

e1 Ekonomické listy

2 | 2012

- | | |
|----|---|
| 3 | Křehké a nerovnoměrné oživení světové ekonomiky po hluboké recesi |
| 20 | Změny mezinárodní ekonomické pozice ČR v období recese |
| 37 | Využití metody scénářů při oceňování podniku |
| 50 | Je synergie cestou ke zvýšení hodnoty podniku? |
| 62 | Možnosti určení hodnoty výrobních strojů a zařízení pro stanovení celkové hodnoty podniku |
| 73 | K některým problémům oceňování z pohledu právní praxe |

Obsah

Recenzované odborné stati

Křehké a nerovnoměrné oživení světové ekonomiky po hluboké recesi	3
Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.	
Změny mezinárodní ekonomické pozice ČR v období recese	20
Ing. Růžena Vintrová, DrSc.	
Využití metody scénářů při oceňování podniku	37
Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA	
Je synergie cestou ke zvýšení hodnoty podniku?	50
Ing. Lucie Kolečánková, Ph.D.	
Možnosti určení hodnoty výrobních strojů a zařízení pro stanovení celkové hodnoty podniku	62
Ing. Zdenka Volkánová	
K některým problémům oceňování z pohledu právní praxe	73
JUDr. Petr Zima	

Křehké a nerovnoměrné oživení světové ekonomiky po hluboké recesi

Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.

Úvod

Příspěvek se zabývá současnou hospodářskou situací ve světě a nejbližším výhledem, ovlivněným krizí finančního systému a hospodářskou recesí z let 2008 a 2009, která přinesla dlouhodobou hospodářskou stagnaci se značnými ztrátami ve výrobě, spotřebě, investicích a zahraničním obchodě. Vedla ke zvýšení nezaměstnanosti a zhoršení veřejných financí a její důsledky nebyly dosud překonány. Oživení je stále křehké a značně nerovnoměrné. Kritická se stala situace v evropském regionu, který se stal nejslabším článkem světové ekonomiky. Článek vychází z jarního vydání analýz publikovaných Mezinárodním měnovým fondem, Evropskou komisí a OECD.¹ Tyto publikace poskytují ucelený pohled na vývoj světové ekonomiky s prognózou na roky 2012 a 2013 a doporučeními pro hospodářskou politiku. Pozornost je věnována průběhu oživení v hlavních regionech světa, vysokým vládním deficitům a dluhům, finanční stabilitě, obtížné situaci na trhu práce, rostoucí inflaci a pokračující globální makroekonomické nerovnováze.

Nerovnoměrné oživení

Recese v letech 2008 a 2009 postihla převážnou většinu zemí světa a je označována za nejhlubší recesi v celém poválečném období. Předcházela jí

krize světového finančního systému, k níž vedla řada faktorů jako předcházející dostatek likvidity, nízké úrokové míry, silný růst úvěrů a cen aktiv (především nemovitostí) i poskytování půjček klientům neschopným splácení. Nepříznivě působily i složité kapitálové a vysoce rizikové operace s využitím sofistikovaných finančních nástrojů i nedostatečná transparentnost a regulace finančního trhu. V globálním a značně liberalizovaném finančním systému se krize přelávala z USA do Evropy a dalších zemí. I když existovaly náznaky neudržitelnosti dosavadního vývoje (přehřátí řady ekonomik, bubliny na finančních trzích, narůstání makroekonomických nerovnováh), analytici nebyli schopni včas rozpoznat hrozící nebezpečí, ekonomická teorie nebyla na kolaps finančních trhů připravena a v důsledku toho nebyla k dispozici ani odpovídající hospodářská politika.

Světový produkt se v roce 2009 snížil o 1,2 % po téměř 4% průměrném ročním růstu v letech 1999–2008 (viz OECD, 2012) a vyspělé země zaznamenaly nejhlubší propad ekonomické aktivity v celém poválečném období (HDP v zemích OECD poklesl o 3,8 %). Hloubka recese měřená meziročním poklesem HDP byla nejsilnější v první polovině roku 2009, kdy se podle sezónně upravených údajů HDP propadl v zemích EU-27

¹ IMF: *World Economic Outlook, April 2012*. ECFIN: *Spring Economic Forecast (2012)*. Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs 2012. OECD: *OECD Economic Outlook, No. 91, May 2012*.

o 5,5 %, v Japonsku o 7,9 % a v USA o 4,8 %. Délka recese se lišila podle zemí, ale většinou trvala čtyři až pět čtvrtletí. Krize vytvořila nepříznivé podmínky pro budoucí růst. Finanční systém byl otřesen, podnikům a domácnostem se nedostávaly úvěry, které potřebují k oživení investic a spotřeby a kritická se stala situace veřejných financí, jejichž deficity se staly neúnosné a vládní dluhy dosáhly velmi vysokých hodnot. Spojení globální finanční krize s hlubokou recesí učinilo recesi ve srovnání s předchozími výjimečnou nejen svou hloubkou, ale i svou délkou.

V roce 2010 došlo k oživení, které v první polovině roku bylo živeno obnovením zásob a pokračující prorůstovou makroekonomickou politikou, avšak v druhé polovině slábl silný vliv zásob a začala se uplatňovat politika fiskální konsolidace. Slušné tempo růstu se udrželo díky důvěře v trvalejší oživení, která vedla k růstu investic, spotřeby a zahraničního obchodu. Za celý rok vzrostl HDP v EU o 2 % a v USA o 3 %. Očekávalo se, že oživení bude mít trvalejší charakter a růst se bude postupně zvyšovat.

Rok 2011 měl slibný začátek, protože v prvním čtvrtletí byl růst HDP relativně vysoký, avšak v průběhu roku se tempo růstu snižovalo. Mezinárodní organizace v září 2011 zhoršily výhled vývoje ekonomické aktivity u většiny zemí a regionů světa. Důvodem byla nejen tendence klesajících temp růstu, ale i narůstající rizika budoucího vývoje. K nim patřila nestabilita na finančních trzích, vážná dluhová krize Řecka, Portugalska a Irsku, která se začala rozšiřovat na velké evropské ekonomiky (Španělsko a Itálie) s hrozícím nebezpečím pro banky držící dluhopisy ohrožených zemí, pokračující makroekonomická nerovnováha i obtížná situace na trhu práce. Zhoršila se důvěra

a zvýšila nejistota spotřebitelů a investorů. MMF svoji analýzu ze září 2011 (viz MMF, 2011) nazval „Zpomalující se růst a rostoucí rizika“ a upozorňoval, že ekonomické oživení je stále více nejisté.

Začátek roku 2012 potvrdil pesimistická očekávání, především v zemích EU, kde se ekonomická situace v některých zemích stala kritická a panují obavy, že v globalizovaném a vzájemně propojeném světě Evropa ohrožuje oživení i v dalších zemích. Předběžné údaje za první čtvrtletí roku 2012 ukazují, že evropská ekonomika stagnovala a v deseti zemích EU (včetně České republiky) došlo k poklesu HDP. Naproti tomu hospodářský růst USA měřený meziročním růstem HDP dosáhl hodnoty 2 %. Prognózy vývoje světové ekonomiky zpracované mezinárodními organizacemi na jaře 2012 předpovídají zhoršenou růstovou výkonnost ve většině regionů světa. Nejmarkantněji je to vidět v EU, kde by růst HDP v roce 2012 měl být nulový proti 1,6% růstu v roce 2011.

Je však třeba vidět, že prognózy budoucího růstu jsou v situaci rychle se měnících podmínek a značných rizik velmi obtížné a často se výrazně mění. Výhled MMF na rok 2012 očekával v dubnu 2011 růst světového HDP o 4,5 %, zatímco letošní jarní prognóza uvádí pouze 3,5 %. Přitom průměrná čísla za celou světovou ekonomiku či za její jednotlivé regiony skrývají značné rozdíly mezi zeměmi, které se v důsledku krize zvětšily. Na první pohled přijatelný růst světového produktu je značně ovlivněn vysokým růstem v rozvíjejících se a rozvojových zemích (předpokládané zvýšení HDP v roce 2012 a 2013 o 5,7 a 6 %). Naproti tomu oživení ve vyspělém světě by mělo být mírné (1,4 a 2 % v roce 2012 a 2013).² Avšak i v rámci vyspělých zemí je mož-

² OECD očekává mírně vyšší růst (1,8 % v roce 2012 a 2,2 % v roce 2013 – viz OECD Economic Outlook. No. 91, s. 14). Důvodem je očekávaný vyšší růst v USA.

né zaznamenat velký rozdíl mezi Spojenými státy, Evropskou unií a Japonskem (viz tabulka 1). Zatímco v případě USA MMF prognózuje více než 2% růst, Evropská unie by měla v roce 2012 stagnovat a teprve v roce 2013 zaznamenat mírný růst 1,3 %. Eurozóna by se měla v roce 2012 propadnout do recese.

Ve skupině **vyspělých zemí** se obavy z další možné recese po odeznění doplňování zásob

v roce 2012 mělo dojít k recesi (pokles HDP o 0,3 % způsobený recesí v šesti zemích eurozóny) a v roce 2013 pouze k mírnému oživení (růst HDP o 1 %). Japonská ekonomika byla silně zasažena zemětřesením v březnu 2011, avšak v roce 2012 dochází již k oživení podporovaném rekonstrukcí po škodách způsobených zemětřesením. V roce 2013 by mělo dojít k mírnému zpomalení tempa růstu v důsledku

Tabulka 1 ►

Prognóza hospodářského růstu podle MMF (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP – svět	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	4,1
USA	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4
EU	0,5	-4,2	2,0	1,6	0,0	1,3
Japonsko	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7
Čína	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8
Indie	6,2	6,6	10,6	7,2	6,9	7,3
Rusko	5,2	-7,8	4,3	4,3	4,0	3,9
Vyspělé země	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0
Rozvíjející se a rozvojové země	6,0	2,8	7,5	6,2	5,7	6,0
Objem světového obchodu	2,9	-10,5	12,9	5,8	4,0	5,6

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza MMF.

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 2.

a zpřísnění fiskální politiky ve většině zemí (především v USA) nenaplnily, protože začala růst domácí poptávka. Problémový se stal region Evropské unie, který zasáhla dluhová krize a některé země eurozóny (zejména její jižní křídlo) se dostaly do velmi vážné ekonomické situace. Evropská komise ve své prognóze z května 2012³ předpokládá za celek zemí EU v souladu s prognózou MMF stagnaci v roce 2012 a zvýšení HDP o 1,3 % v roce 2013. Pesimistická je však její předpověď pro eurozónu, kde by

slábnoucí vnější poptávky v Evropě, ale i v rozvíjejících se zemích.

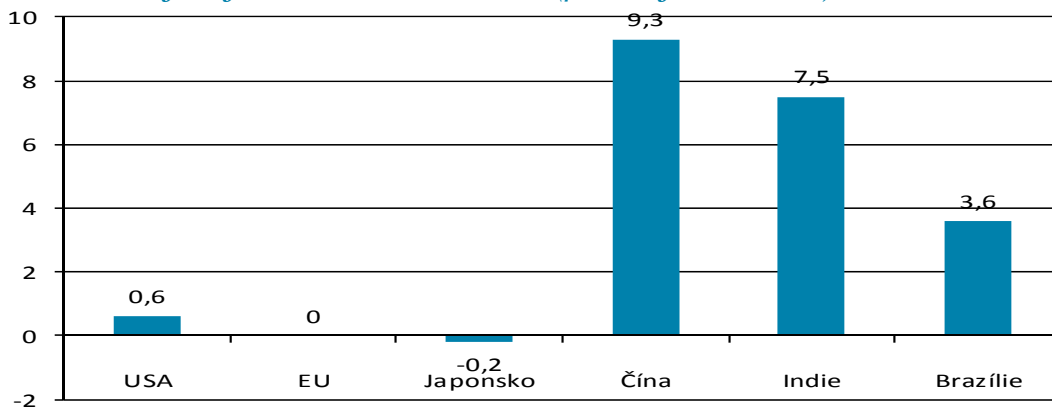
Zatímco v dekádě 1994–2003 bylo tempo hospodářského růstu totožné ve vyspělých a rozvíjejících se zemích (průměrný roční růst HDP 3,4 %), v dalších letech se staly tahounem světové ekonomiky **rozvíjející se a rozvojové země** (viz obrázek č. 1). V posledních pěti letech (2008–2012)⁴ dosahoval jejich průměrný roční růst 5,6 %, zatímco u vyspělých zemí pouhé 0,5 %. Díky jejich růstu v roce 2009 (2,8 %) nebyl

³ ECFIN: European Economic Forecast. Spring 2012. European Economy 1/2012, s. 10.

⁴ Růst HDP v roce 2012 je prognózou MMF.

Obrázek 1 ►

Růst HDP ve vybraných zemích v letech 2008–2012 (průměrný roční růst v %)



Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012.

propad světové ekonomické aktivity v tomto roce výraznější. Úlohu lokomotivy světové ekonomiky sehrály tyto země i v roce 2010 a 2011 (zvýšení HDP o 7,5 a 6,2 %). V letech 2012 a 2013 se počítá s tempem růstu pohybujícím se kolem 6 % (při zhruba polovičním podílu na světovém produktu by činil jejich příspěvek k růstu světového produktu 3 procentní body a zajišťoval by převážnou část růstu světové ekonomiky). Nejrychleji rostoucím regionem se stala rozvíjející se Asie (růst HDP v roce 2010 a 2011 o 9,7 a 7,8 %). V letech 2012 a 2013 by tempo růstu stále mělo přesahovat 7 %. Dominantní postavení v tomto regionu má Čína s dlouhodobým ekonomickým růstem pohybujícím se kolem 10 %, která se stala po USA druhou největší ekonomikou světa a její příspěvek ke světovému růstu byl v roce 2010 téměř třetinový. Nicméně i čínská ekonomika silně orientovaná na export pocítuje ochlazení světové ekonomiky a tempa růstu se snižují. Země Latin-

ské Ameriky v roce 2009 pocítily recesi (pokles HDP o 1,6 %), avšak v roce 2010 dosáhly relativně vysoký růst převyšující 6 %, který se však v roce 2011 snížil na 4,5 % a v roce 2012 by měl dále klesnout na 3,7 %.

V důsledku vysokého růstu a rostoucí váhy rozvíjejících se a rozvojových ekonomik se zvyšuje i jejich příspěvek ke světovému produktu, který má v roce 2012 činit 80 %. V roce 2011 se rozvíjející a rozvojové země podílely na světovém produktu 48,9 % a vyspělé země 51,1 %. Ekonomika USA vytvářela 19,1 % světového HDP a za ní následovala Čína a eurozóna se stejným podílem 14,3 %.⁵ Řadě rozvíjejících se a rozvojových zemí se podařilo diverzifikovat vývozy, posílit domácí poptávku a zlepšit institucionální prostředí. Vysoký růst zaznamenaly rozvíjející se země, u nichž nevznikla bublina na trhu bytů a nemovitostí a dopady finanční krize na reálnou ekonomiku nebyly tak silné

⁵ Váha zemí ve světovém HDP je vypočtena pomocí parity kupní síly (PPP), což zvyšuje význam méně vyspělých ekonomik v globálním růstu. Při uvažovaném růstu světového produktu v roce 2012 ve výši 3,5 % by příspěvek rozvíjejících se a rozvojových ekonomik byl téměř 80 % (5,7 x 0,489/3,5).

v důsledku nižší provázanosti s bankami vyspělých zemí a menší rozvinutosti finančního sektoru. Více byly postiženy země s vysokými deficity běžného účtu v důsledku zhoršených možností zahraničního financování. Negativně na vývoj méně vyvinutých zemí působí nedostatečná poptávka ve vyspělých zemích. Rizikem pro rychle rostoucí rozvíjející se země je pokles zahraniční poptávky, značný příliv zahraničního kapitálu, vytvoření bublin na trhu nemovitostí a akcií a vysoká míra inflace.

Po čtyřech letech od pádu banky Lehman Brothers v září 2008 stále nelze říci, že krize je zažehnána a je třeba počítat (alespoň ve vyspělých státech) s pozvolným ožíváním a nízkým tempem růstu. Důvodem je to, že potenciální produkt silně poklesl, investiční aktivita a inovační proces byl zbrzděn, finanční stabilita stále není zaručena, prostor pro podporu růstu fiskální a monetární politikou se výrazně snížil a byla otřesena důvěra podniků, domácností i bankovního systému. Objevila se však další rizika budoucího vývoje, jako jsou značný růst cen ropy a některých dalších komodit, pokračující globální nerovnováha, inflační tlaky, možné přehřátí některých rozvíjejících se ekonomik a narůstající sociální napětí. Zotavování z hospodářské krize bude proto dlouhodobé a nestejně silné v jednotlivých zemích. Ekonomická teorie ani hospodářská politika nejsou na řešení kritické situace dostatečně připraveny a obtížně hledají vyváženou politiku, která by vedla ke snížení makroekonomické nerovnováhy a zároveň by nepodlomila ekonomický růst. Chybí i užší mezinárodní koordinace hospodářské politiky a nejasnosti jsou i v otázkách regulace finanč-

ních trhů. Důležité je pokračování reform na trzích výrobků, služeb a práce, které by zvýšily konkurenceschopnost a potenciální produkt.

Vývoj ekonomiky USA

Americká ekonomika se koncem roku 2007 dostala do nehlubší a nejdelsí recese za posledních šedesát let.⁶ Ve druhé polovině roku 2008 zesílily vážné problémy finančního sektoru a pád investiční banky Lehman Brothers v září 2008 nastartoval silnou finanční nestabilitu nejen v USA, ale i na světových globálních trzích s vážnými dopady na reálnou ekonomiku. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a v prvním čtvrtletí 2009 HDP silně poklesl a teprve ve druhém čtvrtletí 2009 se propad ekonomické aktivity výrazně zpomalil. Americká vláda a centrální banka reagovaly na vážnou situaci masivní makroekonomickou intervencí spojenou s expanzivní fiskální a monetární politikou, které podporovaly domácí poptávku. Ohromné prostředky byly poskytnuty na stabilizaci finančního trhu. V únoru 2009 americká administrativa spustila fiskální stimulaci představující více než 5 % ročního HDP (787 mld. USD) pro období 2009–2011 a obsahující snížení daní, ohromné prostředky na veřejnou infrastrukturu, pomoc státům, zvýšené výdaje na vzdělání a sociální zabezpečení. Dříve nevídané uvolnění monetární politiky vedlo k postupnému snižování úrokových měr téměř na nulovou hodnotu v prosinci 2008.

Oživení nastalo ve druhé polovině roku 2009 zejména v důsledku silného růstu zásob a pokračovalo i v roce 2010, kdy začala růst i soukromá spotřeba a investice. Původně se předpokládalo, že oživení v roce 2010 bude velmi slabé (růst HDP pod 1 %), ale ve skutečnosti HDP vzrostl

⁶ Pro stanovení počátku recese v USA se nepoužívá kritérium dvou po sobě následujících mezičtvrtletních poklesů HDP, ale celá řada dalších ukazatelů, na základě jejichž vývoje komise Národního výboru pro ekonomický výzkum rozhodne, kdy recese začala.

o 3 % (příspěvek růstu zásob v tomto roce představoval 1,6 procentního bodu). V roce 2011 se růstová dynamika snížila na 1,7 % zejména v důsledku záporného vlivu zásob. Zeslábla však i fiskální stimulace a veřejná spotřeba se snížila o 1,2 %. Růst americké ekonomiky v tomto roce se opíral o výdaje domácností na konečnou spotřebu (soukromá spotřeba), a zejména o růst soukromých investic. Příspěvek zahraničního obchodu byl nulový. V souvislosti se zdroji růstu americké ekonomiky na poptávkové straně se uvádí, že minulý růst byl nezdravě založen především na růstu spotřeby, jejíž podíl na HDP se zvýšil ze 66,1 % HDP v roce 1990 na 70,6 % HDP v roce 2010. Umožnily to mimo jiné i půjčky domácnostem a nízká míra jejich úspor, což vedlo ke značnému zadlužení domácností. Nízká míra úspor domácností přispěla k tomu, že míra národních úspor byla značně nižší než míra investic a v důsledku toho vznikl vysoký schodek běžného účtu, který musel být financován zahraničními zdroji. USA se staly nejvíce zadluženou zemí světa. Hospodářská strategie navrhovaná americkou administrativou zdůrazňuje nezbytnost změny struktury růstu tak, aby se jejím tahounem staly investice a zahraniční obchod.⁷

Recese americké ekonomiky vedla k enormní ztrátě pracovních míst a vážným ekonomickým a sociálním problémem se stala vysoká míra nezaměstnanosti, která z dlouhodobě nízké úrovně (pod 5 % až do roku 2007) rychle rostla a dostala se až na 10% úroveň ve čtvrtém čtvrtletí 2009. V dalším vývoji začala růst zaměstnanost a míra nezaměstnanosti se postupně snižovala až na 8,3 % v březnu 2012. Nicméně její další snižování bude pomalé v důsledku mírného růstu zaměstnanosti. Pro rok 2013 MMF předpokládá její míru ve výši 7,9 %.

Míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen se dostala v roce 2009 na velmi nízkou úroveň a v červenci 2009 dosáhla dokonce záporných hodnot (-2,1 %). Za tímto vývojem stál útlum poptávky, vývoj cen na světových trzích, ale i vysoká srovnávací základna daná vysokými cenami komodit v červenci 2008. V roce 2010 se míra inflace dostala do kladných hodnot v důsledku oživení poptávky (viz tabulka 2). Zrychlení inflace v roce 2011 bylo způsobeno především silným růstem cen ropy a dalších komodit. Celkově se však předpokládá, že přebytečné kapacity a růst pod potenciálním tempem růstu se projeví v umírněné inflaci.

Tabulka 2 ▶

Základní ukazatele vývoje americké ekonomiky

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP (% růst)	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4
Spotřebitelské ceny (% růst)	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9
Míra nezaměstnanosti (%)	5,8	9,3	9,6	9,0	8,2	7,9
Deficit běžného účtu (% HDP)	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1
Vládní deficit (% HDP)	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	-6,3
Vládní dluh (% HDP)	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6	110,2

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza MMF.

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012.

⁷ Viz *Economic Report of the President. Washington: United States Government Printing Office 2011.*

Rizikovým faktorem vývoje americké ekonomiky se stal vysoký deficit veřejných financí, který se v letech 2009–2010 dostal na dvojcifernou hodnotu a jeho snižování se stalo obtížné. Souvisí to s hospodářskou politikou vlády, která neuplatňuje drastická úsporná opatření a její prioritou je podpora tvorby nových pracovních míst, která závisí na ekonomickém růstu. V důsledku vysokých vládních deficitů rychle roste i vládní dluh, který v roce 2011 překročil úroveň 100 % HDP a v dalších letech se bude dále zvyšovat. Postupné snižování vládního deficitu, který bude stále značně převyšovat (v % HDP) deficit v zemích EU, bude mít negativní ekonomické a sociální důsledky.

Dlouhodobým problémem americké ekonomiky je značná makroekonomická nerovnováha, která souvisí s nízkou tvorbou národních úspor, jež nestačí pokrýt domácí investice. Velmi nízkou míru úspor měly dlouhodobě americké domácnosti a teprve v době finanční krize a recese začaly více šetřit. Naopak, prudce se zhoršila míra úspor vlády. Deficit běžného účtu v roce 2006 dosáhl

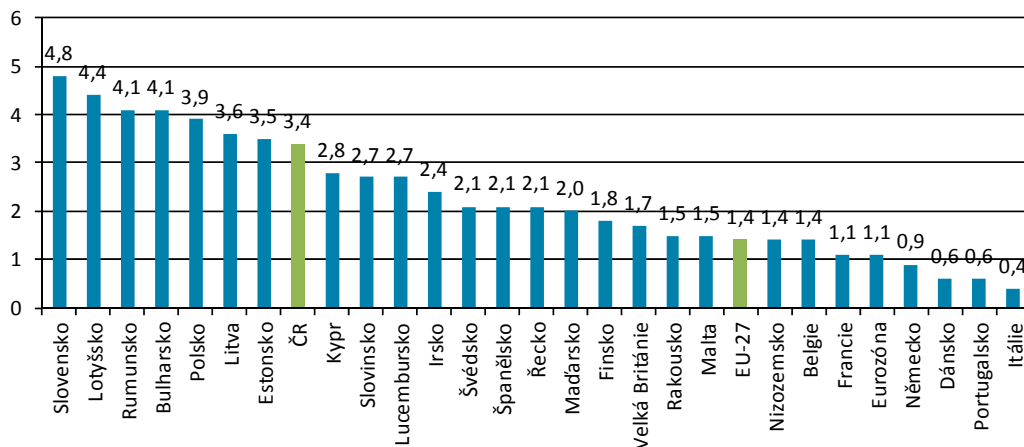
6 % HDP a v době oslabení ekonomické aktivity se postupně snižoval až na prakticky poloviční hodnoty v letech 2010 a 2011. Na zhruba 3% úrovni by měl zůstat i v letech 2012 a 2013. Ke snížení deficitu běžného účtu přispělo snížení deficitu obchodní bilance se zbožím a zvýšení přebytku ve službách. Významným faktorem bylo zlepšení vztahu mezi úsporami a investicemi, především v důsledku silného poklesu podílu investic na HDP (z 20,6 % HDP v roce 2006 na 14,7 % v roce 2009). Od roku 2010 míra investic mírně roste.

Evropská unie

Evropa patří z dlouhodobého hlediska k pomalu rostoucím regionům a v tomto směru zaostává za USA. V dekadě 1991–2000 dosáhl průměrný roční růst vyspělých zemí Evropy (EU-15) 2,2 %, zatímco růst americké ekonomiky činil 3,4 %. V dekadě 2001–2010 se tempa růstu sblížila (1,4 % v EU-27 a 1,6 % v USA), avšak na začátku nové dekadě je opět zřetelný předstih USA. Mezi zeměmi EU existují v růstové dynamice značné rozdíly (viz obrázek 2).

Obrázek 2 ▶

Růst HDP v EU-27, 2001–2010, stálé ceny (průměrný roční růst v %)



Pramen: ECFIN, Statistical Annex of European Economy, Spring 2012, s. 48–49.

V rámci EU-27 vyšší dynamiky dosahovaly nové členské země, avšak jejich malá váha v celkovém HDP EU příliš neovlivňovala růst agregovaného HDP EU-27, který je silně ovlivněn růstem ve velkých zemích EU (Německo, Francie, Itálie, Velká Británie a Španělsko).⁸ Nejrychleji rostoucí zemí v dekadě 2001–2010 bylo Slovensko (průměrný roční růst 4,8), následované pobaltskými státy, Rumunskem a Bulharskem. Značná závislost některých rychle rostoucích zemí na přílivu zahraničního kapitálu a na zahraničním obchodu je učinila více zranitelnými. V době globální finanční krize a recese světové ekonomiky to byly právě tyto země, které zaznamenaly nejhlubší propad ekonomické aktivity. Nejnižší růstovou dynamiku v dekadě 2001–2010 vykazovala Francie, Německo, Dánsko, Portugalsko a Itálie.

Recese v roce 2009 byla velmi hluboká (pokles HDP o 4,3 % za EU-27) a postihla všechny země s výjimkou Polska. Nejhlubší propad HDP v tomto roce zaznamenaly pobaltské státy, Slovensko a Irsko. Rok 2010 přinesl nadějně oživení (růst HDP o 2 %), avšak v průběhu roku 2011 se

tempo růstu snižovalo z 2,4 % v prvním čtvrtletí na 0,8 % ve čtvrtém čtvrtletí. Ukázalo se, že proces oživení bude v důsledku řady faktorů (dluhová krize, nedobrá situace bank, potřeba stabilizace veřejných financí) nesnadný, dlouhodobý a značně rozdílný v jednotlivých zemích. To potvrdil začátek roku 2012, kdy podle předběžných údajů za první čtvrtletí HDP za celek zemí EU stagnoval a řada zemí se propadla do recese.

Hospodářský vývoj v posledních pěti letech (2008–2012) ukazuje, že evropská ekonomika stagnovala.⁹ Nejsložitější je situace Řecka, kde pokles HDP trvá již pět let a kumulativní pokles HDP v roce 2012 proti roku 2007 bude činit 17,4 %. Kumulativní pokles za období 2008–2012 se očekává ve 13 zemích EU a kromě Řecka je značný i v Lotyšsku, Irsku, Estonsku, Portugalsku a Itálii. Nejlépe si v letech 2008–2012 vedlo Polsko následované Slovenskem. V České republice by měla být úroveň HDP v roce 2012 pouze o 2,6 % vyšší než v roce 2007.

