Souvislost účetních informací a tržních hodnot akcií[#]

(Diskuse k článku: Hellström, Katerina: *The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic*. *European Accounting Review*, 2006, roč. 15, č. 3, s. 325-349.)

Marie Zelenková*

V *European Accounting Review*, roč. 15, č. 3, roku 2006 na stranách 325 až 349 byl uveřejněný příspěvek autorky Kateriny Hellström ze Stockholmské ekonomické university, který se zabývá tzv. „*value relevance of financial accounting information*“, což by mohlo být přeloženo jako *významnost účetních informací pro formování hodnoty*, myšleno hodnoty akcií, v zemi přecházející z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, přičemž autorka si jako příklad této země vybrala právě Českou republiku. Cílem její studie je prozkoumat platnost metodologie zabývající se „*value relevance*“ v takovém účetním prostředí, kde by výsledky takového testování „*value relevance*“ mohly být jednoznačně předpovězeny.

Ekonomiky v procesu transformace – tj. země, které přecházejí z centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku – vytvářejí takové unikátní experimentální prostředí, které autorka pro svou studii hledala. V důsledku toho, že v procesu transformace musejí být restrukturalizovány společenské instituce, musí se rozvinout kapitálový trh a musí být zavedena nová účetní regulace, lze předpokládat, že „*accounting value relevance*“ je všeobecně nižší v tranzitních ekonomikách než v tržních ekonomikách, které mají velmi rozvinuté a dobře fungující sociální instituce, kapitálový trh a účetní regulaci. Mohlo by se dále předpokládat, že významnost účetních informací pro formování hodnoty je obzvláště nižší v začátku procesu transformace. Avšak rozvoj institucí postupem času a zvláště zlepšení kontroly a vymáhacích mechanismů by mohl pozitivně působit na „*value relevance*“.

Studie zkoumá významnost účetních informací pro formování hodnoty v České republice a ve Švédsku v období let 1994 až 2001. Výběr České republiky jako příkladu země v procesu transformace byl motivován skutečností, že je jednou ze zemí, která má zkušenosti s nejrychlejší transformací ve střední a východní Evropě. Proces transformace byl více či méně dokončen v r. 2001 a krátce potom se země stala členem Evropské unie, což také zvýšilo zájem zahraničních investorů. Švédsko bylo vybráno jako srovnávací země, neboť má velmi rozvinutou tržní ekonomiku, podobnou velikost obyvatelstva (tedy se předpokládají i podobné ekonomické zdroje a růstový potenciál), velmi rozvinutý kapitálový trh a účetní regulaci. Kromě toho, švédské účetnictví patří historicky k tradičnímu kontinentálnímu účetnictví stejně jako české účetnictví, které bylo ovlivněno německým a francouzským účetnictvím.

Příspěvek je rozdělen celkem do sedmi částí. Po úvodní části následuje část, která se snaží definovat či vysvětlit pojem „*value relevance*“. Třetí část popisuje českou účetní regulaci a porovnává ji se švédskou účetní regulací. Čtvrtá část zkoumá detaily na datech a příkladech

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska s registračním číslem MSM6138439903.

* Ing. Marie Zelenková, Ph.D. – odborná asistentka; Katedra finančního účetnictví a auditingu, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <zelenm@vse.cz>.

v předem vymezeném časovém období. Pátá část popisuje použité metody ve výzkumné studii a šestá část dokumentuje empirické výsledky. Poslední, sedmou částí je shrnutí závěrů.

Význam účetních informací pro formování hodnoty akcií je jedním ze základních atributů kvalitního účetnictví. Jedná se o schopnost informací z účetních výkazů zachytit nebo sumarizovat informace, které působí na hodnotu akcií. Tento přístup předpokládá, že funkcí účetních čísel je zobrazovat ekonomický výsledek (zisk) jakožto reprezentanta výtěžku z akcií a ekonomické hodnoty mající vliv na tržní ceny akcií. Předchozí výzkumy ukazují, že rozdíly mezi státy ve vykazování a oceňování jsou způsobeny právě rozdíly ve významnosti účetních informací pro formování hodnoty akcií. Autorka zmiňuje, že vztahem mezi výtěžkem z akcií a ročními zisky v přechodových ekonomikách se již zabývali např. Jermakowicz, Gornik – Tomaszewski, Jidřichovská a Jarmalaite Pritchard.

