

Autorský kolektiv:

prof. Ing. Miloš Mařík, CSc. – vedoucí autorského kolektivu  
kapitola 1 až 14  
doc. Ing. Pavla Maříková, CSc. kapitola 1 až 14  
Ing. Tomáš Buus, Ph.D. kapitola 15  
Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D. kapitola 16

Recenze knihy: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová, DrSc.

Vydání knihy bylo schváleno vědeckou radou nakladatelství.

*Všechna práva vyhrazena. Žádná část této knihy nesmí být reprodukována žádnou formou, elektronickým, optickým, audio, mechanickým či jiným způsobem, včetně systémů na ukládání a vyhledávání informací, bez písemného souhlasu vydavatele.*

## **METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ Hlubší pohled na vybrané problémy**

Miloš Mařík a kolektiv

3. upravené vydání – 2023

Vydalo nakladatelství Ekopress, s. r. o.  
K Oboře 578, Osnice, Jesenice  
Odpovědná redaktorka Iva Kapcová  
Obálka a sazba Karel Novák  
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

**[www.ekopress.cz](http://www.ekopress.cz)**

---

© prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Ing. Tomáš Buus, Ph.D.,  
Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D., 2023

© Ekopress, s. r. o., 2023

---

ISBN 978-80-87865-89-7

Autorský kolektiv:

prof. Ing. Miloš Mařík, CSc. – vedoucí autorského kolektivu kapitola 1 až 14  
doc. Ing. Pavla Maříková, CSc. kapitola 1 až 14  
Ing. Tomáš Buus, Ph.D. kapitola 15  
Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D. kapitola 16

Recenze knihy: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová, DrSc.

Vydání knihy bylo schváleno vědeckou radou nakladatelství.

*Všechna práva vyhrazena. Žádná část této knihy nesmí být reprodukována žádnou formou, elektronickým, optickým, audio, mechanickým či jiným způsobem, včetně systémů na ukládání a vyhledávání informací, bez písemného souhlasu vydavatele.*

## **METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ Hlubší pohled na vybrané problémy**

Miloš Mařík a kolektiv

3. upravené vydání – 2023

Vydalo nakladatelství Ekopress, s. r. o.  
K Oboře 578, Osnice, Jesenice  
Odpovědná redaktorka Iva Kapcová  
Obálka a sazba Karel Novák  
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

**[www.ekopress.cz](http://www.ekopress.cz)**

---

© prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Ing. Tomáš Buus, Ph.D.,  
Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D., 2023

© Ekopress, s. r. o., 2023

---

ISBN 978-80-87865-89-7

# Obsah

|            |    |
|------------|----|
| Úvod ..... | 13 |
|------------|----|

## ČÁST I – VÝNOSOVÉ METODY

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Metoda diskontovaných peněžních toků .....</b>  | <b>17</b> |
| 1.1 Varianty metody DCF .....   | 17        |
| 1.1.1 Metoda DCF entity .....   | 18        |
| A) Vymezení volných peněžních toků .....  | 18        |
| B) Diskontní míra .....   | 20        |
| C) Ocenění .....  | 20        |
| D) Výhody a nevýhody metody DCF entity .....  | 21        |
| 1.1.2 Metoda DCF equity .....   | 21        |
| A) Vymezení volných peněžních toků .....  | 21        |
| B) Diskontní míra .....   | 22        |
| C) Ocenění .....  | 22        |
| D) Výhody a nevýhody metody DCF equity .....  | 23        |
| 1.1.3 Metoda DCF APV .....  | 23        |
| A) První část – hodnota nezadlužené firmy .....   | 23        |
| B) Druhá část – hodnota daňového štítu .....  | 24        |
| C) Ocenění .....  | 24        |
| D) Výhody a nevýhody metody DCF APV .....   | 25        |
| 1.2 Hlubší pohledy na pokračující hodnotu .....   | 26        |
| 1.2.1 Vztah rentability investovaného kapitálu, rentability investic netto a tempa růstu .....                  | 27        |
| A) Rentabilita investic bude ve druhé fázi stejná jako rentabilita investovaného kapitálu ( $r_I = r_K$ ) ..... | 31        |
| B) Příklad, kdy je rentabilita investic nižší než rentabilita kapitálu ( $r_I < r_K$ ) ..                       | 31        |
| C) Příklad, kdy je rentabilita investic vyšší než rentabilita kapitálu ( $r_I > r_K$ ) ..                       | 36        |
| D) Porovnání výsledků .....   | 38        |
| 1.2.2 Vztah tempa růstu, odpisů a investic .....  | 42        |
| 1.2.3 Možné přístupy k odhadu parametrů pokračující hodnoty .....   | 47        |
| A) Konvergenční procesy a tempo růstu $g$ .....   | 48        |
| B) Konvergenční procesy a rentabilita .....   | 50        |
| C) Jednoduchý konvergenční model .....  | 54        |
| D) Heuristický model A. Weilera .....   | 57        |
| <b>2. Metoda ekonomické přidané hodnoty .....</b>   | <b>73</b> |
| 2.1 Transformace účetních dat na ekonomický model v rámci konceptu EVA .....                                    | 74        |

