OPERABILITA POJMU TRŽNÍ HODNOTY V INTENCÍCH STANDARDIZACE OCEŇOVÁNÍ

Tomáš Krabec, Vysoká škola ekonomická v Praze*

1. Úvod

Je možno přesně vypočítat budoucí rovnovážnou tržní cenu reálného či finančního aktiva? Z objektivních důvodů je na místě skepse. Tržní hospodářský řád je příliš informačně komplexní mechanismus na to, aby bylo možno získat a vyhodnotit veškeré informace relevantní v místě a čase. Je skutečností posledních let, že v disciplíně praktického oceňování aktiv existuje silná tendence k příklonu k Mezinárodním oceňovacím standardům (IVS) a pojmu tržní hodnoty. Ambice oceňovatelů jsou nesmírné – v souladu s definicí kategorie tržní hodnoty se totiž oceňovatel snaží právě o odhad rovnovážné tržní ceny, a to dokonce k libovolně stanovenému datu! Oceňovací posudky nejsou ve své podstatě ničím jiným než více či méně usilovnou snahou o simulaci tržního mechanismu. Současně s tím jsou tato ocenění vždy založena na množství implicitních či explicitních předpokladů o chování tržních aktérů.

Není mou ambicí, abych v této stati poskytl vysvětlení a činil normativní výroky o tom, zda je tento vývoj „dobrý“, či „špatný“. Rád bych se naopak zamyslel nad praktickou operabilitou pojmu tržní hodnoty ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů. Neobyčejným problémem praktického oceňování aktiv je terminologická zmatečnost základních pojmů, tržní hodnotou počínaje. Pozorujeme dokonce výrazné terminologické odlišnosti a zmatečnost mezi oceňovací a standardní teoreticko-ekonomickou terminologií.

Jeden závažný a stále přetrvávající mylný názor mnohých právníků a bohužel i ekonomů – totiž, že tržní hodnota je objektivně zjistitelnou veličinou – můžeme snadno vyvrátit a níže v textu tak učiníme. Tržní hodnota jako odhad rovnovážné tržní ceny není nikdy objektivní veličinou. Tržních hodnot libovolného aktiva může existovat nekonečně mnoho, odhadů tržní ceny také. Je pouze otázkou, jak věrně je oceňovatel schopen simulovat tržní podmínky v nejširším slova smyslu (včetně subjektivních preferencí a očekávání tržních aktérů). Dále v textu budou definovány podmínky, za jejichž současného a úplného splnění je možno hovořit o objektivním – tj. nezpochybnitelném – odhadu tržní hodnoty, či jinými slovy kdy *ex ante* odhadnutá tržní hodnota aktiva bude s jistotou přeměněna do realizované (rovnovážné) tržní ceny.

* Příspěvek byl zpracován v rámci projektu GA ČR 402/05/2163 Teoretické aspekty oceňování podniku v ČR. Za konzultace děkuji Tomáši Buusovi, Miloši Maříkovi a Václavu Žďárkovi.

Pojem aktiva je v tomto textu užíván jako zastřešující jednak pro jednotlivé hmotné a nehmotné ekonomické statky a jednak pro soubory aktiv spojených ve formě podniku obchodní či osobní společnosti (aktivum jako věc hromadná). V druhém případě se sice situace z pohledu gnozeologického podstatně komplikuje, avšak podstata tržní hodnoty a jejího odhadu zůstává totožná.

Po diskusi o kontroverzích současného přístupu ke světové standardizaci oceňování se budu věnovat možnostem dalšího vývoje, především rozboru otázky, zda tržní hodnota není jen vágně vymezeným a silně matoucím klišé, jestli je tento přístup dostatečně nosným východiskem pro praktické oceňování. Alternativy všudypřítomné a nekriticky přijímané tržní hodnoty předložím v závěru stati.

2. Standardizace oceňování

V oboru oceňování aktiv se postupem času vyprofilovalo několik kategorií hodnot (srov. Mařík a kol., 2003). Kategoriemi hodnot se rozumí přístupy k ocenění aktiva v závislosti na předpokládaném účelu ocenění, resp. zadání ocenění. Zde máme na mysli zejména případy, kdy oceňovatel postupuje podle obecných regulí obchodního práva (z. č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník v platném znění).

Existují dvě základní kategorie hodnoty ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů – tržní a netržní. Oba pojmy budou podrobně definovány níže v textu. Tržní hodnotou se rozumí přístup „neutrální ve vztahu k tržním subjektům“, netržní kategorie hodnoty předpokládá znalost konkrétního nabízejícího a poptávajícího, jejich subjektivních preferencí ohledně budoucích podnikatelských záměrů.

