

# Přehled rozdílů mezi účetní hodnotou a oceněním výnosovou a majetkovou metodou 42 českých společností v letech 1997 až 2004<sup>#</sup>

Jan Jurečka\*

*Článek podává výsledky 42 oceňovacích posudků, které posluchači Institutu oceňování majetku Vysoké školy ekonomické zpracovali v letech 1997 až 2004 a v nichž použili současně ocenění výnosovou a věcnou (majetkovou) metodou (IOM VŠE, 2004). Výsledky obou oceňovacích metod srovnává s účetní hodnotou. Cílem článku je přispět k ověření názoru, že významná část českých obchodních společností (především výrobních podniků) má věcné ocenění vyšší než výnosové, což ovlivňuje tržní ceny akcií i ceny celých podniků.*

*Vypovídací hodnota závěrů je omezena tím, že k dispozici byly pouze posudky zpracované v rámci Institutu a z nich jen ty, u nichž posluchači použili obě jmenované oceňovací metody současně. Proto také článek není nazván statistikou a neověřuje hypotézu, ale podává pouze přehled. Nicméně mezi oceněnými podniky je široké spektrum oborů i velikostí, které se blíží náhodnému výběru a proto je možné ze závěrů tohoto přehledu odvodit hypotézu, kterou bude zajímavé v budoucnosti dále ověřovat. Výsledky předloženého zkoumání autor přednesl na 27. konferenci Evropské účetní asociace (Jurečka, 2004).*

Ocenění obchodních společností (dále jen **ocenění podniků**) se používá celou řadu účelů, z nichž bychom chtěli zdůraznit význam tržního ocenění pro potřeby finančního vyrovnání při vlastnických změnách.

K tržnímu ocenění podniku můžeme podle situace dospět třemi základními metodami, v krajním případě i jejich kombinací:

- *Výnosová metoda* oceňuje podnik součtem budoucích podnikových diskontovaných čistých výnosů. Při variantě Entity se od nich odečtou úročené dluhy, při metodě Equity se uvažuje s pokračováním dluhové služby.
- *Věcná (majetková) metoda* oceňuje podnik tržní cenou jeho dílčích majetkových složek.
- *Porovnávací metoda* oceňuje podnik na základě tržních cen podnikových akcií nebo podílů, případně pomocí prodejních cen akcií podobných podniků nebo prodejních cen podobných podniků.

Podrobný výklad oceňovacích metod by byl rozsáhlý, a proto odkazujeme na základní literaturu (Mařík, 2003).

Ať je ocenění jakkoliv obtížné, podklady pro výnosovou a pro věcnou metodu lze přes řadu výhrad vůči jejich vypovídací schopnosti získat a odhadnout. Pokud jde o porovnávací metodu, pak v případě, že na trhu není dostatečná základna pro srovnání cen akcií, podílů či

<sup>#</sup> 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. Jan Jurečka, CSc. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <jurecka@vse.cz>.

prodejních cen podobných podniků, tuto metodu nelze použít. To je i případ většiny oceňovacích posudků a proto náš přehled *porovnávací* metodu neobsahuje. Navíc však srovnává výsledky *výnosové* a *věcné* metody s *účetní hodnotou*, která slouží jako výchozí informační bod každého ocenění.

Pro porovnání výsledků ocenění výnosovou a věcnou metodou jsme zvolili 42 podniků, u nichž je ocenění vypočteno současně oběma metodami – viz Jurečka (2005). Jako základ 100 % pro srovnávání slouží účetní hodnota. Přehled výsledků ocenění podává tabulka 1.

**Tab. 1: Suma ocenění 42 podniků účetní, výnosovou a majetkovou metodou**

Způsob ocenění	Účetní	Výnosové	Věcné	Věcné / Výnosové
<b>Celkem (mil. Kč)</b>	9 464	9 551	12 207	1,28
<b>Průměrná hodnota 1 podniku (mil. Kč)</b>	226	227	291	1,28
<b>Podíl Ocenění / Účetní hodnota (%)</b>	100	101	129	

*Poznámka: Abychom si zkrátili terminologii, používáme zejména v nadpisech a případně i v textu název metoda a ocenění i pro účetní hodnotu.*

Z tabulky 1 vyplývá, že celková hodnota ocenění věcnou metodou je u sledovaného souboru podniků 1,28krát větší než celková hodnota ocenění výnosovou metodou a zjevně podobně vyšší než je účetní hodnota. Vyšší ocenění věcnou metodou nebývá pro oceňovatele překvapením: relativně nižší výnosové ocenění ve srovnání s věcným oceněním bývá způsobeno výsledky nezdařených privatizací, problémy s konkurenčním bojem na vnitřních i zahraničních trzích, vyššími náklady v důsledku nižší produktivity práce a dalšími vlivy.