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| 2.1.1 | Vyloučení neoperačních aktiv . . . . .                                       | 76  |
| 2.1.2 | Neúročené závazky . . . . .  | 77  |
| 2.1.3 | Přecenění aktiv . . . . .  | 78  |
|       | A) Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv . . . . .                              | 79  |
|       | B) Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku . . . . .                        | 79  |
| 2.1.4 | Goodwill vykázáný v rozvaze . . . . .  | 80  |
| 2.1.5 | Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky . . . . .             | 81  |
| 2.1.6 | Finanční leasing . . . . .   | 84  |
| 2.1.7 | Operativní leasing a nájem . . . . .   | 92  |
| 2.1.8 | Úprava daní v <i>NOPAT</i> . . . . .   | 92  |
| 2.1.9 | Rekapitulace úprav výkazů . . . . .  | 93  |
| 2.2   | Varianty metody EVA . . . . .  | 95  |
| 2.2.1 | Metoda EVA entity . . . . .  | 96  |
| 2.2.2 | Metoda EVA equity . . . . .  | 97  |
| 2.2.3 | Metoda EVA APV . . . . .   | 98  |
| 2.3   | Komplexní příklad na metodu EVA entity včetně úprav vstupních dat . . . . .  | 99  |
|       | A) Příprava úprav výkazů týkající se marketingu a leasingu . . . . .         | 101 |
|       | B) Úprava rozvahy, jejímž výsledkem jsou <i>NOA</i> . . . . .                | 103 |
|       | C) Úprava výsledku hospodaření, jejímž výsledkem bude <i>NOPAT</i> . . . . . | 105 |
|       | D) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu . . . . .                    | 105 |
|       | E) Výpočet <i>EVA</i> a ocenění metodou <i>EVA</i> k 1. 1. 2023 . . . . .    | 106 |

## ČÁST II – KAPITÁLOVÁ STRUKTURA A HODNOTA PODNIKU

|           |   |            |
|-----------|---|------------|
| <b>3.</b> | <b>Teorie vlivu zadlužení podniku na jeho hodnotu . . . . .</b>           | <b>111</b> |
| 3.1       | Naivní model . . . . .  | 111        |
| 3.2       | Tradiční model . . . . .  | 112        |
| 3.3       | Základní model Miller–Modigliani . . . . .                                | 113        |
| 3.4       | Upravený model Miller–Modigliani . . . . .                                | 118        |
| <b>4.</b> | <b>Způsoby stanovení struktury kapitálu při ocenění podniku . . . . .</b> | <b>123</b> |
| 4.1       | Cílová struktura . . . . .  | 124        |
| 4.2       | Iterační postup . . . . .   | 129        |
| 4.3       | Finanční strategie ve vazbě na diskontní míru . . . . .                   | 131        |
|           | 4.3.1 Strategie stabilní kapitálové struktury . . . . .                   | 131        |
|           | 4.3.2 Autonomní strategie financování . . . . .                           | 132        |
| 4.4       | Technika sladění kapitálové struktury při iteračním postupu . . . . .     | 132        |