Vedle kategorií hodnoty podléhající nezávazné – avšak přesto velmi vlivné a respektované – mezinárodní standardizaci, existuje přístup k oceňování založený na normativních obecně závazných právních aktech. V podmínkách ČR se jedná o z. č. 151/1997 Sb., Zákon o oceňování majetku, v platném znění. Ve svém prvním paragrafu stanoví tento předpis případy, kdy se pro ocenění použije terminologie a postupů ocenění dle tohoto zákona a příslušných doplňujících vyhlášek. V ostatních případech je na místě ocenění „tržní“, resp. ocenění provedené podle jiných než v zákoně o oceňování majetku upravených pravidel a metod (např. podle Mezinárodních oceňovacích standardů).

Zákonným postupům v této stati pozornost věnována nebude, protože nevyvolávají kontroverze „tržních“ ocenění. V pojetí zákonodárce jsou pravidla jasná – zákon normativně stanoví postupy a relevantní metody pro použití při definovaném účelu. Právě pro tento konkrétní účel jsou terminologie i metodický postup přiměřené a v tomto smyslu dostatečné a „správné“. Samozřejmě bychom mohli vést spory o tom, do jaké míry reflektuje zákonná úprava aktuální realitu. Těmito aspekty se v této stati zabývat nebudeme.

2.1 Anglosaské a kontinentální pojetí

Existuje několik odlišných pojetí standardizace oceňování. *Mezinárodní oceňovací standardy* (International Valuation Standards, které vydává International Valuation Standard Committee se sídlem v Londýně) a *Evropské oceňovací standardy* na straně

jedné a standardy oceňování podniků vydávané německým Institutem hospodářských auditorů (*IDW* – Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.) na straně druhé.

Oba přístupy jsou do jisté míry výsledkem evolučního vývoje. Integrují v sobě praktické potřeby vznikající v dosti se odlišujících formách hospodářského řádu (jakkoliv se mohou v současné době tyto odlišnosti stírat). Je zajímavé, že ačkoliv je cenová teorie v oblasti ekonomické teorie předmětem zájmu od antického Řecka, profesionální oceňování aktiv se datuje až do 70. let dvacátého století. První verze Mezinárodních oceňovacích standardů byla publikována v roce 1981, velký význam měla také o několik let předcházející formulace Mezinárodních účetních standardů a účetních direktiv Evropských společenství.

Hlavním důvodem standardizace oceňování bylo především usnadnit komunikaci a sjednotit běžně používanou terminologii:¹

- *Cenu* (price) IVS definují jako „pojem používaný pro poptávané nebo nabízené množství nebo zaplacené za statek či službu. Prodejní cena je historickou skutečností, a• již je veřejně známá nebo utajená. Díky finančním možnostem, motivacím nebo speciálním zájmům konkrétního kupujícího a/nebo prodávajícího, cena zaplacená za statky či služby může nebo také nemusí být ve vztahu k hodnotě, kterou by mohly statkům či službám přisuzovat ostatní. Cena je však obecně indikátorem relativní hodnoty přisuzované statkům nebo službám konkrétním kupujícím a/nebo prodávajícím za konkrétních podmínek“ (IVS, 2003, s. 25).
- *Náklady* (cost) IVS definují jako „cenu zaplacenou za statky či služby nebo částku potřebnou pro vytvoření nebo produkci statku či služby. Po dokončení statku nebo služby se příslušející náklady stávají historickou skutečností. Cena zaplacená za statky či služby se stává jejich náklady pro kupujícího“ (tamtéž).
- *Trh* (market) je „definován jako prostředí, ve kterém jsou statky a služby obchodovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Koncepce trhu předpokládá, že statky a/nebo služby mohou být obchodovány mezi kupujícími a prodávajícími bez omezení jejich činností. Každá strana bude reagovat na vztah nabídky a poptávky a ostatní cenotvorné faktory, stejně tak jako své vlastní schopnosti a znalosti, vnímání relativního užitku statků a/nebo služeb a individuálních potřeb a přání. Trh může být místní, regionální, národní nebo mezinárodní“ (tamtéž, s. 25–26).

V české oceňovací praxi je v naprosté většině případů, na něž se nevztahuje zákon o oceňování majetku, požadováno a také prováděno ocenění tržní hodnotou (zejména ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů). Co se touto veličinou rozumí?

