

Několik zásadních poznámek k odhadům vícedimensionálních hodnot podniku pro rozhodování o koupi a prodeji[#]

(Diskuse k článku: Matschke, Manfred Jürgen: *Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung*. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1993, roč. 45, č. 1, s. 1-24.)

Miloš Mařík^{*}

Úvod

Na úvod je třeba poznamenat, že v německy mluvících zemích zřejmě stále probíhá částečně skrytý a částečně zřejmý střet mezi některými anglosaskými ekonomickými koncepcemi a konzervativnější částí německých praktiků a akademiků. Podle mého názoru se to týká do značné míry účetnictví a také, což nás bude zajímat dále, oceňování podniku. Nejde jen o rozdíly v metodách, například americké metody diskontovaných peněžních toků a německé Ertragswertmethode, ale v samotné koncepci základů oceňování, která se zračí v tom, co je výsledkem ocenění podniku – zda tržní hodnota, která je téměř zaklínadlem v anglosaském světě, nebo spíše individuální přístup k ocenění podniku, který dominuje mezi akademiky v německy hovořících zemích.

Základem německého přístupu je tzv. Kolínská škola. Vychází z toho, že je velmi problematické hledat u podniku hodnotu, kterou by zaplatil každý. Reálnější přístup vychází z toho, že z každého jednání může vzejít jiný výsledek, který závisí vždy na třech veličinách:

- První z nich je odhad maximální ceny, kterou může nabídnout zájemce o koupi, a minimální ceny, která je přijatelná pro prodávajícího, aniž by zhoršil svou majetkovou pozici. Tyto odhady jsou označovány jako hodnoty pro rozhodování (Entscheidungswert), nebo hodnoty hraniční (Grenzwert) a odrážejí specifickou ekonomickou situaci nabízejícího a poptávajících. Pokud odhadce vystupuje jako osoba, která pomáhá jedné ze stran určit hraniční hodnotu, vystupuje ve funkci poradce (Beratungsfunktion).
- Vedle hodnoty pro rozhodování uplatňují jednatelé své zájmy v rámci jednání o prodeji, přičemž prodávající se snaží o co nejvyšší cenu a kupující naopak. Objevuje se zde tzv. argumentační hodnota a odhadce může vystupovat ve funkci argumentujícího ve prospěch jedné strany (Argumentationsfunktion).
- Výsledek jednání může urychlit odhadce ve funkci zprostředkovatele (Vermittlungsfunktion).

[#] 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.

^{*} Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc. – vedoucí katedry, profesor; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <marik@vse.cz>.

Zkoumaný příspěvek profesora Matschke z univerzity Clausthal-Zellerfeld se soustřeďuje především na hraniční hodnoty, a to ve dvou případech:

1. obvyklá situace koupě a prodeje, kdy žádná ze stran nemá převahu (dominantní roli),
2. situace privatizace státních podniků, kdy nejde pouze o cenu, ale i další parametry, jako jsou pracovní místa.

Může vzniknout otázka, proč se zabývat pojednáním, které bylo uveřejněno před řadou let. Odpověď je jednoduchá – naše praxe nyní řeší problémy, které za hranicemi řešili již dříve, a proto má smysl se zabývat i tímto příspěvkem německého odborníka, který obsahuje řadu cenných podnětů i pro naši teorii a praxi.

Autor především zdůrazňuje, že hraniční hodnota není primárně odvoditelná pouze z vlastností podniku samotného a jeho okolí, ale závisí v podstatné míře na cílech a možnostech subjektu, pro kterého je ocenění zpracováno.

Hodnota pro rozhodnutí bývá redukována na hotovost, která je ekvivalentní budoucím peněžním užitkům. Ve skutečnosti však souvisí s dalšími problémovými okruhy, které je nutno dohodnout. Například:

- forma převzetí podniku (převzetí majetku, převzetí vlastnických podílů),
- vymezení přebíraného podniku (jaký majetek a závazky),
- možné spolupůsobení dosavadního majitele, případně dosavadního managementu,
- závislost ceny na skutečných budoucích výsledcích,
- odpovědnost za vady (například zátěže životního prostředí).

Další věci jsou derivované parametry – například parametry vlastního ocenění, do kterých lze promítnout jiné uvedené širší prvky, například formou úprav diskontní míry. Matschke se pak snaží formulovat komplexní model hodnoty pro rozhodování (dále jen EW).