## ČÁST III – VZÁJEMNÉ VZTAHY MEZI VÝNOSOVÝMI METODAMI

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| <b>5.</b> | <b>Vzájemná shoda variant metody DCF . . . . .</b>               | <b>145</b> |
| 5.1       | Obecné vztahy mezi variantami metody DCF . . . . .               | 145        |
| 5.2       | Vliv kapitálové struktury na shodu výsledků metody DCF . . . . . | 149        |
|           | 5.2.1 Stabilní cílová struktura kapitálu . . . . .               | 149        |

|   |  |            |
|---|--|------------|
| 5.2.2   | Iterační postup s reagenční funkcí založenou na modelu Millera a Modiglianiho . . . . .                              | 155        |
| 5.2.3   | Iterační postup s obecněji použitelnou reagenční funkcí. . . . .   | 156        |
| 5.2.4   | Analýza vlivu hlavních faktorů působících na velikost chyby plynoucí z nesprávně volené struktury kapitálu . . . . . | 162        |
| 5.3   | Diskontní míra pro úrokový daňový štít . . . . .   | 166        |
| 5.4   | Koeficient beta a jeho vliv na shodu výsledků metody DCF . . . . .   | 179        |
| 5.4.1   | Nejvíce rozšířená a zároveň nejvíce problematická funkce . . . . .   | 180        |
| 5.4.2   | Cizí kapitál není bezrizikový . . . . .  | 186        |
| 5.4.3   | Cizí kapitál nemá stabilní výši. . . . .   | 188        |
| 5.4.4   | Diskontní míra pro daňové štíty na úrovni $n_{VK(n)}$ . . . . .  | 192        |
| 5.4.5   | Univerzální reagenční funkce pro betu . . . . .  | 194        |
| 5.5   | Pokračující hodnota a vztah variant metody DCF. . . . .  | 197        |
| 5.6   | Závěr k vzájemnému vztahu variant metody DCF a reagenčním funkcím. . . . .   | 201        |
| <b>6.</b>                                     | <b>Metody DCF a EVA . . . . .</b>  | <b>207</b> |
| 6.1   | Obecné vazby mezi metodami DCF entity a EVA entity z hlediska teorie . . . . .                                       | 207        |
| 6.2   | Vztah mezi aktivy a náklady na jejich financování . . . . .  | 210        |
| 6.3   | Analýza vztahu ocenění pomocí DCF a EVA při praktickém použití . . . . .   | 214        |
| 6.3.1   | Úpravy společné pro metody DCF a EVA. . . . .  | 215        |
| 6.3.2   | Daň z příjmů . . . . .   | 221        |
| 6.3.3   | Nákladové rezervy. . . . .   | 221        |
| 6.3.4   | Aktivace nákladů s dlouhodobým účinkem. . . . .  | 226        |
| 6.3.5   | Úprava goodwillu . . . . .   | 231        |
| 6.3.6   | Přecenění majetku . . . . .  | 235        |
| 6.3.7   | Zahrnutí leasingu do rozvahy . . . . .   | 236        |
| 6.4   | Varianty EVA entity, EVA equity a EVA APV. . . . .   | 245        |
| 6.5   | Pokračující hodnota a vztah metody DCF a EVA. . . . .  | 251        |
| 6.6   | Závěr ke vztahu metody DCF a metody EVA. . . . .   | 257        |
| <b>7.</b>                                     | <b>Metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metody DCF a EVA. . . . .</b>  | <b>259</b> |
| 7.1   | Zásady pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů. . . . .   | 260        |
| 7.2   | Vliv investic a jejich financování na čisté výnosy k rozdělení . . . . .   | 264        |
| 7.2.1   | Investice financovaná neutrálně. . . . .   | 265        |
| 7.2.2   | Investice financovaná cizím kapitálem . . . . .  | 267        |
| 7.2.3   | Investice financovaná cizím i vlastním kapitálem. . . . .  | 271        |
| 7.2.4   | Obecné vztahy mezi metodou KČV a ostatními metodami. . . . .   | 275        |
| 7.3   | Závěr ke vztahu metody KČV k metodě DCF a EVA. . . . .   | 278        |
| <b>ČÁST IV – METODY ODHADU DISKONTNÍ MÍRY</b> |  |            |
| <b>8.</b>                                     | <b>Úvod k metodám odhadu diskontní míry . . . . .</b>  | <b>281</b> |
| <b>9.</b>                                     | <b>Symetrie v diskontní míře . . . . .</b>   | <b>285</b> |
| 9.1   | Symetrie z hlediska cen. . . . .   | 285        |