„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.“

1 Poukazují na fakt zásadní důležitosti – terminologie standardů a praktického oceňování není identická s terminologií hlavního proudu ekonomické teorie. Níže v textu se budu zabývat možným vlivem jednotlivých teoreticko-ekonomických škol na standardizaci oceňování.

Standards jsou ještě preciznější v definici tohoto základního pojmu. Nutno dodat, že precizování vede spíše k dalšímu rozostření pojmů. Mezinárodní standardizace oceňování aktiv vychází z nomologických hypotéz neoklasického teoreticko-ekonomického paradigmatu. Nepřímých důkazů podporujících tento názor nabízí standardy řadu, nejlépe je možno tento předpoklad dokumentovat na pojetí hodnoty. *Hodnotu* (value) na úrovni kategorie tržní hodnoty standardy chápou jako „trhem uznanou užitečnost spíše než čistě fyzický stav“ (s. 27).

Při výnosovém ocenění aktiva se úloha oceňovatele redukuje na více či méně koncisní pokusy o odhad budoucího vývoje relevantního okolí podniku. Cílem je přitom kvantifikovat očekávané peněžní příjmy, které bude aktivum svému vlastníkovi přinášet a jejich rizikovost, resp. oportunitní náklady zdrojů na jeho financování, pomocí nichž se diskontují na svoji současnou hodnotu. Mařík (2003, s. 17) výstižně shrnuje, že „hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá **víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích**“ (zvýrazněno v originále).

Právě zde je možno spatřovat jeden ze styčných bodů standardizace oceňování a čisté neoklasické ekonomie. Standardy předpokládají jednoznačnou existenci rovnovážné ceny, kterou má oceňovatel určit. Závažný je související předpoklad, že tržní hodnota je podle standardů determinována zejména očekávaným peněžním tokem z držení či zpeněžení aktiva. Užitečnost se tedy redukuje na výši současné hodnoty budoucího peněžního příjmu (za náležité podpory standardy postulovaného konceptu nejvyššího a nejlepšího využití aktiva – pravidlo highest and best use). Vzhledem k tomu, že trh je tvořen především individuálními nabízejícími a poptávajícími subjekty, nelze ani při maximálním zjednodušení očekávat konstantní mezní užitečnost těchto peněžních příjmů. Ještě důrazněji je nutno odmítnout předpoklad identické a tedy mezi účastníky porovnatelné užitečnosti závisící jen na těchto peněžních tocích (viz výše „trhem uznaný užitek“). Peněžní jednotky není možno považovat za invariantní měřítko pro interpersonální porovnání užítku. Subjektivní preference tržních účastníků jsou nezjistitelné, nezjistitelné jsou rovněž jejich – rovněž subjektivní – náklady příležitosti. Ačkoliv se oceňovatel téměř vždy snaží o bodový odhad tržní hodnoty, je zřejmé, že řešením není ani odhad intervalu pravděpodobných tržních hodnot.

2.2 Dichotomie mezi ekonomickou a oceňovací terminologií

Existuje řada terminologických odlišností mezi „čistou“ ekonomickou teorií a teorií a praxí účetnictví a oceňování. Zatímco ekonomická teorie se snaží různými způsoby na základě učiněných předpokladů co nejobecněji vysvětlit podmínky a způsob ustavení dílčí či všeobecné rovnováhy (viz v syntéze např. Heuss, 1965, Herdzina aj., 1975, Herdzina, 1993), účetnictví a praktické oceňování již musí vycházet z reálných potřeb ekonomických subjektů a musí reflektovat skutečné tržní podmínky a jejich institucionální dimenzi. Tržními podmínkami rozumíme samozřejmě veškeré rysy tržního hospodářského řádu.

V ekonomické teorii existují i koncepty alokace založené na jiných než tržních typech koordinačního mechanismu (makroekonomický centrální plán, plánovací centra apod.). V teorii i praxi se prokázalo, že soutěžní cenový mechanismus je oproti přidělo-

vým způsobům řízení ekonomiky efektivnější (Müller-Armack, 1948, Eucken, 1965, Eucken, 1990 a mnozí další). Důležitý je předpoklad, na nějž bude níže v textu ještě ukázáno, že koordinaci tržního systému zajišťují ceny plnící jakousi signální úlohu. Ceny se předpokládají pro každého účastníka stejné a vedou tak za jistých podmínek kompetitivní trh k rovnováze, která je v konečném důsledku tzv. pareto-efektivní (tj. neexistuje žádná přípustná alokace zdrojů, která by umožňovala, aby na tom byli všichni stejně tak dobře a alespoň jeden jednotlivec lépe). O problémech neoklasického přístupu, nereálnosti jeho analytických předpokladů a důsledcích pro praktické oceňování bude pojednáno níže.

