

Srovnání hodnot amerických insolventních firem odhadnutých podle restrukturalizačního plánu s hodnotami na kapitálovém trhu[#]

(Diskuse k článku: Gilson, Stuart C. – Hotchkiss, Edith S. – Ruback, Richard S.: *Valuation of bankrupt Firms*. The Review of Financial Studies, Spring 2000, roč. 13, č. 1, s. 43-74.)

Pavla Maříková*

Autoři v článku uveřejnili výsledky své studie, ve které zkoumali **vztah mezi tržní hodnotou firem dosahovanou na kapitálovém trhu s hodnotami zjištěnými pomocí několika oceňovacích metod**. K tomuto záměru použili firmy veřejně obchodované na kapitálových trzích, které se ale dostaly do finančních potíží a prošly procedurou podle Kap. 11 amerického Konkursního zákona. V rámci tohoto procesu tyto firmy provádějí finanční restrukturalizaci, při které přeměňují část svého dluhu na určité formy vlastního kapitálu, což jim umožňuje fungovat dále. Z hlediska dané studie však bylo zřejmě podstatné, že firmy při tomto procesu musí sestavit reorganizační plány obsahující prognózy jejich vývoje po restrukturalizaci a že tyto plány jsou pak přístupné i externím uživatelům. Autoři článku je proto mohli využít jako podklad zejména pro výnosové ocenění zkoumaných firem.

Do výzkumu byly vybrány **veřejně obchodované firmy, které podstoupily restrukturalizaci podle Konkursního zákona v letech 1984 až 1993**. Zároveň bylo třeba, aby se jednalo o firmy, které **zveřejnily prognózu minimálně na dva roky** a poskytly dostatek podkladů pro výnosové ocenění. Tato kritéria nakonec splnilo **63 firem** s tím ovšem, že kvalita jejich prognóz byla různá. Autoři uvádějí i zajímavý postřeh, že ke konci zkoumaného časového období roste kvalita a podrobnost prognózy a informací poskytovaných firmami vstupujícími do restrukturalizace. Podle uvedených charakteristik zkoumaného vzorku je patrné, že některé prognózy byly sestaveny až na 10 let.

Takto vybrané firmy potom autoři ocenili, a to na úrovni vlastního a cizího kapitálu celkem (v naší terminologii tedy na úrovni hodnoty podniku brutto). Pro ocenění byly použity tyto metody:

- **Výnosová metoda** vycházející z prognózovaných peněžních toků, a to konkrétně metoda tzv. kapitálových peněžních toků (angl. capital cash flow). Byla přitom použita dvoufázová metoda, kdy první fáze byla založena na prognózách sestavených managementem firem a druhá fáze předpokládala nekonečný růst. Tempo růstu ve druhé fázi zvolili autoři jednotně pro všechny firmy na úrovni 4 %. Diskontní míra byla stanovena pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv s tím, že koeficient beta pro vlastní kapitál byl určen na úrovni nezadluženého beta za odvětví, ve kterém oceňovaná firma působila, a to na základě minulých měsíčních výnosností za období 60 měsíců před provedením restrukturalizace. Pro použitý model kapitálového cash flow však bylo

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* registrační číslo MSM 6128439903

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

zapotřebí použít i koeficienty beta dluhu a prioritních akcií. Podobně jako u tempa růstu i zde přijali autoři určitý předpoklad – oba koeficienty zvolili jednotně na úrovni 0,25.

- **Metoda tržního porovnání**, pro kterou byl použit násobitel tržní hodnota podniku celkem ku EBITDA (zisk před úroky, daní, odpisy a amortizací). Pro výpočet byly použity mediány násobitele za dané odvětví a hodnoty EBITDA oceňovaného podniku buď pro první prognózovaný rok, nebo v případě, že se očekávala EBITDA zpočátku záporná, tak první kladná hodnota EBITDA v prognóze.
- **Nové účetní hodnoty** u firem, které podstoupily restrukturalizaci podle Konkursního zákona po 1. 1. 1991. Od této doby mají totiž v určitých případech povinnost přecenit svá aktiva a závazky k datu restrukturalizace. Tyto nové hodnoty odhadují manažeři a účetní firem obecně pomocí metody diskontovaných peněžních toků a metody tržního porovnání.

Vedle takto odhadnutých hodnot pak autoři zjišťovali **přímo tržní hodnotu firem**. Tato tržní hodnota byla stanovena jako součet tržní kapitalizace a nominálních hodnot dluhu a přednostních akcií. Tržní kapitalizace vycházela z cen akcií skutečně dosahovaných na kapitálovém trhu při jejich prvním obchodování po provedení restrukturalizace, a pak ještě po 1, 3 a 6 měsících pro případ, že by při prvním obchodování byla cena akcií stlačena převisem nabídky způsobeným tím, že původní věřitelé firmy, kteří dostali za svůj dluh určité formy vlastního kapitálu, se je snaží po restrukturalizaci rychle zpeněžit.