|            |  |            |
|------------|--|------------|
| 9.2        | Symetrie z hlediska daní   | 286        |
| 9.3        | Symetrie z hlediska investorů  | 288        |
| 9.4        | Symetrie z hlediska rizika   | 290        |
| 9.5        | Symetrie z hlediska času   | 291        |
| 9.6        | Symetrie z hlediska likvidnosti (mobility)   | 291        |
| <b>10.</b> | <b>Bezriziková výnosová míra</b>   | <b>293</b> |
| 10.1       | Vymezení pojmu bezrizikové výnosnosti  | 293        |
| 10.2       | Současná praxe v kalkulaci bezrizikové výnosnosti a její problémy                    | 294        |
| 10.2.1     | Prognóza $r_f$ na základě minulých výnosností státních dluhopisů                     | 294        |
| 10.2.2     | Prognózy $r_f$ založené na přímém pohledu do budoucnosti                             | 296        |
|            | A) Prognóza úrokových měr  | 296        |
|            | B) Použití aktuálních výnosností státních dluhopisů                                  | 296        |
|            | C) Spotové a další úrokové míry kapitálového trhu                                    | 298        |
| 10.3       | Variantní výnosové míry na finančním trhu  | 298        |
| 10.3.1     | Výnos do doby splatnosti kuponových obligací a jeho problémy                         | 299        |
| 10.3.2     | Spotové výnosové míry  | 300        |
| 10.3.3     | Výnos do doby splatnosti kuponových obligací, nebo spotové míry?                     | 302        |
| 10.3.4     | Implicitní termínové úrokové míry  | 307        |
| 10.3.5     | Bootstrapping – metoda odhadu spotových úrokových měr na základě kuponových obligací | 309        |
| 10.3.6     | Swapové úrokové míry   | 313        |
| 10.3.7     | Svenssonova metoda   | 321        |
| 10.4       | Odhad bezrizikové úrokové míry pro druhou fázi                                       | 322        |
| 10.4.1     | Způsoby odhadu $r_f$ pro druhou fázi   | 322        |
| 10.4.2     | Jednotná $r_f$ dopočtená z dvoufázového modelu                                       | 323        |
| 10.5       | Shrnutí k bezrizikové úrokové míře   | 325        |
| <b>11.</b> | <b>Tržní náklady vlastního kapitálu odvozené z minulých dat</b>                      | <b>329</b> |
| 11.1       | Model oceňování kapitálových aktiv   | 329        |
| 11.2       | Třífaktorový model Fama–French jako alternativa k modelu <i>CAPM</i>                 | 332        |
| 11.3       | Náklady vlastního kapitálu pro investora bez možnosti diverzifikace                  | 335        |
| <b>12.</b> | <b>Odhad nákladů vlastního kapitálu ex-ante</b>                                      | <b>339</b> |
| 12.1       | Možnosti prognózování koeficientu beta   | 340        |
| 12.1.1     | Prognóza $\beta$ na základě analýzy soustavy rizikových faktorů                      | 341        |
| 12.1.2     | Úpravy tržních historických beta pro účely prognózy                                  | 344        |
| 12.2       | Riziková prémie ex-ante  | 345        |
| 12.2.1     | Základní princip odhadu rizikové prémie ex-ante                                      | 345        |
| 12.2.2     | Dvoufázový dividendový diskontní model   | 347        |
| 12.2.3     | Dvoufázový model <i>FCFE</i> prof. Damodarana  | 349        |
| 12.2.4     | Modely založené na reziduálních ziscích  | 352        |
| 12.2.5     | Zhodnocení rizikové prémie ex-ante   | 355        |

|   |     |
|---|-----|
| <b>13. Metoda jistotních ekvivalentů</b>                                    | 357 |
| 13.1 Jistotní ekvivalent výnosů odvozený z individuálního postoje k riziku  | 357 |
| 13.1.1 Základní koncept jistotních ekvivalentů výnosů                       | 357 |
| 13.1.2 Srovnání metody jistotních ekvivalentů s metodou rizikových přírážek | 363 |
| 13.2 Jistotní ekvivalenty na základě tržních dat                            | 372 |