Obecný model EW pro vícedimensionální konfliktní situace

Pomocí uvedeného modelu se Matschke snaží promítnout do EW i ostatní shora zmíněné parametry, které je třeba dohodnout a které vlastně tvoří jakýsi vektor. Dohodou o těchto parametrech by účastníci jednání, tedy účastníci konfliktní situace měli dospět ke zlepšení své celkové situace (měřené celkovým užitkem) oproti situaci, kdy k dohodě nedojde. EW je pak chápána nikoliv pouze jako třeba maximální možná cena pro kupujícího, ale hranice daná ještě ochotou k dohodě.

Bez dohody může tedy subjekt zvolit různé varianty jednání, které přinášejí různý užitek. Varianta s maximálním užitkem (dále bazická varianta) je měřítkem, kterým je poměřován užitek dosažitelný dohodou při jednání. Tento užitek by měl být větší, nebo minimálně shodný s užitkem bazické varianty. V principu se tedy nejedná o EW jako o číslo udávající hraniční hodnotu, ale o vymezení možných situací při jednání a jejich řešení, která jsou přijatelná z hlediska toho, kdo EW hledá. Předem vymezení hlavní situace je ovšem obtížné a často nemožné, poněvadž vlastní jednání je také procesem odkrývání různých konfliktních poloh a hledání jejich řešení, přičemž se mohou měnit i samotné požadavky a představy vyjednávajícího.

Matschke pak uvádí jednoduchý číselný příklad, kde ukazuje možná řešení, která však nemusí zdaleka vždy být paretooptimální, například proto, že strany nemají úplnou představu o svém manévrovacím prostoru.

V další části pak autor zjednodušuje svůj modelový přístup na dvě dimenze EW, a to na současnou hodnotu, tedy cenu a rozsah majetku náležejícího do podniku.

Odhad EW založený na dvou dimenzích – současné hodnotě a rozsahu podnikového majetku

Na první pohled by se mohlo zdát, že se jedná o klasický problém oceňování – výnosová hodnota versus hodnota substanční. Autor však má na mysli případ podniku, který ani u prodávajícího, ani u kupujícího není součástí nějakého širšího podnikatelského celku. Není tedy třeba brát ohled na synergie. Dále připomíná, že běžné oceňování redukuje užitek na příjem a výdaj je zase spojen se ztrátou užtku. Ostatní cíle nejsou brány v potaz. Příjem je pak zpravidla dělen na příjem z provozně nutného a příjem z nadbytečného majetku. Lze se domnívat, že předmětem prodeje, a tedy i zájmu kupujícího bude především provozně nutný majetek, zatímco provozně nadbytečný majetek si prodávající může realizovat sám. Zde však může dojít k rozdílu mezi majetkem, který je nabízen, a rozsahem majetku, který je poptáván.

Kupující bude ochoten zaplatit za provozně nutný majetek plus různý rozsah nadbytečného majetku a prodávající bude vycházet z celkové hodnoty majetku ze svého hlediska krácené o majetek, který si hodlá v různých variantách ponechat. Dohoda je pak v rámci číselného příkladu možná jen v situaci, kdy je kupující ochoten převzít i část nepotřebného majetku a prodávající bude ochoten si část neprovozního majetku ponechat a prodat sám. Připomeňme, že ocenění může být u obou složek rozdílné. Zda výsledek odpovídá i paretovu optimu, záleží dle autora především na otevřenosti obou stran. Důležité je, že pokud vezmeme v úvahu více než jedno kritérium EW, může to výrazně zvětšit prostor pro jednání a poskytnout oběma stranám možnost získat více prospěchu, než když budou pracovat pouze s jednodimenzionální EW.

Odhad EW založený na dvou dimenzích – současné hodnotě a garanci pracovních míst

Tato situace odpovídá privatizaci státních podniků, kdy bývá kladen důraz na více než jedno kritérium, tedy cenu. Autor tuto situaci rozebírá primárně z hlediska poptávajícího, tedy z hlediska soukromého subjektu. Stát zde požaduje splnění řady požadavků, jako jsou například:

- cena a její modifikace,
- udržení zaměstnanosti,
- závazky investovat do podniku,
- penalizace při neplnění závazků.

