Studie soukromých výhod kontroly Dycka a Zingalese – je možné ji použít v České republice?#

(Diskuse k článku: Dyck, Alexander – Zingales, Luigi: *Private benefits of Control: An International Comparison*. Journal of Finance, roč. 59, č. 2, s. 537-600.)

Barbora Rýdlová*

V poslední době se mezi specialisty na oceňování podniku, ať už na akademické půdě nebo v praxi, stále více diskutuje problematika kontrolních premií a diskontů za minoritu. Nejednotnost názorů odborníků v této oblasti spolu s absencí určitých standardních postupů aplikace kontrolních premií v praxi klade na specialisty oceňování snad až příliš vysokou zodpovědnost. Není proto divu, že každý nový publikovaný příspěvek v oblasti diskontů a premií je velmi vítaný a ihned začínáme uvažovat, jak a jestli je možné nové poznatky využít při oceňování podniku v praxi.

Kontrolní prémie Dycka a Zingalese

Podle mého názoru lze považovat za velmi přínosný článek autorů Dycka a Zingalese (2004) publikovaný v The Journal of Finance „Soukromé výhody kontroly: Mezinárodní srovnání“. Jedná se o studii zaměřenou na kontrolní prémie, avšak prémie viděné z trochu jiného hlediska, než je tomu u u nás dosud používaných studií Mergerstatu. Kontrolní prémie podle Dycka a Zingalese je měřena porovnáním ceny akcie v majoritním balíku ku ceně akcie na veřejném trhu, avšak až po oznámení transakce, tj. v okamžiku, kdy už trh stihl zakomponovat novou informaci o akvizici do tržní ceny akcie.

Přínosy studie

Za to cenné na článku lze považovat nejen samotný fakt, že nabízí konfrontaci u nás v ČR klasickému chápání kontrolních premií, které podle mého názoru má dost trhlín, ale i to, že se hlouběji zabývá příčinami vzniku kontrolní prémie, a tím zároveň zdrojem „dodatečné“ hodnoty pro majoritního akcionáře. Podle názoru Dycka a Zingalese je zdrojem kontrolní prémie přerozdělení očekávaného CF podniku mezi majoritním a minoritním akcionářem vyplývající z kontrolní pozice majoritního akcionáře. Zdrojem kontrolní prémie jsou tedy soukromé výhody kontroly majoritního akcionáře. Dalším přínosem studie je bezesporu to, že se neomezuje výhradně na trh USA, ale najdeme zde řadu transakcí i z různých evropských zemí, např. z Velké Británie a Německa. Překvapením může být i to, že se ve studii objevují i transformující se ekonomiky, Českou republiku nevyjímaje. Studie Dycka a Zingalese má jistě významný teoretický přínos, nyní si ale položíme otázku, zda je možné na základě studie Dycka a Zingalese (2004) odhadnout v současné době kontrolní premii pro nějaký konkrétní případ ocenění.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu „Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska“, s registračním číslem MSM6138439903.

* Ing. Barbora Rýdlová – asistentka; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <jetmarb@vse.cz>.

Můžeme studii prakticky použít při oceňování v České republice?

Podle mého názoru s sebou studie nese jednak problémy metodologické, a jednak problémy aplikační. Hlavní problém metodologie studie tkví podle mého názoru v tom, že výsledky studie v jednotlivých zemích nemusí vypovídat pouze o soukromých výhodách kontroly, ale také o efektivnosti kapitálového trhu. Autoři totiž předpokládají, že kapitálový trh je natolik efektivní, aby dokázal informaci o sjednané akvizici relativně rychle inkorporovat do tržní ceny akcie. Studie je prováděná za roky 1990 -2000, kdy se v ČR kapitálový trh teprve pomalu rozvíjel. Velká řada akcií, které byly na burze obchodovány, byla posléze stažena z důvodu velmi malé likvidity. Ještě i v současnosti dle mého názoru můžeme považovat za likvidní a efektivní maximálně obchodování ve SPADu. Vzhledem k tomu, že ve studii není možné dohledat údaje o konkrétních transakcích zahrnutých do studie v jednotlivých zemích, je otázkou, o jaké podniky se jednalo právě v ČR. Navíc kontrolní prémie v jednotlivých zemích jistě podléhá vývoji, zejména v transformujících se ekonomikách. Vystává tu tedy zároveň problém obtížné porovnatelnosti údajů v čase i v rámci jednotlivých zemí. Těžko předpokládat, že by kontrolní prémie za uplynulých 10-15 let v ČR neprodělala významnější vývoj.