## ČÁST V – SPECIFICKÉ TYPY PODNIKŮ

|  |     |
|--|-----|
| <b>14. Podniky s omezenou perspektivou</b>                 | 379 |
| 14.1 Vymezení výnosově slabého podniku                     | 379 |
| 14.1.1 Klasické „evropské“ pojetí výnosově slabých podniků | 379 |
| 14.1.2 Širší pohled na výnosově slabé podniky              | 380 |
| A) Podnik jako předmět krizového řízení                    | 380 |
| B) Sanace, oceňování a rozhodování                         | 382 |
| 14.1.3 Zvláštní případy oceňování výnosově slabých podniků | 384 |
| A) Fungující podnik s omezenou budoucností                 | 384 |
| B) Ocenění pro strategického partnera                      | 385 |
| C) Orientační odhady                                       | 385 |
| 14.2 Amortizační hodnota                                   | 386 |
| 14.2.1 Základní principy amortizační hodnoty               | 386 |
| 14.2.2 Využití amortizační hodnoty                         | 388 |
| 14.2.3 Možná úskalí při použití amortizační hodnoty        | 389 |
| A) Varianty amortizační hodnoty a cizí kapitál             | 389 |
| B) Provozně nepotřebný majetek                             | 390 |
| <b>15. Oceňování koncernu</b>                              | 401 |
| 15.1 Koncerny v českém právním řádu                        | 401 |
| 15.1.1 Právní subjektivita koncernu a hodnota koncernu     | 402 |
| 15.1.2 Ovládání  | 403 |
| 15.1.3 Jednání ve shodě                                    | 403 |
| 15.1.4 Vlastní akcie, nemožnost výkonu hlasovacích práv    | 405 |
| 15.1.5 Smluvní koncern, ovládací smlouva                   | 409 |
| 15.2 Závěry  | 410 |
| 15.3 Aktiengesetz  | 411 |
| 15.4 Analýza typu koncernu                                 | 412 |
| 15.5 Přístupy k řízení koncernu                            | 414 |
| 15.5.1 Neholdingový typ řízení                             | 414 |
| 15.5.2 Holdingový typ řízení                               | 414 |
| 15.6 Specifika ocenění koncernu                            | 416 |
| 15.6.1 Ekonomická síla a vyjednávací pozice                | 416 |
| 15.6.2 Pracovní kapitál                                    | 416 |
| 15.6.3 Transferové ceny                                    | 418 |

|        |   |     |
|--------|---|-----|
| 15.6.4 | OECD Transfer pricing guidelines                              | 419 |
|        | A) Faktory determinující srovnatelnost transakcí či podniků   | 419 |
|        | B) Metody stanovení převodních cen podle Směrnice             | 421 |
| 15.6.5 | Synergické efekty   | 427 |
| 15.6.6 | Diskonty za diverzifikaci                                     | 427 |
| 15.6.7 | Tržní hodnota vs. hodnota užítí                               | 428 |
| 15.7   | Ocenění koncernu – po částech nebo vcelku?                    | 428 |
| 15.7.1 | Konsolidované účetní závěrky z pohledu oceňování              | 430 |
|        | A) Užití konsolidovaných závěrek při ocenění koncernu         | 430 |
|        | B) Účetní předpisy zobrazování podnikových kombinací          | 431 |
|        | C) Účetní metody při zobrazování podnikových kombinací        | 432 |
|        | D) Metody konsolidace a zobrazení hodnoty ekonomického celku  | 435 |
| 15.7.2 | Ocenění koncernu a daňové předpisy                            | 436 |
| 15.7.3 | Doporučený postup při analýze tržeb                           | 437 |
| 15.7.4 | Finanční analýza  | 438 |
| 15.7.5 | Finanční plán   | 439 |
| 15.8   | Výnosové ocenění koncernu                                     | 440 |
| 15.8.1 | <i>FCFF</i> , <i>CCFF</i> , <i>WACC</i> , daňové štíty, apod. | 443 |
| 15.8.2 | Náklady kapitálu koncernu                                     | 453 |
| 15.8.3 | Náklady kapitálu vs. ocenění koncernu v celku                 | 458 |
| 15.8.4 | Přízpůsobovací mechanismy                                     | 461 |
| 15.8.5 | Možné postupy odhadu nákladů kapitálu                         | 466 |
|        | A) Odhad nákladů kapitálu zdola nahoru                        | 467 |
|        | B) Problémy odhadu nákladů kapitálu zdola nahoru              | 468 |
| 15.8.6 | Specifické problémy nadnárodních koncernů                     | 471 |
|        | A) Volba měny pro bezrizikovou výnosnost při ocenění koncernu | 471 |
|        | B) Úroková parita, parita kupní síly                          | 473 |
|        | C) Daňová sazba u nadnárodního koncernu                       | 480 |
| 15.8.7 | Konsolidované výnosy (zisky, peněžní toky, <i>EVA</i> )       | 482 |
| 15.8.8 | Metody ocenění podniku založené na tržním porovnání           | 484 |
|        | A) Srovnatelnost podniků/transakcí                            | 485 |
|        | B) Limity ocenění metodou tržního porovnání po částech        | 486 |
|        | C) Možnosti ocenění koncernu, na základě srovnání, v celku    | 486 |
|        | D) Konsolidace a její dopady na srovnatelnost                 | 488 |
| 15.9   | Majetkové metody ocenění koncernu                             | 490 |
| 15.9.1 | Účetní hodnota  | 490 |
| 15.9.2 | Substanční hodnota  | 491 |
| 15.9.3 | Likvidační hodnota  | 491 |
| 15.10  | Srážky a přírázky   | 491 |



