit dle situace na trzích jednotlivých ropných derivátů, které užití bude pravděpodobně nejvýhodnější. Pak mohou měnit nabízející a poptávající, ale jedná-li se stále o stejnorodý statek, pak se rozhodování o nejlepšího možném využití patrně příliš měnit nebude, až např. na rozdíly v poloze, čistotě ropy, apod. Jak ovšem určí hypotetického poptávajícího v oblasti vyloženě nestejnorodých statků? Představy toho poptávajícího, resp. představy všech tří stran, o využití hodnoceného statku se od sebe patrně diametrálně vzdálí.

## 5. EXISTENCE TRŽNÍ HODNOTY U PODNIKŮ

IVS považují kategorii tržní hodnoty za použitelnou i u podniků. Blíže však neurčují, v jakých případech se má tržní hodnota použít,

což vnáší značné problémy do znalecké praxe. Pro použití pojmu tržní hodnota u podniků je možno vycházet z výše nastíněných hypotéz.

### 5.1 Hypotéza jedné částky

V souvislosti s podnikem můžeme otázku (uvedenou výše u příslušné hypotézy) rozvinout do podoby: „Existuje jedna tržní hodnota, jakožto bodový odhad nejpravděpodobnější ceny, hromadného aktiva – podniků?“

Tato otázka navazuje na zcela základní otázku, zda je hodnota podniku bodem či intervalem. Je odhadnutá hodnota podniku také důvěryhodnější, je-li uvedena jako bod nebo jako interval? Neexistuje-li jediná cena dokonce ani u nejlíkvivnějších statků, obchodovaných na trhu, proč se domnívat, že existuje jedna tržní hodnota u hromadného (až na výjimky nelíkvivního) aktiva jménem podnik? A proč se domnívat, že je ve schopnostech člověka – odhadce tuto hodnotu zachytit?

### 5.2 Hypotéza transakce (směny)

Cena se vždy stanoví interakcí alespoň dvou stran, IVS však říkají, že určujeme tržní hodnotu, která je směnnou hodnotou, nebo-li pravděpodobnou cenou (při splnění dalších podmínek). Její stanovení je zřejmě velmi obtížný (a myslím, že i těžce obhajitelný) úkol. V této souvislosti vyvstává otázka účelu ohodnocení. Jak je obecně známo, podnik hodnotíme za různými účely. Proto se můžeme ptát: Je-li účelem ohodnocení podniku koupě či prodej, vstup na burzu, vklad do společnosti, fúze, rozdělení, nabídka převzetí, změna právní formy, poskytnutí úvěru nebo sanace podniku, hledáme hodnotu, jež by vyjádřila jeho užitečnost, nebo hodnotu, která by poměřovala směnitelnost ohodnocovaného podniku za jiné zboží? Takže má být výsledkem ohodnocování vyjádření celkové užitečnosti daného podniku nebo peněžní částka, za kterou je možné podnik směniti?

### 5.3 Hypotéza tržních podmínek

Při ohodnocování podniku směrem k tržní hodnotě je naprosto zřejmé, že až na výjimky (obchodované akciové společnosti, ovšem za předpokladu, že nebudeme řešit problém obchodování pouze části akciového kapitálu) nejsme schopni dodržet podmínku existence (otevřeného) trhu. Přesto IVS předpokládají hodnocení podniků tržní hodnotou, neboť zástupnou podmínkou (když neexistuje přímý trh) je zde použití tržních dat. Předpokládáme-li tedy použití tržních dat, IVS říká, že můžeme dosáhnout tržní hodnoty třemi ohodnocovacími přístupy: nákladovým, srovnávacím a výnosovým. Dále se budeme věnovat tradičnímu výnosovému způsobu, který je asi nejrozšířenější. Hledáme-li tržní data, abychom byli schopni provést výnosový přístup, nezbyvá než se zamyslet nad tím, co se vůbec myslí tržními daty v souvislosti s hlavními proměnnými výnosového přístupu (např. DCF): peněžním tokem, diskontní mírou. Aby byl výklad názorný, vezměme si pouze peněžní tok. Klíčovou veličinou při odhadu peněžního toku jsou tržby, jakožto výsledek strategické analýzy, jejíž součástí by měly být vnější a vnitřní analýza. Máme-li se dobrat tržních dat, měli bychom si řečeno s nadsázkou „nasadit tržní brýle“ a obě uvedené analýzy provést pod tímto zorným úhlem. Pro vnitřní analýzu by asi mělo platit, že provedeme co nejvíce srovnání s konkurencí (když už nejsme schopni srovnat podnik jako celek); jak si tedy poradit

s tržním potenciálem? Zde se naráží na otázky: Co je to relevantní trh? Můžeme stanovit nejpravděpodobnější relevantní trh? Za jakých okolností bude pravděpodobný právě tento relevantní trh? Má se brát stávající nebo alternativní využití podniku?

### 5.4 Dvě hypotetické strany, nejlepší možné využití

U některých menších, lokálně působících firem, se zdá být pravděpodobné využití zřejmé. Horší situace je u podniků, jimž jejich postavení skýtá vícero využití, pronikání na zahraniční či poněkud odlišné trhy apod. Navíc, hodnotíme-li podnik za účelem např. prodeje, kdy zatím neznáme přesného kupce, „strefí“ se odhadce do nejpravděpodobnějšího využití, které by akceptoval onen hypotetický kupec? Je vůbec smysluplné, aby se odhadce „strefoval“ do nejlepšího využití, když každá strana bude nutně vidět využití podniku někde jinde? Opět se vracíme ke slabému místu – konceptu směny. Není logičtější hodnotit podnik (v případě, že jsou známy obě strany transakce) konceptem užítka, pohledem subjektu, tak jak navrhuje tzv. Kolínská škola? Nebo v případě, že není známa jedna strana (kupec), pracovat s hodnotou, jejíž název se bude odvíjet od předpokladů, kterých jsme použili při ohodnocení?

Při naplňování tržní hodnoty při ohodnocování podniků plynou z výše uvedených skutečností následující „potíže“:

- v IVS není řešena vazba tržní hodnota – účel hodnocení, a tak se v praxi ohodnocuje tržní hodnotou spíše proto, abychom nemuseli řešit otázku, co nám vlastně ohodnocovacím postupem vyšlo,
- není příliš řešen operativní postup, tzn. jak naplnit ohodnocovací přístupy tržními daty, případně co to jsou tržní data,
- problém tržní hodnoty podniku coby jedné částky.

## 6. LITERATURA

- [1] MAŘÍK M.: Metody oceňování podniku, *EKOPRESS, Praha 2004, 399 s.*  
ISBN 80-86119-57-2
- [2] Mezinárodní oceňovací standardy, IVSC, 2003.
- [3] Informace z mezinárodní konference – Metody oceňování podniku, konané dne 17. září 2004 v Praze.

**Recenzoval: Prof. Ing. Rostislav Drochytka, CSc.**