Abychom z empirické studie mohli udělat určité obecné závěry použitelné pro praxi, je žádoucí, aby byl vzorek transakcí zahrnutých do studie dostatečně robustní a reprezentativní. V ČR bylo do studie vybráno pouhých 6 transakcí, směrodatná odchylka zjištěných hodnot je 0,80, průměrná prémie 58 %, medián 35 %. Variační koeficient tak činí přes 130 %. Minimální kontrolní prémie byla 1 % vlastního kapitálu podniku, maximální pak 217 % vlastního kapitálu. Výsledky za ČR tak lze dost obtížně zobecňovat a považovat průměrnou zjištěnou prémii v ČR za použitelnou pro konkrétní případ ocenění v praxi.

Pokud tedy vzorek není dostatečně reprezentativní za ČR, je možné použít celkové výsledky studie? Autoři sami charakterizují různé typy faktorů, které mají významný vliv na kontrolní prémii, resp. na soukromé výhody kontroly. Mezi ně patří i právní prostředí v jednotlivých zemích a stupeň ochrany minoritních akcionářů. I z pouhého pohledu na výsledky studie je patrné, že se velikost prémie mezi jednotlivými zeměmi významně liší, i když obecně lze připustit, že čím vyspělejší ekonomika, tím nižších hodnot prémie většinou nabývá. Celkový vzorek podniků je sice 393, ale jsou rozptýleny do různých zemí celého světa, přičemž u jednotlivých zemí je, až na výjimky jako USA nebo VB, vzorek malý (přibližně jako v ČR). Vodítkem by bylo hledat země v podobném stavu legislativy a ekonomiky. Jenže například v sousedním Polsku, které je jako jediná další střeoevropská země do studie zahrnuto, vzorek čítá 4 transakce a zjištěná prémie je významně jiná, pohybuje se okolo 13 % (medián 12 %). Při dalším zkoumání zjistíme, že by bylo opravdu velmi obtížné vybírat porovnatelné ekonomiky mezi latinskoamerickými zeměmi, nebo snad mít ambice porovnávat ČR s vyspělými evropskými ekonomikami?

Z toho vyplývá, že i když studie soukromých výhod kontroly je jistě obecně přínosná v teoretické rovině a umožňuje nám pochopit vznik a zdroj kontrolní prémie a charakterizuje faktory ovlivňující výši kontrolní prémie, z praktického hlediska je dle mého názoru obtížně zobecnitelná a aplikovatelná v současných podmínkách ve znaleckém oceňování v ČR.

Literatura:

- [1] Dyck, A. – Zingales, L. (2004). *Private benefits of Control: An International Comparison*. Journal of Finance, roč. 59, č. 2, s. 537-600.

Studie soukromých výhod kontroly Dycka a Zingalese – je možné ji použít v České republice?

Barbora Rýdlová

ABSTRAKT

Příspěvek se zaměřuje na diskusi možnosti praktické aplikace výsledků empirické studie soukromých výhod kontroly v podmínkách ČR. Nejprve stručně shrnuje nesporné teoretické přínosy nového pohledu na kontrolní prémie a v druhé části upozorňuje na některé metodologické a aplikační problémy výsledků studie a vysvětluje, proč v podstatě nejsou dostatečně zobecnitelné, aby mohly být vodítkem pro stanovení kontrolní prémie v praxi.

Klíčová slova: Soukromé výhody kontroly; Kontrolní prémie.

Dyck and Zingales' private benefits of control – is it possible to use the empirical study in Czech Republic?

ABSTRACT

The paper discusses the possibility of practical application of the results of the empirical study of private benefits of control in the conditions of the Czech Republic. Firstly it emphasizes the theoretical contribution of the alternative view of control premium. In the second part it draws attention to the methodological and application problems of the results of the study. It explains why they are not general enough to become the lead to estimation of the control premium in business valuation practice.

Key words: Private Benefits of Control; Control Premium.

JEL classification: G30