## ČÁST VI – OSTATNÍ

|  |     |
|--|-----|
| <b>16. Pohled do černé skříňky diskontů a premií</b> . . . . .   | 497 |
| 16.1 Teoretické kvantitativní modely diskontů za omezenou obchodovatelnost . . . . .   | 498 |
| 16.1.1 Kvantitativní model založený na evropské put-opci . . . . .   | 498 |
| 16.1.2 Kvantitativní model založený na analýze horní hranice nákladů<br>neobchodovatelnosti (na zpětné put opci) . . . . .   | 499 |
| 16.1.3 Kvantitativní model založený na asijské put-opci . . . . .  | 500 |
| 16.1.4 Kvantitativní model založený na požadované míře výnosnosti . . . . .  | 502 |
| 16.1.5 Kvantitativní model založený na rozkladu na ekonomické<br>komponenty . . . . .  | 502 |
| 16.1.6 Kvantitativní model založený na <i>CAPM</i> a rizikové<br>premií vlastního kapitálu . . . . .   | 503 |
| 16.1.7 Kvantitativní model založený na pravděpodobnostní funkci<br>získání likvidity v čase . . . . .  | 505 |
| 16.1.8 Závěry ke kvantitativním modelům diskontu<br>za omezenou obchodovatelnost . . . . .   | 507 |
| 16.2 Je obchodovatelná minorita ocenění na kontrolní úrovni nebo minoritní? . . . . .  | 512 |
| 16.3 Mercerova Integrovaná teorie oceňování podniků . . . . .  | 515 |
| A) Úroveň obchodovatelné minority . . . . .  | 515 |
| B) Úroveň finanční kontrolní . . . . .   | 516 |
| C) Úroveň strategická kontrolní . . . . .  | 520 |
| D) Úroveň neobchodovatelné minority . . . . .  | 522 |
| E) Závěry ke vztahu úrovní hodnot a kategorií hodnot . . . . .   | 523 |
| F) Závěry ke otázce rozdílné diskontní míry minoritních<br>a kontrolních akcionářů . . . . .   | 524 |
| 16.4 Co je pravou příčinou existence kontrolních premií a kde se bere<br>dodatečné očekávané <i>CF</i> kontrolních akcionářů? . . . . .                                    | 525 |
| 16.4.1 Trhy podílů a tržní struktura . . . . .   | 525 |
| 16.4.2 Odlišnosti v očekávaném peněžním toku . . . . .   | 527 |
| 16.5 Jaké jsou způsoby měření kontrolních premií a co přinášejí empirické<br>studie kontrolních premií pro odhad výše kontrolních premií<br>v praxi oceňovatele? . . . . . | 529 |
| 16.5.1 Studie porovnávající cenu akcií v majoritním balíku<br>s cenou minoritní neovlivněnou . . . . .   | 531 |
| A) Metodologie studie . . . . .  | 531 |
| B) Charakter prezentovaných dat . . . . .  | 532 |
| C) Příklad výsledků studie kontrolních premií Mergerstatu . . . . .  | 532 |
| D) Co obsahuje kontrolní premie Mergerstatu? . . . . .   | 533 |
| E) Závěry pro možnosti aplikace v podmínkách ČR . . . . .  | 533 |
| F) Vztah mezi kontrolní premií a diskontem za minoritu . . . . .   | 535 |
| 16.5.2 Studie založené na porovnání ceny majoritní s cenou<br>minoritní ovlivněnou, tzv. studie soukromých výhod kontroly . . . . .  | 535 |