V žádném případě tím není řečeno, že by praktické oceňování nepoužívalo standardní metody ekonomické analýzy. Hlavní rozdíl spočívá v analytických předpokladech a účelu prováděných ocenění. Neoklasická ekonomická teorie činí předpoklady o prostředí a aktérech, přičemž matematicky rigorózní dedukcí je možno na základě těchto předpokladů dospět nejen k přesným rovnovážným cenám, ale i přesně odhadnout chování zúčastněných tržních stran, čili způsob ustanovení rovnováhy.

3. Metodologie

3.1 Statická analýza

Definice standardů je formulována abstraktně a na první pohled není patrné, zdali je tržní hodnota objektivní veličinou či nikoliv. Je možno dovodit, že tržní hodnotou je myšlena peněžní částka, která odpovídá za daných podmínek a v dané chvíli rovnovážné ceně na trhu tohoto aktiva.

(Jakákoliv) hodnota aktiva je vždy subjektivní. Mezinárodní oceňovací ani účetní standardy nikde o objektivní hodnotě nehovoří. Born (2003) výstižně shrnuje, že hodnota statku se odvíjí od vlastností statku – především z očekávaného užitku – které jí jsou tržními účastníky v daném okamžiku subjektivně přisuzovány. Tyto subjektivně očekávané užitky jsou poté porovnány s vlastnostmi – opět ve formě očekávaných užitků – alternativních statků či investičních příležitostí. Je zřejmé, že povaha odhadů hodnoty musí být nutně zatížena neurčitostí. Není nikdy možné přesně odhadnout subjektivní a dosud neprojevené preference účastníků trhu. Níže v textu budou definovány podmínky, za nichž je odhad hodnoty zároveň vždy i přesným a jediným odhadem očekávané a nutně realizované rovnovážné tržní ceny.

Cena je výsledkem souhry nabídky a poptávky na soutěžním trhu. Není vyloučeno, že rovnovážná cena se bude rovnat odhadnuté tržní hodnotě, obecně to však nelze předpokládat. Pro skutečně realizovanou cenu je důležitá informovanost, vyjednávací schopnost a ekonomická moc tržních stran. Každým okamžikem se rovnovážná cena může měnit díky neustávajícímu přísunu nových informací. „Hodnota se odhaduje, cenu určuje trh“ (Born, 2003, s. 8).

Pokud se zaměříme na vlastnosti odhadované tržní hodnoty, musíme si položit otázku, kdy tržní hodnota determinuje rovnovážnou cenu, tj. odhadnutá tržní hodnota se přesně rovná tržní ceně, za kterou bude s určitostí obchod uskutečněn. V tomto speciálním případě by byl odhad tržní hodnoty objektivní. Ocenění a tedy i výsledná hodnota

jsou objektivní, tedy jednoznačné, nezpochybnitelné a ex ante vypočitatelné, pokud je splněna tato jediná podmínka objektivnosti:

Odhadnutá částka odpovídá rovnovážné ceně, za kterou by bylo toto aktivum obchodováno na dokonalém trhu.

Ekonomická teorie dokáže odpovědět na otázku tržní rovnováhy již více než sto let. Záleží jen na tom, zda se má na mysli parciální tržní rovnováha, tj. rovnováha trhu definovaného druhu statků², nebo rovnováha všeobecná, tj. rovnováha celého ekonomického systému, čili současná rovnováha všech trhů. Pro účely této stati budeme vycházet ze syntetizujících prací jednoho ze zakládajících ekonomů Chicagské školy Franka Knighta.

Neoklasická mikroekonomická teorie úzce souvisí s teorií cenové tvorby (viz Borchert, Grosseckttler, 1985, Cox aj., 1981). Dříve se používalo místo označení mikroekonomie názvu teorie cen (Preistheorie). 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 následujícím teoretickém exkursu se zmíníme o některých aspektech neoklasické teorie cenové tvorby.

Uvedme již nyní, že neoklasickému přístupu je vytýkána především jeho staticčnost a nereálnost předpokladů. Následné formální dedukce vyplývající z apriorních předpokladů jsou sice matematicky exaktní, hledají však 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. Pro vysvětlení povahy tržní hodnoty bude mít pro naše účely důležitý význam.