Budoucí hospodářský růst bude ovlivněn mnoha faktory, jejichž vývoj lze obtížně předvídat. Nebezpečný je značný růst cen ropy

Tabulka 3 ►

Základní ukazatele vývoje Evropské unie

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP (% růst)	0,3	-4,3	2,0	1,5	0,0	1,3
Spotřebitelské ceny (% růst)	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,9
Míra nezaměstnanosti (%)	7,1	9,0	9,7	9,7	10,3	10,3
Deficit běžného účtu (% HDP)	-2,0	-0,8	-0,9	-0,7	-0,4	0,0
Vládní deficit (% HDP)	-2,4	-6,9	-6,5	-4,5	-3,6	-3,3
Vládní dluh (% HDP)	62,5	74,8	80,2	83,0	86,2	87,2

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza ECFINu.

Pramen: Spring Economic Forecast, May 2012, s. 25.

⁸ Podíl těchto pěti velkých zemí na celkovém HDP EU v roce 2010 činil 90 %.

⁹ Hodnota HDP za celek zemí EU (ve stálých cenách roku 2005) by měla být podle Eurostatu v roce 2012 dokonce malinko nižší než v roce 2007 a teprve v roce 2013 by měla být překročena úroveň roku 2007.

a dalších komodit, složitá situace finančního systému i nízká důvěra spotřebitelů a investorů v budoucí vývoj. Vážná zůstává dluhová krize v řadě evropských zemí, která si vynutila koordinovanou mezinárodní pomoc, na níž se podílí Evropská unie, Evropská centrální banka a Mezinárodní měnový fond. Ve složité situaci, v níž se evropská ekonomika nachází (nulový růst, vysoká nezaměstnanost a omezený prostor pro fiskální stimulaci), se jako nezbytné ukazuje urychlení strukturálních reforem, které by růst podpořily.

Vývoj základních makroekonomických ukazatelů obsahuje tabulka 3. Z ní je patrné, že i při oživení ekonomického růstu zůstává tíživá situace na trhu práce a ve veřejných financích, které musí počítat s růstem vládního dluhu.

Vysoké vládní deficity a dluhy

Nejhorší poválečná recese výrazně zhoršila veřejné finance a vývoj veřejných financí spojený s prudkým nárůstem vládního deficitu a dluhu se stal rizikovým faktorem vývoje většiny vyspělých zemí. Finanční krize a recese vedly na jedné straně ke snížení daňových příjmů a na druhé straně k růstu rozpočtových výdajů spojených s rostoucí nezaměstnaností, sanací bank a fiskální stimulací poptávky. Zhoršená fiskální situace se odrazila na finančních trzích, ochotě soukromé-

ho sektoru financovat ohromné deficity a na rostoucích nákladech tohoto financování. Zvýšení deficitů veřejných financí se dostalo nad hranici dlouhodobé udržitelnosti fiskální stability a většína zemí musí realizovat úsporná opatření, která budou růst oslabovat.

Zvýšení rozpočtových deficitů nastalo již v roce 2008, avšak v roce 2009 se dostaly na nebyvale vysokou úroveň, která se ve velkých vyspělých ekonomikách přiblížila 10 % HDP a v USA, Japonsku a Velké Británii tuto úroveň překročila. Oživení v roce 2010 ve vyspělých zemích bylo větší, než se očekávalo na podzim 2009, což pomohlo snížit vládní deficity. Nižší tempo růstu HDP v roce 2011 a 2012 však již komplikuje snižování deficitů a vyžaduje přijímat nepopulární úsporná opatření. Rozdíly mezi zeměmi jsou však značné (viz tabulka 4).

Nebezpečný se stal nárůst vládního dluhu, který se ve vyspělých zemích dostal na nejvyšší úroveň od konce druhé světové války. Vládní dluh, který v podstatě představuje kumulované vládní deficity, se v roce 2011 proti roku 2008 zvýšil v USA o 27 procentních bodů a v eurozóně o 18 procentních bodů (viz tabulka 5). Nebezpečná se stala tendence dalšího růstu vládních dluhů. Nejvyšší dluh v roce 2013 by mělo mít z velkých vyspělých zemí Japonsko (241,1 %), následované USA (110,2 %). S růstem vládní-

Tabulka 4 ►

Deficit veřejných financí ve vybraných vyspělých zemích (v % HDP)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Velké vyspělé země	-4,5	-10,0	-8,7	-7,7	-6,8	-5,5
USA	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	-6,3
Japonsko	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-10,0	-8,7
Eurozóna	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,7
Německo	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8	-0,6
Velká Británie	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-8,0	-6,6

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 204.

Tabulka 5 ▶

Vládní dluh ve vybraných vyspělých zemích (v % HDP)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
USA	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6	110,2
Japonsko	191,8	210,2	215,3	229,8	235,8	241,1
Eurozóna	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0
Německo	66,7	74,4	83,2	81,5	78,9	77,4
Velká Británie	52,5	68,4	75,1	82,5	88,4	91,4

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 204.

ho dluhu roste i dluhová služba (placení úroků a jistiny), která značně zatěžuje veřejné rozpočty, a některé země se dostaly do situace, kdy obtížně a za cenu vysokých úroků získávají zdroje financování.

Vážná situace ve veřejných financích znerovnovázala finanční trhy, které začaly více rozlišovat země podle stavu jejich veřejných financí. Rozdíly v podmínkách poskytování půjček jsou obrovské a některé země jsou zatíženy značnými finančními nároky věřitelů spojenými s financováním dluhu. Kromě toho se prodej vládních dluhopisů na finančních trzích stal obtížný. Ve snaze zabránit státním bankrotům některých zemí zavedly EU, MMF a Evropská centrální banka mechanismy, které by měly udržet stabilitu eurozóny a pomoci ohroženým zemím překonat obtížné období. Finanční pomoc je vázána na snížení vládních deficitů, na reformy podporující růst a konkurenceschopnost a na opatření posilující stabilitu finančního sektoru.

Nejvážnější je situace Řecka, které od bankrotu zachránila půjčka od Evropské unie a MMF ve výši 110 mld. eur (z toho EU 80 mld. a MMF 30 mld.). Záchraný balíček je vázán na reformy a úsporná opatření, která by měla výrazně snížit deficit veřejných financí. Snížení rozpočtových výdajů a zvýšení daní však prohloubilo recesi a v roce 2010 a 2011 se řecký HDP propadl o 3,5 a 6,9 %. Vládní dluh v % HDP

však stále roste a v roce 2011 se dostal na úroveň 165,3 % HDP (nejvyšší hodnota v EU). Vysoká dluhová zátěž vedla k nezbytnosti restrukturalizace dluhu (prodloužení splátkového kalendáře spojené se ztrátami držitelů řeckých dluhopisů) a nevylučuje se ani nutnost vystoupení Řecka z eurozóny. Bez mezinárodní pomoci se neobešly ani další země s vysokými deficity veřejných financí a vládními dluhy, jako jsou Portugalsko, Irsko a Španělsko.

Evropská unie hledá nástroje, které by pomohly překonat kritickou situaci v některých zemích EU. Přijala řadu opatření, která by měla vést k přísnějšímu hodnocení hospodářské a fiskální politiky členských zemí a potřebným nápravným krokům. Plnění Paktu stability a růstu by mělo být posíleno větší transparentností, stanovením střednědobých rozpočtových cílů a přísnějšími nápravnými opatřeními.

Předmětem zvýšeného zájmu se stal vztah veřejných financí a hospodářského růstu. Zodpovězení otázky, nakolik fiskální stimulace v době recese zmírnila propad HDP a nakolik nezbytná fiskální stabilizace oslabí ekonomický růst, není jednoduché a odpovědi se různí. Zřejmé je pouze to, že snížení vládního dluhu bude obtížné a projeví se v útlumu ekonomické aktivity. Dlouhodobé historické řady ukazují významné snížení tempa růstu v případě dluhu přesahujícího 90 % HDP (viz Reinhart, Rogoff 2011).

Finanční stabilita

V důsledku oživení světové ekonomiky a záchranných opatření vlád a centrálních bank se stabilita finančního systému zlepšila. Zůstává však křehká a vyvstalo nové nebezpečí související se značným nárůstem vládních deficitů a dluhů (dluhová krize). Mezinárodní organizace hledají proto způsoby, jak zvýšit stabilitu, transparentnost a důvěru. Evropská unie přijala některá opatření, která by posílila dohled a regulaci finančního sektoru. Byly vytvořeny tři evropské orgány dohledu (Evropský orgán pro bankovníctví, Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy). Byla definována přísnější pravidla vztahující se ke kapitálovým požadavkům na banky, investiční společnosti a pojišťovny a zavedly se zátěžové testy bank. Reforma finančního systému by měla podle Mezinárodního měnového systému zajišťovat větší transparentnost, vyšší standardy pro kapitálovou vybavenost a likviditu, vyšší kontrolu hedgeových fondů a ratingových agentur a dále pak pravidla, která by ochraňovala klienty bank a zajišťovala vysokou úroveň účetních standardů.

Bankovní systém byl ve většině vyspělých zemí finanční krizí značně zeslaben a jeho zdraví je stále chatrné. Rizika bankovního sektoru však nejsou stejná a liší se podle zemí i podle různých typů bank. Bankovní instituce Německa a Irsko pravděpodobně čelí největším potížím a dočasně jsou chráněny Evropskou centrální bankou. Španělské a portugalské banky jsou zranitelné v důsledku držby špatných vládních dluhopisů a angažovanosti na trhu nemovitostí. Banky v Rakousku, Velké Británii a USA mají velké ztráty ze špatných aktiv, ale jsou chráněny slušnou ziskovostí. Některé německé banky mají nízké příjmy, což se projevuje v jejich nízké kapitálové vybavenosti.

Jiná je situace v rozvíjejících se zemích, kde došlo k výraznému oživení domácí poptávky, rychlému růstu úvěrů a značnému přílivu kapitálu. To se týká zejména Asie (s výjimkou Japonska) a Latinské Ameriky. Důvodem je značný růstový potenciál rozvíjejících se zemí, posilující měny, rostoucí ceny aktiv a nízké úrokové míry ve velkých vyspělých zemích. Tento vývoj však přináší možná rizika jako přehřátí některých rozvíjejících se zemí, růst inflace a vytváření bublin na akciových a dalších trzích aktiv.

Krise globálního finančního systému vyvolala diskusi o potřebě reformy, přísnějšího dohledu a lepší regulace finančních trhů. Vzhledem k tomu, že řada zemí je ve fiskálně obtížné situaci a má potíže při financování dluhu, střednědobá fiskální konsolidace se ukazuje jako nezbytná pro zdraví finančního systému. Zvýšené potřeby vládního sektoru vedou k omezeným úvěrům pro soukromý sektor a v důsledku toho slábne podpora zejména pro malé a střední podniky. Obtížným úkolem je skloubit na jedné straně vyšší regulaci finančního systému a na druhé straně neohrozit jeho efektivnost. Nezbytná je pokračující kapitalizace bank, která by nahradila ztráty a zvýšila potřebnou likviditu.

Obtížná situace na trhu práce

V důsledku recese poklesla zaměstnanost a vzrostla nezaměstnanost, která představuje vážný ekonomický a sociální problém. Ztráta pracovních míst a celkových příjmů domácností vedla k nižší spotřebě domácností a přispěla k poklesu HDP, zhoršilo se splácení dluhů, zejména u hypoték, a tím se zvýšily ztráty bank a zhoršila situace na trhu nemovitostí. Rostoucí nezaměstnanost měla negativní dopady na veřejné rozpočty (vyšší výdaje a nižší daňové příjmy). Vzrostla dlouhodobá nezaměstnanost, která snižuje potenciální produkt. Nezaměst-

naností jsou silně postiženi mladí lidé, což ohrožuje sociální soudržnost země. I když je situace na trhu práce rozdílná v různých zemích, vzrůst nezaměstnanosti byl enormní a její pokles bude pomalý. Zatímco v letech 2000–2008 byla míra nezaměstnanosti v USA nižší než v Evropě, její nárůst v době recese byl v USA prudší. V dalším vývoji míra nezaměstnanosti v USA klesala, zatímco v EU se zvyšovala (viz tabulka 6). V dubnu 2012 se míra nezaměstnanosti v EU dostala na úroveň 10,3 %, zatímco v USA dále klesla na 8,1 %.

Nejvyšší míru nezaměstnanosti mělo v dubnu 2012 Španělsko (24,3 %) následované Řeckem (21,7 %) a Portugalskem (15,2 %). Závažná je u těchto zemí tendence značného růstu míry nezaměstnanosti v důsledku recese. Nejnižší míru nezaměstnanosti mělo Rakousko (3,9 %), Nizozemsko (5,2 %) a Německo (5,4). Pozoruhodné je snížení míry nezaměstnanosti v Německu (z 6,1 % v březnu 2009 na 5,4 % v dubnu 2012) způsobené silným oživením ekonomické aktivity a tím, že většina firem nepropouštěla své zaměstnance a snažila se je udržet na zkrácený úvazek. Zkušenosti z minulých recesí ukazují, že trh práce se zotavuje pomalu a že míra nezaměstnanosti zůstane vysoká i v letech 2012 a 2013.

Tabulka 7 ▶
Růst spotřebitelských cen ve vybraných zemích (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vyspělé země	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7
USA	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9
Japonsko	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0
Eurozóna	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6
Rozvíjející se Asie	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6
Latinská Amerika	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9
Společenství nez. států	16,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza MMF.

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 199–202.

Tabulka 6 ▶
Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
USA	5,8	9,3	9,6	8,9	8,2	8,0
Japonsko	4,0	5,1	4,7	4,6	4,5	4,4
EU-27	7,1	9,0	9,7	9,7	10,3	10,3
Eurozóna	7,6	9,6	10,1	10,2	11,0	11,0
Německo	7,5	7,8	7,1	5,9	5,5	5,3
Španělsko	11,3	18,0	20,1	21,7	24,4	25,1

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza ECFIN.

Pramen: ECFIN Spring Economic Forecast, May 2012, s. 163.

Mírné zvýšení míry inflace

Hluboká recese v roce 2009 vedla k značnému poklesu cen. Oživení ekonomické aktivity a poptávky vyvolalo opětovný nárůst inflace se silným vzestupem cen energie a komodit. V roce 2011 vzrostly spotřebitelské ceny ve vyspělých zemích o 2,7 %. Nevyužitá kapacita, mírný růst mezd a umírněná inflační očekávání by však měly v roce 2012 a 2013 udržet míru inflace na přijatelné úrovni pod 2 % (viz tabulka 7). Skutečný vývoj v roce 2012 však ukazuje, že inflační tlaky mírně vzrostly. V eurozóně míra inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských

cen se v dubnu dostala na úroveň 2,8 %, což je nejvyšší míra od října 2008. Ze zemí Evropské unie nejvyšší míru inflace zaznamenalo Rumunsko (8,4 %), Estonsko (5,4 %), Litva a Maďarsko (obě země 4,4 %). Na růst cen působil především silný růst cen ropy a dalších komodit.

Vážnější je však situace v rozvíjejících se zemích, z nichž většina neprošla recesí a udržují si vysoký růst. V těchto zemích je míra inflace podstatně vyšší. V rozvíjející se Asii a v zemích Latinské Ameriky spotřebitelské ceny v roce 2011 vzrostly o 6,5 % a mírný pokles se předpokládá v roce 2011 a 2012. Vysokou míru inflace pohybující se kolem 10 % měla v roce 2010 a 2011 Indie, Pákistán a Argentina. S vysokou mírou inflace se potýká i skupina zemí ve Společenství nezávislých států, kde míra inflace v roce 2011 dosáhla 10,1 %. Extrémně vysokou míru inflace mělo Bělorusko (53,2 % v roce 2011).

Pokračující makroekonomické nerovnováhy

Makroekonomická nerovnováha představuje vážný problém většiny zemí světa a je pokládána za jednu z příčin hluboké recese světového hospodářství. Je projevem vnitřních ekonomických a finančních nerovnováh, především nesouladu mezi národními úsporami a investicemi, který se v podmínkách volného pohybu kapitálu a dostatku zdrojů v letech expanze světové ekonomiky vyrovnával bez velkých otřesů světové

ekonomiky. Důsledkem však byl vznik značných vnějších nerovnováh a závislost řady zemí na zahraničním financování. Paradoxně kapitál neplynul od vyspělých zemí k rozvíjejícím, jak by se dalo předpokládat, ale největším příjemcem zahraničních úspor byla americká ekonomika, kde deficit běžného účtu v roce 2006 dosáhl 6 % HDP. Největší přebytky běžného účtu vykazovala Čína, Japonsko a země vyvážející ropu.

Finanční krize narušila tok kapitálu od zemí s přebytkem úspor k deficitním zemím a prohloubila krizi v zemích se značnými schodky běžného účtu platební bilance. Některé země se neobešly bez záchranné pomoci ze strany mezinárodních organizací a byly nuceny přijmout úsporná opatření, která vedla k drastickému snížení domácí poptávky a HDP. Potřeba snížení značných nerovnováh se ukázala jako vážný celosvětový problém, který vyžaduje koordinaci hospodářských politik, jež by vedla k potřebným změnám v deficitních a přebytkových zemích. Jde o obtížný a dlouhodobý úkol, který bude vyžadovat v deficitních zemích zvýšení konkurenceschopnosti, jež by posílila exporty, a omezení domácí poptávky cestou snižování fiskálních deficitů a umírněného růstu mezd. Země se značnými přebytky běžného účtu by naopak měly posilovat domácí poptávku.

Recese, která zasáhla světovou ekonomiku ve druhé polovině roku 2008 a v roce 2009, byla spojena s poklesem domácí poptávky a s ním

Tabulka 8 ►

Bilance běžného účtu (v mld. USD)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vyspělé země	-496,4	-86,8	-85,4	-102,8	-157,6	-80,3
z toho: USA	-677,1	-376,6	-470,9	-473,4	-509,9	-499,0
Rozvíjející se a rozvojové země	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3
z toho: rozvíjející se Asie	405,9	300,6	303,6	201,3	145,9	189,9

Poznámka: Rok 2012 a 2013 je prognóza MMF.

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 207.

spojeným výrazným snížením dovozů, na které příznivě působil i pokles cen ropy. To vedlo ke snížení deficitů, ale i přebytku běžného účtu a ke zmírnění vnější nerovnováhy. Deficit vyspělých zemí se snížil ze 496,4 mld. USD v roce 2008 na 86,8 mld. USD v roce 2009 a americký deficit klesl z 677,1 mld. USD na 376,6 mld. USD (v % HDP z 4,7 % na 2,7 %, tedy o 2 procentní body). Poklesy deficitů byly spojeny se snížením přebytku jiných zemí. Enormně poklesly přebytky zemí vyvážejících paliva a přebytky asijských zemí s dominantní pozicí Číny (viz tabulka 8). S oživením ekonomické aktivity, zahraničního obchodu a s růstem cen ropy začaly nerovnováhy opět narůstat.

Značné rozdíly mezi zeměmi vyjadřují salda běžného účtu platební bilance počítaná v % HDP (viz tabulka 9). Prognóza na letošní a příští rok opírající se o možný vývoj zahraničního obchodu a toky prvotních a druhotných důchodů mezi zeměmi je v situaci velkých změn ve světové ekonomice obtížná, a nemusí proto překvapovat rozdíly v předpovědích různých institucí. Tak např. OECD předpokládá pro rok 2013 proti MMF podstatně vyšší deficit běžného účtu USA (4,3 % HDP) a nižší přebytek v případě Číny (1,7 % HDP).

Nebezpečí zhoršení nerovnováh je pokládáno za vážné a probíhají intenzivní diskuse na

mezinárodních fórech, které se snaží odhalit příčiny nerovnováhy a hledat cesty jejího řešení. Problém je však v tom, že zájmy deficitních a přebytkových zemí se liší a kromě přijímání obecně uznávaných pravidel je obtížné zasahovat do hospodářské politiky jednotlivých zemí. Ke snížení nerovnováh doporučují mezinárodní organizace změny v makroekonomické politice, které by vedly ke změnám ve struktuře globální poptávky. V této souvislosti se hovoří o potřebě určité restrukturalizace ekonomického růstu (Rebalancing Economic Growth). Doporučuje se, aby země se značnými přebytky běžného účtu posílily domácí poptávku a měnový kurz, zatímco schodkové země by měly podporovat exportní orientaci cestou posílení strukturálních reforem. Ukazuje se však, že překonání nízké konkurenceschopnosti a nadměrné poptávky na straně deficitních zemí a nedostatečné poptávky na straně přebytkových zemí nebude jednoduchou ani krátkodobou záležitostí.

EU zavedla mechanismus vedoucí ke snížení makroekonomické nerovnováhy, který by měl obsahovat hlubší analýzu vnitřní a vnější nerovnováhy jednotlivých členských zemí a přísnější pravidla pro snížení nadměrné nerovnováhy. V únoru 2012 Evropská komise konkretizovala mechanismus kontroly makroekonomické nerov-

Tabulka 9 ►

Saldo běžného účtu platební bilance (v % HDP)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
USA	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1
Japonsko	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7
Eurozóna	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0
Vyspělé země	-1,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5
Čína	9,1	5,2	5,1	2,8	2,3	2,6
Střední východ a severní Afrika	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7

Poznámka: Údaje za rok 2012 a 2013 jsou prognózou MMF.

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2012, s. 209–212.

nováhy (Macroeconomic Imbalance Procedure), který vychází z analýzy deseti ukazatelů vnější a vnitřní nerovnováhy a stanovených varovných hodnot. Na základě analýzy Evropská komise přijala doporučení a opatření ke zmírnění nerovnováh jednotlivých členských zemí.

Závěr

Finanční krize následovaná recesí v roce 2008 a 2009 postihla většinu zemí světa a přinesla značné ztráty ve výrobě, investicích, zahraničním obchodě a vedla ke zvýšení nezaměstnanosti a zhoršení veřejných financí. Délka recese se lišila podle zemí, ale většinou trvala čtyři až pět čtvrtletí. Recese se vyhnula řadě rozvíjejících se a rozvojových zemí, které i v roce 2009 zaznamenaly pozitivní růst. V roce 2010 a 2011 došlo k oživení ekonomické aktivity, které bylo poměrně silné v rozvíjejících se a rozvojových zemích a mírné ve vyspělých zemích. V roce 2011 však ekonomická aktivita slábla a výhled na roky 2012 a 2013 je nejistý s mnoha riziky. Nejvážnější je situace v Evropské unii, kde se v roce 2012 očekává hospodářská stagnace.

Rizikovým faktorem vývoje většiny vyspělých zemí se stal vývoj **veřejných financí** spojený s prudkým nárůstem vládního deficitu a dluhu. Finanční krize a recese vedly na jedné straně ke snížení daňových příjmů a na druhé straně k růstu rozpočtových výdajů spojených s rostoucí nezaměstnaností a fiskální stimulací poptávky. Vážná situace ve veřejných financích znervóznila finanční trhy, které začaly více rozlišovat země podle stavu svých veřejných financí. Řecko, Irsko a Portugalsko se neobešly bez záchranných půjček Evropské unie a Mezinárodního měnového fondu. Nezbytná stabilizace veřejných financí a snížení vysokých vládních deficitů a dluhů budou oslabovat ekonomický růst a vyvolávat sociální napětí.

V důsledku recese poklesla zaměstnanost a vzrostla **nezaměstnanost**, která představuje vážný ekonomický a sociální problém. Ztráta pracovních míst a celkových příjmů domácností oslabila spotřebu domácností a přispěla k útlumu domácí poptávky. Trh práce se zotavuje pomalu a vyšší využití pracovních zdrojů se stává jednou z priorit hospodářské politiky.

Míra inflace se dostala v roce 2009 na velmi nízkou úroveň v důsledku poklesu světových cen ropy a silného útlumu poptávky. Vývoj v roce 2010 a 2011 však naznačuje růst inflace v důsledku oživení ekonomické aktivity a poptávky. Výrazně vzrostly ceny energie a komodit. Nevyužité kapacity, mírný růst mezd a umírněná inflační očekávání by však měly udržet míru inflace na přijatelné úrovni i v roce 2012 a 2013.

Globalizace a intenzifikace obchodních a kapitálových toků mezi zeměmi podporovaly vznik značných **vnějších nerovnováh**. V období expanze světové ekonomiky vzrostla globální makroekonomická nerovnováha v důsledku značné rozvinutosti finančního sektoru, liberalizace kapitálových toků a existence dostatku volných finančních prostředků, jež umožňovaly pokrýt deficity běžného účtu jedné skupiny zemí z úspor druhé skupiny zemí. Finanční krize ukázala značné nebezpečí plynoucí z vysokých deficitů běžného účtu, protože země s vysokými schodky se dostaly do potíží při jeho financování. I když se v době recese nerovnováhy snížily, oživení světové ekonomiky opět vede k jejich zvýšení. Mezinárodní organizace proto zdůrazňují potřebu určité restrukturalizace ekonomického růstu a doporučují, aby země se značnými přebytky běžného účtu posílily domácí poptávku a měnový kurz, zatímco schodkové země by měly podporovat exportní orientaci cestou posílení strukturálních reforem. ■

LITERATURA

- CES VŠEM (2012). *Konkurenční schopnost České republiky 2010–2011*. Praha: Linde.
- ECFIN (2012). *Statistical Annex of European Economy. Spring 2012*. Brussels: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs.
- ECFIN (2012). *European Economic Forecast. Spring 2012*. European Economy 1/2012. Brussels: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs.
- ECFIN (2011). 2011 Report on Public Finances in EMU. *European Economy* 3.
- ECFIN (2012). *European Economy*. Occasional Papers 92 – Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances. Brussels: February 2012.
- ECFIN (2009). Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. *European Economy* 7 (European Commission).
- EUROSTAT (2012). *Database. National accounts*. Luxembourg: Eurostat.
- IMF (2012). *World Economic Outlook*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, September.
- IMF (2012). *World Economic Outlook*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, April.
- IMF (2012). *Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability*. Washington: International Monetary Fund, April.
- IMF (2012). *Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks*. Washington: International Monetary Fund, April.
- OECD (2012). *OECD Economic Outlook*, No. 91, Volume 1. Paris: OECD, May.
- REINHART, C. M., – ROGOFF, K. S. (2011). *A Decade of Debt*. Working paper No. 16827. Washington, D.C.: National Bureau of Economic Research.
- GPO (2011). *Economic Report of the President. United States*. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- SPĚVÁČEK, V. (2011). Vývoj světové ekonomiky. *Ekonomické listy CES VŠEM* č. 6.

FRAGILE AND UNEVEN RECOVERY OF THE WORLD ECONOMY AFTER A DEEP RECESSION

Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.

ABSTRACT

The global financial crisis was followed by the deepest recession in the post-war period, which lasted five quarter-years in OECD and EU Member States. The decline of economic activity in developed market economies was enormous and culminated in the first half of 2009. In the years 2010 and 2011 a moderate recovery took place. However, the differences in the pace of activity are high. The economic growth in advanced economies is modest, while many emerging and developing countries have seen robust growth. The recession led to strong deterioration of fiscal balances and the rapid accumulation of public debt. The most serious situation can be observed in European Union and for the year 2012 the stagnation of European economy is envisaged. Financial stability has improved, but concerns over the sustainability of government's finances could undermine stability gains. High unemployment rate represents a serious economic and social problem. Inflation remains on an acceptable level but energy and commodity prices have increased strongly. Global macroeconomic imbalance persists and the global demand and economic growth have to be rebalanced.

KEYWORDS

Economic growth, fiscal balance, public debt, financial stability, labour market, inflation, current account balance.

JEL CLASSIFICATION

O11, E22, E24, J30, P24

Změny mezinárodní ekonomické pozice ČR v období recese

Ing. Růžena Vintrová, DrSc.

Česká republika od konce devadesátých let poměrně rychle doháněla ekonomickou úroveň vyspělých zemí a již před polovinou minulé dekády se zařadila mezi ekonomiky se středně vysokým důchodem.¹ V období hospodářské recese let 2008–2011 však došlo k zakolísání konvergenčního procesu a mezinárodní ekonomická pozice ČR se začala zhoršovat.

V následující stati bude objasněno, nakolik šlo o vliv vnějších okolností a nakolik se na daném sestupu v mezinárodní pozici podílela vlastní hospodářská politika. Analyzuje se míra otevřenosti, přidaná hodnota exportu a vliv vnější poptávky na ekonomický růst. Pozornost je věnována v ČR rozšířeným chybným interpretacím relace vývozu a dovozu k HDP a důsledkům tohoto omylu na podceňování role domácí poptávky v ekonomickém růstu. Nákladová a mzdová konkurenční schopnost se analyzuje v souvislosti s vývojem produktivity práce.