Tržní hodnoty a hodnoty odhadnuté třemi uvedenými postupy byly porovnány mezi sebou. Byly vypočítány oceňovací chyby, a to jako přirozený logaritmus poměru odhadnutá hodnota/tržní hodnota. Z řady statistických údajů, které autoři studie uvádějí, můžeme zmínit alespoň některé hlavní.

Tab. 1: Oceňovací chyba – logaritmus poměru Odhadnutá hodnota/Tržní hodnota

	Diskontované kapitálové cash flow	Tržní porovnání	Nové účetní hodnoty
Medián	-0,6 %	4,7 %	-3,2 %
Průměr	-9,1 %	-10,4 %	-4,7 %
Směrodatná odchylka	54,6 %	79,4 %	23,4 %
Minimum	-173,5 %	-269,3 %	-66,0 %
Maximum	95,2 %	115,8 %	48,8 %

Je třeba ocenit, že autoři také neopomněli udělat **analýzu citlivosti** zjištěných výsledků na změny především diskontní míry a tempa růstu ve druhé fázi, ve kterých museli přijmout určité zjednodušující předpoklady.

Autoři konstatují, že rozpětí chyb, tj. rozdílu mezi odhadnutou hodnotou a tržní hodnotou dosaženou na trhu, je poměrně vysoké. Ve studii se zabývají i **analýzou pravděpodobných příčin těchto chyb**. Za hlavní označují tyto:

- Restrukturalizace podle Konkursního zákona je administrativní proces, který se liší od běžného obchodování na kapitálovém trhu. Projevuje se to například v menší motivaci účastníků trhu ke získávání informací o těchto firmách. Kvalita a kvantita informací o těchto firmách je tedy menší než u prosperujících firem.

- Při tomto administrativním procesu často dochází k záměrným „úpravám“ jak plánu, tak přeceněných hodnot pro účetnictví ze strategických důvodů. Konkrétních důvodů je řada, například:
 - Významnou roli hraje poměr vyjednávací síly zajištěných věřitelů (kteří mají obvykle zájem, aby odhadnutá hodnota firmy byla spíše nižší) a nezajištěných věřitelů (kteří mají zájem spíše na vyšším ocenění firmy), protože na vyšší odhadnuté hodnoty pak závisí výše protihodnoty rozdělené jednotlivým věřitelům, která se v tomto případě provádí například ve formě akcií.
 - Z podobných důvodů hraje roli i skutečnost, zda vrcholoví manažeři, kteří se podílejí na sestavování restrukturalizačních plánů, mají ve firmě vlastnické podíly, atd.

Uvedená studie je velmi zajímavá a **za povšimnutí stojí hned několik jejích aspektů:**

1. Podobné porovnání hodnot podniků stanovených odhadcem se „skutečnými“ cenami dosahovanými na trhu je v současných českých podmínkách jen těžko uskutečnitelné. Problém by byl jak se zjišťováním cen na trhu z důvodu malého počtu obchodovaných firem a malé rozvinutosti kapitálového trhu, tak zejména se sháněním ocenění nebo alespoň podkladů, na základě kterých by ocenění bylo možno provést. Znalecké posudky s oceněními podniků jsou považovány za důvěrné informace a finanční plány podniky buď vůbec nesestavují, nebo je každopádně nezveřejňují. V úvahu by přicházelo pouze pokusit se pro jednotlivé alespoň trochu obchodované firmy sestavit vlastní prognózy pouze na základě zveřejňovaných dat a výhledů vývoje daného odvětví. Tento postup by byl ale velice pracný, takže by se těžko dal realizovat pro větší vzorek firem. Proto jsou výsledky studie pro nás zajímavé i přesto, že vycházejí z jiných podmínek a jsou zatíženy nepřesnostmi a zkresleními.
2. Autoři správně analyzují řadu konkrétních příčin rozdílů mezi „skutečnou“ a „odhadnutou“ cenou, ale nezmiňují se o tom, že zde nastává nesoulad už i z hlediska posuzovaných kategorií hodnoty (International Valuation Standards Committee, 2005). Ceny dosahované na kapitálovém trhu by měly být poměřovány s tržními hodnotami. Především výnosové ocenění a přecenění majetku a závazků pro účetnictví vychází z podkladů zpracovaných managementem podniku (s výjimkou odhadu diskontní míry), a proto se podle mého názoru nemůže jednat o tržní hodnotu, ale o investiční ocenění z pohledu konkrétního investora. Tržní hodnotě se trochu více blíží ocenění metodou tržního porovnání, ale i zde je použita hodnota EBITDA z plánu sestaveného managementem.
3. Z tohoto hlediska je ovšem velmi pozoruhodné, že metoda tržního porovnání vykazovala vyšší chyby než zbývající dvě metody. Určitou příčinu je možno hledat například v tom, že byl použit vždy medián hodnot násobitele v odvětví a nebyla zřejmě provedena podrobnější srovnávací analýza oceňované firmy s ostatními firmami v odvětví, která by mohla ukázat na vhodnost použití hodnoty násobitele vyšší nebo nižší než je medián.
4. Autoři sami sice zjištěné rozpětí chyb označují za velké, ale je třeba si uvědomit, že se jedná o ověření výsledku určité oceňovací metody na skutečném trhu, a to ještě u firem ve specifické situaci. Mám obavu, že kdybychom v našich podmínkách mezi sebou porovnali několik ocenění „normální“ prosperující firmy provedených nezávislými odhadci, mohli bychom dospět v řadě případů ještě k větším rozdílům. Z tohoto úhlu pohledu mi chyby zjištěné ve studii nepřípadají tak velké a zejména mediány chyb pohybující se mezi -0,6 % až 4,7 % považuji spíše za úspěch provedených ocenění. Jedná se sice