Nižší účetní hodnota ve srovnání s věcným oceněním bude mj. způsobena tím, že majetek je v účetnictví veden v historických pořizovacích cenách a to zejména u dlouhodobého majetku vede k tomu, že je v účetnictví oproti aktuálním cenám podceňován. Kromě toho je empiricky známo, že skutečná doba používání dlouhodobého majetku bývá většinou delší než doba odpisování podle zákona o dani z příjmů i než doba účetního odpisování. Je-li tedy výnosové ocenění velmi blízké účetní hodnotě, ukazuje to spíše na nízkou ekonomickou výkonnost oceňovaných podniků. Nezapomínejme ovšem na to, že při variantě Entity se jednorázově odečtou úročené dluhy a budoucí výnosy jsou diskontovány. To je však aplikace podnikatelského pohledu a ten musíme respektovat.

Tab. 1 obsahuje pouze součet všech ocenění za každou oceňovací metodu. To znamená, že extrémní hodnota ocenění jednoho podniku jednou metodou může překrýt sumu ocenění několika jiných podniků druhou metodou. Proto v Tab. 2 vyjádříme počty podniků, u nichž ocenění výnosovou či věcnou metodou je menší nebo větší než účetní hodnota.

**Tab. 2: Počty a procenta podniků, u nichž je ocenění výnosovou a věcnou metodou menší nebo větší než účetní hodnota**

Způsob ocenění	Účetní		Výnosové		Věcné	
	Počet	%	Počet	%	Počet	%
<b>Ocenění je menší než účetní hodnota</b>	–	–	20	48	14	33
<b>Ocenění je větší než účetní hodnota</b>	–	–	22	52	28	67
<b>Počet a procento podniků</b>	42	100	42	100	42	100

Tab. 2 říká, že ve 48 % podniků bylo výnosové ocenění menší než účetní hodnota a v 52 % podniků bylo výnosové ocenění větší než účetní hodnota. Vyšší výnosové ocenění než účetní hodnota co do počtu podniků tedy mírně převyšuje počet podniků, u nichž bylo výnosové ocenění nižší než účetní hodnota. To tedy vcelku odpovídá výsledku Tab. 1, kde suma výnosového ocenění mírně přesáhla sumu účetní hodnoty.

Současně v 67 % podniků bylo věcné ocenění větší než účetní hodnota a pouze ve 33 % menší. To v podstatě také odpovídá výsledkům v tabulce 1, kdy suma věcného ocenění byla o 29 % větší než suma účetních hodnot. Avšak zde existuje i 33 % podniků, kde věcné ocenění nedosáhlo ani účetní hodnoty. To ukazuje, že mezi výsledky obou oceňovacích metod a účetní hodnotou, jakož i mezi výsledky samotných oceňovacích metod je velký rozptyl. Proto se v dalším rozboru zaměříme na další ukazatele.

Uvedeme si průměrné výsledky poměrů mezi oceněními: za každý podnik oceněný oběma oceňovacími metodami – výnosovou a věcnou, vypočteme jaký je **poměr** výsledků těchto oceňovacích metod **k účetní hodnotě**.

**Tab. 3: Poměr ocenění výnosovou a věcnou metodou k účetní hodnotě**

Ocenění / Účetní hodnota	Výnosové / Účetní	Věcné / Účetní
<b>Průměr výsledků <i>Ocenění/Účetní hodnota</i></b>	1,78	2,00
<b>Směrodatná odchylka</b>	2,52	2,82
<b>Variační koeficient</b>	1,42	1,41

*Poznámka: Způsob výpočtu: Za každé jednotlivé ocenění výnosovou metodou a věcnou metodou se vypočetl poměr k účetní hodnotě. Poměr ocenění tedy znamená, že se vypočetlo 42 poměrů mezi výsledkem oceňovací metody a účetní hodnotou a aritmetický průměr těchto poměrů se zanesl do řádku „Poměr ocenění“.*

Průměr za poměry *Výnosové ocenění / Účetní hodnota* tedy vychází 1,78 a průměr za poměry *Věcné ocenění / Účetní hodnota* vychází 2,0. Poměr obou těchto vypočtených průměrů je  $2,0 / 1,78 = 1,24$ , což opět přibližně odpovídá výsledkům v tabulkách 1 a 2.