Vývoj HDP a postup reálné konvergence

Česká ekonomika již čtvrtým rokem přešlapuje na místě. Na rozdíl od všech sousedních zemí – Pol-

ska, Slovenska, Německa i Rakouska, kterým se již podařilo překonat předkrizovou úroveň roku 2008, se její ekonomický výkon stále pohybuje pod touto úrovní. V roce 2011 dosáhl reálný hrubý domácí produkt (HDP) ve srovnání s rokem 2008 jen 99,5 % (viz obrázek 1).² Propad pokračoval – na rozdíl od sousedních zemí – i v 1. pololetí 2012, kdy se HDP snížil oproti stejnému období předchozího roku zhruba o 1 %.

Snížení objemu HDP v období recese bylo způsobeno poklesem domácí poptávky, zejména investic, jejichž objem mezi roky 2008 a 2011 klesl o 12,4 %. Nelze je zdůvodňovat vnějšími vlivy. Vývoz zboží a služeb se zvýšil v uváděném období mimořádně rychle – o 16,4 %, a to při pomalejším růstu dovozu o 10,3 % (viz tabulka I).

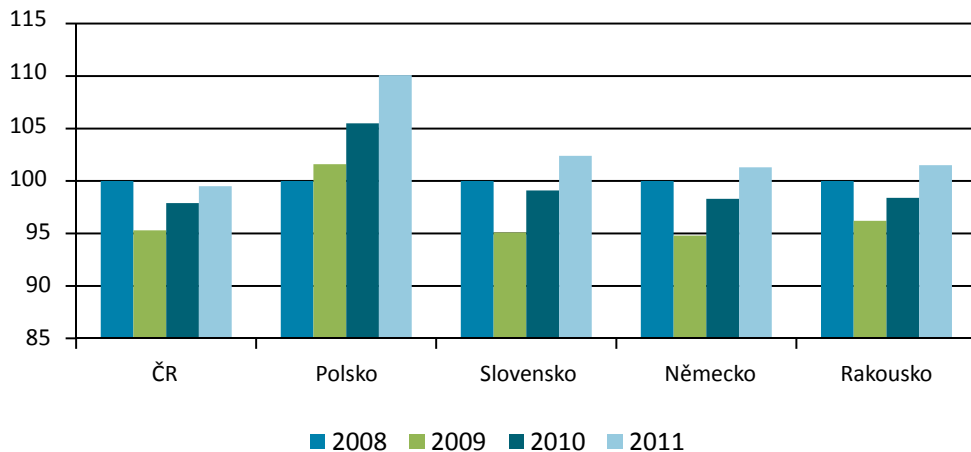
Postup reálné konvergence v ČR obrátil svůj směr. V předchozím období mezi roky 2000 a 2007 se HDP v propočtu na obyvatele v paritě kupního standardu (PPS) zvýšil v relaci k EU-27 ze 71 % až na 83 %. Do roku 2011 však tento poměr poklesl zpět na 80 %. V rámci nových členských zemí středoevropské pětky (EU-5) k podobnému poklesu došlo též ve Slovinsku, zatímco

¹ Vzhledem k nedostatečné přesnosti objemových indexů založených na paritách kupní síly řadí OECD země podle výše HDP na obyvatele do šesti skupin: 1) vysoký důchod (high-income) při 125 % a více v relaci k průměru; 2) vyšší střední důchod (high-middle income) při 100–124 %; 3) středně vysoký důchod (middle income) při 75–99 %; 4) nízký střední důchod (low-middle income) při 50–74 %; 5) nízký důchod (low income) při 25–49 %; 6) velmi nízký důchod (very low income) při méně než 25 %. Ekonomiky s velmi nízkým důchodem se mezi zeměmi EU nevyskytují. V Evropě k nim patří Albánie, Bosna a Hercegovina, Moldávie a Ukrajina.

² V I. čtvrtletí 2012 sestupný trend v ČR pokračoval a HDP v s.c. se ve srovnání s rokem 2011 snížil o 0,7 %, zatímco v okolních zemích pokračoval růst.

Obrázek 1 ▶

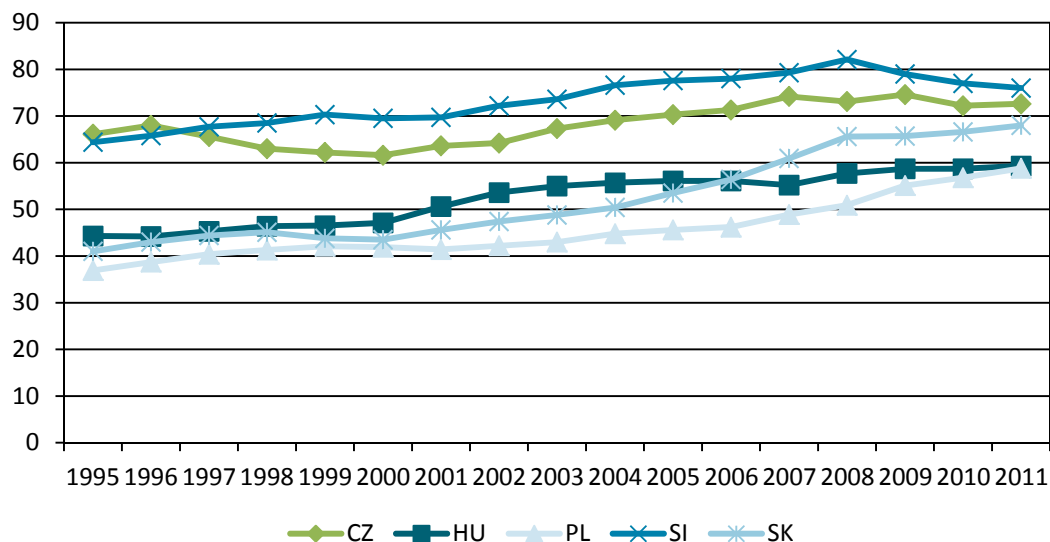
Vývoj HDP v ČR, Polsku, Slovensku, Německu a Rakousku v letech 2008–2011 (2008 = 100, s. c.)



Pramen: EUROSTAT, National Accounts, 5. 6. 2012.

Obrázek 2 ▶

Vývoj HDP na obyvatele v zemích EU-5 v letech 1995–2011 (v PPS, EU-15 = 100)



Pramen: ECFIN (2012b), s. 46–47.

Tabulka 1 ►

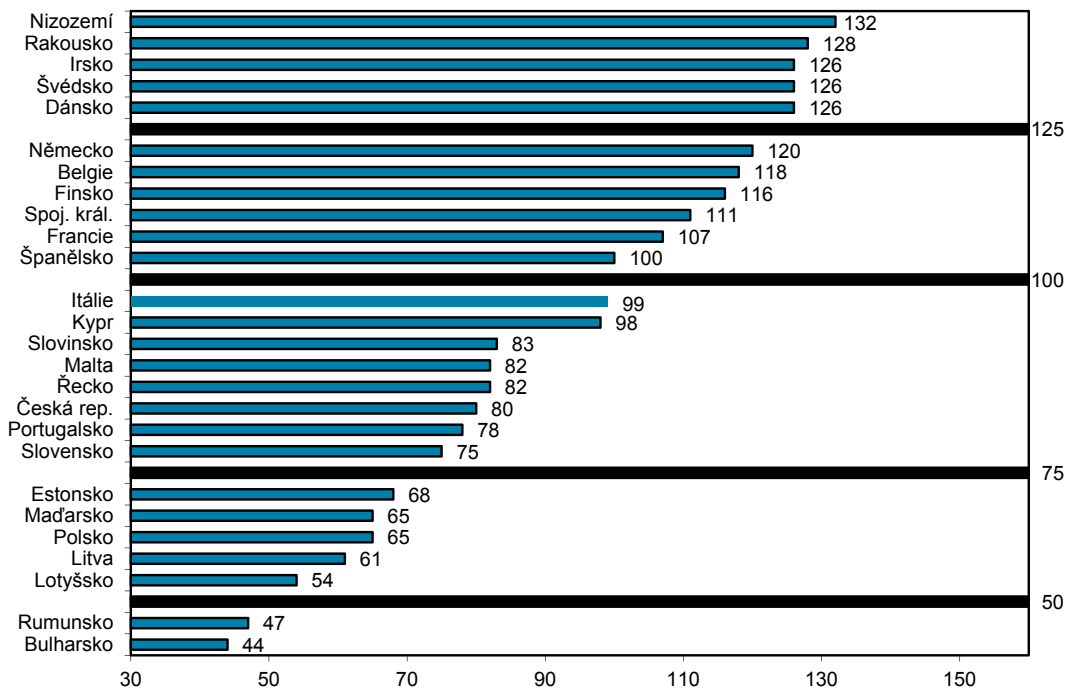
Vývoj HDP, spotřeby, investic, vývozu a dovozu v letech 2009–2011

	Index 2011/2008	Roční tempa růstu		
		2009	2010	2011
HDP celkem	99,5	-4,7	2,7	1,7
Spotřeba domácností	99,6	-0,4	0,6	-0,5
Spotřeba vládních institucí	103,0	3,8	0,6	-1,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu	87,6	-11,5	0,1	-1,2
Vývoz zboží a služeb	116,4	-10,0	16,6	11,0
Dovoz zboží a služeb	110,3	-11,7	16,2	7,5

Pramen: ČSÚ, Národní účty (čtvrtletní), 10. 6. 2012.

v Maďarsku relace ekonomické úrovně stagnovala a Polsko a Slovensko postupovaly rychle vpřed (viz obrázek 2).

Obrázek 3 ►

Hrubý domácí produkt na obyvatele v PPS v zemích EU-27, rok 2011¹⁾

¹⁾ Atypické Lucembursko = 266.

Pramen: ECFIN (2012b), vlastní propočty.

ČR se ze 17. místa v ekonomické úrovni, které v rámci EU-27 delší dobu zaujímal, posunula až na 18. místo (viz obrázek 3).

Míra otevřenosti a vliv vnější poptávky

Při hledání východisek z vleklé recese je třeba rozlišovat roli vnější i vnitřní poptávky. Prosperita malých otevřených ekonomik, mezi které patří česká ekonomika, do velké míry závisí na úspěšnosti exportu. Současně však nelze bagatelizovat úlohu domácí poptávky, která představuje největší odbytiště pro domácí výrobu. Výjimkou jsou pouze malé ekonomické celky, jako je např. Lucembursko, kde vývoz převyšuje nad celkovým objemem domácí poptávky. V ČR činil vývoz zboží a služeb v roce 2011 jen 2,9 bil. Kč, zatímco úhrn konečné spotřeby domácností a veřejného sektoru spolu s hrubou tvorbou kapitálu dosáhl 3,6 bil. Kč.

Míra otevřenosti ekonomiky se obvykle měří poměrem vývozu, resp. dovozu k hrubému domácímu produktu (HDP). Tento ukazatel se v ČR v jednotlivých letech předchozí a současné dekády pohyboval mezi 60 až 75 %. (Ve staré metodice výpočtu zahraničního obchodu, používané do října 2011, byl tento údaj zhruba o 10 procentních bodů vyšší.³) V mezinárodním srovnání jde o poměrně silnou otevřenost, která je charak-

teristická pro malé a středně velké ekonomiky. Exportní angažovanost a dovozní náročnost jsou významnými faktory rychlosti a hloubky přenosu krizových jevů do domácí ekonomiky. Ze středoevropských nových členských zemí je ve srovnání s ČR míra otevřenosti nižší v Polsku s jeho větším vnitřním trhem. Ve Slovinsku jsou relace podobné jako v ČR, na Slovensku a v Maďarsku je relace vývozu i dovozu k HDP vyšší než v ČR. Ze zemí EU má nejvyšší míru otevřenosti Lucembursko, kde relace vývozu k HDP v poslední dekádě dosahovala 150 % až 176 %. Nejnížší poměr vývozu k HDP (kolem jedné čtvrtiny) má Řecko. V Irsku objem vývozu přesáhl objem HDP až po roce 2010 (viz tabulka 2).

Mylné interpretace relace vývozu a dovozu k HDP a jejich vliv na podceňování role domácí poptávky

Ukazatel míry otevřenosti je v ekonomických úvahách v ČR mylně interpretován. Vztah dvou nezávislých veličin, tj. vývozu, resp. dovozu k HDP, je chybně vykládán jako strukturální podíl. Vývoz ani dovoz však nejsou přímou součástí HDP, do něhož je započítán pouze exportní přebytek nebo deficit zboží a služeb.

Není tedy ani správná běžně používaná formulace, že vývoz tvoří 70 % HDP.⁴ Takoveto vy-

³ Na základě doporučení EUROSTATu provedly statistické úřady zemí EU včetně ČSÚ v roce 2011 metodické změny při výpočtu dovozu a vývozu i HDP jako celku. Revize údajů o zahraničním obchodě vycházela z tzv. národního pojetí, podle kterého je kritériem vývozu a dovozu změna vlastnictví mezi rezidenty a nerezidenty. Tradiční statistika zahraničního obchodu se odvíjela od toků zboží a služeb přes státní hranice. Po revizi se vývozy snížily zejména o marže náležející nerezidentům (tzv. branding), kteří jsou v ČR hlášeni pouze k platbě daně z přidané hodnoty. Kromě očistění bilance zboží a služeb o tuto marži byly zpřesněny též položky služeb a bilance převodů a výnosů. Výše HDP se změnila též dodatečným započtením některých segmentů stínové ekonomiky. Podle revidovaných údajů se v ČR snížily jak celkové objemy dovozu a vývozu, tak i z nich vycházející odvozené ukazatele. Např. relace vývozu zboží a služeb k HDP, která v roce 2007 podle staré metodiky dosahovala až 80 %, se podle nové metodiky snížila na 68 %, relace dovozu se snížila ze 75 % na 66 %. (Srovněj údaje časových řad ročních národních účtů ČSÚ publikované před říjnem 2011 a po provedené revizi od tohoto data.)

⁴ S takovouto zavádějící formulací se setkáváme dnes a denně. Např. v jinak odborně dobře zpracovaném článku týdeníku Ekonom „Tápání českého lva“ se uvádí: „...Podpora exportu je u malé otevřené ekonomiky, kde 70 % HDP tvoří právě vývoz, nezpochybnitelně jedním z důležitých národních zájmů ...“ (viz Břešťan – Bunětická, 2012).

Tabulka 2 ▶

Vývoz a dovoz zboží a služeb v relaci k HDP ve vybraných zemích EU (v % z běžných cen)

	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011
Vývoz							
ČR	60,9	64,4	68,2	64,4	59,7	67,9	74,9
Maďarsko	74,6	65,9	81,3	81,7	77,6	86,5	92,3
Polsko	27,1	37,1	40,8	39,9	39,4	42,2	44,8
Slovensko	70,4	76,3	86,9	83,5	70,9	81,2	89,1
Slovinsko	53,7	62,2	69,6	67,1	58,4	65,4	72,3
Německo	33,4	41,3	47,2	48,1	41,9	46,8	50,1
Francie	28,8	26,4	26,9	26,9	23,4	25,6	27,0
Rakousko	46,2	53,8	58,9	59,3	50,4	54,0	56,6
Irsko	97,3	81,1	80,2	83,4	90,9	101,1	105,6
Lucembursko	150,0	155,8	175,9	174,7	161,0	165,0	164,7
EU-27	35,9	37,1	40,1	41,3	36,8	40,6	43,5
Dovoz							
ČR	63,1	61,7	65,6	62,1	55,7	64,7	70,7
Maďarsko	78,1	68,1	80,4	81,2	72,7	80,0	84,9
Polsko	33,5	37,8	43,6	43,9	39,4	43,5	45,9
Slovensko	73,0	80,9	88,0	85,9	71,7	82,6	86,5
Slovinsko	57,2	62,6	71,3	70,4	57,0	64,9	71,3
Německo	33,1	36,1	40,2	41,8	37,0	41,4	45,2
Francie	27,8	27,0	28,4	29,1	25,2	27,7	29,8
Rakousko	44,5	49,9	53,2	53,5	45,7	49,7	53,7
Irsko	84,0	69,4	71,3	74,4	75,4	82,0	84,2
Lucembursko	129,0	130,3	143,6	142,6	129,8	133,8	135,2
EU-27	35,6	36,4	39,5	41,1	35,8	39,8	42,4

Pramen: EUROSTAT, National Accounts, 20. 6. 2012.

jádrění navozuje mylnou představu, že na vše ostatní, tj. na výrobu pro domácí spotřebu a investice, zbývá jen 30 % celkového ekonomického výkonu. Analogicky dovoz slouží nejen pro konečnou spotřebu a investice, ale též pro výrobní spotřebu, která není součástí HDP. Z vysokého poměru dovozu k HDP tedy nelze vyvozovat, že převažující část výrobků a služeb pro domácí užití se dováží. Chybný výklad relací makroekonomických veličin vede k mylnému závěru, že domácí poptávka je v ČR ve srovnání s vývozem

jen málo významná. Dochází se tak až ke zcela falešné interpretaci, že zvýšení domácí poptávky poskytuje práci převážně pracovníkům v zahraničí. Dopady prudkých škrťů ve spotřebě a investicích na ekonomický růst jsou pod vlivem tohoto interpretačního omylu hrubě podceňovány.

Pomýlený výklad vztahu makroekonomických veličin se v ČR vžil a rozšířil již na počátku recese. Podlehli mu jak ekonomičtí komentátoři, tak i vedoucí političtí činitelé. Dokumentují to následující výroky předních vládních představi-

telů: „...Absolutně ale odmítám další transfery obyvatelstvu, které je prý dá do spotřeby, čímž se zvedne naše HDP a ekonomika se uzdraví. Hloupost. I kdyby se veřejnost takto chovala, upozorňuji, že 75 % domácí spotřeby představuje import. Každá koruna u nás spotřebovaná podporuje z 25 % českou zaměstnanost, ale ze 75 % zaměstnanost v cizích zemích...“ (ministr financí M. Kalousek v rozhovoru „Pomohou německé balíčky“, viz *Ekonom* 5, 2009, str. 35). Na tuto informaci navazoval Petr Nečas, tehdejší místopředseda vlády a ministr práce a sociálních věcí, který při debatě o protikrizových opatřeních ve Sněmovně dne 31. března 2009 tvrdil: „...Z každé koruny, kterou stimulujeme spotřebu v této zemi, pětasedmdesát haléřů odtéká do zahraničí.“⁵

Chybná tvrzení o třičtvrtěním podílu dovozu na pultech našich obchodů a o převažujícím podílu vývozu na domácí výrobě se vyskytují v tisku a v dalších médiích nepřetržitě až do dnešní doby. Například ekonomická novinářka Lenka Zlámalová uváděla v *Hospodářských novinách*: „...Česko je malá a otevřená země: ze tří čtvrtin nás živí vývoz a sedmdesát procent svých příjmů utrácíme za dovozové zboží...“ (viz Zlámalová, 2009). Podobné tvrzení opakuje stejná autorka v současnosti: „...Hospodářství sílí jen díky vývozu. Ten tvoří u naší malé otevřené ekonomiky osmdesát procent výkonu, takže platí: vývoz dobrý, všechno dobré...“ (viz Zlámalová, 2012).

Na vině je částečně i náš rodný jazyk, který připouští volné zacházení s odbornými pojmy. Angličtina důsledněji odlišuje mezi termíny „*share*“, tj. *podílem*, kdy složka je součástí celku, a „*ratio*“, kdy jde o *poměr*, při kterém se srovnávají dvě nezávislé veličiny. Příkladem podílu je např. míra investic, měřená jako podíl hrubého fixního kapitálu na užitém HDP. Příkladem poměru je saldo veřejných rozpočtů, veřejný dluh nebo saldo běžného účtu platební bilance, vyjadřované v poměru k HDP. Čeština připouští používat v obou případech pojmu podíl. V prvním případě však jde o *strukturní podíl* na HDP, zatímco v ostatních případech jde o relace dvou různých ukazatelů, měřené *v poměru k HDP*, které mohou převyšovat 100 %.

Jistěže je česká ekonomika více otevřená a více závislá na exportu než ekonomiky většího rozměru, jako je v rámci středoevropských nových členských zemí EU například ekonomika polská. Celkovou konjunkturu v Evropě, tím méně pak ve světě sami málo ovlivníme a nezbyvá než se přizpůsobovat měnícím se potřebám světového trhu. Podpora exportu je mimořádně důležitá, sama o sobě však nestačí.

Při zkoumání zkušeností ostatních nových členských zemí (NČZ) se jeví jako pozoruhodné, že Polsko se jako jediná země EU vyhnulo v roce 2009 poklesu výroby – pouze zpomalilo ekonomický růst. Do určité míry to bylo ovlivněno tím, že polská ekonomika má větší vnitřní trh a je méně závislá na exportu než ekonomika ostat-

⁵ *Pracovníci Centra ekonomických studií VŠEM se proti těmto chybným výkladům ohrazovali hned na počátku v roce 2009. Např. v Bulletinu CES VŠEM č. 2/2009 byl publikován článek R. Vintrové Vliv dovozní náročnosti a vývozní otevřenosti na ekonomiku v období krize (viz Vintrová, 2009b), který interpretaci poměru dovozu a vývozu k HDP uváděl na pravou míru. Ve stručnější podobě byl uveřejněn příspěvek stejné autorky Interpretací omyl v týdeníku Ekonom (viz Vintrová 2009a). Tato varování však nedocházela sluchu na příslušných místech a nezabránila dalšímu šíření pomýlených představ. V dubnu 2012 odeslalo pět českých makroekonomů dopis NERVu, ve kterém byli členové Rady žádáni o pomoc při nápravě nesprávné interpretace makroekonomických vztahů tak, aby byly správně chápány a vysvětlovány i předními vládními činiteli. Lze doufat, že touto cestou se konečně podaří překonat kolující falešné představy.*

ních NČZ – poměr vývozu k HDP zde činí v posledních letech jen kolem 40 %. Významný vliv však mělo i to, že polská vláda přijala k podpoře domácí poptávky řadu účinných opatření. Vláda ČR naopak svými opatřeními v hospodářské politice ekonomický růst dále brzdila.

Dovozní náročnost, struktura vývozu a vliv domácí poptávky

Dovozní náročnost

Účinnost dodatečných výdajů podněcujících domácí poptávku na zaměstnanost do velké míry závisí na dovozní náročnosti produkce. Dovozní náročnost celkové tvorby zdrojů lze zjistit v soustavě národních účtů, kde se na účtu výroby sleduje tvorba celkové produkce, výše mezispotřeby (tj. suroviny, materiály, energie a meziprodukty, sloužící k další výrobě v základních jednotkách) a rozdílu, který tvoří hrubou přidanou hodnotu (HPH). Tyto údaje jsou sledovány v základních cenách, tj. bez daní z produktů a dotací na produkty. Po přičtení

daní minus dotace k hrubé přidané hodnotě se získá hrubý domácí produkt (HDP), který se sleduje v kupních cenách, tj. v cenách konečné realizace zboží a služeb.

Uvedeným postupem lze zjistit, že dovoz zboží a služeb se v roce 2010 podílel na celkové tvorbě zdrojů z 20,4 % a vývoz dosahoval 21,3 % celkových užitých zdrojů. V relaci k HDP dosahoval dovoz v daném roce 65,5 % a vývoz 68,7 % (viz tabulka 3).

Jednotlivé složky užitého HDP jsou různě dovozně náročné. Spotřeba domácností je méně dovozně náročná než průměr, neboť domácnosti spotřebovávají v poměrně velké části služby (cca 40 % výdajů), které jsou do velké míry neobchodovatelné (bydlení, místní a vnitrostátní doprava, osobní služby, opravy a údržba atd.). Velkou část výdajů domácností tvoří výrobky převážně domácího původu, jako je například elektrická energie. Méně dovozně náročné jsou stále i potraviny, jejichž dovoz však s nástupem obchodních řetězců prudce stoupá. Vysoce dovozně náročné jsou na-

Tabulka 3 ▶

Tvorba a užití zdrojů v roce 2010 v mld. Kč (běžné ceny)

Tvorba zdrojů		Užití zdrojů	
1. Produkce v základních cenách	9 305	8. Konečná spotřeba	2 708
2. Mezispotřeba	5 900	a) domácností a NISD ¹⁾	1 900
3. Hrubá přidaná hodnota (1-2)	3 405	b) vládních institucí	808
4. Daně minus dotace (a-b)	370	9. Tvorba hrubého kapitálu	947
a) daně z produktů	417	a) fixní kapitál	927
b) dotace na produkty (-)	47	b) změna stavu zásob ²⁾	20
5. Hrubý domácí produkt (3+4)	3 775	10. Domácí konečné výdaje (8+9)	3 655
6. Dovoz zboží a služeb	2 472	11. Saldo zahraničního obchodu (a-b)	120
		a) vývoz zboží a služeb	2 592
		b) dovoz zboží a služeb	2 472
7. Vytvořené zdroje celkem (1+4+6)	12 147	12. Užití zdroje celkem (10+2+11a)	12 147

¹⁾ NISD = neziskové instituce sloužící domácnostem.

²⁾ Včetně čistého pořízení cenností.

Pramen: ČSÚ, Roční národní účty, tabulky dodávek a užití (ČSÚ, Roční národní účty, 2012).

opak nákupy elektroniky, oděvů, obuvi a motorových vozidel, ty však tvoří méně než desetinu výdajů domácností. Nejméně náročná na dovoz je spotřeba sektoru vlády, tj. služby veřejných institucí (školství a kultura, zdravotnictví, správa, bezpečnost a obrana atd.). Více dovozně náročné jsou výdaje na tvorbu hrubého fixního kapitálu, což je ovlivněno především investicemi do strojů a zařízení. Naopak stavební část investic, která tvoří přes polovinu celkové hodnoty THFK, pochází téměř celá z domácí výroby. Nejnáročnější na dovoz je mezispotřeba (intermediate consumption).

Symetrické tabulky input-output (SIOT)

Tabulky SIOT, sestavované ČSÚ,⁶ podchycují dovozní náročnost konečné spotřeby a investic i výrobní spotřeby, neboť v nich jsou dodávky

z dovozu pro jednotlivé směry užití odděleny od dodávek z domácí výroby. Z neaktuálnější tabulky, sestavené za rok 2009, lze zjistit **přímý dovoz pro jednotlivé směry užití HDP** (včetně reexportu), jakož i pro mezispotřebu a celkové zdroje (viz tabulka 4).

Ve spotřebě domácností představuje **přímý dovoz jednu šestinu**, počítáno z kupních cen (ze základních cen 18,9 %). Rozhodující část spotřeby domácností se tedy uspokojuje z domácí výroby a služeb. Domácí výroba je však též závislá na dovozu surovin, materiálů a zařízení. K vyčíslení **plné (komplexní) dovozní náročnosti** jednotlivých výdajových složek HDP a celkového produktu je nutno znát též „nepřímý“ dovoz surovin a energie pro konečné užití a celkový pohyb meziproductů (mezipotřeby) podle všech navazujících stupňů

Tabulka 4 ►

Podíl dovozu v jednotlivých výdajových složkách HDP a v mezispotřebě v roce 2009

	Celkem v mld. Kč [b. c.]		z toho z dovozu		
	v kupních cenách	v základních cenách	v mld. Kč	v % z celku	
				z kupních cen	ze základních cen
Spotřeba domácností ¹⁾	1 879,8	1 660,8	314,0	16,7	18,9
Spotřeba vládních institucí	809,6	806,8	33,1	4,1	4,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu ²⁾	931,3	896,8	196,5	21,1	21,9
Změna stavu zásob	-32,9	-31,6	-2,3	7,0	7,3
Vývoz	2 257,0	2 242,8	8,7	0,4	0,4
Konečné užití celkem	5 844,8	5 575,6	550,0	9,4	9,9
Mezispotřeba	5 497,3	5 397,8	1 555,5	28,3	28,8
Zdroje celkem	11 342,1	10 973,4	2 105,5	18,6	19,2

¹⁾ Včetně neziskových institucí sloužících domácnostem.

²⁾ Včetně ceností.

Pramen: ČSÚ, Roční národní účty, tabulky SIOT.