|   |     |
|---|-----|
| A) Příčiny vzniku kontrolní prémie . . . . .  | 536 |
| B) Způsoby „přerozdělení“ mezi akcionáři v praxi . . . . .  | 536 |
| C) Metodologie studie . . . . .   | 537 |
| D) Problémy metodologie a možná zkreslení výsledků . . . . .  | 538 |
| E) Interpretace výsledků studie . . . . .   | 539 |
| F) Jak omezit výši soukromých výhod kontroly . . . . .  | 540 |
| 16.5.3 Studie hlasovacích práv . . . . .  | 541 |
| 16.5.4 Závěry k empirickým studiím kontrolní prémie . . . . .   | 542 |
| 16.6 Jaký je vztah mezi hodnotami na úrovni podílů k hodnotě<br>na úrovni podniku jako celku? . . . . . | 544 |
| 16.6.1 Tržní hodnota na úrovni akcionářů . . . . .  | 544 |
| 16.6.2 Tržní hodnota podniku jako celku při roztroušeném vlastnictví . . . . .                          | 546 |
| 16.7 Vliv obchodovatelnosti u kontrolních podílů na velikost kontrolní prémie . . . . .                 | 547 |
| 16.7.1 Model vlivu konkurenční struktury trhu kontrolního<br>podílu na kontrolní prémii . . . . .       | 547 |
| 16.7.2 Předpoklady modelu . . . . .   | 548 |
| 16.7.3 Koncepce modelu . . . . .  | 548 |
| 16.7.4 Výchozí situace . . . . .  | 549 |
| 16.7.5 Předakviziční situace před zveřejněním informace o akvizici . . . . .                            | 551 |
| 16.7.6 Předakviziční situace po zveřejnění informace o akvizici . . . . .                               | 553 |
| 16.7.7 Postakviziční situace . . . . .  | 557 |
| 16.7.8 Závěry k vlivu obchodovatelnosti u kontrolních podílů . . . . .                                  | 557 |
| A) Role akviziční ochrany minoritních akcionářů . . . . .   | 557 |
| B) Role tržní struktury na trhu majoritních podílů . . . . .  | 557 |
| 16.8 Černá skříňka pootevřena? . . . . .  | 558 |
| <b>Seznam literatury</b> . . . . .  | 561 |
| <b>Summary</b> . . . . .  | 569 |
| <b>Rejstřík</b> . . . . .   | 571 |

# Úvod

Vážení čtenáři,

již po léta se snažíme poskytnout české odhadcovské a znalecké obci vhodnou odbornou literaturu zaměřenou na zvláštní a dříve neznámou disciplínu, a tou je oceňování podniku. Oceňování podniku může někomu připadat, zvláště když si přečte některé posudky českých znalců, jako záležitost, která je poměrně jednoduchá, jako disciplína, kterou může klidně připojit ke svým ostatním, třeba technickým specializacím. Domníváme se však, že právě opak je pravdou. Ocenění podniku je syntézou podnikohospodářských oborů, ve které by se měly skloubit rozsáhlé poznatky podnikové ekonomiky, disciplín zaměřených na trh, daní a vlastních metod oceňování. Oceňování podniku je tedy svým způsobem královská disciplína a není jednoduché ji ovládnout skutečně do hloubky. Navíc se jedná o oblast, která se stále pohybuje vpřed, a není mnoho ekonomických témat, kterým bylo ve světě věnováno tolik publikací, jako právě oceňování podniku.

Můžeme říci, že jsme se po dlouhá léta snažili doplnit existující zahraniční nabídku odborných publikací v této oblasti. V první řadě to byly naše publikace zaměřené na výklad základních metod oceňování podniku, jejichž účelem bylo seznámit čtenáře srozumitelnou formou se základními přístupy k ocenění, zejména pak k ocenění v rámci znaleckých posudků. Na dané téma vyšly i jiné české publikace, např. prof. Kislingerové.