o logaritmizované hodnoty, pokud bychom je ale převedli na absolutní poměry Odhadnutá hodnota / Tržní hodnota, bylo by odpovídající rozpětí mediánů od 0,994 do 1,048, což je velmi malý rozdíl mezi oběma hodnotami.

5. Za povšimnutí stojí i netradiční metoda použitá pro výnosové ocenění. Zatímco v naší (ale nejen v naší) oceňovací praxi se používají varianty metody DCF entity a DCF equity a zejména teorie se zabývá případně metodou DCF APV, metoda diskontovaného kapitálového cash flow příliš známá není. Kapitálové cash flow je počítáno pomocí vzorce:

$$CCF = \text{Čistý zisk} + \text{Peněžní úpravy} + \text{Úroky}, \quad (1)$$

kde CCF = kapitálové cash flow,
 Peněžní úpravy = přičtení odpisů, amortizace, odložených daní, čistých zisků z prodeje majetku a odečtení investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Kapitálové peněžní toky tedy představují peněžní toky pro všechny držitele podnikového kapitálu a zahrnují i daňové úspory z placených úroků. Tyto peněžní toky jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu za předpokladu nulového zadlužení. Metoda je tedy velmi podobná metodě DCF APV, ovšem s tím rozdílem, že u metody DCF APV je zvlášť vyčleněno ocenění daňových úspor plynoucích z placených úroků a tyto úspory jsou obvykle diskontovány náklady cizího kapitálu. U metody kapitálového cash flow jsou diskontovány nezadluženými náklady vlastního kapitálu stejně jako ostatní součásti peněžních toků. Model kapitálových peněžních toků předpokládá udržování stabilní kapitálové struktury, a proto je předpokládána velikost daňových úspor z úroků skutečně zatížena stejným rizikem jako celá firma.

Autoři studie zdůvodňují vhodnost tohoto přístupu tím, že je snáze použitelná, protože jednak kapitálová struktura se v období po restrukturalizaci mění a obvyklý přístup založený na volných peněžních tocích a průměrných vážených nákladech kapitálu by vyžadoval přepočtení diskontní míry pro každý rok zvlášť, jednak je vhodnější vzhledem ke složitější daňové situaci posuzovaných firem (časté jsou vysoké ztráty, které se částečně mohou daňově přenášet do budoucích období).

K tomuto můžeme poznamenat, že metoda může být skutečně jednodušší při hromadném použití pro větší vzorek firem a usnadňuje zacházení s daňovým štítem. Podle mého názoru je však otázkou, zda je předpoklad stabilní kapitálové struktury vhodný právě pro případ firem v období výrazných změn v kapitálové struktuře. Je poněkud sporné, zda argument měnící se kapitálové struktury má být uváděn pro podporu použití zjednodušujícího předpokladu, nebo zda by naopak měl být důvodem ke stanovení diskontní míry při měnící se kapitálové struktuře. Ocenění je pak samozřejmě o něco pracnější, ale při použití výpočetní techniky není neschůdné.

Literatura

- [1] Gilson, S C. – Hotchkiss, E. S. – Ruback, R. S. (2000): *Valuation of Bankrupt Firms*. The Review of Financial Studies, 2000, roč. 12, č. 1, s. 43-74.
- [2] International Valuation Standards Committee (2005): *International Valuation Standards* (2005). London, Appraisal Institute, 2005.

Srovnání hodnot amerických insolventních firem odhadnutých podle restrukturalizačního plánu s hodnotami na kapitálovém trhu

Pavla Maříková

ABSTRAKT

Obsahem příspěvku je stručná charakteristika a diskuse k zajímavé studii zkoumající rozdíly v hodnotách firem zjištěných oceňovacími metodami oproti jejich tržním hodnotám vycházejících ze skutečných cen akcií na kapitálových trzích. Studie byla provedena na vzorku firem, které prošly finanční restrukturalizací podle amerického Konkursního zákona. Příspěvek upozorňuje na vybrané aspekty této studie i na některá problematická místa.

Klíčová slova: Hodnota; Oceňování podniku; Insolventní firma.

Comparison of US Bankrupt Firms Values Derived from Reorganization Plans with Values Achieved on Capital Markets

ABSTRACT

The contribution describes and discusses an interesting study that examines differences between firms' values estimated using valuation methods and their market values based on stock prices achieved on capital markets. The research was made on a sample of firms that reorganize under the Bankruptcy Code. The contribution underlines some chosen aspects and also some possible problems of the study.

Key words: Value; Business valuation; Bankrupt firm.

JEL classification: G30.