⁶ *Symetrické input-output tabulky (SIOT) jsou odvozeny matematickou transformací z tabulek dodávek a užití v základních cenách. Základem SIOT je transformovaná matice mezispotřeby. Tyto tabulky se používají především pro ekonomickou analýzu a ekonometrické modelování. ČSÚ sestavuje SIOT podle manuálu Eurostatu pravidelně minimálně v pětileté periodicitě, která je vyžadována transmisním programem EU (vždy roky končící na 0 a 5). Vzhledem k rychle se měnícím strukturám v české ekonomice však ČSÚ publikuje i předběžné tabulky, aby měli uživatelé k dispozici aktuální údaje. Dosud ČSÚ publikoval tabulky typu produkt na produkt. Od roku 2012 k tomu navíc přibýly i tabulky typu odvětví na odvětví (citováno podle ČSÚ, Roční národní účty, tabulky SIOT).*

zpracování. Tabulky SIOT poskytují pro modelové zpracování koeficientů plné dovozní náročnosti jednotlivých výdajových složek HDP a celkového vývozu výchozí podklad.⁷

Koeficienty komplexní dovozní náročnosti jednotlivých výdajových složek HDP ČSÚ přímo nepublikuje. K jejich vyčíslení je nutno provést inverzi matice výrobní spotřeby. Hrubším odhadem lze na základě údajů tabulky 3 odvodit, že koeficienty komplexní dovozní náročnosti spotřeby domácností se mohou pohybovat někde kolem jedné třetiny.⁸ „Na pultech obchodů“ může být ovšem zboží pocházejícího přímo i nepřímo z dovozu více, neboť služby pro domácnosti, které tvoří kolem 40 % jejich celkových výdajů, jsou dovozně velice málo náročné. Komplexní dovozní náročnost spotřeby domácností, při jejímž propočtu se bere v úvahu i dovoz pro domácí výrobu, sloužící konečné spotřebě, nemůže tedy ani zdaleka dosáhnout tří čtvrtin, jak by vyplývalo z rozšířených kolujících tvrzení v ČR. Je proto zcela chybný závěr, že doda-

tečná domácí spotřebitelská poptávka zvyšuje především zaměstnanost v cizině. Je tomu právě naopak, nejméně ze dvou třetin zvyšuje domácí zaměstnanost.

Přidaná hodnota exportu a podíl zahraničních dodávek

O možném přínosu exportu zboží a služeb pro domácí zaměstnanost vypovídá v něm obsažený podíl přidané hodnoty a obsah zahraničních dodávek. Tyto údaje jsou nově k dispozici ve světové databázi WIOD (World Input-Output Database), která obsahuje tabulky input-output a k nim náležející národní a mezinárodní tabulky dodávek a užití za 27 zemí EU a 13 dalších významných zemí od roku 1995 do roku 2009. Těchto 40 zemí představuje 85 % světového HDP (viz www.WIOD.org/database).⁹

Jedním ze základních ukazatelů databáze WIOD je přidaná hodnota exportu (value added of exports). Tato míra se v angličtině nazývá VAX ratio.¹⁰ V poválečném období s rozvojem

⁷ Metodu analýzy input-output zavedl do makroekonomie Wassily Leontief, americký ekonom ruského původu, kterému byla za rozvoj této metody a její aplikaci na důležité ekonomické problémy v roce 1973 udělena Nobelova cena.

⁸ Odhad proveden za poměrně konzervativního předpokladu průměrné dovozní náročnosti domácí výroby pro konečnou spotřebu domácností. K přesnějšímu výpočtu by bylo nutno tabulky SIOT dále zpracovat, ať již v některé výzkumné či analytické instituci, nebo přímo v ČSÚ. Vzhledem k významu této otázky pro makroekonomickou analýzu by bylo vhodné takovéto důkladnější propočty iniciovat.

⁹ Databáze WIOD byla vyvinuta za účelem analýzy důsledků globalizace na vzájemné obchodní vztahy, životní prostředí a sociálně-ekonomický rozvoj v širokém okruhu zemí. Projekt je financován Evropskou komisí (Generálním ředitelstvím pro výzkum) jako součást 7. Rámcového programu, téma 8 – Sociálně-ekonomické a humanitní vědy. Na projektu spolupracuje jedenáct vysokých škol, výzkumných ústavů a institucí ze sedmi evropských zemí. Data byla předběžně k dispozici pro registrované členy. Od dubna 2012 jsou uvolněna pro širokou veřejnost. Podrobná analýza těchto podkladů byla provedena ve Vídeňském ústavu srovnávacích ekonomických studií (viz Stehrer, 2012), z jehož podkladů zde citujeme.

¹⁰ Přibližně dvě třetiny mezinárodního obchodu se týkají meziproductů (zboží a služeb pro výrobní spotřebu). Konvenční statistiky obchodních toků na hranicích zemí měří hrubou hodnotu obchodovaného zboží a služeb, nikoliv hodnotu, přidanou v rámci dané země (dvojitě započítávání). Globální výrobní struktura a kombinované mezinárodní obchodní řetězce vedou k tomu, že výroba má multinationální charakter a zboží se k místu konečného určení pohybuje nepřímou cestou. Ke zjištění přidané hodnoty exportu v rámci jednotlivých zemí byla proto vyvinuta metoda, využívající globální bilaterální tabulky input-output.

výrobních řetězců a mezinárodní integrace klesá VAX ve většině zemí. Ke vzestupu VAX došlo z významnějších zemí jen ve Spojeném království a Kanadě, a dále v několika malých zemích, jako jsou Malta, Estonsko a Litva. Poměrně nevelký byl pokles této míry v USA. V České republice probíhá pokles VAX z nízké výchozí základny a je poměrně rychlý. ČR se proto spolu s Maďarskem, Slovenskem a Lucemburskem řadí k zemím s nejnižší úrovní VAX. Nejvyšší úroveň přidané hodnoty exportu mělo v roce 1995 Japonsko, které však bylo v roce 2007 předstíženo zeměmi s velkým podílem vývozu surovin, jako jsou Rusko a Indonésie. Rovněž v USA a ve Spojeném království je úroveň VAX poměrně vysoká (viz tabulka 5).

Tabulka 5 ▶

VAX ve vybraných zemích v letech 1995 a 2007 (podíl na celkovém objemu exportu)

	1995	2007
Česká republika	0,62	0,47
Maďarsko	0,65	0,46
Polsko	0,75	0,60
Slovensko	0,61	0,46
Německo	0,76	0,62
Spojené království	0,75	0,76
USA	0,81	0,79
Kanada	0,70	0,72
Rusko	0,89	0,88
Japonsko	0,91	0,81
Čína	0,81	0,71

Pramen: WIOD (World Input-Output Database), duben 2012; Stehrer, 2012.

Dalším ukazatelem, charakterizujícím možný přínos exportu k domácí zaměstnanosti, je podíl zahraničních dodávek, nutných k výrobě exportního zboží a služeb dané země (Foreign Output Needed to Produce a Country's Exports). Ve středoevropských nových členských zemích

EU je tento ukazatel vysoký – dosahuje od 32 % v Polsku až po 46 % na Slovensku a v Maďarsku, kde také došlo k největšímu skoku ve srovnání s polovinou devadesátých let. (Mnohé výrobní podniky zde slouží pouze jako montovny.) V zemích EU-15 se tento ukazatel pohybuje jen kolem 14 %, avšak v Německu při velkém objemu zahraničních subdodávek dosahuje až k 28 %. V asijských zemích se pohybuje pod 20 %, v samotné Číně kolem 18 % (viz tabulka 6, propočty z databáze WIOD, Stehrer 2012).

Tabulka 6 ▶

Zahraniční dodávky pro výrobu exportního zboží a služeb ve vybraných zemích (podíl na celkovém objemu exportu v %)

	1995	2007	Změna v p. b.
Česká republika	27	41	14
Maďarsko	25	46	21
Polsko	17	32	15
Slovensko	28	46	18
Německo	17	28	11
Spojené království	20	22	2
USA	11	16	5
Japonsko	7	15	8
Čína	14	18	4

Pramen: WIOD (World Input-Output Database), duben 2012; Stehrer, 2012.

Přínos rostoucího vývozu pro domácí zaměstnanost závisí na jeho struktuře, ovlivňující míru zhodnocení na vnějších trzích. Kurz české koruny (CZK) je vůči paritě kupní síly celkově podhodnocen. V roce 2010 činila cenová hladina celkového HDP pouze 73,0 % průměru EU-27 a 69,7 % průměru zemí eurozóny. Tuzemské náklady, zejména mzdové, jsou totiž výrazně nižší než v evropském průměru. V roce 2010 činily měsíční mzdové náklady 941 EUR, což ve srovnání s Rakouskem představovalo nominálně jen

31 % a v reálném vyjádření (v paritě kupního standardu) 49 %. Agregátní jednotkové pracovní náklady, měřené jako náhrady na zaměstnance v eurech na jednotku HDP v reálném vyjádření (tj. v paritě kupního standardu) činily ve srovnání s průměrem EU-27 ve stejném roce 63 %.

Nízké pracovní náklady podporují **cenovou konkurenční schopnost tuzemské výroby**. Pokud finální výrobce vyváží konečný produkt za světové ceny při světově podprůměrných výrobních nákladech, inkasuje nadprůměrné zisky, které může investovat do rozšiřování výroby (viz např. výroba elektrické energie). Pokud ovšem jde o zahraničního vlastníka, který zisky stahuje zpět ve formě dividend, přínos pro domácí zaměstnanost je omezen.

Produktivita práce, nákladová a mzdová konkurenceschopnost

Reálná konvergence může probíhat dvěma způsoby. Buď dochází k předstihu v růstu produktivity práce před jejím růstem v referenčních zemích, nebo se zvyšuje rychleji (klesá pomaleji) míra ekonomické aktivity a míra zaměstnanosti obyvatelstva, resp. se v důsledku demografických faktorů zvyšuje podíl práceschopného obyvatelstva v celkovém obyvatelstvu země. V období recese

se růst produktivity práce v ČR ve srovnání s průměrem za celou dekádu 2001–2010 výrazně zpomalil. K nejmenšímu zpomalení v rámci střeoevropských zemí došlo v Polsku, kde průměrný roční růst HDP na pracovníka v letech 2009–2011 dosáhl až 2,6 % (viz tabulka 7).

Produktivita práce a zaměstnanost

Růst produktivity práce je nosným faktorem reálné konvergence. Úroveň produktivity práce, měřená HDP na pracovníka nebo na odpracovanou hodinu, zaostává v ČR za průměrem zemí EU více než HDP na obyvatele. Ekonomická úroveň ČR je totiž zlepšována vyšší mírou využití práceschopného obyvatelstva, a to jak v důsledku vyšší míry ekonomické aktivity, tak i vyšší míry zaměstnanosti (nižší nezaměstnanosti). Dílčí vliv mají též dosud ještě příznivé demografické faktory (relativně velký podíl obyvatelstva v produktivním věku), jejichž působení však bude zeslabovat a v dlouhodobém vývoji budou nepříznivé (vlivem současného nízkého podílu dětí). Předstih ekonomické úrovně ČR před ostatními zeměmi EU-5 je tedy až doposud významně ovlivňován extenzivním faktorem vyšší zaměstnanosti a většího počtu odpracovaných dnů. Na Slovensku je zaostávání

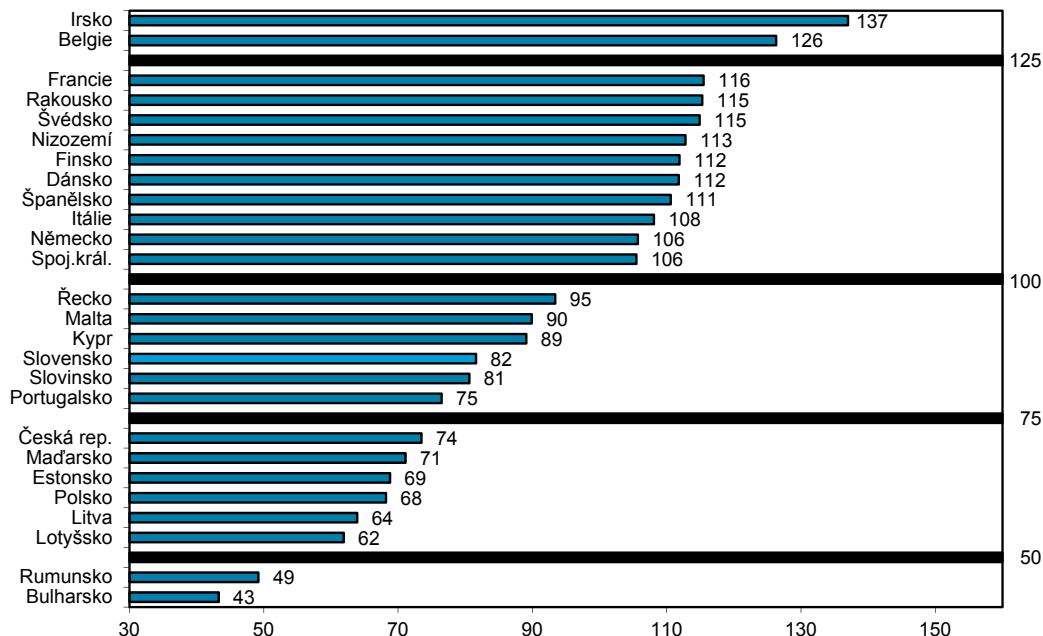
Tabulka 7 ►

Tempa růstu HDP na pracovníka v letech 2001–2011 (v %)

	Průměr 2001–2010	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Průměr 2009–2011
Česká republika	3,0	5,6	3,5	0,8	-3,5	4,5	1,4	0,7
Maďarsko	2,5	3,5	0,1	2,4	-4,2	0,9	1,3	-0,7
Polsko	3,0	3,0	2,2	1,2	1,2	3,4	3,3	2,6
Slovensko	4,1	6,1	8,2	2,4	-3,0	5,8	1,5	1,4
Slovinsko	2,2	4,2	3,4	1,0	-6,3	4,0	1,6	-0,3
Německo	0,6	3,1	1,5	-0,1	-5,2	3,2	1,6	-0,2
Rakousko	0,7	1,9	1,9	-0,6	-3,0	1,4	1,5	-0,1
EU-27	0,8	1,6	1,4	-0,6	-2,6	2,6	1,3	0,4

Pramen: EUROSTAT, Annual National Accounts, Auxiliary indicators (2012a), 16. 6. 2012; vlastní výpočty.

Obrázek 4 ▶

HDP na pracovníka v PPS v zemích EU-27, rok 2011¹⁾

¹⁾ Předpověď EUROSTATu (Irsko rok 2010); atypické Lucembursko = 166.

Pramen: EUROSTAT, Structural Indicators (2012a), 16. 6. 2012, vlastní úprava.

v produktivitě práce za zeměmi EU-27 naopak menší než v celkové ekonomické úrovni, která je snižována nízkým využitím praceschopného obyvatelstva, zejména v důsledku vysoké nezaměstnanosti. V Maďarsku je ve srovnání s ČR jak nízká míra ekonomické aktivity, tak i nízká míra zaměstnanosti. V Polsku v neprospěch růstu ekonomické úrovně působí relativně vysoká nezaměstnanost.

Produktivita práce, měřená HDP na pracovníka v PPS, činila v ČR v roce 2011 celkem 73,5 % úrovně EU-27 (srovnej s 80 % podle HDP na obyvatele), což představovalo až 20. místo v pořadí zemí Unie (viz obrázek 4).

V rámci nových členských zemí EU-10 se ČR podle úrovně produktivity práce nachází až na

3. místě – je předstihována nejen Slovinskem, ale i Slovenskem (do roku 2004 i Maďarskem). Slovensko má od roku 2010 nejvyšší hrubý domácí produkt na pracovníka v rámci zemí EU-8. Dohánění úrovně produktivity práce bylo přitom v ČR rychlejší než přibližování ekonomické úrovně. Relace HDP na pracovníka v poměru k EU-27 se v porovnání s rokem 1995 v roce 2011 zvýšila o 9 p.b., zatímco úroveň HDP na obyvatele se přiblížila pouze o 3 p.b.

Ještě méně příznivé je pro ČR srovnání hodinové produktivity práce. HDP na odpracovanou hodinu dosahoval v roce 2010 jen 68 % úrovně EU-27, zatímco na Slovensku došlo ke zvýšení až na 78 %. Ve srovnání s Německem dosahuje HDP na odpracovanou hodinu v ČR pouze 55 %. Nej-

vyšší hodinovou produktivitu práce mezi novými členskými zeměmi EU dosahuje dlouhodobě Slovensko (v roce 2010 v relaci k EU-27 zhruba 80 %). Vyšší počet odpracovaných hodin v ČR než v průměru „starých“ členských zemí tlumí dopad nižší hodinové produktivity. Rovněž ve srovnání se zeměmi EU-5 působí uvedený extenzivní faktor ve prospěch ČR. Větší počet občanů v ČR je zaměstnán a průměrný občan ČR přitom pracuje déle. Z těchto relací pramení příznivější výsledky v ekonomické úrovni než v úrovni produktivity práce v ČR.

Míra zaměstnanosti v ČR v roce 2011 dosáhla 70,9 % a převyšovala tak průměr zemí EU-15 i EU-27 (viz tabulka 8).

Tabulka 8 ▶

Míra zaměstnanosti a nezaměstnanosti v zemích EU-27 a v EU-5 v letech 1998–2011¹⁾

	1998	2000	2005	2008	2011
Míra zaměstnanosti¹⁾					
EU-27	65,6	66,6	68,0	70,3	68,6
EU-15	65,4	67,3	69,4	71,3	69,7
Česká republika	73,4	71,0	70,7	72,4	70,9
Maďarsko	58,8	61,2	62,2	61,9	60,7
Polsko	65,3	61,0	58,3	65,0	64,8
Slovensko	67,4	63,5	64,5	68,8	65,1
Slovinsko	68,6	68,5	71,1	73,0	68,4
Míra nezaměstnanosti²⁾					
EU-27	..	8,8	9,0	7,1	9,7
EU-15	9,5	7,9	8,3	7,2	9,7
Česká republika	6,4	8,7	7,9	4,4	6,7
Maďarsko	8,4	6,4	7,2	7,8	10,9
Polsko	10,2	16,1	17,8	7,1	9,7
Slovensko	12,6	18,8	16,3	9,5	13,5
Slovinsko	7,4	6,7	6,5	4,4	8,2

¹⁾ Počet zaměstnaných osob ve věku 20–64 let k počtu obyvatelstva téže věkové skupiny.

²⁾ Počet nezaměstnaných v % k počtu pracovních sil.

Pramen: EUROSTAT, Structural Indicators (2012), 20. 5. 2012.

Ostatní země EU-5 mají nižší míru zaměstnanosti než ČR, a to Slovensko o 5,8 p.b., Polsko o 6,1 p.b. a Maďarsko dokonce až o 10,2 p.b. V první polovině minulé dekády docházelo v ČR k poklesu a kolísání míry zaměstnanosti. Nejvyšší úroveň bylo dosaženo v roce 2008, načež došlo ke snížení pod vlivem recese. K vyšší míře zaměstnanosti ve srovnání s EU přispívá v ČR stále ještě vyšší míra ekonomické aktivity obyvatelstva v produktivním věku (tento fakt vyniká zejména ve srovnání s Maďarskem), ve srovnání s Polskem a Slovenskem jde především o nižší nezaměstnanost.

Mzdová konvergence a nákladová konkureční schopnost

Dohánějící ekonomiky prosazují svou konkurenceschopnost vůči zemím ekonomicky vyspělým politikou levné práce – nízkými mzdami. Nové členské země EU mají výrazně nižší mzdovou úroveň, nežli je průměr zemí EU-27 a původní patnáctky. Nejblíže k úrovni mezd ve vyspělých zemích má Slovensko, jehož vývoj se před vstupem do EU značně odlišoval od zemí východního bloku. V rámci středoevropské pětky má po Slovinsku nejvyšší průměrné mzdy v eurech Česká republika – její mzdová úroveň dosahuje kolem 30 % úrovně Rakouska. V paritě kupní síly (PPS) dosahují české mzdy, podobně jako mzdy polské, kolem 46 % mezd rakouských. V rámci středoevropských zemí má nejnižší mzdy v eurech Maďarsko a v PPS Slovensko, jehož průměrné mzdy v reálném vyjádření dosahují v relaci k Rakousku jen 39 % (viz tabulka 9).

Propad maďarských mezd v eurech na méně než čtvrtinu mezd rakouských nastal až v posledních letech po přijetí podmínek MMF při mezinárodních finančních půjčkách. Ještě v roce 2008 byly maďarské mzdy v eurech i v PPS výrazně

Tabulka 9 ▶

Průměrné hrubé měsíční mzdy v zemích EU-5, v Bulharsku a Rumunsku v relaci k Rakousku v roce 2011

	Mzdy v kurzovém přepočtu		Mzdy v PPS	
	EUR	Rakousko = 100	EUR	Rakousko = 100
Česká rep.	993	30,2	1347	45,6
Maďarsko	763	23,2	1236	41,9
Polsko	822	25,0	1369	46,4
Slovensko	790	24,0	1141	38,7
Slovinsko	1525	46,4	1820	61,7
Bulharsko	361	11,0	773	26,2
Rumunsko	471	14,3	884	30,0
Rakousko	3290	100,0	2951	100,0

Pramen: Gliğorov, Holzner, Landesmann, Leitner, Pindyuk, Vidovic et al. (2012), s. 141–147, vlastní výpočty.

vyšší než mzdy slovenské (před rokem 2008 i než mzdy polské). Výrazně nižší jsou mzdy v později přistoupičích zemích – v Bulharsku a Rumunsku, které dosahují v eurech jen 11 %, resp. 14 % mezd rakouských. Ještě nižší mzdová úroveň je na Ukrajině, kde v relaci k Rakousku představují mzdy v eurech pouze 7 %, zatímco mzdy v Rusku dosahují kolem 17 %.

Nákladová konkurenční schopnost, vyjádřená v jednotkových pracovních nákladech (JPN), měřených jako průměrné pracovní náklady v EUR na jednotku HDP v reálném vyjádření (tj. v PPS), je v důsledku nízkých mezd ve střeoevropských nových členských zemích stále podstatně vyšší než v průměru za země EU-27. Česká republika má agregátní JPN výrazně nižší než Slovinsko, avšak vyšší než ostatní země EU-5. Často zdůrazňovaný rychlý růst JPN v ČR souvisí též s nízkou výchozí úrovní, nastolenou počátkem transformace. Podstatná odlišnost JPN směrem dolů od střeoevropských zemí se prokazuje v Bulharsku. V Rumunsku je vliv

nižších pracovních nákladů na osobu překryt relativně nízkou produktivitou práce, takže jeho agregátní JPN jsou blízké polským (viz tabulka 10).

Tabulka 10 ▶

Produktivita práce a jednotkové pracovní náklady v zemích EU-5, v Bulharsku a Rumunsku v roce 2011 (EU-27 = 100)

	HDP na pracovníka (PPS) ¹⁾	Náhrady na zaměstnance (EUR)	Agregátní JPN
Česká rep.	73,5	46,6	63,4
Maďarsko	71,1	35,8	50,4
Polsko	68,2	32,4	47,5
Slovensko	81,6	41,1	50,4
Slovinsko	80,6	72,5	90,0
Bulharsko	43,3	16,6	38,3
Rumunsko	49,2	22,7	46,1

¹⁾ Předpověď EUROSTATU.

Pramen: HDP na pracovníka viz EUROSTAT, Structural Indicators (16. 6. 2012), náhrady na zaměstnance viz Gliğorov, Holzner, Landesmann, Leitner, Pindyuk, Vidovic et al. (2012), s. VIII; agregátní JPN vlastní propočty.

Závěr

Česká republika na rozdíl od všech sousedních zemí dosud nepřekonala recesi. Reálný objem HDP se zde stále nachází pod úrovní roku 2008. Přetrvávání recese nelze zdůvodňovat vnějšími vlivy. Příčinou poklesu HDP mezi roky 2008 a 2011 bylo snížení domácí poptávky, zejména prudký sestup investic (o 12,4 %). Vývoz zboží a služeb naopak rychle rostl – o 16,4 % – a předstihoval tak růst dovozu, který se zvýšil jen o 10,3 %. Ačkoliv v rámci střeoevropského regionu (i v rámci EU-27) ČR z hlediska míry zadluženosti veřejného i soukromého sektoru patří k zemím nejméně zadluženým, zde přijímaná opatření fiskální stabilizace hospodářský růst brzdila více než v okolních zemích.

Konvergenční proces se zastavil a ekonomická úroveň začala zaostávat za úrovní vyspělých ekonomik více než v předkrizovém období. Úloha domácí poptávky při podpoře ekonomického růstu je v ČR hrubě podceňována. K tomu přispívá i rozšířená mylná interpretace vztahu makroekonomických ukazatelů, když relace dovozu a vývozu k HDP je chápána jako strukturální podíl. Vzniká tak pomýlená představa, jako by při tříčtvrtinovém poměru dovozu (resp. vývozu) k HDP zbývala na domácí poptávku jen čtvrtina. Z toho se chybně vyvozuje, že každá koruna v ČR spotřebovaná podporuje jen z 25 % českou zaměstnanost a ze 75 % napomáhá zvyšování zaměstnanosti v cizích zemích (viz výše uváděnou citaci výroků předních vládních představitelů).

Vliv stlačování domácí poptávky na ekonomický růst a zaměstnanost se při vžitém mylném výkladu jeví jako nevýznamný. Symetrické tabulky input-output (SIOT) mylný výklad vyvracejí a dokládají, že přímý dovoz pro spotřebu domácností tvoří v ČR pouhou jednu šestinu. Komplexní dovozní náročnost, při níž se bere v úvahu i dovoz pro domácí výrobu sloužící konečné spotřebě domácností, se pohybuje kolem jedné třetiny.

Efekt dodatečné domácí poptávky na zvýšení domácí zaměstnanosti se v jednotlivých směrech užití HDP výrazně liší. Zatímco při zvýšení stavebních investic je vzhledem k jejich nízké dovozní náročnosti téměř stoprocentní, při zvýšení investic do strojů a zařízení je naopak nízký, neboť ty pocházejí z velké části z dovozu. Při prosazování úsporných fiskálních opatření je proto nutno rozlišovat ty veřejné výdaje, které zvyšují dlouhodobý růstový potenciál země a zaměstnanost (infrastrukturální kapitálové výdaje, výdaje do zvýšení vzdělanosti a kvalifikace) od běžných výdajů na spotřebu sektoru vlády, na nichž by se v první řadě mělo šetřit.

Prosperita malé otevřené ekonomiky, jako je ekonomika česká, bezesporu do velké míry závisí na úspěšnosti vývozu. Přitom je však třeba brát v úvahu nejen celkový objem exportu, ale i jeho přidanou hodnotu (tzv. VAX ratio). Míra VAX v ČR rychle klesá a pokles probíhá z nízké výchozí základny, takže se ČR spolu s Maďarskem, Slovenskem a Lucemburskem řadí k zemím s nejnižší úrovní VAX v celosvětovém měřítku. Možný přínos exportu k domácí zaměstnanosti charakterizuje rovněž podíl zahraničních dodávek, nutných k výrobě exportního zboží a služeb. Koeficient VAX je v ČR vysoký – po Slovensku a Maďarsku patří v mezinárodním srovnání k nejvyšším.

Poměr růstových faktorů se ve srovnání s předchozími dvěma dekádami bude výrazně měnit. Konvergenční proces v ČR bude nutno v důsledku demografických posunů a z nich vyplývajících stoupajících míře ekonomické závislosti zakládat v daleko větší míře než dříve na předstihu v růstu produktivity práce. Současné zaostávání za vyspělými zeměmi v produktivitě práce je přitom daleko větší než zaostávání v ekonomické úrovni, a to především vzhledem k vysokému využití pracovních zdrojů (poměrně vysoké míře ekonomické aktivity obyvatelstva a nízké míře nezaměstnanosti).