Pojem „*value relevance*“ je vysvětlován jako schopnost informací z účetních výkazů shromážďovat nebo shrnovat informace, které ovlivňují hodnoty akcií, a empiricky testovat statistickou závislost mezi tržní hodnotou a účetní hodnotou.

Pojmem „*market value relevance*“ je míněno, že existuje statistická závislost mezi účetními informacemi a cenami nebo výnosnostmi a že oceňování, odvíjející se od účetnictví, vysvětluje tržní ceny správným způsobem, za použití vhodných tržních předpokladů, a to tak, aby stanovování cen akcií odráželo disponibilní informace. Tato definice „*value relevance*“ je v souladu s tím, jak na důležitost účetních informací pro stanovení hodnoty akcií nahlíží *Koncepční rámec pro sestavování a předkládání účetní závěrky* (IASB, 1989). Relevantní informace jsou podle Koncepčního rámce ty, které *‘...ovlivňují ekonomická rozhodování uživatelů za pomoci vyhodnocení minulých, současných a budoucích událostí’*. V tomto kontextu jsou pak z hlediska investorů relevantní ty informace, které přispívají k jejich rozhodováním o investování do akcií. Dále je vhodné zmínit, že „*market value relevance*“, jak je definováno výše, je jen jednou z možných interpretací pojetí „*value relevance*“. Také je třeba zdůraznit, že významnost účetních informací pro formování hodnoty není totéž co kvalita účetních informací. Francis (2004) specifikuje sedm různých vlastností, založených na trhu a účetnictví, které profilují kvalitu účetnictví, a dochází k závěru, že „*value relevance*“ je jednou z velmi důležitých charakteristik kvality účetnictví, avšak nikoli jedinou.

Studie přispívá teoretickému porozumění významnosti účetních informací pro formování hodnoty akcií. Studuje „*value relevance*“ v unikátním experimentálním prostředí, které umožňuje předpovídat výsledky založené na znalostech institucionálních faktorů důležitých pro účetní standardy a praxi. Studie se zároveň věnuje tomu, jak účetní vykazování a účetní oceňování v různých účetních prostředích může působit na významnost účetních informací pro formování hodnoty akcií.

V souvislosti s tím, jak se autorka seznamovala s českým účetním prostředím, obohatila svoji studii o přehled, ve kterém vymezila vybrané hlavní rozdíly mezi tehdejší českou legislativní úpravou účetnictví a standardizací švédského účetnictví. Na tomto místě je však vhodné podotknout, že některé v přehledu zmiňované rozdíly (jako např. přednost právní formy před obsahem) se od roku 2001 v České republice již změnily. Doslovný překlad tabulky, která shrnuje tyto hlavní rozdíly je uveden níže:

Tab. 1: Hlavní rozdíly mezi českou regulací účetnictví a švédskými GAAP

Položka	Česká úprava	Švédská úprava
Nehmotná aktiva	Vnitřně (podnikem) vytvořená nehmotná aktiva se často aktivují	Aktivace interně vytvořených nehmotných aktiv není dovolena
Výzkum a vývoj	Aktivuje se	Většinou nákladem období
Dlouhodobé smlouvy	Metodou ukončení smlouvy	Metodou procenta dokončení
Leasing a finanční nástroje	Nevykazovány v důsledku přednosti právní formy nad podstatou	Vykazovány
Rezervy	Obvykle zákonné rezervy, např. na budoucí opravy dlouhodobého majetku	Nejsou žádné zákonné rezervy, nebo rezervy na všeobecné účely. Existují penzijní rezervy, rezervy k odložené dani a další rezervy.
Odložená daň	Dobrovolná	Povinná
Účetnictví skupiny podniků	Mnoho výjimek z povinnosti konsolidace	Striktnější pravidla
Goodwill	Může být odepsán přímo do nákladů nebo aktivován	Není dovoleno přímé uznání do nákladů, musí se aktivovat
Metoda koupě	Aktiva nejsou oceňována ve „fair value“	Aktiva jsou oceňována ve „fair value“
Obsah versus právní forma	Účetnictví by mělo vyjadřovat spíš právní formu, pokud je podstata odlišná	Účetnictví musí vyjadřovat spíš ekonomickou podstatu, pokud se liší od právní formy
Materialista (významnost)	Úplnost informací je požadována bez ohledu na významnost	Významnost informací má být zvažována