3.2 Podmínky determinovanosti tržních cen

V tomto odstavci budou uvedeny podmínky, ze kterých je tržní hodnota vždy zároveň rovnovážnou tržní cenou. Jinými slovy se jedná o definici podmínek, za nichž by provedené ocenění aktiva bylo nezpochybnitelné. Pro alokačně a výrobně efektivní model dokonalé konkurence musí být splněny dva druhy podmínek, které jako první precizoval F. H. Knight (1921). Za současného splnění uvedených předpokladů, je možno označit tržní hodnotu jakéhokoliv statku jako objektivní veličinu:

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 Situace se značně komplikuje při zevšeobecnění na trhy kapitálových aktiv, jejichž hodnota je současnou hodnotou očekávaných *budoucích* peněžních příjmů.

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 (např. cenové kontroly) nebo ze strany hospodářských subjektů (např. 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 dle ceny (exogenně dané trhem) přizpůsobovat vyráběné množství (parametr).

c) Tržní výstup

Na základě výše uvedených podmínek je jasné 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, viz Schmidt, 1993).

Z výše uvedeného je na první pohled zřejmé, že v praxi nebude tržní hodnota objektivně determinována nikdy. Z formálního pohledu nabízí elegantní popis determinace rovnovážného stavu, pro praktické účely je nepoužitelný. Předně zcela abstrahuje od evolučního vývoje hospodářství. Jako další důvody můžeme uvést:

- konflikt cílů mezi atomistickou konkurencí a výnosy z rozsahu³,
- 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 statků jsou dány, tržní chování a výsledek rovněž (jako první na tento paradox poukázal Clark, 1942).

3.3 Hospodářský řád a hospodářský proces

Při ocenění nehomogenních kapitálových aktiv – což je smyslem drtivé většiny praktických ocenění – potřebujeme procesuální analýzu. Při ocenění bude z pohledu koupěchtivého investora zajímavý především pohled na aktiva podniku (srov. Mařík a kol., 2003). Za perspektivní podnik chápáný jako věc hromadná nebude s největší pravděpodobností zaplacená částka, která by se rovnala bilanční sumě. Čistý obchodní majetek ve smyslu § 6, odst. 4) Obchodního zákoníku, resp. jeho modifikace pro účely ocenění bude mít hodnotu závislou na budoucím vývoji podniku a prostředí, v němž se tento podnik a zájemce o něj pohybují.

S vědomím toho, že očekávané peněžní toky relevantní pro ocenění budou závislé na struktuře hmotných a nehmotných aktiv (v nejširším pojetím) a očekávaném globálním vývoji celkové ekonomiky, již v tomto kroku opouští oceňovatel pevnou půdu rigorózního zkoumání stavu rovnováhy a vstupuje do sféry neurčitosti. Dále je potřeba v budoucnu očekávané peněžní toky převést na současnou hodnotu. Stéblo pro tonoucího je příliš slabé na jeho záchranu – alibistický odhad diskontních měř přes model CAPM a jejich modifikace o různé přírázky a srážky si nemůže činit ambice na substituci nákladů příležitosti kapitálu a navíc – nelze s jistotou předpokládat, že pro každého investora budou náklady příležitosti jeho investic stejné. Standardy tento problém sice vnímají, ale řeší ho jen nedostatečně tím, že předpokládají hypotetického průměrného investora.

4. Redukce komplexity versus redukce transakčních nákladů

4.1 IVS jako evolucí podmíněná instituce

Zatímco od výstupů rigorózní ekonomické analýzy se očekává formulace podmínek rovnováhy a ještě lépe i formalizovaný popis způsobu jejího ustavení, v případě praktických oceňovacích úloh uživatelé tuto „kvalitu“ nepotřebují. V reálném světě je optimum ve smyslu řešení soustavy rovnic, jejíž výsledky by byly rovnovážné ceny, nevypočitatelné. Standardy pomáhají v tom smyslu, že nás oproš•ují od nutnosti rigorózního zkoumání optimality modelového světa. Definují podmínky, za nichž je s odbornou péčí provedené ocenění „přiměřené reálným uživatelským potřebám“,

3 Viz slavný článek Piera Sraffa „The Laws of Returns under Competitive Conditions“ z roku 1926, který inspiroval E. Chamberlina a J. Robinsonovou k detailnější analýze a přispěl tak k překonání „konkurenčně-monopolní“ dichotomie cenové tvorby.

a zbavují nás potřeby definice explicitní a validní teorie rozhodovacího procesu. Místo toho postačuje zkušenost a znalosti oceňovatelů a samozřejmě i volba „správných“ oceňovacích metod, tj. metod co nejvěrněji simulujících tržní mechanismus. V oceňovací praxi v naší zemi je situace stále dosti neustálená, což můžeme dokumentovat na následujícím případě.