ČR si dosud v rámci EU udržuje nákladovou a mzdovou konkurenceschopnost. Jednotkové pracovní náklady (JPN) sice rostou poměrně rychle, avšak vycházejí z nízké základny, nastolené v počátcích transformace. V současnosti nedosahují agregátní JPN ani dvou třetin evropského průměru (v ostatních zemích EU-5 kromě Slovinska se pohybují jen kolem poloviny průměru zemí EU-27). Průměrné mzdy ve srovnání s Rakouskem dosahují v eurovém přepočtu 30 %, v paritě kupní síly 46 %. ■

LITERATURA

- BŘEŠŤAN, R. – BUNĚTICKÁ, J. (2012). Tápání českého lva. *Ekonom* 12.
- ČSÚ (2012). *HDP – Roční národní účty, tabulky dodávek a užití, tabulky SIOT*. Praha: Český statistický úřad, červen.
- ECFIN (2012 a). *European Economic Forecast Spring*. Luxembourg: European Commission, Directorate-General ECFIN – Economic and Financial Affairs, European Economy 1.
- ECFIN (2012 b). *Statistical Annex of European Economy*. Spring 2012. Luxembourg: European Commission. Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs.
- EUROSTAT (2008). *Eurostat Manual of Supply, Use and Input-Output Tables*. European Commission. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities.
- EUROSTAT (2012 a). *National Accounts (online database)*. Luxemburg: EUROSTAT.
- EUROSTAT (2012 b). *Structural Indicators (online database)*. Luxemburg: EUROSTAT.
- EUROSTAT (2012 c). *Population and Social Conditions (online database)*. Luxemburg: EUROSTAT.
- GLIGOROV, V. – HOLZNER, M. – LANDESMANN, M. – LEITNER, S. – PINDYUK, O. – VIDOVIC, H. et al. (2012). New Divide(s) in Europe? Vienna, The Vienna Institute for International Economic Studies, *Current Analyses and Forecasts*, No. 4.
- KALOUSEK, M. (2009). Pomohou německé balíčky. *Ekonom* 5.
- Kolektiv CES VŠEM, NOZV NVF (2011). *Konkurenční schopnost České republiky 2010–2011*. Praha, Linde.
- MF ČR (2012). *Makroekonomická predikce České republiky*. Praha: Ministerstvo financí ČR, duben.
- NEČAS, P. (2009). Záznam z debaty o protikrizových opatřeních ve Sněmovně dne 31. března 2009.
- OECD (2012 a). *National Accounts of OECD Countries (Main Aggregates)*. Main Economic Indicators. Paris: OECD.
- OECD (2012b). *OECD Economic Outlook, Vol. 2012/1*, OECD Publishing. OECD. http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2012-1-en.
- STEHRER, R. (2021). *Made in Europe: Production Integration in Europe and beyond*. Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies, WIIW Spring Seminar „Convergence in Europe Derailed?“, 23. 3. 2012, www.wiiw.ac.at.
- VINTROVÁ, R. (2009 a). Interpretační omyl. *Ekonom* 13.
- VINTROVÁ, R. (2009 b). Vliv dovozní náročnosti a vývozní otevřenosti na ekonomiku v období krize. Praha: *Bulletin CES VŠEM* 2.
- WIOD (2012). *World Input-Output Database*. Brussels: European Commission, Directorate-General for Research & Innovation, April, www.wiod.org.
- ZLÁMALOVÁ, L. (2009). S krizí pomůže spíš Obama než vláda. *Hospodářské noviny* 17. 2.
- ZLÁMALOVÁ, L. (2012). Německá klasika. *Lidové noviny* 1. 3.

THE CZECH REPUBLIC'S INTERNATIONAL ECONOMIC POSITION CHANGES IN THE PERIOD OF RECESSION

Ing. Růžena Vintrová, DrSc.

ABSTRACT

The Czech Republic was the only country – unlike of all its neighbours – its GDP did not reach in 2011 the level of 2008. A decrease in domestic demand, especially a deep fall in investments was the cause, while exports were growing relatively quickly. To the GDP decrease contributed the economic policy, underestimating the role of domestic demand. The false interpretation of the relation of exports and imports to GDP had such serious consequences. The CR belongs to the small and open economies with the important role of exports and with relatively high import intensity. The symmetrical input-output tables show the direct import intensity of the final consumption of households near to one sixth and the full (complex) intensity around one third (and not $\frac{3}{4}$, as the false interpretation claims). The VAX ratio falls relatively quickly from the low base. The foreign output needed to produce a country's exports is the highest in the European comparison after Slovakia and Hungary. The economic level of the CR is improved by the hitherto favourable demographic factors, high rate of economic activity and low rate of unemployment, while the level of labour productivity is lower than in Slovakia. The aggregate ULC are growing relatively quickly, but from the low base, so that they are about 60 % of the EU average. The wage competitiveness remains relatively high in European measure – the average wages in comparison with Austria represent 30 % in EUR and 46 % in PPS.

KEYWORDS

Real convergence and its factors, the role of domestic demand, import intensity, symmetrical input-output tables, VAX ratio, labour productivity, aggregate ULC, wage competitiveness.

JEL CLASSIFICATION

E01, E20, E23, E24, E60, F14

Využití metody scénářů při oceňování podniku

Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

Oceňování podniku představuje významný právně-ekonomický proces, který svými důsledky významně ovlivňuje vztahy mezi zájmovými skupinami, zejména vlastníky podniku a potenciálními investory. Oceňování úzce souvisí s celou řadou transakcí, jako jsou především fúze a akvizice společnosti, vstup nového nebo výstup stávajícího vlastníka, ocenění majetkového podílu pro účely dědického řízení, příp. majetkového vyrovnání bezpodílového vlastnictví atd. Za této situace je úsilí oceňovacích specialistů zaměřeno na nalezení tržní hodnoty (fair market value), která by byla akceptovatelná všemi účastníky transakce (Mařík, 2003). Toto úsilí může spočívat ve volbě vhodné metody oceňování, případně při již zvolené metodě oceňování v nalezení takových parametrů oceňovacího modelu, které by přispívaly k nalezení konsenzuálního pohledu na předmětnou transakci. Významnou kategorií oceňovacích modelů představují diskontní přístupy (DCF) založené na analýze budoucích cash flow). Tyto přístupy, přes jejich zdánlivou matematickou exaktnost, nemusí poskytovat výsledky, které jsou účastníky transakce bezvýhradně přijímány. Příčina spočívá v tom, že tyto přístupy jsou vesměs založeny na deterministickém pojetí a pro vlastní oceňovací model používají jeden, z hlediska oceňovatele „nejpravděpodobnější scénář“. Je příznačné, že každá strana případného sporu preferuje svůj „nejpravděpodobnější scénář“ vývoje, čímž dochází k dalšímu prohloubení

sporů. Určité východisko z tohoto problému představují scénářové přístupy k oceňování podniku, které využívají variability možného budoucího vývoje podnikatelského prostředí. Hodnotu podniku lze bezproblémově spočítat pro každý ze scénářů budoucího vývoje. Těmto scénářům lze na základě expertního hodnocení přiřadit pravděpodobnost jejich vzniku a hodnotu podniku spočítat jako střední hodnotu. Článek se zabývá východiskem tvorby oceňovacích scénářů, jejich kvalitativním a kvantitativním popisem a následně demonstruje uplatnění scénářového přístupu k oceňování v praxi.

Scénáře a jejich základní vymezení

Scénáře představují určité teoretické modely, které mohou napomoci překonat tradiční způsob uvažování a lépe se tak adaptovat na nejistou budoucnost. Scénáře budoucího vývoje zjišťují a prověřují, v jakém rozsahu může ještě společnost dosáhnout vytyčených cílů, jestliže se tyto scénáře přemění v realitu (Tessun, 1999). Scénáře poskytují alternativní pohledy na budoucnost. Identifikují některé zásadní události, hlavní hráče i jejich motivaci a nabízejí odlišné perspektivy budoucího vývoje světa. Tvorba užití scénářů napomáhá k hledání cest, jak čelit budoucím nejistotám (Gugan, 2008). Na rozdíl od obvyklých metod prognózování se scénáře zaměřují na identifikaci diskontinuit jako na základní problém organizace a tím ji umožňují se lépe připravit na neočekávanou změnu. Scénáře na-

pomáhají organizaci zvládat překvapivé změny a výrazně napomáhají k přežití organizace. Umožňují tak lépe pochopit možnou zranitelnost firmy a napomocí optimálnímu strategickému zaměření.¹

Pojetí a charakteristiky scénářů

Scénáře představují obrazy či popisy budoucnosti, tvořené vzájemně konzistentními prvky a jejich vazbami v rámci souboru specifikovaných předpokladů (Hnilica, Fotr, 2009). Scénáře lze rovněž definovat jako vzájemně konzistentní kombinace hodnot klíčových rizikových faktorů (Fotr, Souček, 2005). Kuhn s Wiesnerem nahlíží na scénáře jako na hypotetické sledy událostí, sestavené s cílem soustředit pozornost na kauzální procesy a rozhodovací body (Zentner, 1982). Davis (1999) pokládá scénáře za přijatelné, přiléhavé, alternativní příběhy o budoucnosti. Schwartz (1991) považuje scénáře za příběhy, které pomáhají rozpoznat proměnlivé aspekty existujícího prostředí a adaptovat se na ně. Zároveň představují metodu pro vytyčování cest, kterými se může budoucí vývoj ubírat, a poskytují návod, jak se těmito cestami ubírat.

Obvykle scénáře představují soubor vnitřně konzistentních obrazů budoucnosti založených na logickém a racionálně zdůvodnitelném propojení jednotlivých prvků, a tudíž představují schematický popis možných stavů budoucnosti, založených na analýze kauzálních faktorů konkurenčního prostředí. Technika scénářů připouští, že s určitou spolehlivostí mohou být předpovídány pouze vybrané rizikové faktory, zatímco ostatní faktory jsou v zásadě neznámé a z prognostického hlediska neuchopitelné. Na rozdíl od vize kladou scénáře důraz na možný

dopad klíčových faktorů rizika. Konzistentnost hodnot rizikových faktorů je nutno vidět v jejich vzájemných kombinacích, kterým lze přiřadit nezanedbatelnou pravděpodobnost vzniku. Společným znakem všech scénářů, přes jejich odlišnost, musí být jejich praktická realizovatelnost.

Scénáře nelze považovat za předpovědi, nýbrž za popis možných směrů budoucího vývoje okolí. Scénář se tak stává určitým obrazem budoucnosti kombinující kvalitativní i kvantitativní charakteristiky (Foster, 1993). Formulace scénářů vychází z faktorů, které jsou jak nejisté, tak mají klíčový dopad na systém (Pearson, 1999). Tvorba scénářů v prostředí diskontinuálního vývoje vyžaduje zásadně systémový přístup. Součástí tohoto přístupu je analýza dopadu trendů, nejistot a zahrnutí role klíčových zájmových skupin, strategických hybných sil či technologických inovací (Schoemaker, 2005). Jedním z cílů scénářového přístupu je porozumění možným stavům budoucnosti, což vytváří předpoklad ke stanovení takové hodnoty firmy, která v sobě zahrne vývoj firmy v jeho možných alternativách. Jakmile jsou scénáře formulovány, stávají se „směrovkami“ dalšího vývoje, jež ukazují, který z možných budoucích stavů se počíná rozvíjet. Scénáře identifikují klíčové hybné síly vývoje včetně jejich vzájemných závislostí, které dále propojují s existujícími příležitostmi a riziky. V zásadě tak popisují alternativní stavy světa, nikoli jen možných událostí (Tessun, 1999). Každý scénář představuje kombinaci přitažlivých i nepřitažlivých skutečností a tím je do jisté míry kompromisní. Každý ze scénářů musí být porovnán se souborem testovacích podmínek, což ukáže na jeho silné i slabé stránky.

¹ V této souvislosti je zmiňován termín *strategická intervence do života společnosti* (Davis, 1999).

Využití techniky scénářů v procesu oceňování podniku vychází ze schopnosti modelovat vícečetné alternativy budoucnosti, včetně jejich kvalitativních a kvantitativních charakteristik. Pojetí scénářů mezi odbornou veřejností není jednoznačné a jejich vymezení je předmětem pokračujících úvah a diskusí (Fotr, 2008, Švecová, 2005). Samotné scénáře lze obvykle rozdělit do tří skupin na kvalitativní, semikvantitativní a kvantitativní scénáře (Fotr, 2008).

Kvalitativní scénáře – představují obvykle dlouhodobější vize vývoje vyjádřené jako slovní popisy zásadně odlišných možností budoucího vývoje. Jedná se obvykle o strukturované pojednání možných variant budoucího vývoje, založené na makroekonomických predikcích globálního vývoje podnikatelského prostředí. **Semikvantitativní scénáře** – jsou založeny na kombinacích tvrdých a měkkých prvků, tzn. kombinují věcně popisný pohled na budoucí vývoj s jeho exaktnějším matematickým popisem.

Kvantitativní scénáře – představují vzájemně konzistentní kombinace hodnot klíčových rizikových faktorů (Hnilica, Fotr, 2009). Integrojícím prvkem semikvantitativních i kvantitativních scénářů je orientace jak na makroekonomické, tak mikroekonomické aspekty vývoje podnikatelského prostředí. Jsou orientovány na specifická rizika a nejistoty ovlivňující rozhodování. Vzhledem k tomu, že jsou založeny na kvantifikovatelných mírách rizika, které se mohou v průběhu času měnit, jsou kvantitativní scénáře zasazeny spíše do krátkodobějšího časového rámce. K jejich popisu se používá matematicko-statistického aparátu a nedílnou součástí je odhad pravděpodobnosti jejich existence.

Na každý scénář je potom možno nahlížet jako na diskrétní podobu budoucího vývoje, odrážející

stav podnikatelského okolí. Jedná se tak o určitou abstrakci, kdy vesměs spojitě působící rizikové faktory jsou převedeny na diskrétní faktory. Takto definovaným scénářům lze přisoudit určitou pravděpodobnost jejich vzniku. Výsledkem je potom určitý počet scénářů, z nichž je každý charakterizován pravděpodobnými hodnotami sledovaných parametrů a současně je mu připsána pravděpodobnost jeho vzniku. Kvantitativní scénáře lze s úspěchem uplatnit při oceňování podniku, kde vážený aritmetický průměr hodnot podniku při jednotlivých scénářích poskytuje využitelný podklad pro další ekonomické a právní kroky.

Tvorba scénářů vývoje

Proces tvorby oceňovacích scénářů lze rozdělit do pěti kroků:

1. Stanovení základních trendů vývoje mikro i makrookolí na základě PEST a SWOT analýzy.
2. Identifikace postojů a požadavků klíčových zájmových skupin (stakeholders).
3. Identifikace základních budoucích nejistot a klíčových faktorů rizika včetně odhadu jejich pravděpodobností.
4. Formulace základních scénářů a testování jejich konzistence.
5. Stanovení pravděpodobnosti scénářů.

Stanovení základních trendů vývoje mikro a makrookolí

Stanovení trendů představuje jeden z výchozích bodů tvorby scénářů. Pro analýzu trendů lze s výhodou využít:

1. kvantitativní analýzu na základě historických dat s využitím matematicko-statistického aparátu (trendové křivky, exponenciálního vyrovnání², regresní analýzy aj.),

² Jednoduché exponenciální vyrovnání je vhodné v případě, když veličina nemá žádný trend nebo sezónnost.

2. kvalitativní analýzu – která slouží jako diagnostický nástroj k posouzení, zda se sledovaný proces chová v souladu s očekáváním.³

Analýzu trendů lze založit na využití statisticky zpracovaných historických dat publikovaných ve statistických věstnících, statistických ročenkách nebo na internetu. Klíčovým prvkem je prognóza trendů pro následující období. Pouhá extrapolace trendů však obvykle nevede v prostředí diskontinuit a turbulencí k žádoucímu výsledku. V tomto kroku je nezbytné nejen identifikovat klíčové nejistoty, nýbrž i prognózovat jejich dopad na nejdůležitější parametry výkonosti firmy.

Identifikace klíčových faktorů rizika a stanovení jejich významnosti

Proces identifikace klíčových faktorů rizika obvykle vychází z expertní diskuse dotýkající se předpokládaných posunů v sociálním, politickém, ekonomickém a technologickém klimatu, které by mohly ovlivnit strategické směřování firmy. Stanovení základních nejistot může rovněž vycházet z matice rizik, která napomůže oddělit výrazně nejisté faktory od ostatních. Výsledkem těchto diskusí je seznam priorit akcentující klíčové rizikové faktory, charakterizované vysokou pravděpodobností výskytu a závažným dopadem. Barnett (2001) mluví dokonce o *kritických nejistotách* jako o faktorech, které nejvíce ovlivňují budoucí trendy a jsou nejobtížněji předvídatelné.

Formulace základních scénářů a testování jejich konzistence

Formulování scénářů vychází z identifikace klíčových nejistot, resp. rizikových faktorů. Počet

rizikových faktorů musí být omezen, tak aby nevznikalo příliš velké množství scénářů, což by znesnadňovalo jejich využití. Nejběžnějším případem je volba dvou nejvýznamnějších rizikových faktorů o binárních charakteristikách, které vytvářejí čtyři možné scénáře. Obdobně je možno konstruovat dvojrozměrnou matici pro dva rizikové faktory, ale pro více hodnot, které může rizikový faktor nabývat. Podle počtu možných hodnot pro každý rizikový faktor dostáváme příslušný počet scénářů v podobě kombinací hodnot rizikových faktorů. Pro větší počet klíčových faktorů rizika by bylo nutné zavést vícerozměrnou matici. Alternativně lze rozdělit faktory rizika do dvojic a konstruovat několik dvourozměrných matic (NetMBA, 2007).

Pro popis scénářů při dvou rizikových faktorech se výhodou využívá matice scénářů (*scenario matrix*). Matice scénářů umožňuje analyzovat interakce mezi klíčovými faktory rizika. Pro snazší orientaci v souboru scénářů se doporučuje přiřadit každému scénáři popisný název.⁴ Je obvyklé, že vždy jeden ze scénářů představuje nejpravděpodobnější vývoj okolí, zatímco zbývající scénáře objasňují další možné, zpravidla méně pravděpodobné, alternativy budoucího vývoje. Obrázek 1 ukazuje matici scénářů zkonstruovanou pro dva rizikové faktory, z nichž každý může nabývat hodnot A a B. Ke stejným výsledkům lze dospět s využitím pravděpodobnostních stromů, které jsou však vhodné především v případě více rizikových faktorů, resp. v situaci, kdy se tyto faktory realizují v určitém časovém sledu.

Analýza pomocí pravděpodobnostních stromů⁵ (ETA) je často využívána ve zjednodu-

³ Pro tyto účely lze použít tzv. regulační diagramy.

⁴ Někteří autoři doporučují přiřazovat scénářům „chytlavá“ (catchy) jména.

⁵ V odborné literatuře je prosazován termín *Event Tree Analysis – ETA*. Moderní přístupy k ETA vesměs využívají softwarového řešení.

šené formě (tzv. Bernoulliho model), kdy jednotlivé faktory rizika mají výlučně binární charakter.

Výhoda využití pravděpodobnostních stromů ve scénářovém plánování spočívá v jednoduchosti konstrukce stromu, jeho přehlednosti a srozumitelnosti a zobrazení podmíněného vývoje rizikových faktorů. Nespornou předností je, že není nutné předvídat konec události a pomocí této techniky lze identifikovat slabá místa systému (Clemens, 1990).

Určitou nevýhodou použití pravděpodobnostních stromů je jejich diskretní povaha a nízký

lektivu tvůrců jejich smysl. Kromě logické analýzy nejsou z procesu testování vyloučeny ani intuitivní přístupy. Pokud se ukáže, že scénář je vnitřně inkoherentní, je nezbytné odpovědět na otázku, co je toho příčinou. Obvyklým problémem je, že jeden nebo více předpokladů se ukáží být nerealistické, v závislosti na tom, jak který z tvůrců scénáře vnímá prostřednictvím své mentální mapy svět. V takovém případě je nezbytné se vrátit na začátek a redefinovat předpoklady a iterativním způsobem dospět do stadia, kdy konečný výsledek poskytuje nejlepší konzistenci jednotlivých faktorů.

Obrázek 1 ▶

Scénářová matice konstruovaná pro dva binární rizikové faktory⁷

		Rizikový faktor 1	
		Hodnota 1A ↓	Hodnota 1B ↓
Rizikový faktor 2	Hodnota 1A →	Scénář 1	Scénář 2
	Hodnota 1A →	Scénář 3	Scénář 4

Pramen: Zpracováno podle: NetMBA (2007).

počet faktorů rizika, který je možno podrobit analýze, aby ještě strom zůstal přehledný.

Test konzistence scénářů

Testováním scénářů rozumíme proces zjišťování jejich konzistence, tj. racionality zvolených předpokladů a životaschopnosti. Scénáře jsou podrobeny logické analýze s cílem posoudit v ko-

Stanovení pravděpodobnosti scénářů

Při stanovení pravděpodobnosti jednotlivých scénářů je nezbytné vyjít z počtu rizikových faktorů a odhadu pravděpodobnosti jejich hodnot. Ilustrativní zobrazení scénářů nabízejí zejména scénářové matice a pravděpodobnostní stromy (Hnilica, Fotr, 2009). V případě užití scénářové matice je pravděpodobnost scénáře dána součinem pravděpodobností hodnot jednotlivých rizikových faktorů. V případě scénářů zobrazených pomocí pravděpodobnostních stromů je pravděpodobnost scénáře dána součinem pravděpodobností hodnot faktorů rizika ležících na větvi stromu. Pokud jsou faktory rizika vzájemně závislé, jde vesměs o jejich podmíněné pravděpodobnosti zobrazující daný scénář (Fotr, 2006). V praxi se obvykle prosazují expertní přístupy ke stanovení pravděpodobností scénářů (Špaček, 2009). Expertní přístupy jsou vesměs založeny na odborných kvalitách a zkušenostech jednotlivých členů expertního týmu. Expertní přístupy mohou využít některou z analytických metod používanou při vědeckém zkoumání (brainstorming, Delphi metoda aj.). Cílem je potlačení subjektivního pohledu jednotlivých expertů.

Stanovení peněžních toků, diskontní sazby a tempa růstu

Základním rozdílem mezi deterministickým a scénářovým přístupem je ten, že pro scénářové přístupy je nezbytné konstruovat peněžní toky pro každý jednotlivý scénář. Základem je volné cash flow, které je modelováno buď jako úhrnné volné cash flow pro vlastníky i věřitele (FCFF), nebo odděleně pro vlastníky a věřitele (FCFE). Podrobně se konstrukcí volného cash flow zabývají ve svých monografiích Kislingerová (2001) a Mařík (2007). Peněžní toky v jednotlivých letech lze korigovat tak, aby odrážely související rizika a nejistoty. Těmito riziky a nejistotami jsou převážně vývoj tržeb, klíčových nákladových položek a investiční náročnost, které se mohou pro jednotlivé oceňovací scénáře významně odlišovat. Nejisté budoucí peněžní toky lze nahradit jejich tzv. *jistotními ekvivalenty*. Jistotní ekvivalenty peněžních toků potom reprezentují pro uživatele stejný užitek jako rizikem zatížená varianta (Špaček, 2009). Souvisejícím faktorem, který významným způsobem ovlivňuje hodnotu podniku v modelech DCF, je diskontní sazba. Konstrukce diskontní sazby se opět výrazně neliší od deterministických přístupů (typicky WACC pro FCFF nebo EVA modely, náklady na vlastní kapitál r_c pro FCFE modely). Ke stanovení nákladů na vlastní kapitál se často využívá model oceňování kapitálových aktiv CAPM, případně stavebnicová metoda aj. (Mařík, 2007). V případě scénářových přístupů je nicméně důležité zvážit, nakolik jsou jednotlivé scénáře zatíženy systematickými, případně i nesystematickými riziky. V rámci formulovaného souboru scénářů se mohou vyskytnout takové scénáře, jejichž makroekonomické charakteristiky se budou odlišovat. Pokud např. jeden ze scénářů předpokládá pokračující recesi, zatímco druhý počítá s postup-

ným zotavováním z finanční krize, mohou být jednotlivé parametry, na nichž závisí diskontní sazba odlišné. Indikativně se jedná o bezrizikovou výnosovou míru (r_f), za kterou jsou obchodovány státní dluhopisy, výnosnost tržního portfolia ($r_m - r_f$), která je závislá na ratingu země (Moody's, S&P). Měnit se může i konstanta proporcionality beta, která je závislá nejen na oscilaci kurzu daného akciového titulu vzhledem k tržnímu portfoliu, ale rovněž na kapitálové struktuře firmy. Pokud by firma v rámci jednotlivých scénářů operovala s rozdílnou kapitálovou strukturou, je nezbytné tuto skutečnost rovněž zohlednit. Faktorem s významnou vahou je tzv. pokračující hodnota podniku (Kislingerová, 2001), která je ovlivněna tempem růstu cash flow (g). Podle povahy oceňovacího modelu může být právě pokračující hodnota a s ní související tempo růstu cash flow (g) rozhodným faktorem, který zásadně ovlivní hodnotu firmy. Rozdílné tempo růstu firmy může vstupovat do jednotlivých scénářů a přispívat tak k lepšímu analytickému popsaní rizika, které je s budoucím vývojem volného cash flow úzce spojeno. Stanovení tempa růstu sleduje řadu hledisek, počínaje analýzou historických dat, analýzou makroekonomických vlivů (vývoj HDP) až po expertní přístupy (Kislingerová, 2007).

Vyhodnocení scénářového přístupu k oceňování podniku

Specifikem scénářového přístupu je propočet hodnoty firmy při každém zvažovaném scénáři. Podle počtu zvažovaných scénářů dospíváme k určitému počtu výsledků, kterým můžeme přiřadit pravděpodobnost vzniku. Výsledná hodnota je potom dána střední hodnotou (váženým aritmetickým průměrem) přes jednotlivé hodnoty a pravděpodobnosti:

$$E(v) = \sum_{i=1}^n v_i p_i$$

kde: $E(v)$ = hodnota (value) firmy vyjádřená jako střední hodnota,
 i = počet scénářů,
 v_i = hodnota firmy pro i -tý scénář,
 p_i = pravděpodobnost i -tého scénáře,
 n = počet zvažovaných scénářů.

Přednosti a nedostatky scénářových přístupů

Přednosti scénářových přístupů

Technika scénářů značnou vahou přispívá k hlubšímu poznání vlivu jednotlivých faktorů rizika na hodnotu podniku. Význam tvorby scénářů však není v přesnosti a spolehlivosti dlouhodobých předpovědí, ale v dokonalém poznání mechanismů, které ovládají vývoj podnikatelského prostředí a v jejich osvojení týmem oceňovacích specialistů. Technika scénářů abstrahuje od jediného budoucího vývoje a zohledňuje více alternativ vývoje podnikatelského prostředí, čímž umožňuje nahlížet na oceňovací model v mnohotvárnosti jeho výstupních parametrů. Tímto vytváří alternativu konceptu „*business as usual*“ a vytváří prostor pro komplexnější chápání budoucnosti jako souboru možných alternativ vývoje.

Práce se scénáři je výhodná především v případě, kdy počet klíčových rizikových faktorů je malý a tyto faktory nabývají rovněž nízkého počtu hodnot. Nejjednodušším případem je, když faktory rizika nabývají dvou hodnot a výsledný scénář je potom výsledkem této binární logiky. V tomto případě se jedná o tzv. *přirozené scénáře*. V případě, že některý z rizikových faktorů má spojitý charakter, je nezbytné ho aproximovat diskrétní veličinou s malým počtem hodnot. Vol-

ba těchto hodnot musí reprezentovat s určitou pravděpodobností možné budoucí stavy objektu, a cílem je tudíž dospět k souboru scénářů, který bude pokrývat pravděpodobný rozsah možných výsledků. V těchto případech hovoříme o *reprezentativních scénářích*, kdy každý scénář reprezentuje určitý interval výsledků.

Nedostatky scénářových přístupů

Nedostatky scénářových přístupů se projevují zejména v situacích, kdy existuje velký počet faktorů rizika, které navíc mohou nabývat většího počtu hodnot. Limitním případem potom je spojitý charakter rizikových faktorů. Respektování pouze omezeného počtu rizikových faktorů vede ke konstrukci nižšího počtu scénářů, které neposkytují obraz o úhrnné rizikovitosti oceňovacího modelu (Kodukula, 2006). V tomto případě již nelze použít scénářový přístup k analýze rizika a je nezbytné se uchýlit k sofistikovanějším přístupům (simulační metody). Gugan (2008) vidí překážky plnohodnotného uplatnění scénářových technik v komplexu příčin, z nichž nejzávažnější jsou: příliš úzké zaměření scénářů, které nepostihují jejich globální rozsah, vznik scénářů, které jsou z hlediska podniku mimo zónu možného dopadu, nízká angažovanost manažerského týmu, a dokonce záměna scénářů s předpověďmi.

Určitou nevýhodou, která znesnadňuje uplatnění techniky scénářů, je skutečnost, že metoda postrádá validační nástroj, který by umožnil vyhodnocení navrhovaného scénáře. Typicky se jedná o pochybnost, zda má rozhodovatel k dispozici opravdu ty nejhodnější scénáře. Kromě toho scénáře často postrádají vnitřní logiku, důvěryhodnost a dynamiku. Scénáře nezřídka selhávají v situacích, kdy mají rozpoznat všechna vzájemná propojení mezi jednotlivými heterogenními subjekty, aktivitami a zdroji (Menssonides, 2008).

Podmínkou využitelnosti scénářů je jejich snadná komunikovatelnost vůči skupinám, které rozhodují o jejich aplikaci. Pokud jsou scénáře příliš komplikované a jejich závěry obtížně interpretovatelné, může se přednost scénářového přístupu změnit v nevýhodu a metoda může být z principu některou ze stran oceňovacího sporu odmítnuta.