Zdroj: Hellström (2006)

Data pro zkoumání „*value relevance*“ autorka čerpala ze společností, jejichž akcie byly kótované na Pražské a Stockholmské burze cenných papírů v letech 1994 až 2001. Ze vzorku byly vyloučeny finanční instituce (banky apod.). Následně bylo sledované období rozděleno do dvou časově stejných částí, tj. na období od r. 1994 do r. 1997 a od r. 1998 do r. 2001, aby bylo možné zkoumat vývoj resp. změny ve „*value relevance*“ v čase. S ohledem na to, že v roce 1997 byla většina podniků vyňata z obchodování na Pražské burze cenných papírů, byly do českého statistického vzorku zahrnuty pouze ty podniky, které byly na Pražské burze cenných papírů evidovány po celé sledované období, tj. celkem 72 společností. Na rozdíl od toho, do švédského statistického vzorku byly zahrnuty všechny společnosti, a proto celkový švédský statistický vzorek zahrnuje celkem 310 společností v sub-období 1994 – 1997 a 271 společností v sub-období 1998 – 2001.

Význam účetních informací pro formování hodnoty akcií byl empiricky testován pomocí statistické závislosti ukazatelů tržních hodnot a účetních ocenění a pomocí testu strategie zajištěného portfolia („*hedge portfolio strategy test*“). Pro testování statistického vzorku autorka použila celkem čtyři metody, a to metodu cenové regrese (vycházející z Ohlsonova modelu oceňování – viz Ohlson, 1995), metodu logaritmické regrese (tuto metodu autorka

ve své studii použila jako alternativní cestu vedle cenové regrese), metodu regrese výnosnosti (Easton – Harris, 1991) a test zajištěného portfolia (Alford, 1993, Francis – Schipper, 1999).

Autorka již na začátku studie předpověděla, že význam českých účetních informací pro formování hodnoty akcií by měl být nižší během vymezeného období transformace české ekonomiky než význam švédských účetních informací pro formování hodnoty akcií, které bylo zvoleno pro srovnání, jakožto zástupce velmi dobře fungujícího institucionálního a účetního prostředí. Dále také předpověděla, že význam českých účetních informací pro formování hodnoty akcií se bude zvyšovat v průběhu testovaného období v důsledku zlepšování institucionálního a účetního prostředí země.

Výsledky testu „*value relevance*“ potvrzují předpokládané závěry. Významnost účetních informací pro formování hodnoty v České republice je vskutku nižší než ve Švédsku skrze celé zkoumané období a obzvláště v začátku transformačního procesu. „*Value relevance*“, se však zvyšuje během času v důsledku procesu transformace, který je shodný s předpokladem, že rozvoj dobře fungujících institucí zvyšuje významnost účetních informací pro formování hodnoty.

Výsledek studie je konzistentní s výše uvedenými předpokládanými výsledky, z čehož následně autorka vyvozuje platnost metodologie „*value relevance*“. Kritika přiměřenosti přístupu „*value relevance*“ se jí jeví jako ne zcela odůvodněná.

V závěru autorka také uvádí, že „*value relevance*“ je pouze jednou z vlastností, která charakterizuje kvalitu účetnictví. Sama přiznává, že omezením při testování „*value relevance*“ byla skutečnost, že tyto testy nerozlišují účetní regulaci a skutečnou implementaci účetních standardů¹. Dalším omezením studie bylo, že metody použité ve výzkumu nerozlišovaly odvětvovou strukturu souborů podniků z obou sledovaných zemí. Testy předpokládaly lineární vztah mezi závislou tržní proměnnou a nezávislými účetními proměnnými.

Významnost účetních informací na formování hodnoty akcií představuje komplexní a nejednoznačnou problematiku a jejího zlepšení nelze dosáhnout ze dne na den. Autorka zmiňuje, že změna české centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku a změny v kvalitě účetních informací a v účetním výkaznictvím proběhly relativně rychle a v důsledku toho se také po pěti až osmi letech fungování Pražské burzy zvýšila významnost účetních informací pro formování hodnoty akcií až na úroveň srovnatelnou s tržní ekonomikou.