Šantrůček (2005) zastává – pravděpodobně v návaznosti na německé tradice – názor, že pro tržní hodnotu i v případě podniků by mělo být využito primárně metod (tržního) porovnání⁴. Takto není možno situaci zjednodušit. Výše uvedený teoretický exkurs mj. dokazuje, že není možno předpokládat převahu jakékoliv metody ocenění. V reálném světě neexistuje žádná metoda „správného“ odhadu tržní hodnoty. To však neznamená – jak se domnívá Šantrůček v případě „středoevropského podniku“ – že tržní hodnota jako taková neexistuje (v závěru své stati dospívá autor k názoru, že „...tržní hodnota podniku ve střední Evropě přeci jenom existuje, resp. je ji možné za určitých podmínek odhadnout. Ale většina případů ocenění podniku nebude o jeho tržní hodnotě.“ (tamtéž, s. 117).

Jedná se – podle mého názoru – o další nedorozumění pramenící z terminologického chaosu a neuchopitelnosti pojmu tržní hodnoty ve smyslu IVS, resp. EVS. Když je nějaká veličina objektivně nejistitelná, resp. nevypočitatelná, není to možno pokládat za důkaz její neexistence. Tržní hodnota existuje, není však objektivně (přesně) zjišťitelná. Z textace Šantrůčkovy stati docházím k závěru, že autor výnosovou tržní hodnotu podniku odvozuje od preciznosti objektivizačních kroků provedených oceňovatelem. Osobně jsem spíše skeptický ohledně interpretace tržní hodnoty jako veličiny vypočtené podle neoklasických předpokladů (stabilizace odvětví ve středně dlouhém období, stabilizace fundamentálních firemních parametrů apod. – viz mj. také metodologické poznámky cit. autora tamtéž).

Je třeba zdůraznit, že na oceňovací standardy jako takové nemůže být primárně nahlíženo jako na výsledek teoretického zkoumání a racionálního konstruktů v oceňování. Standardy primárně reagují na praktické potřeby a jejich hlavním smyslem je usnadnit a „standardizovat“ relativně často se opakující činnosti. Vypěstlost ekonomické teorie, resp. sofistikovanost oceňovatelských technik mají, podle mého názoru, relativně volnější příčinný vztah ke konkrétní podobě standardizace. Oceňovací standardy jsou pouhou pomůckou, pravidly které usnadňují uživatelům poptávajícím ocenění orientaci v mimořádně složitém a informačně komplexním tržním hospodářském řádu a dávají jim jistou záruku ohledně kvalitativních charakteristik ocenění. Význam standardů spočívá v redukci transakčních nákladů a usnadnění a urychlení (nikoliv však rutinizaci) odhadcovské činnosti.

4 Němčina – na rozdíl od češtiny – jemněji odlišuje názvy tržních hodnot vycházejících z použití kvalitativně odlišných metod. Termín „Verkehrswert“ by odpovídal výsledkům metod tržního porovnání, termíny „(Zukunfts-)Erfolgswert“ či „Ertragswert“ by poukazovaly na použití metod výnosových. Všechna tato označení zastřešuje název „Marktwert“.

4.2 Normativní definice standardu objektivizované hodnoty

Řešení problému praktických, teoretických i terminologických plynoucích z výše uvedených problémů dnešního pojmání tržní hodnoty pro účely praktického oceňování je možno spatřovat v úpravě pojmového aparátu a precizování definic, propůjčujícím pojmům uchopitelný normativní obsah.

Tržní hodnota, jak je dnes odbornou odhadcovskou a účetní veřejností běžně chápána, nepřispívá ke zvýšení míry podnikatelské ani právní jistoty účastníků tržního mechanismu. Je tomu spíše naopak. Neoklasické paradigma, z kterého základní koncepce standardů vychází, nebylo nikdy konstruováno pro podmínky nedokonalé konkurenčního a procesuálně se vyvíjejícího reálného světa.

Obchodně-právní regulace podnikatelského procesu a následkem toho i soudní praxe si žádají vyšší transparentnost a lepší prediktabilitu výstupů práce ze strany oceňovatelů. Jistě nemůže být smyslem regulace disciplíny praktického oceňování svazování volné hry tržních sil. Naopak.