Jaký je však důvod, že průměry obou ocenění jsou tak velké ve srovnání s účetní hodnotou (1,78 a 2,0)? Vysvětlení je v tom, že každý poměr *Ocenění / Účetní hodnota* měl při výpočtu *průměru z těchto poměrů* stejnou váhu, takže se mohlo stát a také se stalo, že výsledky několika malých podniků mohly převážit výsledek jednoho velkého podniku právě kvůli stejným vahám.

Tab. 3 tedy neukazuje sumy, resp. poměr sum toho či onoho ocenění, ale počty případů vyjádřených v poměrných číslech *kolikrát je ocenění vyšší než účetní hodnota* za každý jednotlivý podnik, ať byly výsledek ocenění i účetní hodnota jakkoliv vysoké či nízké.

Soubor poměrů *Ocenění / Účetní hodnota* má velké rozpětí. Ukazují to směrodatné odchylky 2,52 a 2,82, které vyjadřují, jak poměrná čísla *Ocenění / Účetní hodnota* kolísají kolem svých průměrů, takže variační koeficienty *směrodatná odchylka / průměr poměrů ocenění ku účetní hodnotě* přesahují velikost svých průměrů 1,41 a 1,42 násobně. To tedy znamená, že sice sumárně a co do počtu podniků platí vypočtené vztahy v tabulkách 1 a 2, ale rozdíly uvnitř sledovaných souborů, tj. mezi oceněními navzájem a rozdíly mezi oceněními a účetní hodnotou jsou natolik velké, že znemožňují, aby se ze souhrnných výsledků odhadovaly výsledky pro dílčí soubory, ať už v rámci daného souboru nebo pro budoucí soubory.

V následující Tab. 4 doplníme výše uvedené rozdíly ještě absolutními maximálními a minimálními hodnotami výsledků oceňovacích metod a maximálními a minimálními diferencemi mezi dvěma oceňovacími metodami a jejich příslušnou účetní hodnotou.

**Tab. 4: Minimální a maximální výsledky ocenění a difference mezi nimi (mil.Kč)**

Hodnota ocenění a difference	Účetní	Výnosová	Věcná
<b>Minimální hodnota ocenění</b>	-283	0	0
<b>Maximální hodnota ocenění</b>	311	4 641	3 626
<b>Maximální difference (Oceňovací metoda – Účetní hodnota)</b>	X	2 330	1 315
<b>Minimální difference (Oceňovací metoda – Účetní hodnota)</b>	X	0	0

Bez dalších komentářů jen doplníme, že přestože ocenění výnosovou metodou vychází ve všech přehledech v průměru nižší než věcnou metodou a v průměru odpovídá účetní hodnotě, maximální hodnota všech ocenění včetně účetní hodnoty je v ocenění metodou výnosovou. Takovými výjimkami se vysvětlují poměrně vysoké hodnoty směrodatné odchylky i variačního koeficientu.

Navíc k původnímu záměru ještě využijeme našeho souboru k tomu, abychom porovnali jak oceňovatelé (v průměru) využili výsledků svých ocenění a jakou stanovili (průměrnou) výslednou hodnotu ocenění ve srovnání s výsledky použitých metod.

Oceňovatelé mohli k ocenění použít buď výsledek jedné metody nebo průměr hodnotového a majetkového ocenění a v krajním případě započítat i účetní hodnotu, avšak tak se stalo pouze ve dvou případech a obecně započítat do ocenění i účetní hodnotu nedoporučujeme.

**Tab. 5: Rozdíly mezi výsledným oceněním společností a výsledky použitých metod**

	Výsledné ocenění minus Účetní hodnota	Výsledné ocenění minus Výnosové ocenění	Výsledné ocenění minus Věcné ocenění
<b>Celkový rozdíl (mil.Kč)</b>	1 583	1 496	-1 160
<b>Průměrný rozdíl na 1 podnik (mil.Kč)</b>	38	36	-28
<b>Průměrný rozdíl na 1 podnik (%)</b>	2,40	2,41	-2,41
<b>Výsledné ocenění je větší nebo stejné* jako ocenění danou metodou či účetní hodnotou</b>			
<b>Počet podniků</b>	25	35	21
<b>Procento podniků</b>	60	83	50

\* Stejné výsledné ocenění znamená, že difference je menší než 1 milion Kč.

Tab. 5 potvrzuje předchozí závěry o vztazích mezi výnosovým a věcným oceněním.

Výnosové ocenění a účetní hodnota mají společnou charakteristiku v tom, že co do počtu případů v průměru nedosahují hodnoty výsledného ocenění, protože výsledné ocenění je v 60

% případů větší nebo stejné jako účetní hodnota a v 83 % případů větší nebo stejné jako výnosové ocenění.