V závěru studie je také zdůrazněno, že dosažení vysoké úrovně „*value relevance*“ není jen otázkou účetní legislativy a harmonizace, ale že může být ovlivněna i dalšími faktory (např. institucionálními). Vysoká úroveň „*value relevance*“ a možnost spolehnout se na informace postupně podporuje zájmy investorů, posiluje důvěryhodnost země a má pozitivní dopad na náklady kapitálu.

Závěr

Studie Kateřiny Hellström je patrně první publikovanou empirickou studií zaměřenou na zkoumání dat v České republice za použití výše uvedených metod. Přesto není překvapením, že hypotéza, stanovená ještě před vlastním testováním statistického vzorku těmito metodami, byla potvrzena. S ohledem na to, že v centrálně plánované ekonomice teoreticky vůbec

¹ Ve sledovaném období se nejednalo o České účetní standardy, nýbrž o aplikaci příslušných legislativních opatření v praxi.

neexistovaly podnikatelské subjekty, a tedy ani kapitálový trh, musely se v období přechodu ekonomiky na tržní ekonomiku nejprve uskutečnit velice zásadní změny. Bylo nezbytné privatizovat podniky, teprve poté či v souvislosti s tím se začal vytvářet kapitálový trh, kde ceny akcií (minimálně zpočátku) neodrážely veškeré faktory, které utváří ceny akcií v rozvinuté tržní ekonomice. Dále bylo nezbytné téměř od základů změnit vypovídací schopnost informací v účetních výkazech. Podle mého názoru není za těchto podmínek ani teoreticky možné, aby se od prvopočátku transformace až do úplného přechodu ekonomiky na ekonomiku tržní nezměnil (ve smyslu nezkvalitnil) význam účetních informací pro formování hodnoty akcií.

Dále je v této souvislosti potřeba připomenout, že hlavním cílem účetního výkaznictví a informací v nich uvedených není, aby byly v souladu s tím, jak se vyvíjejí tržní hodnoty akcií, na které působí i řada dalších faktorů. Nicméně by jistě bylo přínosné v tomto výzkumu pokračovat za předpokladu, že by pro další testování významnosti účetních informací pro formování hodnoty akcií v České republice byly použity aktuální tržní ceny (z Pražské burzy cenných papírů) a informace z účetních výkazů např. za posledních pět let.

Literatura

- [1] Alford, A. aj. (1993): *The relative informativeness of accounting disclosure in different countries*. Journal of Accounting Research, 1993, roč. 31 (Studies on International Accounting), s. 183-223.
- [2] Easton, P. – Harris, T. (1991): *Earnings as an explanatory variable for returns*. Journal of Accounting Research, 1991, roč. 29, č. 1, s. 19-36.
- [3] Francis, J. – Schipper, K. (1999): *Have financial statements lost their relevance*. Journal of Accounting Research, 1999, roč. 37, č. 2, s. 319-352.
- [4] Francis, J. et al. (2004): *Cost of equity and earnings attributes*. Accounting Review, 2004, roč. 79, č. 4, s. 967-1010.
- [5] Hellström, K. (2006): *The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic*. European Accounting Review, 2006, roč. 15, č. 3, s. 325-349.
- [6] Ohlson, J. (1995): *Earnings, book values and dividends in security valuation*. Contemporary Accounting Research, 1995, roč. 11, č. 2, s. 661-687.

Souvislost účetních informací a tržních hodnot akcií

Marie Zelenková

ABSTRAKT

Příspěvek je věnován studii Kateriny Hellström, v níž se autorka zabývá testováním významnosti účetních informací pro formování hodnoty v podmínkách ekonomiky přecházející na tržní podmínky – v České republice v letech 1994-2001. Test prokázal nižší významnost účetních informací pro formování hodnoty v České republice ve srovnání se Švédskem a rovněž postupný nárůst této významnosti.

Klíčová slova: Významnost účetních informací pro formování hodnoty; Hodnota akcií; Tržní hodnota; Účetní hodnota.

Accounting Information and Share Values

ABSTRACT

The main topic of the paper is a study of Katerina Hellström. Author of the study engages in testing of value relevance in transition economy – in the Czech Republic during the years 1994-2001. The test demonstrated less value relevance in the Czech Republic in comparison of Sweden and also continual increase of value relevance in the Czech Republic.

Key words: Value relevance; Share value; Market value; Book value.

JEL classification: M41.