Jako jednoznačně vhodnější přístup vidím příklon k postupům objektivizované ocenění. Ocenění a jeho „správnost“ jsou závislé na účelu a podle toho je potřeba přistoupit ke způsobu standardizace. Konkrétní postup oceňovatele má sekundární význam, je však **nepřímo normován standardem**. Zde se projeví zkušenosti a do jisté míry i empirické poznatky – dnes například převládá konsensus o vydělení neoperativních aktiv a jím příslušejících peněžních toků při ocenění. Toto pravidlo je jedním z příkladů, které by měl zohlednit neutrální oceňovatel hledající maximálně transparentní a opakovatelnou objektivizovanou hodnotu.

Konstitutivními principy disciplíny praktického oceňování jsou standardy definující kategorie hodnoty – tj. příslušná obecná východiska použitelná pro daný účel. Nutným doplňkem této základní „infrastruktury oceňování“ jsou **principy regulativní**. Diskuse o konkrétním pojetí regulace oceňování – tj. především o regulaci pojímané na základě rule of reason nebo naopak ve smyslu per se zákazů – již přesahuje zaměření této stati.

Nastíněním možné cesty standardizace oceňování je pokryta jen jedna strana problému. Situace se podstatně zkomplikuje, pokud začneme brát v úvahu teoreticko-ekonomická východiska metodologických postupů. Jaká je povaha subjektů vytvářejících konečné rozhodnutí? Jde o neoklasické rutinéry-alokátory nebo se spíše jedná o behaviorální managery?

5. Závěr

Smyslem disciplíny oceňování podniků není a ani nemůže být výpočet tržních cen podniků nebo obchodních podílů. Tak ambiciózní může být teoreticko-ekonomický modelový konstrukt vycházející z předem definovaných předpokladů. Budoucnost je nepoznatelná. Nesplnění předpokladů dokonale konkurenční, stacionární ekonomiky může mít různou míru, ale to pro naše úvahy nemá význam. Jakákoliv odchylka nutně povede k tomu, že odhadnutá tržní hodnota se nebude rovnat skutečné rovnovážné ceně (u homogenní produkce, a už vůbec ne u podniku jako věci hromadné).

Má smysl hledat tržní hodnotu? Na základě výše uvedeného převažují argumenty proti. Tržní hodnota ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů neplní svůj smysl terminologicky jasného a konsensuálně přijímaného východiska pro praktické oceňování. Z důvodů terminologických a ryze praktických je možno se přiklánět k normativní definici kategorií hodnoty použitelných pro daný účel. Jako vhodnou náhradu vágního a zavádějícího označení „tržní hodnota“, který by dal tržním subjektům větší míru jistoty ohledně způsobu odhadu a vypovídací schopnosti koncové peněžní částky, vidím příklon k hodnotě objektivizované.

Standards i teoretická východiska je nutno považovat za interdependentní. To má důležité důsledky pro jejich formulaci a kodifikaci. Standards se následně promítají částečně do platné legislativy a judikatury. Důrazně je nutno odmítnout názor, že standards jsou produktem „zdokonalování“ ekonomické teorie a následného uvědomělého racionálního konstruktů. Standards reflektují oproti explicitní zákonné regulaci nesrovnatelně širší, tržní potřeby. Proto je nutný jejich dispozitivní charakter a důsledné vyvarování se svazující mikroekonomické regulace a degradace oceňování podniků v rutinní činnosti – tehdy by byly výsledky odtržené od aktuálních (obecně a široce míněno) tržních podmínek.