Znalecká obec se však za posledních třicet let posunula také kupředu, a proto vidíme potřebu vydávat i publikace, které jdou o něco dále. Z naší strany šlo zatím především o knihy zaměřené na odhad diskontní míry a ekonomické přidané hodnoty. Nyní se nám konečně podařilo naplnit slib, který jsme dali již před delší dobou, a předkládáme knihu, která se snaží jít do větší hloubky a volně tak navázat na předchozí publikaci Mařík M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní postupy a metody*, Ekopress (v současné době jde konkrétně o 4. vydání z roku 2018). Tuto výchozí publikaci v textu někdy označujeme pracovním jako „první díl“ a předkládanou publikaci jako „druhý díl“. Návaznost je však poměrně volná. V této publikaci sice už nejsou znovu vykládány základní věci, ale snažili jsme se text psát tak, aby byl pochopitelný i sám o sobě pro čtenáře, který má alespoň základní představu o oceňování.

Jádrem publikace je hlubší pohled na výnosové metody. Proto sem zařazujeme vysvětlení několika základních variant metody DCF včetně podrobnějšího rozboru tématu zatím u nás přehlíženého, a tím je tzv. pokračující hodnota. Vracíme se rovněž k metodě ekonomické přidané hodnoty a rozebíráme některé problémy s ní spojené. Za jedno z hlavních témat je pak možno považovat analýzu vlivu zadlužení podniku na jeho hodnotu a na způsoby stanovení struktury kapitálu při ocenění podniku. Snažíme se ukázat, že struktura kapitálu vyjádřená v tržních hodnotách je klíčovým bodem pro dosažení shody výsledků jednotlivých výnosových metod. Rozsáhlejší pasáž je pak věnována komplexnímu rozboru vztahů mezi hlavními výnosovými metodami, kterými jsou různé varianty metody DCF, metoda EVA a také metoda kapitalizovaných čistých výnosů, která je u nás poměrně často používána, bohužel ale nesprávně.

Značnou pozornost věnujeme i metodám odhadu diskontní míry včetně základních principů, na kterých by měl být tento odhad postaven. Například očekáváme, že do budoucni poroste význam alternativních odhadů bezrizikové výnosnosti, odhadů nákladů vlastního kapitálu ex-ante a metody jistotních ekvivalentů, a proto jim věnujeme značný prostor. V posledních

částech knihy se zabýváme oceňováním specifických typů podniků, tedy oceňování concernů a podniků s omezenou perspektivou. Samostatnou kapitolu pak věnujeme dalšímu prohloubení záležitosti, která činí v našich podmínkách značné problémy, a tou jsou diskonty a prémie při oceňování podniku.

Tato kniha je jedním z výstupů výzkumného záměru MSM 6138439903 *Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* a výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

Ke knize je vytvořena internetová podpora, která je umístěna na internetových stránkách vedoucího autorského kolektivu. Internetová adresa je následující:

buď přes hlavní stránku: **<http://nb.vse.cz/~marik> – odkaz „Podpora publikací“**  
 nebo přímo na adrese: **<http://nb.vse.cz/~marik/publik.htm>**  
 případně též z adresy: **<http://kfop.vse.cz> – Pro studenty – Hlavní literatura k předmětům Oceňování podniku**

V této internetové podpoře jsou především ke stažení soubory Excelu s většími příklady uvedenými v této knize. To čtenáři umožní jednak vidět řešení příkladu v celku, a jednak si bude moci prohlédnout a ověřit konkrétní vzorce a návaznosti mezi jednotlivými výpočty. Dále zde bude možné nalézt užitečné doplňky a aktualizace k této publikaci.

V tomto třetím vydání publikace byly oproti předchozím dvěma vydáním provedeny tyto úpravy:

- průběžné aktualizace ve stávajícím textu,
- návrh postupu při odhadu konkrétní výše diskontní míry pro úrokové daňové štíty (rozšíření kapitoly 5.3),
- rozpracování kompletní sady reagenčních funkcí pro přepočítání zadlužených koeficientů beta (kapitola 5.4); v současnosti v odborných publikacích i v praxi stále převažuje používání poměrně nevhodné funkce, proto považujeme za potřebné předložit funkce lepší,
- rozšíření kapitoly 12.2 pojednávající o odhadu rizikové premie kapitálového trhu postupem ex-ante, protože podle našeho názoru světová oceňovací praxe vykazuje viditelné tendence k přechodu od historických rizikových premií právě tímto směrem.

Věříme, že tato kniha pomůže dále kultivovat znaleckou praxi v České republice a bude i vhodnou pomůckou pro studium oceňování podniku, a to jak na vysokých školách, tak pro praktikující znalce.