Aplikace techniky scénářů v oceňovací praxi *Ocenění NeraPharm s.r.o. scénářovým přístupem*

NeraPharm s.r.o. je středně velká farmaceutická firma zaměřená na výrobu aktivních farmaceutických substancí. Pro účely eventuálního prodeje bylo provedeno ocenění firmy s využitím scénářového přístupu. Jako klíčový rizikový faktor byl

zvolen rozvoj trhu speciálních farmaceutických substancí. Rozvoj trhu speciálních farmaceutických substancí ovlivnil nejen tržní kapacitu pro stávající produkty, nýbrž úzce koreloval i s penetrací nových produktů. Pro účely ocenění byly specifikovány a kvantifikovány tři oceňovací scénáře. Tabulka 1 uvádí základní charakteristiky scénářů včetně jejich pravděpodobností, zatímco tabulka 2 uvádí parametry oceňovacího modelu.

O tom, že hodnota firmy, počítaná jako vážený průměr přes jednotlivé scénáře, kde vahami jsou pravděpodobnosti těchto scénářů, se nejvíce blíží konceptu *fair market value*, vypovídá fakt, že společnost byla prodána novému investorovi za částku cca 135 mil. Kč. Jelikož součástí převzetí firmy bylo jednorázové splacení dluhu, který měl NeraPharm u původního vlastníka, a tato

Tabulka 1 ▶

Charakteristiky jednotlivých oceňovacích scénářů NeraPharm s.r.o.

	Charakteristika	Ceny	Prodaná množství	Nové výrobky	Pravděpodobnost vzniku scénáře
Scénář I	Stagnace trhu	Trvale klesající	Stagnující či mírně klesající	Bez nových výrobků	5 %
Scénář II	Mírný rozvoj trhu	Stálé, příp. mírný pokles	Mírně stoupající	Ojedinelé inkrementální inovace	25 %
Scénář III	Mírný rozvoj trhu i výrobku u stávajících produktů, rychlý rozvoj trhu nových výrobků	Stálé u stávajících výrobků, rostoucí u nových výrobků	Stoupající (zejména u nových produktů)	Pravidelné inkrementální a pravidelné průlomové inovace	70 %

Tabulka 2 ▶

Parametry oceňovacích modelů pro jednotlivé scénáře a výsledky NeraPharm s.r.o.

	WACC	Parametr růstu g	Hodnota firmy brutto [tis. Kč]	Váznoucí dluh [tis. Kč]	Hodnota firmy netto [tis. Kč]
Scénář I	8,85 %	1 %	58 388	28 096 *	30 292
Scénář II	8,85 %	2 %	81 178	28 096 *	53 082
Scénář III	8,85 %	4 %	152 325	28 096 *	124 229
Střední hodnota (brutto)			129 841 tis. Kč		
Střední hodnota (netto)			101 745 tis. Kč		

* Váznoucí dluh byl reprezentován dlouhodobým závazkem vůči mateřské společnosti.

splátka je zahrnuta do výše uvedené částky, je nezbytné porovnávat tuto cenu se střední hodnotou brutto. Z porovnání obou údajů zřetelně vyplývá, že rozdíl je minimální.

Ocenění Reflexim a.s. scénářovým přístupem

Společnost Reflexim a.s. byla založena jako dceřiná společnost významné české banky s cílem působit na trhu jako outsourcingová společnost poskytující služby facility managementu nejprve samotné bance a posléze i dalším externím subjektům. Problémem firmy bylo, že doposud byla orientována na dodávky facility managementu výlučně bance, přičemž řada činností

byla úzce specifických (např. vydávání výpisů), a tudíž obtížně uplatnitelných pro jiné subjekty. Předpokladem úspěšného průniku na trh proto bylo osvojení činností, které jsou na trhu standardně v rámci facility managementu dodávány, případně v rámci samotné banky poskytovány v úzkém rozsahu nebo odlišné formě. Typicky se jedná o údržbu zařízení. Za této situace bylo obtížné odhadnout hodnotu budoucích peněžních toků. S využitím scénářového přístupu byly stanoveny alternativy budoucího vývoje, které byly zohledněny při stanovení hodnoty firmy. Tabulka 3 uvádí charakteristiky zvažovaných scénářů včetně odhadu pravděpodobnosti

Tabulka 3 ►

Charakteristiky jednotlivých oceňovacích scénářů Reflexim a.s.

	Charakteristika	Ceny	Objemy prodeje	Nové služby	Pravděpodobnost vzniku scénáře
Scénář I	Firma poskytuje FM pouze mateřské společnosti.	Jedná se o „Arm's Length Business“, tudíž ceny obvyklé.	Spíše klesající v souvislosti s „zeštíhlováním“ banky.	Žádné.	25 %
Scénář II	Firma poskytuje FM mateřské společnosti a členům bankovní skupiny.	Jedná se o „Arm's Length Business“, tudíž ceny obvyklé.	Mírný nárůst s postupným přebíráním FM v jednotlivých dceřiných společnostech.	Jednotlivé nové služby specificky požadované členy skupiny.	55 %
Scénář III	Firma poskytuje FM mateřské společnosti, členům bankovní skupiny a externím subjektům.	Ceny obvyklé v rámci skupiny, ceny smluvní mimo skupinu.	Plynulý nárůst s postupným přebíráním FM v jednotlivých dceřiných společnostech a růstem externích zakázek.	Jednotlivé nové služby specificky požadované členy skupiny a nárůst portfolia nových služeb z externích zakázek.	20 %

Tabulka 4 ►

Parametry oceňovacích modelů pro jednotlivé scénáře a výsledky Reflexim a.s.

	WACC	Parametr růstu g	Hodnota firmy brutto (tis. Kč)	Váznoucí dluh (tis. Kč)	Hodnota firmy netto (tis. Kč)
Scénář I	13,3 %	0,5 %	38 560	0	38 560
Scénář II	12,6 %	1,5 %	85 895	20 000	65 895
Scénář III	12,6 %	2,5 %	120 620	20 000	100 620
Střední hodnota firmy (brutto)			81 006 tis. Kč		
Střední hodnota firmy (netto)			66 006 tis. Kč		

jednotlivých scénářů a tabulka 4 parametry oceňovacího modelu.

V tomto případě scénářové přístup výrazně napomohl k vyřešení oceňovacího problému, který byl zatížen vysokými nejistotami. Jednalo se o specifickou situaci, kdy předmětem ocenění bylo podnikání, které se ještě v plné šíři nerozvinulo, nicméně existovaly nezpochybnitelné předpoklady a kompetence, které opravňovaly oceňovací experty přiřadit i ambiciózním scénářům jistou míru pravděpodobnosti. Střední hodnota firmy tudíž zahrnuje všechna zvažovaná rizika související s budoucím vývojem firmy.

Závěr

Využití scénářového přístupu při oceňování podniků vnáší do procesu oceňování novou kvalitu. Scénáře dokáží variantně popsat budoucí vývoj a tím lépe modelovat možná rizika spojená s oceněním. Pokud je modelování jednotlivých scénářů provedeno kvalitně, potom hodnota firmy, získaná jako vážený průměr hodnot při jednotlivých scénářích, kde váhy představují pravděpodobnosti vzniku jednotlivých scénářů, reprezentuje veličinu, která zahrnuje všechna

významná rizika spojená s budoucím vývojem firmy a blíží se konceptu *fair market value*. Takto kalkulovaná hodnota firmy, díky své vyšší míře objektivnosti, může být v širším rozsahu akceptována účastníky případného právního sporu a napomoci k řešení složitých oceňovacích kauz. Příklady převzaté z průmyslové praxe potvrzují, že rozhodné parametry ovlivňující ocenění podniku nelze uspokojivě zmapovat jednoscenářovým přístupem založeným na tzv. nejpravděpodobnějším scénáři. Analyzované případy ukázaly to, že scénářové přístupy konvergují k *fair market value* a zároveň umožňují řešit i oceňovací problémy zatížené vysokou mírou rizika a nejistoty. Naproti tomu přínosy scénářových přístupů jsou mnohdy vyváženy vyšší náročností na zpracování jednotlivých scénářů. Tvorba oceňovacích scénářů je vysoce tvůrčí přístup, kde nelze mechanicky přebírat a uplatňovat vžitá pravidla a zažité skutečnosti. Není tudíž překvapením, že tvorbou scénářů se vesměs zabývají vysoce kvalifikovaní pracovníci disponující holistickým pohledem na zkoumanou skutečnost a schopností strategicky uvažovat o alternativách budoucího vývoje. ■

LITERATURA

- BARNETT, S. (2001) What Would happen If...? The Need for Scenario Planning in Interactive Marketing. *Viewpoint 3*, s. 57–59. Dostupné z: <http://www.ogilvy.com/viewpoint>, [cit. 2009-08-26].
- CLEMENS, P. L. (2012). *Event Tree Analysis*. Dostupné z: <http://www.fault-tree.net/papers/clemens-event-tree.pdf> [cit. 2012-06-26].
- DAVIS, G. (1999). Foreseeing A Refracted Future. *Scenario & Strategy Planning*, April/May Vol. 1, Issue 1, s. 13–15. ISSN 1466-4062.
- FOSTER, M. J. (1993). Scenario Planning for Small Business. *Long Range Planning*, Vol. 26, No. 1, Pergamon Press Ltd. ISSN 0024-6301.
- FOTR a kol. (2006). *Manažerské rozhodování. Postupy, metody a nástroje*. Praha: Ekopress. ISBN 80-86929-15-9.
- FOTR, J. – SOUČEK, I. (2005). *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0939-2.
- FOTR, J. – KISLINGEROVÁ, E. (2009). Integrace rizika a nejistoty do investičního rozhodování a oceňování. *Politická ekonomie*, 6, s. 801. ISSN 0032-3233.
- GUGAN, A. (2012). Successful Scenario Planning. *JISC infoNet*, Dostupné z: <http://www.jisc.ac.uk/publications/generalpublications/2008/scenarioplanningflyer.aspx>, [cit. 2012-06-23].
- HNILICA, J. – FOTR, J. (2009). *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-2560-4.
- KODOKULA, P. – PAPUDESU, C. (2006). *Project Valuation Using Real Options. A Practitioner's Guide*. J. Ross Publishing. ISBN 1-932159-43-6.
- MARÍK M. a kol. (2007). *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2. vyd. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MENSONIDES, M. – HUISMAN, B. – DIGNUM, V. (2008). Towards Agent-Based Scenario Development for Strategic Decision Support. Book series: Lecture Notes in Computer Science. *Agent-oriented Information Systems IV*, February, s. 53–57. ISBN 978-3-540-77989-6.
- NETMBA (2012). *Scenario Planning*. Dostupné z: <http://www.netmba.com/strategy/scenario/> [cit. 2012-06-23].
- PEARSON, I. – LYONS, M. (1999). Re-evaluation In An Age of Uncertainty. *Scenario & Strategy Planning*, April/May, Vol. 1, Issue 1, s. 3. ISSN 1466-4062.
- SCHOEMAKER, P. J. H. – GUNTHER, R. E. (2002). *Profiting from Uncertainty. Strategies for Succeeding No Matter What the Future Brings*. New York, Free Press. ISBN 0-7432-2328-4.
- SCHWARTZ, P. (1991). *The Art of the Long View*. Currency and Doubleday. ISBN 0385-28732-0.

ŠPAČEK, M. (2009). *Scénářové a simulační přístupy k analýze rizika investičních projektů*. Doktorská disertační práce. Praha: VŠE.

ŠVECOVÁ, L. (2005). *Riziko a nejistota ve strategickém rozhodování*. Doktorská disertační práce. Praha: VŠE.

TESSUN, F. - HERMANN, A. (1999). Harnessing Potential Future. *Scenario & Strategy Planning*, April/May Vol. 1, Issue 1, s. 8-12, ISSN 1466-4062.

ZENTNER, R. D. (1982). Scenarios, Past, Present and Future. *Long Range Planning*. Vol. 15, Issue 3, London. ISSN 0024-6301.

APPLICATION OF SCENARIO APPROACHES TO COMPANY VALUATION

Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

ABSTRACT

The article deals with the application of scenario approaches to the methodology of company valuation. The main advantage of this approach is that it takes into consideration all relevant models of future business environment development. Therefore this approach represents powerful tool to the analysis of risks which are tied with evaluation. Company value is calculated as a weighted average of company values determined at individual scenarios while the weights are probabilities of respective scenarios. The outcome proved that scenario approach provided results, which were closer to fair market value. Practical applications of scenario planning method also confirmed that this approach was superior to deterministic single scenario model. Scenario technique thus surmounts deficiencies and omissions which are inherent in simplistic deterministic model.

KEYWORDS

Scenarios, company valuation, average value, risk.

JEL CLASSIFICATION:

M2

Je synergie cestou ke zvýšení hodnoty podniku?

Ing. Lucie Kolečáková, Ph.D.

Úvod

Čelíme jedné z největších ekonomických krizí, které kdy postihly svět. V tomto nelehkém období si mnoho podniků klade otázku po přežití, zachování svého tržního podílu, boji o zákazníky. Ekonomická krize však nedopadá pouze na podniky, ale ve větší míře i na ostatní subjekty ekonomiky, tedy i na shareholdery. Ti, právě v důsledku zachování svého životního standardu, ačkoliv poučení o situaci, očekávají alespoň zachování hodnoty svých statků. Jak může podnik čelící dopadům hospodářské krize zachovávat svoji hodnotu? Může ji i zvyšovat? Dnes, více než kdy jindy, přichází ke slovu synergické podnikání. Umožňuje podnikům díky spojování získávat nové konkurenční výhody. A právě zvyšování konkurenceschopnosti vede ke zvyšování hodnoty daného podniku.

Dnešní trh lze popsat jako globalizovaný a cenově transparentní, díky informačním technologiím není pro zákazníka problém zjistit cenu totožného produktu kdekoli ve světě a díky pokročilé logistice jsou smazány i rozdíly v geografické vzdálenosti. Technologie jsou využívány podobným způsobem po celém světě. Díky výše uvedeným skutečnostem mluvíme o tzv. hyperkonkurenčním tržním prostředí. Navíc dochází v řadě oborů podnikání k tzv. překrývání trhů a propojování oborů, jejichž důsledkem je přechod konkurence z jiných oborů. Tlak konkurence působí přímo proti úspěchu podniků a ty tak musejí reagovat hledáním

nových konkurenčních výhod. Neboť podnik, který ztrácí konkurenceschopnost, nemůže v žádném případě navyšovat svoji hodnotu (Kolečáková, 2005).

Hodnota podniku

„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu.“ (Mařík a kol., 2003).

Dle Maříka a kol. (2003) platí následující:

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval danou hodnotu určit.
- Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Pro správné uvedení pojmu hodnota je zapotřebí uvést kategorie hodnoty, které můžeme pro podnik nalézt. Definice tržní hodnoty je uvedena níže, ale zjednodušeně ji můžeme vyjádřit jako hodnotu dosažitelnou na trhu.

Tržní hodnota (market value – MV) je „*odhadnutá částka, za kterou by se aktivum směňovalo k datu ocenění mezi potenciálním koupěchtivým kupujícím s prodejčtivým prodávajícím při transakci samostatných a nezávislých partnerů po náležitém marketingu, přičemž každá strana*

by jednala se znalostí, rozumně a bez nátlaku“ (Mařík a kol., 2003).

Dle Damodarana (2002), Maříka (2007) i z běžné praxe známe další dvě kategorie hodnoty podniku definované jako subjektivní hodnotu (hodnota podniku z pohledu konkrétní osoby – kupujícího, investora, oceňovatele, vlastníka) a hodnotu objektivizovanou, tedy hodnotu, kterou můžeme považovat za nespornou. Zvláštní pojetí hodnoty představuje tzv. kolínská škola, která je založena na subjektivní hodnotě konkrétního kupujícího a konkrétního prodávajícího.

Při odhadu hodnoty podniku je možno přistupovat k hodnocení dvěma způsoby, které pak mají zcela zásadní význam pro výsledný výrok:

- Přístup „going concern principu“ a „stand alone basis“, tj. ocenění podniku tak, jak je, jak „stojí a běží“. Výchozím předpokladem je, že podnik i nadále bude mít stejný předmět činnosti.
- Přístup založený na změně strategického hlediska, kdy se předpokládá, že nový vlastník přinese i změnu ve využívání majetku. Aktuální je zejména při spojování, fúzi, akvizici.

Při „synergickém podnikání“ musí platit princip going concern, tedy předpokládáme, že podnik pokračuje v činnosti a nebude měnit předmět svého podnikání. Zároveň však musíme zohlednit přístup, který je založen na změně strategického hlediska, protože právě účastí na jakémkoliv druhu synergického podnikání (klastr, strategická aliance, franchisa atd.), podnik zásadně mění svoje strategické hledisko.

V současné době ovlivňují podnikovou sféru a chování podniků globalizační trendy, zostřování konkurence, otevírání nových trhů, fúze a akvizice. Do popředí zájmu manažerů se tedy dostává nutnost dlouhodobé orientace podniků

na výkonnost podniků. Zejména v procesu hodnocení úspěšnosti podniků se stávají klíčovými pojmy výkonnost podniků, měření výkonnosti a řízení hodnoty firmy.

Zjišťujeme-li hodnotu podniku, ať tržní, subjektivní nebo objektivizovanou, je dobré postupovat podle doporučeného postupu. Např. dle Maříka (2007) by měl oceňovatel nejdříve sesbírat vhodná data (účetní závěrky, auditorské zprávy, výroční zprávy atd.) a posoudit věrohodnost těchto dat. Po získání všech potřebných dat dochází k jejich analýze, a to zejména pomocí metod finanční analýzy. Následuje strategická analýza, která je základním východiskem pro stanovení budoucích tržeb podniku a je jednou z nejdůležitějších částí ocenění vůbec. Po strategické analýze je provedeno rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná. Tato část ocenění bývá oceňovateli v mnoha případech naprosto pomíjena. Je potřeba si však uvědomit, že z opomíjení této části ocenění může vzniknout významný rozdíl při výpočtu hodnoty podniku. Zejména při ocenění synergického podnikání může dojít k podhodnocení nebo naopak nadhodnocení aktiv podniku, které nemají s hlavní činností, a tedy ani se synergickým podnikáním nic společného.

Po provedení zmíněných analýz následuje sestavení plánu generátorů hodnoty. Pojem generátory hodnoty, neboli value drivers, se objevuje v americké literatuře koncem osmdesátých let minulého století v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (shareholder value). Generátory hodnoty se myslí soubor veličin, které ve své podstatě určují hodnotu podniku. Mezi základní generátory hodnoty řadíme tržby. Výše a tempo růstu tržeb je základním určujícím faktorem tvorby hodnoty. Mezi další value drivers patří marže provozního zisku, která je definována jako poměr korigovaného provozního zisku před zdaněním¹ a tržbami. Neméně významným

generátorem hodnoty jsou investice do provozně nutného majetku a do provozně nutného pracovního kapitálu. Oba tyto generátory hodnoty se ve své podstatě velmi liší. Investice do provozně nutného majetku by měly být financovány dlouhodobým cizím nebo vlastním kapitálem. Naopak investice do pracovního kapitálu by měly být financovány krátkodobým kapitálem. To platí při stabilní strategii financování. Podnik může však zvolit i jiné strategie financování, většinou s ohledem na životní cyklus a na to, v jaké fázi se zrovna nachází. Při založení a rozvoji se obvykle využívá agresivní strategie financování, kdy podnik riskuje a využívá krátkodobý kapitál na financování dlouhodobého majetku. Tato strategie je obvykle dražší a rizikovější. Naopak ve fázi stabilizace, či dokonce poklesu, by měl podnik naopak využívat spíše konzervativní strategii financování, kdy financuje krátkodobý oběžný majetek dlouhodobým kapitálem. I vybraná strategie financování ovlivňuje hodnotu podniku, a to zejména z pohledu diskontní míry, která je dalším generátorem hodnoty. Diskontní míra tedy kromě způsobu financování zobrazuje i riziko podniku. Posledním generátorem hodnoty je doba, po kterou předpokládáme tvorbu pozitivního peněžního toku, tedy doba předpokládané existence podniku.

Po analýze a plánu generátorů hodnot může oceňovatel přistoupit k sestavení finančního plánu, který z těchto value drivers vychází. Finanční plán je obvyklé sestavovat na pět až deset let. Metod k sestavení finančního plánu existuje celá řada, nejčastěji se používá metoda procentního podílu na tržbách.

Po sestavení finančního plánu následuje již samotné ocenění, kdy je nejprve potřeb určit vhodnou metodu pro ocenění. Metody pro ocenění se dělí do tří základních skupin. První skupinou jsou metody, které oceňují podnik na základě analýzy trhu (srovnávací metody). Srovnávají podnik, u kterého určujeme hodnotu, s podniky, které jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Ve většině případů se jedná o akciové společnosti, kde srovnáváme oceňované akcie (akcie, u kterých určujeme hodnotu) s akciemi srovnatelných podniků obchodovaných na veřejných trzích. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie použijeme porovnání vhodných ukazatelů (např. cena akcie/cash flow na akcii, cena akcie/účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii, cena akcie/dividenda připadající na akcii, cena akcie/tržby připadající na akcii). Kapitálový trh v případě oceňování veřejně obchodovatelných akcií poskytuje také velmi důležitou informaci – aktuální kurz akcie. U jiných druhů obchodních společností pak můžeme použít ocenění podílu na základě srovnání s podobnou společností. Tyto metody jsou však v praxi nejvíce využívané u akciových společností.

Druhou skupinou metod jsou metody, které vychází z ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody). Tyto metody jsou založené na analýze stavových veličin (majetku). Mezi majetkové metody patří zejména metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty, příp. metoda likvidační hodnoty. V praxi je používáme obvykle u podniků, které nerealizují výnosy, jsou určeny k likvidaci anebo jsou nově založeny, a jejich výnosy (jako podklad pro výnosové metody) by se

¹ *Korigovaným hospodářským výsledkem rozumíme provozní hospodářský výsledek, který je očištěn o vliv prodeje majetku, o vliv nákladů a výnosů z neprovozního majetku a jsou k němu případně připočteny ty části finančního hospodářského výsledku, které mají provozní charakter. Z praktických důvodů je dobré použít korigovaný hospodářský výsledek před odpočtem odpisů. Odpisy je vhodné analyzovat a prognózovat spíše až v souvislosti s jiným generátorem hodnoty, tj. investicemi do dlouhodobého majetku (Mařík a kol., 2007).*

hůře plánovaly (nejsou podloženy žádným historickým vývojem). Majetkové metody se také využívají při odštěpení společností apod.

Poslední skupinou metod jsou metody vycházející z analýzy výnosů (výnosové metody). Tyto metody jsou založené na analýze tokových veličin (výnosu). Tato skupina metod nahlíží na podnik jako na investici, jehož hodnota je určena očekávanými budoucími příjmy investora. Výnosové metody teoreticky patří mezi nejsprávnější a v současné praxi jsou také nejčastěji využívány (pokud je možné je použít).

Mezi základní výnosové metody popisované v literatuře patří:

- dividendové diskontní modely (DDM – dividend discount model),
- metody diskontovaných peněžních toků (metoda DCF – discounted cash flow),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metody založené na ukazateli EVA (economic value added).

K syntéze výsledků ocenění pak můžeme použít různé kombinace výše uvedených metod nebo metody z nich odvozené.

Pro stanovení změny hodnoty podniku při synergickém podnikání se jeví jako vhodné zejména výnosové metody, které jsou založeny na analýze výnosů, na finančním plánu a nejlépe vyjadřují změnu potenciálu společnosti. Z výše uvedených výnosových metod se jako nejvhodnější jeví metoda DCF – discounted cash flow.

V rámci stanovení hodnoty je dalším velmi důležitým krokem určení diskontní míry, která slouží pro přepočítání volného cash flow na současnou hodnotu. V běžném pojetí je diskontní míra chápána jako součet tzv. bezrizikové výnosové míry a přírážky za rizika, která na sebe bere investor. Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se do stanovení hodnoty promítá faktor času

a rizika. Nejdůležitějším faktorem při určování diskontní míry je to, pro jakou kategorii hodnoty ji budeme využívat. Pracujeme-li tedy s tržní (objektivizovanou) hodnotou, měla by být diskontní míra odvozena z kapitálového trhu, respektive z výnosu akcií a obligací obchodovaných na kapitálovém trhu apod. Při určování diskontní míry je zásadním faktorem faktor rizika.

„Riziko je chápáno jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti. Skutečné výnosy mohou být vyšší nebo nižší, než je určitá základní očekávaná hodnota. Riziko je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného. Mírou rizika je pak velikost rozptylu očekávaných výnosů, respektive směrodatné odchylky těchto výnosů.“ (Maříková a Mařík, 2007).

Z této definice vyplývá, že jak negativní, tak i pozitivní odchylky jsou považovány za zdroje rizika.

Dle Damodarana (2002) i Maříka (2007) jsou vymezena dvě základní pojetí rizika, a to riziko provozní a finanční (stanovení diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik) a riziko systematické a nesystematické (stanovení diskontní míry ve vztahu k účelu stanovení hodnoty). Zdrojem rizika budoucích výnosů (tedy riziko provozní a finanční) je zejména kvalita managementu organizační struktura, intenzita konkurence, stupeň diverzifikace, stupeň elasticity provozních nákladů apod.

Diskontní míra představuje z pohledu investora požadovanou výnosnost v souvislosti s rizikem, které podstupuje (obvykle platí, že čím vyšší riziko investor podstupuje, tím vyšší očekává výnos). Z pohledu podniku pak diskontní míra představuje náklady na kapitál, který investoři poskytli. V souvislosti s tím, jaký druh investora poskytl podniku kapitál, rozlišujeme náklady na vlastní kapitál (akcionář, vlastník) a náklady na

cizí kapitál (obvykle banka). Náklady na celkový kapitál jsou pak zpravidla stanoveny jako vážený průměr jednotlivých složek kapitálu (WACC – weighted average costs of capital). Obvykle platí, že podnik má cizí kapitál (bankovní úvěr, leasing apod.) poskytnut v tržních cenách, a proto není výrazně nutné náklady na cizí kapitál přepočítávat. Jiné je to u nákladů na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Zde existuje několik v praxi používaných metod. Mezi základní a v současnosti nejvíce využívanou metodu patří již zmíněná metoda CAPM (Capital assets pricing model) (Damodaran, 2003, 2005).

Synergické podnikání

Pod pojmem synergické podnikání² můžeme rozumět podnikání v aliancích, sítích, případně skupinách. Tato forma podnikání znamená sdílení určitých společných hodnot a přístupů. „*Synergickým efektem je pak efekt společného působení, součinnosti. Efekt společného působení více prvků, který je obvykle větší nebo kvalitativně lepší než prostý součet efektů ze samostatného působení jednotlivých prvků*“.³

Mikoláš (2002) charakterizuje pojem synergie jako určitou harmonii, sladěnost; „*jedná se o jev, kdy součet efektů částí je obvykle odlišný od efektu celku*“.

K většímu rozšíření sdružování a síťování začalo docházet teprve v posledních patnácti letech dvacátého století, v souladu s tím, jak se rozrůstaly možnosti výpočetní techniky, informačních a komunikačních systémů. Ukázalo se, že síťová spolupráce je dobrá a silná myšlenka. V minulých letech se hledaly právní formy propojení, zdroje financování a nové myšlenkové koncepty.

Z počátku se rodily především kooperační a dodavatelské řetězce. V poslední době dochází i k seskupování podniků do oborových průmys-

Tabulka 1 ►

Klasifikace forem spolupráce

Hledisko	Klasifikace
Funkční	Výrobní spolupráce pro jednotlivé druhy výrobků či výrobních celků. Marketingové spolupráce. Technologické spolupráce. Výzkumné a vývojové spolupráce. Prodejní (obchodní) spolupráce. Finanční spolupráce. Investiční spolupráce. Poradenské (konzultační) spolupráce. Reklamní spolupráce. popř. další.
Teritoriální hlediska	Tuzemské (místní, regionální, národní) spolupráce. Zahraniční (mezinárodní) spolupráce.
Organizační hlediska	Horizontální spolupráce. Vertikální spolupráce. Síťové spolupráce.
Vlastnická hlediska	Soukromé spolupráce. Veřejno-soukromá spolupráce. (PPP). Kombinované spolupráce.
Cílová orientace	Ziskové spolupráce. Neziskové spolupráce. Kombinované spolupráce.
Doba trvání	Příležitostné spolupráce. Krátkodobé spolupráce. Dlouhodobé spolupráce.
Forma kooperace	Pozitivní kooperace. Negativní kooperace (např. redukce konkurenčních střetů). Souběžná pozitivní i negativní kooperace.