Literatura

- ARNDT, H. 1966. *Mikroökonomische Theorie – Marktgleichgewicht*. 1. sv. Tübingen : J. C. Mohr, 1966.
- ARNDT, H. 1966. *Mikroökonomische Theorie – Marktprozesse*. 2. sv. Tübingen : J. C. Mohr, 1966.
- ARNDT, H. 1976. *Kapitalismus, Sozialismus, Konzentration und Konkurrenz*. Tübingen : J. C. Mohr, 1976.
- ARNDT, H. 1980. *Wirtschaftliche Macht*. München : C. H. Beck, 1980.
- BECKER, G. *Teorie preferencí*. Praha : Grada, 1997.
- BORCHERT, M.; GROSSEKETTLER, H. 1983. *Preis- und Wettbewerbstheorie*. Stuttgart; Berlin; Köln; Mainz : W. Kohlhammer Verlag, 1985.
- BORN, K. 2003. *Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung*. 2. vyd. Stuttgart : Schäffer-Poeschel Verlag, 2003.
- CLARK, J. M. 1942. Toward a Concept of Workable Competition. In DEAN, J. (ed.). *Readings in the Social Control of Industry*. American Economic Association, 1942.
- COX, H.; JENS, U.; MARKERT, K. 1981. *Handbuch des Wettbewerbs*. München : Vahlen Verlag, 1981.
- EUCKEN, W. 1965. *Grundlagen der Nationalökonomie*. Berlin; Heidelberg; New York : Springer Verlag, 1965.
- EUCKEN, W. 1990. *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. 6. vyd. Tübingen : J. C. B. Mohr, 1990.
- GARDNER, S. H. *Comparative economic systems*. Fort Worth; Philadelphia; San Diego; Dryden : Harcourt Brace Jovanovich, 1988.
- Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft (HdWW)*. Stuttgart; New York : Fischer. Tübingen : Mohr. Göttingen; Zürich : Vandenhoeck u. Ruprecht, 1988.
- HAYEK, F. A. 1994. *Právo, zákonodárství a svoboda*. Praha : Academia, 1994.
- HERDZINA, K. 1993. *Wettbewerbspolitik*. Stuttgart; Jena : Fischer Verlag, 1993.
- HERDZINA, K. (ed.). 1975. *Wettbewerbstheorie*. Köln : Kiepenheuer&Witsch Verlag, 1975.
- HEUSS, E. 1965. *Allgemeine Markttheorie*. Tübingen; Zürich : J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), 1965.
- HOLMAN, R. a kol. 1999. *Dějiny ekonomického myšlení*. Praha : C. H. Beck, 1999.
- CHAMBERLIN, E. 1933. *The Theory of Monopolistic Competition*. Cambridge : Harvard University Press, 1933.
- JUREČKA, J. 2005. Požadavky na znalecké posudky na ocenění podniku a vybrané problémy a nedostatky při jejich uplatňování. *Odhadce a oceňování majetku*, 2005, č. 1.
- KNIGHT, F. H. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. New York : Hart, Schaffner and Marx, 1921.
- MARSHALL, A. 2003. *Principles of Economics*. 8. vyd. London : Macmillan, 1920.

- MAŘÍK, M. a kol. 2003. *Metody oceňování podniku*. Praha : Ekopress, 2003.
- MENGER, C. 1994. *Principles of Economics*. Grove City : Libertarian Press, 1994.
- MÜLLER-ARMACK, A. 1948. *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*. Hamburg : Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik, 1948.
- ROBINSON, J. 1933. *The Economics of Imperfect Competition*. London : Macmillan, 1933.
- ROTHBARD, M. 2000. *Ekonomie státních zásahů*. Praha : Liberální institut, 2000.
- SCHMIDT, I. 1993. *Wettbewerbspolitik und Kartellrecht*. Stuttgart : Gustav Fischer Verlag, 1993.
- SCHUMPETER, J. A. 1986. *History of Economic Analysis*. London : Allen and Unwin, 1986.
- SCHÜLLER, A. 2002. *Marburger Studien zur Ordnungsökonomik*. Stuttgart : Lucius & Lucius, 2002.
- SMITH, A. 2001. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. Praha : Liberální institut, 2001.
- SOJKA, M. 2000. *Dějiny ekonomických teorií*. Praha : Karolinum, 2000.
- STAVENHAGEN, G. 1969. *Geschichte der Wirtschaftstheorie*. Göttingen : Vandenhoeck & Ruprecht, 1969.
- SRAFFA, P. 1926. The Laws of Returns under Competitive Conditions. *Economic Journal*, December 1926, no. 36.
- STIGLER, G. J. (ed.). 1988. *Chicago Studies in Political Economy*. Chicago and London : The University of Chicago Press, 1988.
- ŠANTRŮČEK, J. 2005. *Tržní hodnota středoevropského podniku*. Praha : VŠE a IOM, 2005.
- WILIAMSON, O. E. 1975. *Markets and Hierarchies*. New York : The Free Press 1975.

TO THE OPERABILITY OF MARKET VALUE IN TERMS OF STANDARDIZATION OF VALUATION

Tomáš Krabec, University of Economics, nám. W. Churchilla 4, CZ – 130 67 Praha 3 (krabec@yahoo.com)

Abstract

The text considers one of the prevailing dilemmas for the time being practical valuers of assets are exposed to – the operability of market value in terms of International Valuation Standards. The issue is considered theoretically, practical impacts are outlined as well. Considering the microeconomic basis of market structure and price determination, the prerequisites for an “objective” market value are summed. The International Valuation Standards are explained as an evolutionary evolved institution, which suffers under deep impact of neoclassical methodology. At the end there are drawn some conclusions for the regulation of valuation in the Czech Republic.

Keywords

market value, valuation standards, valuation, standardization

JEL Classification

B4, D0, G0, K0