*Věcné ocenění* ve srovnání s výsledným oceněním má charakteristiku poněkud složitější, poněvadž výsledné ocenění co do počtu případů je v 50 % případů větší nebo stejné jako věcné ocenění, avšak v absolutních hodnotách (viz hodní část posledního sloupce) je věcné ocenění v průměru vyšší než ocenění výsledné.

Z toho vyplývá, že oceňovatelé volí k ocenění výnosové ocenění, pokud je větší než věcné a není-li tomu tak, uchylují se k některé formě průměru obou metod.

## **Závěr**

Z předchozích přehledů a z jejich interpretací lze dojít k závěru:

1. Věcné ocenění převyšuje jak účetní hodnotu, tak výnosové ocenění jak v celkových peněžních sumách, tak v počtech podniků. Věcné ocenění v daném souboru tedy převyšuje výnosové ocenění i účetní hodnotu.
2. Výnosové ocenění jen velmi mírně (zřejmě statisticky nevýznamně) převyšuje účetní hodnotu v peněžních sumách i v počtech podniků.
3. Jestliže je ve sledovaném souboru v průměru věcné ocenění současně vyšší než ocenění výnosové a než účetní hodnota, znamená to, že produktivita (a řada dalších kvalitativních podnikových ekonomických ukazatelů) je v průměru nižší, než odpovídá hodnotám vloženému majetku.

## **Literatura:**

- [1] IOM VŠE (2004): *42 ocenění podniků vypracovaných posluchači Institutu oceňování majetku při VŠE jako závěrečné práce specializačního studia Oceňování podniku v letech 1997-2004.* Praha, VŠE, 2004.
- [2] Jurečka, J. (2004): *The Statistics of Differences among the Enterprise Valuations Obtained by Basic Valuation Approaches.* In Mejzlík, L. (ed.): *27th Annual Congress of the European Accounting Association.* Praha, Oeconomica, 2004, s.
- [3] Mařík, M. aj. (2003): *Metody oceňování podniku.* Praha, Ekopress, 2003.

## **Přehled rozdílů mezi účetní hodnotou a oceněním výnosovou a majetkovou metodou 42 českých společností**

*Jan Jurečka*

### **ABSTRAKT**

Článek podává výsledky 42 oceňovacích posudků, které posluchači Institutu oceňování majetku Vysoké školy ekonomické zpracovali v letech 1997 až 2004 a v nichž použili současně ocenění výnosovou a věcnou (majetkovou) metodou (IOM VŠE, 2004). Výsledky obou oceňovacích metod srovnává s účetní hodnotou. Vypovídací hodnota závěrů je omezena tím, že k dispozici byly pouze posudky zpracované v rámci tohoto Institutu. Zkoumání je zpracováno z pěti hledisek v přehledných tabulkách. Věcné ocenění převyšuje jak účetní hodnotu, tak výnosové ocenění jak v celkových peněžních sumách, tak v počtech podniků. Výnosové ocenění je v průměru velmi blízké účetním hodnotám. Z toho vyplývá, že produktivita (a řada dalších kvalitativních podnikových ekonomických ukazatelů) je v průměru nižší, než odpovídá hodnotám vloženému majetku.

**Klíčová slova:** Ocenění podniku, Metody oceňování podniku, Výnosová metoda ocenění podniku, Věcná metoda ocenění podniku, Substanční metoda ocenění podniku, Účetní hodnota podniku.

## **The Statistics of Differences among the Company Book Values and the Company Valuations worked out by Income and Cost Approach**

### **ABSTRACT**

The Company Valuation is the important base for the set of business transactions, because the Book Value is not regarded as good picture of the real company assets. There are the three basic Valuation Approaches: the Income, Cost and Market ones. In Czech practice the last Approach is not used often for the insufficiency of appropriate data. The article presents the results of 42 valuation works, in which the students of the Institute of Property Valuation of University of Economics in Prague used both the Income Approach and Cost Approach (IOM VŠE, 2004). The article compares the results of these two approaches with the book value of valuated companies and with the final results of companies' valuations. The aim of the article is to judge if there are the significant differences between results of mentioned approaches, by using simple comparisons. This study, according to the five points of view (5 statistic tables) proved that the results of the Cost Approach Valuations exceed the results of the Income ones. The reason is the low productivity of the company assets and the problems with the sale of companies' products. Generally – according to this study, the Company Valuations are underestimated in average, or by other words, the efficiency of important number of studied firms is lower than according to the firms' asset it would be.

**Key words:** Companies' Valuations, Companies' Valuation Approaches, Income Approach Valuation, Cost Approach Valuation, Book Value of firm.

**JEL classification:** G30