Pramen: Kolečák (2005).

² V literatuře se vyskytuje pojem synergické podnikání a obvykle je ztotožněn s pojmem mezipodniková spolupráce.

³ Viz <http://business.center.cz/business/pojmy/pojem.aspx?PojemID=581> [online]. cit [2007-12-20].

lových klastrů, které nemají charakter vertikální, ale spíše horizontální a v rámci svých inovačních aktivit využívají i služeb nevýrobních organizací – jako jsou odborné školy, univerzity a výzkumné instituce, poradenské a vzdělávací instituce apod.

Existuje celá řada důvodů vzniku různých forem spolupráce mezi podniky. Podle toho také existuje mnoho hledisek, podle nichž může být mezipodniková spolupráce klasifikována (např. Kolečák 2005).

Do synergického podnikání můžeme zařadit mnoho forem spolupráce podniků. Vazby spolupráce mohou být těsné nebo naopak volné. Mezi druhy synergického podnikání patří strategické aliance, klastry a franchising. Z těchto uvedených druhů synergického podnikání nabývá v posledních letech na významu zejména franchising. Evropský kodex etiky franchisingu uvádí následující definici franchisingu: „*Franchising – je odbytový systém, jehož prostřednictvím se uvádí na trh zboží a/nebo služby a/nebo technologie. Opírá se o úzkou a nepřetržitou spolupráci právně a finančně samostatných a nezávislých podnikatelů – franchisora a jeho franchisantů. Franchisor zaručuje svým franchisantům právo a zároveň jim ukládá povinnost provozovat obchodní činnost v souladu s jeho koncepcí.*“⁴ Výraz franchising, tak jak jej chápeme v dnešní době, pochází ze středověké Francie, kde pojem la franchise znamenal osvobození od cla a daní. Samotný princip dnešního franchisingového systému je však o mnoho starší a sahá až do starověku.

První vlnu moderního franchisingu zahájil v USA na počátku dvacátých let 20. století mohutný rozvoj automobilového průmyslu, čerpacích stanic a motelů. Po druhé světové válce se

franchising prudce rozvíjel v oblasti restaurací, hotelů, a zejména v oblasti rychlého občerstvení – a to ve spojení s intenzivním využíváním značek. Po hospodářské krizi v sedmdesátých letech pomohl franchising vyřešit problémy mnohých malých a středních podniků a stal se populární formou podnikání nejen v USA. Postupně se rozšířil i do ostatních zemí v Evropě – Německo, Francie atd. (Recknagel, 2008).

Franchising jako metoda podnikání není v České republice tak rozšířen jako v zahraničí. Počátek rozvoje franchisingu v naší zemi se datuje do roku 1991, kdy do ČR začaly vstupovat první zahraniční franchisingové systémy. V Česku nyní funguje kolem sto třiceti franchisingových systémů, to představuje oproti roku 2003 nárůst téměř o 46 %, kdy jich u nás bylo devadesát. Podle České asociace franchisingu nabízí franchising výhod celou řadu – především bezpečnější podnikání a relativně vysokou rentabilitu vloženého kapitálu. Dle statistik a zkušeností ze zemí EU je franchising šestkrát úspěšnější než podnikání „na vlastní pěst“ (Česká asociace franchisingu, 2004). Zároveň je podstatné říci, že franchising (podobně jako ostatní formy synergického podnikání) přináší zejména malým a středním podnikům řadu konkurenčních výhod, jaké mají velké obchodní společnosti, a současně dává možnost využít předností, které přináší individuální zájem o prosperitu firmy, znalost prostředí a vazba na zákazníka. Pak mohou malí a střední podnikatelé přinést současné ekonomice protiváhu velkým (i nadnárodním) firmám a udržet tak zdravé konkurenční prostředí. Franchising podporuje a rozvíjí malé a střední firmy a střední podnikatelský stav, které jsou hlavním hnacím motorem ekonomického rozvoje.

⁴ Viz *Definice a pojmy ve franchisingu*. [online] Dostupné z <<http://www.czech-franchise.cz/franchising/definice-a-pojmy-ve-franchisingu>> cit [2007-12-23].

Synergické podnikání – přínos pro podnik

Charakteristika spolupráce mezi podniky (synergické podnikání) může být rozdělena do tří základních skupin. Do první skupiny lze řadit takový typ spolupráce, kdy jsou tvořeny nové hodnoty a obecně jsou přínosy pozitivní. Tuto formu spolupráce označujeme jako pozitivní kooperaci (spolupráci). Mezi základní výhody pozitivní kooperace patří zejména přidaná hodnota vznikající doplněním znalostí nebo technologických možností, dále nákladová a organizační efektivita, harmonizace cílů, redukce duplicitních aktivit, posílení vlivu, technologická partnerství, v neposlední řadě marketingová partnerství. Ve druhé skupině bude kooperace (spolupráce) negativní, která je chápána jako konkurence. Tu by se každý podnik měl snažit redukovat. A třetí skupinu tvoří kooperace (spolupráce) neutrální.

Přínosy synergického podnikání pro změnu hodnoty

Synergické podnikání můžeme zařadit do skupiny „aktiv“ u kterých se předpokládá, že v čase produkují dodatečný efekt ve formě cash flow (tedy volného peněžního toku) a mohou být oceněny jednou z metod DCF. Hodnota těchto aktiv je funkcí jejich schopnosti generovat volný peněžní tok a nejistoty spojené s generováním tohoto cash flow. Jak uvádí Mařík (2003), spojení podniků na základě majetkové spolupráce (tedy fúze nebo akvizice) by mělo vytvářet synergický efekt, tedy efekt plynoucí ze spojení částí do celku. Toto spojení můžeme elementárně popsat jako „1 + 1 = 3“. Oceněním synergie je přírůstek hodnoty ze spojení, tj.:

$$\Delta H = H_{AB} - (H_A + H_B).$$

V případě mezipodnikové spolupráce, franchisy, jsou však patrné zásadní odlišnosti, zvy-

šující náročnost provedení ocenění. Z množiny problémů lze uvést:

Při majetkovém spojení dochází k zániku minimálně jedné entity (tedy dle symboliky z uvedeného příkladu dochází k zániku firmy B). Avšak při spojení na základě smluvního ujednání (tedy aliance, popř. franchisa, klastr) ani jedna entita nezaniká, pouze dohromady využívají společné činnosti k naplňování cílů v určité oblasti a výsledkem je efekt spolupráce. Příkladem může být společný marketing (Edwards, 2006). Jedním ze zásadních důvodů, proč podnik vstupuje do jakékoli formy spolupráce ať už formou franchisingu, strategické aliance nebo klastru, je úspora nákladů a získání dodatečného příjmu. Zřejmě nejdůležitější jsou úspory fixních nákladů, projev úspory z rozsahu. Variabilní náklady jsou závislé na objemu výroby (služby), zatímco fixní náklady jsou v určitém rozsahu na objemu výstupu nezávislé. Motivem spolupráce dvou či více podniků je společný projekt – výroba či poskytování služby, nabízí se spolupráce v oblasti podpory značky atd. Dochází ke zvýšení objemu výstupu, ať už je to zmíněný výrobek či služba. Při snížení průměrných celkových nákladů na jednotku výkonu logicky dochází ke zvýšení provozního hospodářského výsledku, což se musí projevit ve zvýšení hodnoty podniku. Dalším faktorem pozitivně ovlivňujícím hodnotu podniku je úspora (čistého) pracovního kapitálu, v důsledku změny struktury financování ve prospěch financování dodavatelskými úvěry. Společně postupující podniky mají vyšší vyjednávací sílu, kterou musí jejich dodavatelé respektovat, a jsou schopné vyjednat výhodnější platební podmínky za dodávku vstupů. Nezanedbatelným efektem je i úspora nákladů na zásobování, vyplývající ze společně prováděného nákupu surovin, materiálů, zboží a služeb.

Podnik, který disponuje nějakou určitou konkurenční výhodou, nese pravděpodobně niž-

ší riziko se zajištěním svých budoucích výnosů. Z budoucích výnosů je pak zjišťována hodnota podniku. Zajištěním určité konkurenční výhody (případně konkurenčních výhod) lze zvyšovat budoucí peněžní výnosy společnosti a tím i její hodnotu. Franchisa jakožto synergické podnikání by měla podniku přinášet určité konkurenční výhody. Z provedeného výzkumu⁵ autorky vyplynulo, že 94 % z celkového počtu dotazovaných respondentů pocítilo zvýšení tržeb v souvislosti se zavedením franchisingu. Podrobnější analýza pak ukazuje pouze rozdělení respondentů při zvýšení tržeb (viz Graf 1).

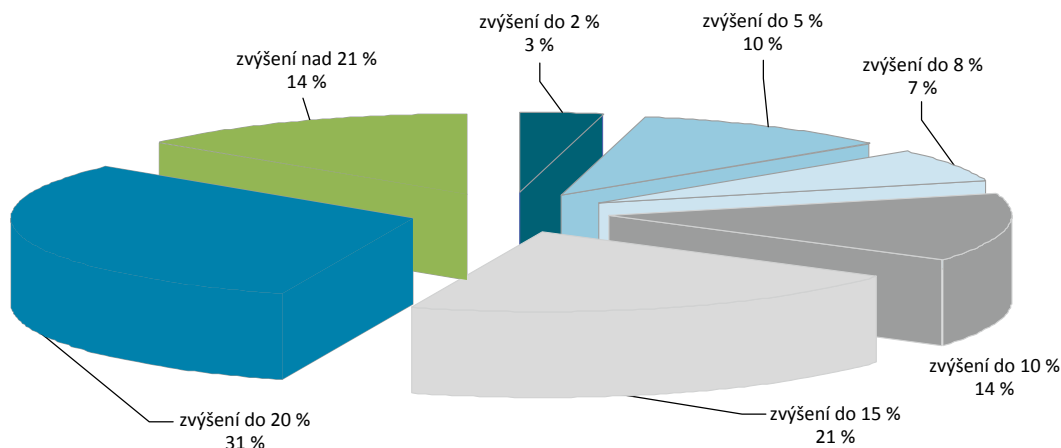
Největší počet respondentů, tedy 31%, pocítilo zvýšení tržeb s využitím franchisy až o 20 %. Tento výsledek výzkumu je sice velmi překvapující, ale také velmi pozitivní. Zvýšení tržeb o 20 % je obvykle pro podnik významné. Zvýšení tržeb

do 15 % pocítilo celkem 21% respondentů. I toto zvýšení lze považovat za významné. Za velmi významné lze považovat výsledky od 66 % respondentů, kteří nevyužívají franchisu od počátku podnikání, ale zavedli ji až v průběhu své podnikatelské činnosti. 94 % respondentů se domnívá, že zavedením franchisy získali klíčovou konkurenční výhodu.

Jak je patrné i z Grafu 2, z pohledu respondentů patří mezi nejvíce hodnocené získané konkurenční výhody: know-how, také řízení a reklama a marketing, menší část respondentů považuje za získanou konkurenční výhodu značku. Provozní hospodářský výsledek, který je poměrně snadno identifikovatelný v každém podniku, byl dalším ze zkoumaných generátorů hodnoty. Jeho změnou můžeme sledovat změnu nákladů podniku v souvislosti s již zjišťovanou změnou

Graf 1 ▶

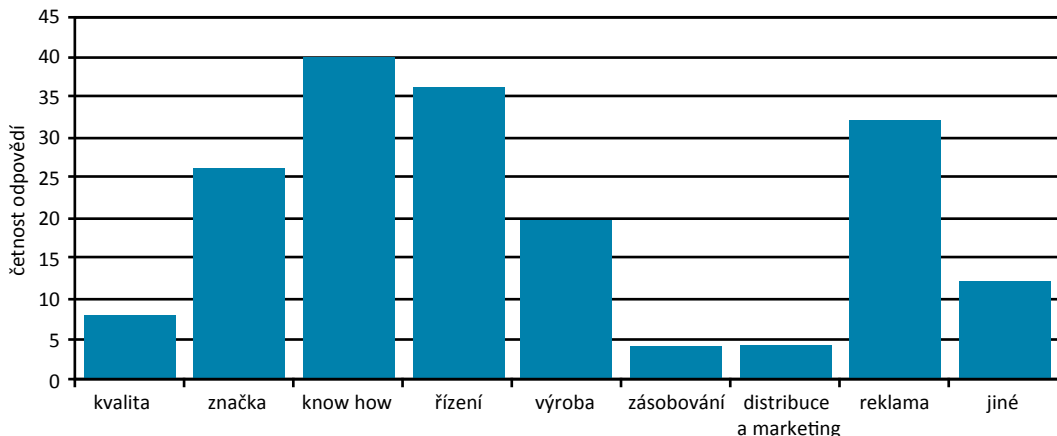
Změna tržeb při využívání franchisy.



Pramen: Autorka.

⁵ Výzkum byl prováděn v roce 2008, v rámci dotazníkového šetření bylo osloveno cca 234 respondentů, z toho bylo získáno celkem 66 vyplněných dotazníků. Vlastní dotazníkové šetření bylo prováděno třemi způsoby – písemnou formou, internetovým dotazníkem, a zejména osobním dotazováním.

Graf 2 ▶

Specifikace konkurenční výhody

Pramen: Autorka.

tržeb. Pro 75 % respondentů mělo zavedení franchisy vliv na zvýšení provozního hospodářského výsledku. Naopak 14 % respondentů se domnívá, že provozní hospodářský výsledek zavedením franchisy klesl.

Pozitivní vliv má franchising i v oblasti pracovního kapitálu, kde významná část dotazovaných franchisantů pocítila změnu zejména v oblasti pohledávek a závazků. Zejména se jedná o zavedení striktnějších podmínek pro odběratele. Někteří respondenti uvedli, že zavedením franchisy se stali silnějším dodavatelem (získali silnější pozici na trhu) a mohou si tak dovolit být ke svým odběratelům přísnější. Dalším důvodem je např. zavedení bonusového (slevového) systému pro platbu včas („skonto“) a také vyšší podíl hotovostních plateb.

Budeme-li analyzovat oblast financování, pro 52 % respondentů nenastala v oblasti financování žádná změna, pro 39 % respondentů se otevřely nové možnosti financování. Z osobního dotazování vyplynuly zejména otevřenější možnosti u bank, které mají se splácením

úvěrů u franchisy dobré zkušenosti, také nižší úroky byly častou odpovědí. Pro některé uživatele franchisy se objevily nové možnosti zejména z důvodu poskytnutí finančních prostředků a také záruk od poskytovatele franchisy. Jeden z respondentů uvedl, že se zvýšením obrátu, který nastal po využití franchisy, banka zvýšila kontokorentní úvěr, poskytla provozní a investiční úvěr. Další uvedl, že je franchisor se 100% podílem zahraniční společnosti, a proto financování odpovídá „známosti mateřské firmy“. Jiní respondenti získali přístup k využití fondů franchisora. Při uvedení podnikatelského záměru na konkrétní typ franchisingu banka reagovala pozitivně s ohledem na mezinárodně uznávanou značku a profitabilitu potravinářského řetězce. Finanční pomoc od poskytovatele uvedlo celkem 13 respondentů.

Závěr

Synergické podnikání není novinkou. V současné době však nabývá na významu i proto, že podnikatelské prostředí a zejména požadavky

zákazníků se přiosťrují. Zákazníci očekávají lepší služby za méně peněz při zachování stejné kvality. Dokonce můžeme říci, že zákazník v dnešní době očekává vždy „něco málo navíc“. Malé a střední podniky jako samostatné jednotky na trhu nejsou schopny dlouhodobě splňovat takovéto požadavky zákazníků. Pouze spojováním sil mohou udržet nebo ještě lépe zvýšit svoji pozici na trhu a stát se tak silným a stabilním podnikem. Franchisa jako jeden z druhů synergického podnikání tuto možnost podnikům nabízí. Mo-

hou sdílet marketing, náklady, distribuční kanály a spoustu dalších důležitých atributů pro úspěšné podnikání. Mohou diverzifikovat riziko a těžit ze známosti zavedené značky. Je-li podnik úspěšný, zvyšuje-li svoji konkurenční výhodu, zvyšuje-li svoje tržby, zvyšuje i svoji hodnotu. Všechny zainteresované strany jsou pak spokojené, protože podnik dává práci svým zaměstnancům, platí však svým dodavatelům, odvádí daně, vytváří spokojené sociální okolí a v neposlední řadě tvoří bohatství svým vlastníkům. ■

LITERATURA

- ČESKÁ ASOCIACE FRANCHISINGU. (2004). *Franchising Česká republika 2003*. Praha. ISBN 80-239-2637-3.
- DAMODARAN, A. (2002a). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons. ISBN 0-471-41490-5.
- DAMODARAN, A. (2002b). *Investment valuation*. 2nd edition. PDF. 1372 s. ISBN 047128081X.
- DAMODARAN, A. (2005). Value and Risk: Beyond Betas. *CFA Digest* August, Vol. 35 Issue 3, p. 67–68. ISSN 0046-9777.
- DAMODARAN, A. (2003). Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice. *Journal of Applied Finance* Fall/Winter, Vol. 13, Issue 2, p. 63–76. ISSN 1534-6668.
- Definice a pojmy ve franchisingu*. [online] Dostupné z <<http://www.czech-franchise.cz/franchising/definice-a-pojmy-ve-franchisingu>> cit [2007-12-23].
- EDWARDS, W. (2006). Why Go Global? *Franchising World* Dec, Vol. 38, Issue 12, p. 38–40. ISSN 1524-4814.
- KOLEŇÁK, J. (2005). *Faktory úspěchu strategických aliancí*. Brno: VUT v Brně, Fakulta podnikatelská.
- MARÍK, M. a kol. (2003). *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- MARÍK, M. a kol. (2007). *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MARÍKOVÁ, P. – MARÍK, M. (2007). *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE, Institut oceňování majetku, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MIKOLÁŠ, Z. a kol. *Podnikání & synergie*. 1.vyd. Ostrava: Repronis, 2002. 85 s. ISBN 80-7329-025-1.
- RECKNAGEL, T. (2008). Going Overseas... Very Carefully. *Franchising World* Jul 2008, Vol. 40, Issue 7, p. 70–73. ISSN 1524-4814.

IS THE SYNERGY A WAY LEADING TO THE IMPROVEMENT OF THE COMPANY VALUE?

Ing. Lucie Koleňáková, Ph.D.

ABSTRACT

The establishment of company positive value should be the essential business objective. The article looks at new trends emerging in the sphere of company mergers and value measurement, following such mergers. The co-operation of companies can be named as a synergy business, including especially forms such as cluster, strategic alliance and, above all, franchising. All mentioned forms of company mergers should facilitate the reaching of the primary objective, i.e. setting of higher value for all stakeholders. To measure the company value (the article concentrates on the market value) the methods, classified into three basic groups, are used. Namely the revenue methods, or market, are employed to measure the effect of synergic business. The conclusion of the paper briefly summarizes how the franchisers feel the influence of the use of franchise to key generators of value and increasing (or reducing) of competitiveness, which represents one of the essential parameters of the value establishment.

KEYWORDS

Value, value drivers, franchising, risk rate, WACC, competitive advantage.

JEL CLASSIFICATION

G32

Možnosti určení hodnoty výrobních strojů a zařízení pro stanovení celkové hodnoty podniku

Ing. Zdenka Volkánová

Úvod

Příspěvek se zaměřuje na problematiku oceňování výrobních strojů a zařízení z pohledu oceňování podniku jako celku. Ocenění podniku znamená, že oceňovatel/znalec musí nejprve vymezit účel, pro který se ocenění vypracovává.

Důvody pro ocenění podniku jsou například (Mařík, 2003):

- koupě a prodej podniku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- poskytování úvěru atd.

Součástí majetku podniku jsou mnohdy výrobní stroje a zařízení, které oceňovaný podnik vlastní nebo provozuje. Při určování hodnoty podniku není – podle mého názoru – kladen dostatečný důraz na skutečný technický stav nebo způsobilost k provozu těchto výrobních strojů a zařízení, které jsou zahrnuty v aktivech podniku, tedy majetku podniku.

Ocenění podniku

Hlavním cílem při oceňování podniku je vyjádření jeho hodnoty pomocí peněžní částky. Výslednou hodnotu podniku potom oceňovatel/znalec stanoví na základě více oceňovacích metod. Vol-

ba těchto metod většinou závisí na účelu ocenění. Nejčastěji se používá výběr ze základních oceňovacích metod používaných pro oceňování podniku.

Pro přehled jsou uvedeny základní metody, které se používají pro oceňování podniku (Mařík, 2003):

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody):
 - metoda diskontovaných peněžních toků,
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - kombinované (korigované) výnosové metody.
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody):
 - ocenění na základě tržní kapitalizace,
 - ocenění na základě srovnatelných podniků,
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění):
 - vlastní kapitál,
 - likvidační hodnota,
 - substanční hodnota,

Pokud bychom dále zkoumali jednotlivé způsoby určování hodnoty podniku podle jednotlivých metod (viz výše), došli bychom k závěru, že primárně se vstupní data čerpa-

jí z obvyklých finančních výkazů, tj. Rozvaha, Výkaz zisku a ztráty a Cash Flow. V těchto případech se oceňovatel/znalec zaměřuje zejména na výnosový způsob ocenění – tedy „jakou budoucí hodnotu nám podnik jako celek přinese“. Primárně se vychází z finančních výkazů Rozvaha, Výkaz zisku a ztráty a Cash Flow. Zde může nastat – podle mého názoru – zkreslení výsledné hodnoty vlivem zobrazení aktiv v jejich historické hodnotě. Ve finančních výkazech, které vycházejí z finančního účetnictví, kde je podle české legislativy majetek oceňován a evidován v historických cenách a korekce jsou vyjádřením účetních odpisů, resp. oprávek, které mnohdy korespondují s daňovými odpisy – a tedy věrně nezobrazují skutečný stav opotřebením majetku (zejména fyzického s přihlédnutím i k morálnímu) – je při použití jako podkladu pro ocenění podniku možnost značného zkreslení hodnot uváděných aktiv.

Jak uvádí Sabolovič (2011), při oceňování podniku je třeba znát odpověď na otázky, které části podniku vyjádřené principem rozvahy (Obrázek 1) tvoří součásti (entitu) ekonomického prostoru s názvem „podnik“. Je to suma veškerých aktiv a pasiv, či pouze některé jejich části?

Obrázek 1 ►

Rozvaha

Aktiva (majetek)	Pasiva (kapitál)
Dlouhodobý majetek	Vlastní kapitál
	Cizí zdroje (dluhy)
Oběžná aktívita	Krátkodobé závazky z obchodního styku

Pramen: Autorka.

Podle Saboloviče (2011) nám na tyto otázky dává odpověď teorie oceňování, a to pojetím

hodnoty na určitých hladinách. Hladinou je chápán počet a míra započitatelnosti jednotlivých prvků systému podniku. Hladiny hodnoty podniku jsou diferencovány z hlediska objemu a vlastnictví vloženého oceňovaného kapitálu. Teorie oceňování rozděluje hladiny hodnoty na hodnotu brutto a netto.

Hodnota brutto – hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky; zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele.

- Podle obchodního zákoníku se brutto hodnotou rozumí obchodní majetek, popř. obchodní jmění.

Hodnota netto – hodnota podniku na úrovni vlastníků; jedná se tedy v podstatě o ocenění vlastního kapitálu (toto pojetí však vždy nemusí souhlasit s pojetím účetním).

- Podle obchodního zákoníku se netto hodnotou rozumí čistý obchodní majetek nebo vlastní kapitál.

Při výkladu pojmů „čistý obchodní majetek“ a „vlastní kapitál“ dochází k rozdílnostem ve způsobu oceňování a také v rozdílných položkách, které jsou zahrnovány do daných kategorií. Vlastní kapitál má podstatu v oceňování podle účetních pravidel, tedy podle historických cen, které převažují. Kdežto čistý obchodní majetek je chápán v souvislosti s reálnou hodnotou podniku, což je nejčastější a obvyklý cíl při ocenění podniku hodnotou netto.¹

Ocenění majetku

Při ocenění majetku výše uvedené případné rozdíly spočívají zejména ve vedení systému účetnictví, kde není zahrnut majetek v jeho re-

¹ Více viz Mařík (2003).

álné výši. Rozdíly jsou nejenom v hodnotovém vyjádření položek zejména nehmotných aktiv (goodwill, nehmotný dlouhodobý majetek, pohledávky, rezervy), ale i u některých položek hmotných aktiv, zejména dlouhodobého hmotného majetku a zde konkrétněji u strojů a výrobních zařízení.

Dlouhodobý hmotný majetek

Jak bylo uvedeno v úvodu tohoto příspěvku, další část se zaměří na dlouhodobý hmotný majetek, a to konkrétně na výrobní stroje a zařízení. Lze odůvodněně tvrdit, že problematice oceňování výrobních strojů a zařízení není v kontextu oceňování podniku jako celku v odborné literatuře věnována dostatečná pozornost. Podle Krabce (2009) v praxi často dochází k ocenění podniku na bázi tzv. „tržní hodnoty“ při využití výnosových oceňovacích metod, s diskontní mírou odvozenou na základě metod stanovení míry rizika (CAPM), a tato částka/hodnota se považuje za obecně platnou.

Další kategorií hodnoty je **obvyklá cena (hodnota)**, kterou definuje zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku.

Dle §2 tohoto zákona se majetek a služba oceňují obvyklou cenou, pokud zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se pro účely zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry

se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

Zákon č. 526/1990 Sb., o cenách, v aktuálním znění, uvádí v §1, že zákon se vztahuje na uplatňování, regulaci a kontrolu cen výrobků, výkonů, prací a služeb (dále jen „zboží“) pro tuzemský trh, včetně zboží z dovozu a cen zboží určeného pro vývoz.

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v aktuálním znění, upravuje způsoby oceňování majetku a služeb pro účely taxativně stanovené tímto zákonem (zejména oceňování pro účely daňové, dědictví apod.), tedy pro jiné účely, než je prodej. Jak uvádí Bradáč (2010), tento předpis se nevztahuje na sjednávání cen – toto i nadále bude ve smyslu zákona o cenách probíhat převážně dohodou. Zákon je předpisem obecným, rámcovým, ve kterém jsou uvedeny základní zásady, kterých je při oceňování třeba dbát. Dále uvádí Bradáč (2010) v přehledně členěné tabulce Způsoby ocenění majetku podle zákona č. 151/1997 Sb. a jejich použití.

Z uvedené tabulky je zřejmé, že zejména věci movité – tedy mimo jiné i stroje a výrobní zařízení – se oceňují cenou obvyklou.

Podle Bradáče (2010) je důležitým údajem při ocenění konstatování, co vše je při ocenění bráno jako její součást (je tedy obsaženo v ceně) a co je jejím příslušenstvím, a tedy může být oceněno samostatně.

Podle Borga (1995) je určování hodnoty movitého majetku založeno na dvou pilířích:

1. znalost techniky, konstrukce a provozních vlastností hodnoceného zboží (majetku), abychom mohli posoudit jeho výkonnost (pozn. aut.: tím je myšlena produktivita stroje nebo souboru strojů),

Tabulka 1 ►

Způsoby ocenění majetku podle zákona č. 151/1997 Sb.