Autor se při dalším pojednání omezuje pouze na dva parametry – na cenu a pracovní místa. Tyto parametry jsou však důležité především pro stát jako prodejce, kupce zajímá jen finanční přebytek. Tím se problém z hlediska kupce samozřejmě zjednodušuje. Matschke zde poukazuje na skutečnost, že při jednání často dochází k situaci, že jedna strana může druhé vyhovět v určité záležitosti, aniž by tím utrpěla nějakou újmu. Nicméně může této okolnosti využít k získání ústupků v jiných oblastech.

V případě pracovních míst se situace mění v tom smyslu, že EW nabyvatele lze vyjádřit jednodušeji jako cenu sníženou o vícenáklady vyvolané případným zaměstnáváním většího než potřebného počtu pracovníků, naproti tomu u státních orgánů je nutno kalkulovat, jakou srážku z maximální možné ceny jsou ochotny přijmout, když budou garantována pracovní místa.

Závěr

Stat' Matschkeho na první pohled zdánlivě mnoho nového nepřináší. Její jádro spočívá v tom, že formalizuje pohledy na vyjednávání při koupi a prodeji podniku. Podle našeho názoru je však třeba ji hodnotit ze širšího hlediska. Jde o to, že v současné etapě vývoje je třeba poněkud upustit od nekritického přejímání všeho, co k nám přichází ze světa a co nemusí tak zcela odpovídat našim podmínkám. Týká se pro především konceptu tržní hodnoty jako obvyklého výsledku při oceňování podniku. První krok v tomto směru je disertace T. Krabce (2008) zaměřená na teoretické základy tržní hodnoty jako rovnovážné ceny, jejímž výsledkem je první zpochybnění klasického konceptu tržní hodnoty v rámci oceňování podniku, zejména v našich podmínkách. Pokud ovšem začneme klást otázky nad tržní hodnotu, je třeba nabídnout alternativu, a tou je, podle našeho názoru, například učení Kolínské školy, jemuž právě Matschke věnoval značnou pozornost. Dokumentuje to – mimo jiné, jeho poslední velká práce Unternehmensbewertung (Matschke 2007). V tomto kontextu nabývají i dřívější statě tohoto autora na významu, poněvadž jsou prvními kroky k rozvinutí širšího pohledu na chápání fundamentálního pojmu Kolínské školy, a tím je hraniční hodnota, či hodnota pro rozhodování. Její pojetí jako vícerozměrné veličiny představené v článku pak nabývá v tomto kontextu značný význam.

Literatura

- [1] Krabec, T. (2008): *Standardizace oceňování v mezinárodní komparaci: teoreticko-institucionální pohled*. Disertační práce, Praha, VŠE, 2008.
- [2] Matschke, M. J. (1993): *Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung*. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1993, roč. 45, č. 1, s. 1-24.
- [3] Matschke, M. J. (2007): *Unternehmensbewertung (Funktionene – Methoden – Grundsätze)*. Berlin, Gabler, 2007.

Několik zásadních poznámek k odhadům vícedimensionálních hodnot podniku pro rozhodování o koupi a prodeji

Miloš Mařík

ABSTRAKT

Obsah posuzovaného článku je zaměřen na rozpracování kategorie hraniční hodnoty, která je zde chápána jako veličina s více dimenzemi. V rámci přípravy na jednání o prodeji podniku si partneři musejí vyjasnit nejen hraniční cenu, ale i ostatní vyjednávací parametry, a to tak, aby se jejich blahobyt v případě uskutečnění transakce pokud možno zvýšil oproti situaci, kdyby transakci neuskutečnili. V této obecné poloze má model hraniční hodnoty pouze teoretický význam, ale lze jej chápat jako první krok k dalšímu rozvinutí teorií Kolínské školy.

Klíčová slova: Hodnota; Oceňování podniku; Hraniční hodnota; Kolínská škola.

Some Essential Notes on Estimation of Multidimensional Business Values for Decision-making about Purchase and Sale

ABSTRACT

The reviewed article focuses on elaboration of the boundary value category that is viewed as a quantity with more dimensions. Within preparation for bargaining during sale of a firm, partners must clear up not only the boundary value but also other bargain parameters. They must do it in such way that will increase their wealth in comparison with situation when the transaction is not realized. In this general position the boundary model has only theoretical sense but it can be viewed as the first step toward further development of Koln school theories.

Key words: Value; Business valuation; Boundary value; Koln school.

JEL classification: G12, G30.