Způsob	Definice	Použití
Obvyklá cena podle §2 zákona	Cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění.	<ul style="list-style-type: none"> a) Veškerý majetek, jenž není uveden v §3 a dalších zákona č. 151/1997 Sb., [zejména věci movité]. b) Majetek, jenž je sice uveden v §3 a následujících zákona, je však u něj jiným předpisem předepsáno ocenění podle §2 zákona.
Jiné způsoby ocenění		Majetek uvedený v §3 a dalších zákona, u nějž není jiným předpisem předepsáno ocenění podle §2.
a) nákladový	Náklady, které by bylo nutno vynaložit na pořízení předmětu ocenění v místě ocenění a podle jeho stavu ke dni ocenění.	<ul style="list-style-type: none"> • Některé nemovitosti (dříve cena „reprodukční snížená o opotřebení“, „časová cena“).
b) výnosový	Vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu (úrokové míry).	<ul style="list-style-type: none"> • Některé nemovitosti • Práva vyplývající z průmyslových práv a práva na označení a výrobně technických poznatků • Věcná břemena a práva odpovídající věcným břemenům • Podnik, stanoví-li tak prováděcí vyhláška (zatím nestanovi) • Práva autorská a práva pořizovatelů databáze
c) porovnávací	Vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji; je jim též ocenění věci odvozením z ceny jiné funkčně související ceny.	<ul style="list-style-type: none"> • Některé nemovitosti
d) podle jmenovité hodnoty	Vychází z částky, na kterou předmět ocenění zní, nebo která je jinak zřejmá.	<ul style="list-style-type: none"> • Dluhopisy a směnky • Platební prostředky • Ceniny a platební karty • Vklady • Peněžité pohledávky • Peněžité závazky
e) podle účetní hodnoty	Vychází ze způsobů oceňování stanovených na základě předpisů o účetnictví.	<ul style="list-style-type: none"> • Veřejně obchodovatelné cenné papíry neobchodované na veřejném trhu a veřejně neobchodovatelné cenné papíry • Podíl v obchodní společnosti a účast v družstvu
f) podle kurzové hodnoty	Vychází z ceny předmětu ocenění zaznamenané ve stanoveném období na trhu.	<ul style="list-style-type: none"> • Veřejně obchodovatelné • Cenné papíry tuzemské • nebo zahraniční, obchodované na veřejném trhu
g) sjednanou cenou	Cena předmětu ocenění sjednaná při jeho prodeji, popřípadě cena odvozená ze sjednaných cen.	<ul style="list-style-type: none"> • Podnik

Podnik nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona, snížený o ceny závazků. Jestliže bude při prodeji podniku sjednaná cena vyšší než cena zjištěná podle předchozího, ocení se podnik cenou sjednanou. Rozdíl mezi cenou sjednanou a cenou zjištěnou se považuje za cenu dobré pověsti podniku (goodwill).

Pramen: Bradáč (2010, s. 149).

2. znalosti trhů, na nichž je zboží nabízeno a kupováno.

Pokud oceňovatel/znalec výborně ovládá obě tyto oblasti, vytváří to i skutečný obraz o daném oceňovateli/znalci z hlediska jeho odbornosti.

Trh, nabídka a poptávka

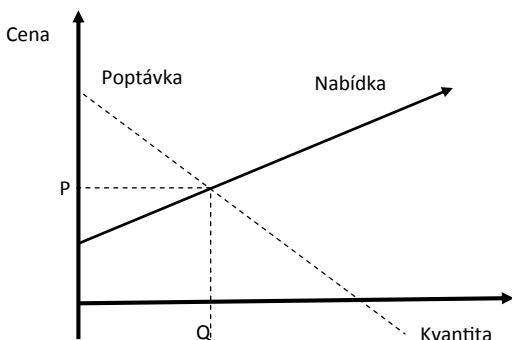
Jak již bylo zmíněno, základním předpokladem pro kvalifikované určení hodnoty movitého majetku – v našem případě zúženo na výrobní stroje a zařízení – jsou dostatečné znalosti týkající se poptávky a nabídky, tedy trhu. Zjednodušeně lze říci, že:

tržní cena = nabídková cena = poptávková cena.

Graficky lze znázornit tržní cenu jako průsečík křivek nabídky a poptávky po daném zboží.

Obrázek 2 ▶

Křivka nabídky a poptávky



Pramen: Autorka.

Podle Borga (1995) v podstatě každý účastník trhu stojí před problémem určit pro své účely správnou tržní hodnotu zboží/majetku. Prodávající musí přesně znát své náklady jako spodní hranici nabídkové ceny a situaci na trhu, aby ur-

čil horní hranici nabídkové ceny. Naproti tomu kupující musí přesně znát svůj užitek ze zboží jako horní hranici kupní ceny.

V mnoha případech ale oceňovatel/znalec musí určit hodnotu použitého zboží/majetku, velikost vniklých hmotných škod nebo nájemného. K tomu jsou potom potřeba další znalosti o spotřebních vlastnostech zboží/majetku a jejich časových změnách.

Určení hodnoty výrobních strojů a zařízení

Jak uvádí Makovec (2010), na českém trhu je nedostatek odborné literatury, která by se věnovala ocenění významné složky hmotného majetku, tedy pro oceňování výrobních strojů a zařízení, případně technologických celků (výrobních soustav). Přitom v rámci ekonomiky v ČR dochází neustále k vlastnickým změnám u výrobních zařízení a strojů, kde nastupuje problematika jejich oceňování.

Jak již bylo výše uvedeno, základními předpisy pro oceňování majetku je zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, nebo vyhláška MF č. 279/1999 Sb., ve znění vyhlášky č. 338/2001 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona.

Jak dále uvádí Makovec (2010), chybí databáze struktury a skladby výrobních strojů a zařízení. U těchto struktur a skladeb výrobních strojů a zařízení je obtížné sledovat vývoj ceny sjednané právě v důsledku absence příslušné databáze. Dle názoru autorky je tím zřejmě myšleno, že chybí hodnověrně uspořádané údaje o vývoji cen výrobních strojů a zařízení, statisticky sledované za roky 1990 do současnosti, v závislosti na třídění výrobních strojů a zařízení dle typu konstrukce a jejich účelu jako srovnávací vzorek ke stanovení výchozích cen. Znalecká praxe totiž vychází z celkem obvyklé struktury členění VSAZ, která se dlouhodobě pěstuje na technických fakultách (např. strojních).

Lze dovodit, že každý výrobní stroj nebo zařízení se v každém konkrétním okamžiku nachází v jedinečném technickém stavu, který je závislý na věku/stáří stroje, na rozsahu prováděné obnovy stroje, na kapacitě jeho využití, prostředí, ve kterém se stroj nachází, výrobně technickým podmínkám atd. Přičemž obnovou VSaZ se především rozumí opravy různých druhů a periodicit, v závislosti na době provozu, přičemž

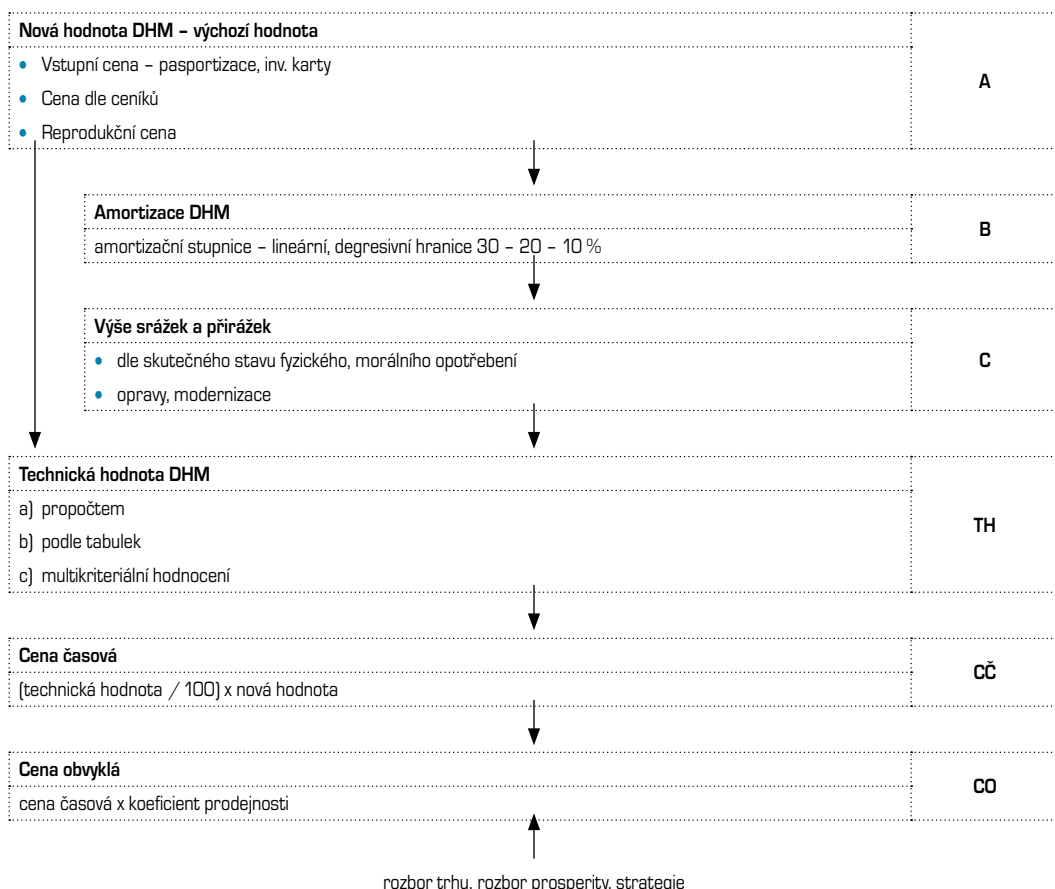
významnou roli pro druh opravy hraje čas (tedy fyzické opotřebení = amortizace).

Pokud se podíváme na standardní metodiky pro určování obecné/tržní hodnoty výrobního stroje nebo zařízení, vidíme, že se zde používají v procesu ocenění postupy, které lze znázornit obecným algoritmem.

Stanovení výchozí ceny (pořizovací ceny) není problematické u výrobních strojů a zaří-

Obrázek 3 ▶

Základní algoritmus oceňování DHM



Pramen: Makovec (2010).

zení, která se v době ocenění vyrábí, případně jsou dostupná na trhu. Složitější situace nastává v okamžiku, kdy je potřeba ocenit výrobní stroj nebo výrobní zařízení, které se již nevyrábí nebo není na trhu dostupné. V tomto případě je potřeba stanovit výchozí cenu oceňovaného výrobního stroje a zařízení na bázi srovnatelné výchozí ceny (Makovec, 2010):

- **cenovým porovnáním**, ve kterém se porovnávají parametry jako:
 - druh stroje, účel jeho používání,
 - koncepce konstrukce stroje (materiál, pohon),
 - výkonové parametry (velikost, rozměry, výkonnost),
 - kvalita provedení (životnost, ekologie...),
 - podmínky výroby (kusová, individuální, sériová, hromadná),
 - dostupnost servisu, náhradní díly, opravitelnost.
- **přepočtem historické pořizovací ceny** – přepočet indexem růstu cen v příslušném oboru od data ocenění (ČSÚ).

Ve znalecké praxi se lze setkat s různými uznávanými metodickými pomůckami k oceňování výrobních strojů a zařízení. Pro ilustraci lze uvést některé z nich:

- **Metodická pomůcka k oceňování strojů a strojních zařízení** (Knoflíček, VUT Brno, FSI, ÚVSSR, 1997),
- **Znalecký standard stanovení hodnoty strojů a strojních zařízení** (Kasanický, Kocúr, Veselko, Ministerstvo spravedlnosti SR, ÚSI v Žilíně 1993),
- **Metodická pomůcka pro oceňování strojů a zařízení** (Uhlír a kol., KS Praha 1995),
- **Znalecký standard č. 1 pro oceňování motorových vozidel** (Krejčíř, Bradáč, ÚSI VUT Brno a Ministerstvo spravedlnosti ČR, 1991–1995),

- **Komentář k oceňování věcí movitých** (Ing. Pavel Krejčíř, s. 242–249 publikace Úřední oceňování majetku 2012).

V těchto metodických pomůckách jsou podrobněji rozvedeny a odůvodněny výpočty technických hodnot, cen časových a obvyklých dle jednotlivých algoritmů (viz výše). Z důvodu rozsahu tohoto příspěvku se nebudu podrobněji zabývat jednotlivými metodickými pomůckami.

Makovec (2010) uvádí jako novou myšlenku určování hodnoty na základě **multikriteriální bodové metody k určování vstupní ceny zařízení**.

V rámci **komplexního pohledu** na celou zmiňovanou problematiku je ale potřeba uvést, že již v roce 1996 byla **multikriteriální bazická metoda** uplatňována a publikována Knoflíčkem (1996). Tento článek rovněž obsahuje informace o snaze doc. Ing. Roberta Matičky, DrSc., prosadit tuto metodu do znalecké praxe technických oborů. Na praktickém příkladu je zde aplikován princip této bazické multikriteriální metody pro určování technického stavu strojů a strojních zařízení, kdy jsou u jednoho stroje (soustruh hrotový SU 50 A – 1500) použity tři jiné metody pro určení technické hodnoty ve srovnání s uváděnou bazickou multikriteriální metodou. Autor Knoflíček dospěl vzájemným výpočtem dle různých algoritmických výpočtů k zajímavým výsledkům technické hodnoty předmětného stroje. Je tedy zřejmé, že velmi záleží na úrovni rozlišení přesnosti očekávaného výsledku (individuální ocenění stroje nebo soubor strojů v rámci oceňování podniku).

Protože stanovení výchozí ceny výrobního stroje nebo zařízení je jedním z klíčových problémů, zaměřuje se autor na stanovení co nejpresnější výchozí ceny. Podle Makovce (2010) je výchozí cena v podstatě reprodukční cena, která by byla vynaložena k pořízení stejného nebo

srovnatelného stroje v době ocenění. K jejímu stanovení lze použít:

- **Přepočet původní pořizovací ceny pomocí indexu růstu cen** – zde se však objevuje problém relativně vysokého stupně zprůměrování indexů, které jsou propočteny často pro velké soubory strojů a výrobních zařízení, a nejsou tedy schopny rozlišit různé tendence u dílčích strojních skupin až na výjimky (viz tabulky Hrabánek SI 15/2004 a dále).
- **Srovnáním s pořizovací cenou nového stroje** – pokud u něho nedošlo k zásadním technickým a konstrukčním změnám; tato metoda je celkem bezproblémově aplikovatelná u jednoduchých výrobních strojů a zařízení, ale u složitějších zařízení je nutná důkladná analýza a porovnání všech působících technických parametrů.

Tuto metodu lze úspěšně použít u výrobních strojů a zařízení, která se již nevyrábějí nebo nejsou dostupná na trhu. Nicméně v současné době řada firem vyrábí a nabízí obdobná zařízení, kdy lze na základě dostupných údajů, které se vztahují k technickým parametrům těchto vyráběných a dostupných výrobních strojů a zařízení,

Tabulka 2 ▶

Typ funkce u významných faktorů

Vysvětlující proměnná	Typ funkce
Šířka stroje	Lineární
Výška stroje	Lineární
Hmotnost stroje	Mocninná
Délka pracovního stolu	Lineární
Délka pracovního pásu	Mocninná
Maximální šířka materiálu	Lineární
Maximální výška materiálu	Lineární
Průměr kol (pásů.)	Mocninná
Výkon motoru	Mocninná

Pramen: Autorka.

sestavit srovnávací vzorek k oceňovanému stroji nebo zařízení, a tím i současnou prodejní cenu obdobného stroje nebo zařízení. Autor (Makovec, 2010) na základě dlouhodobého zkoumání došel k závěru, že lze najít určité závislosti mezi stanovenými důležitými parametry a pořizovací cenou a že lze tuto závislost vyjádřit matematicky pomocí korelační analýzy a regresní analýzy. Výsledky typu funkce u významných faktorů zobrazuje tabulka č. 2:

Podle Makovce (2010) je další logika propočtů zachycena v těchto krocích:

1. Každému faktoru (technickému parametru) lze přiřadit určitý počet bodů v závislosti na tendenci růstu tohoto parametru; lze zvolit minimální a maximální počet bodů parametru na základě významnosti jeho vztahu.
2. Přírůstek bodů v intervalech od minima do maxima lze přizpůsobit charakteru regresní funkce (lineárně, progresivně, degresivně rostoucí přírůstek).
3. Pomocí vytvořené tabulky bodového ohodnocení se vypočte součet bodů za technické parametry u strojů, které jsou nabízeny na trhu.
4. Součty dosažených bodů za jednotlivé stroje jsou párovými korelačními hodnotami k cenám nabízených strojů.
5. Při znalosti souhrnného bodového ohodnocení oceňovaného stroje s využitím bodové tabulky lze buď pomocí propočtené regresní funkce, nebo pomocí odvozeného grafu vypočítat hledanou, srovnatelnou pořizovací cenu kteréhokoliv oceňovaného stroje dané typové řady.

Uváděná metoda oceňování výrobních strojů a zařízení se sice zdá složitá a pracná, nicméně proti běžně používaným způsobům subjektivních odhadů představuje způsob, jak exaktně lze určit

objektivní hodnotu/cenu, která v rámci oceňovacího procesu může zpřesnit obecnou cenu o desetitisíce až statisíce, a tedy zpřesnit i výslednou hodnotu určenou oceňovatelem/znalcem.

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo poukázat na problematiku oceňování výrobních strojů a zařízení v rámci oceňování podniku jako celku. Pokud oceňovatel/znalec bude přistupovat k určení hodnoty podniku pouze na základě finančních výkazů, kde je majetek zachycen v historických cenách a účetně a daňově plně odepsaný majetek se zde nezobrazuje vůbec, může dojít ke značným nepřesnostem výsledné hodnoty oceňovaného podniku.

Při oceňování podniku jako celku by kvalifikovaný a zodpovědný oceňovatel/znalec měl

pečlivě zkoumat strukturu údajů v předložených finančních výkazech, a pokud dojde k závěru, že v hodnotě stálých aktiv jsou zahrnuty i výrobní stroje a zařízení (mimo jiné), měl by – podle svého názoru – zvolit oceňovací metodu používanou pro tento druh dlouhodobého majetku.

Obsah tohoto příspěvku měl tedy, mimo jiné, poukázat i na metodu korelační a regresní analýzy, která je poměrně nová a lze ji velice úspěšně použít u výrobních strojů a zařízení, které se již nevyrábějí nebo nejsou dostupné na trhu. Společně s již léta používanými metodikami, potom i s odůvodněným použitím multikriteriálních metod hodnocení technického stavu výrobních strojů a zařízení, tvoří solidní metodický základ pro praktické využití znaleckou obcí v příslušných oborech. ■

LITERATURA

- KRABEC, T. (2009). *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-247-2865-0.
- SABOLOVIČ, M. (2011). *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Mendelova univerzita v Brně. ISBN 978-80-7375-503-4.
- MAKOVEC, J. (2010). *Oceňování strojů a výrobních zařízení*. Praha: IOM VŠE. ISBN 978-80-245-1737-7.
- BORG, U. (1995). *Hodnocení movitého hospodářského majetku*. Praha: CONSULTINVEST. ISBN 80-901486-3-8.
- MARŠÍK, M. (2003). *Oceňování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-57-2.
- BRADÁČ, A. a kol. (2010). *Soudní znaleství*. Brno: Akademické nakladatelství CERM. 242 s. ISBN 978-80-7204-704-8.
- KNOFLÍČEK, R. (1996). Porovnání multikriteriální bazické metody s ostatními způsoby určování technického stavu strojů a strojních zařízení ve strojírenství – aneb co je správné? *Soudní inženýrství* 8, ročník 7, s. 55–59.

DETERMINATION OF THE POSSIBILITY OF MANUFACTURING MACHINERY AND EQUIPMENT FOR THE DETERMINATION OF TOTAL VALUE OF ENTERPRISE

Ing. Zdenka Volkánová

ABSTRACT

Valuation of production machinery and equipment is very demanding and responsible activity that puts on a high degree of expert knowledge and less knowledge and experience in relevant field or relevant fields. Valuation of the enterprise as a whole is complex and often difficult process of valuation, including valuation of assets and liabilities. Assets are assets and liabilities express enterprise resource coverage of this property. Assets are further divided into fixed assets and current assets. Liabilities distinguished as its own funding sources and financed by foreign sources. The permanent (sometimes tangible) assets include - among others - machinery, production equipment, technological complexes, etc. Valuation of assets of the business requires considerable knowledge of technical disciplines, not just economic. The doctrines of corporate accounting, there is some independent ideas about valuation of tangible assets. This paper seeks closer look at the valuation of machinery and production facilities in terms of technical and economic, in the valuation of the company as a whole. My contribution is to point out that as the production machinery and equipment (and other movable property of an enterprise) may valuator to get different results than if, for example, focused on the valuation of machinery as one of the sub-units for valuation.

KEYWORDS

Valuation, company valuation, business valuation, valuation of machinery and equipment, technical, economic, the assets, the tangible assets.

JEL CLASSIFICATION

J08, K22, K34, K41, L53, M11

K některým problémům oceňování z pohledu právní praxe

JUDr. Petr Zima

Oceňování aktiv, podniků a jiných majetkových hodnot není jen východiskem pro různá podnikatelská rozhodnutí, ale je i podkladem pro rozhodování soudů a správních orgánů. Ocenění aktiv či pasiv je nutné např. pro účely stanovení výše škody, kvalifikace trestného činu, vypořádání dědictví, vypořádání společného jmění manželů, pro provádění přeměn společností či pro účely vyměrování daní. Rovněž hraje význam v rozhodčím řízení a zde si připomeňme řadu mezinárodních arbitráží vedených proti České republice. Ve známé věci CME v. Česká republika se rozhodci zabývali otázkami oceňování velmi obšírně, např. se vyslovili k otázce použití metody DCF, k otázce zohlednění následných informací (následujících po rozhodném dni), k otázce finančního plánu i diskontní míry aj.¹

V soudním či rozhodčím řízení je často nutné respektovat při oceňování poněkud jiná pravidla, než jaká jsou uváděna v ekonomických publikacích. Damodaran (2006) k tomu uvádí, že většina ocenění je prováděna pro právní či daňové účely. I když principy ocenění nebudou pro tyto účely jiné (než např. v investičním ocenění), cílem odhadů se často stává spíše poskytnutí takového ocenění, které bude soud akceptovat, než poskytnutí „správného“ ocenění. Přitom jsou

též rozhodující právní precedenty a text zákona. To, že soudy často zasahují velmi intenzivně do způsobu oceňování a že požadují zohlednění konkrétních okolností konkrétního případu, vyplývá z řady publikací odborné literatury² a z řady soudních rozhodnutí, zejména (zatím) zahraničních. Proto se někdy znalci cítí dotčeni tím, že právníci do jejich odhadů zasahují a argumentují pro ten či onen postup na základě různých soudních precedentů a právních principů.

Posouzení správnosti vstupů do ocenění, správnosti oceňovacích postupů i použitých vzorců pro výpočty není ale jen otázkou znaleckou, ale i otázkou právní. S oceňováním je vždy spojena nejistota a „i ty nejlepší posudky mají podstatné chybové rozpětí“ (*substantial margin for error*) (Damodaran, 2006, s. 4) a soud či rozhodce tedy může ve svém rozhodnutí představy znalce či jím uvedené intervaly hodnot korigovat podle účelu ocenění. Podle nálezu Ústavního soudu, který se týkal práva výkupu (§ 183i a násl. obch. zák.) „je nepochybné, že obchodní zákoník počítá s tím, že cena může být stanovena odchýlně od představ orgánů společnosti. Přiměřenost značí požadavek přihlédnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným

¹ Viz CME Czech Republic B. V. v. The Czech Republic z 14. března 2003 – Final Award (Stockholm) – k dispozici např. na: <http://translex.uni-koeln.de/output.php?docid=290021>.

² Viz např. Kantor (2008).

výkupem. To znamená, že je z pohledu zákona vyloučeno, aby byla stanovena subjektivně.³ Soud tedy musí při rozhodování co nejvíce eliminovat tento subjektivní prvek, což představuje zásah do oceňovacího procesu.

Účelem tohoto příspěvku je upozornění na pouze některé problémy oceňování, které jsou v soudní a právní praxi významněji profilovány. Jedná se zejména o otázky oceňování metodou DCF, kde jsou často frekventovaným tématem otázky nákladů vlastního kapitálu, a to otázky bezrizikové míry, rizikové prémie trhu a země, otázky stanovení koeficientu beta a otázky různých rizikových přírůstků k nákladům vlastního kapitálu a otázky stanovení terminální hodnoty a tempa růstu g .

Bezriziková míra

Mezi ekonomy není jednoznačné shody v tom, zda pro vyjádření bezrizikové míry je vhodné použít americký vládní dluhopis nebo tuzemský státní dluhopis. Znalci se vůbec navzájem velmi liší v používání jednotlivých vstupních údajů do ocenění. To vyplývá též ze studie IES Fakulty sociálních věd UK, která zkoumala 278 českých znaleckých posudků z období 1993 až 2009. Podle této studie není používání řady prvků pro výpočet nákladů vlastního kapitálu jednotné. Pro vyjádření bezrizikové míry byl český státní dluhopis použit v 48,1 % posudků, americký státní dluhopis v 37 % případů (Kolouchová a Novák, 2010).

Někteří znalci argumentují ve prospěch používání amerického státního dluhopisu jako základu

stanovení bezrizikové výnosové míry odkazem na publikaci Maříka Metody oceňování podniku z roku 2003. Na druhé straně ovšem Damodaran z University of New York (Stern School of Business), na jehož práce se odvolává nejen Mařík, ale i drtivá většina dalších znalců, jednoznačně doporučuje použít při ocenění českých společností národní (v našem případě český) státní dluhopis. Damodaran ve své stěžejní publikaci k oceňování a také v řadě na internetu dostupných přednášek upozorňuje na to, že tzv. bezriziková úroková míra musí být vyjádřena ve státních dluhopisech vydávaných ve stejné měně, v jaké je prováděno ocenění, a to v zájmu konzistence.⁴ Zedy, je-li prováděno ocenění české společnosti, která má výnosy v českých korunách a jejíž finanční plán je také sestaven v českých korunách, musí se pro odhad bezrizikové míry použít státní dluhopis ČR. Americký státní dluhopis by se podle Damodarana měl použít v případě amerických společností a u zahraničních společností v tom v případě, jsou-li výnosy takových společností vykazovány v amerických dolarech (to je např. případ ruských ropných společností, které účtují a vykazují v dolarech).⁵ Také Kantor ve své publikaci Valuation for Arbitration uvádí, že odborníci poukazují na vztah mezi měnou, v níž je prováděna analýza cash flow a cenným papírem zvoleným jako bezriziková míra, a dospívá k závěru, že je to měna pro výpočet cash flow a nikoliv umístění investice (Kantor, 2008, s. 146).

Tento názor je uznáván řadou znalců a odborníků i v ČR, přičemž pro užití výnosu čes-

³ Viz náleze Ústavního soudu ve věci Pl. ÚS 56/05, bod 66, ke stažení na nalus.usoud.cz.

⁴ Damoran (2006, s. 36) uvádí: *Bezriziková míra musí být z důvodu konzistence měřena stejně jako cash-flow. Rozhodující je měna, v níž je oceňování prováděno. Tedy je-li projekce peněžních toků v určité měně, musí být i bezrizikový dluhopis ve stejné měně.*

⁵ Viz přednáška Damodarana na <http://academicearth.org/lectures/valuation-riskfree-rates>.

kého státního dluhopisu hovoří jak znalecká teorie – viz např. Buus (2010), tak znalecká praxe. Například Institut oceňování majetku při VŠE v praxi používá pro bezrizikovou míru převážně české dluhopisy.⁶ Je však pravdou, že u některých starších posudků se objevuje jako kritérium bezrizikivosti americký vládní dluhopis.

Riziková prémie země

Riziková prémie země (RPZ) je jedním ze vstupů do vzorce pro výpočet nákladů vlastního kapitálu a odráží prvek rizikivosti konkrétní země porovnáním s rizikem zemí s rozvinutým kapitálovým trhem (nyní je to kapitálový trh USA, ale v budoucnu nelze vyloučit trh jiné hospodářské velmoci). Asi nikdo nebude zpochybňovat potřebu jejího použití. S rizikovou premií země jsou ale spojeny dva problémy, jejichž různé řešení může vést k různým závěrům; první spočívá ve způsobu jejího stanovení a druhý v tom, jak se tato riziková prémie země projeví ve vzorci pro výpočet nákladů vlastního kapitálu.

Většina českých znaleckých posudků odkazuje při stanovení rizikové premie ČR na stránky Damodarana (www.damodaran.com). Pro rok 2005 je na těchto stránkách a následně ve většině znaleckých posudků pro účely převodu jmění uváděna riziková prémie ČR ve výši 1,5 %. Tato prémie obsahuje jednak složku dluhopisovou, a dále složku akciovou. Damodaran na svých stránkách uvádí, že celková riziková prémie pro Českou republiku (r. 2005) je 1,5násobkem složky dluhopisové, tedy z toho lze dovodit, že dluhopisová prémie činí 1,0 %. Řadě znalců ovšem uniká, že složka dluhopisová je

již jako tzv. *default risk* (riziko selhání země) principiálně zahrnuta v hodnotě dluhopisů použitých k výpočtu bezrizikové míry (jsou-li tyto vyjádřeny v českém dluhopisu s desetiletou splatností). RPZ akciového trhu ČR by tedy za této premisy měla v roce 2005 činit 0,5 % (1,5 % – 1 %) a nikoliv 1,5 %.⁷

Jak uvádí Damodaran, tzv. default spread je vždy součástí nominální úrovně státního dluhopisu, jeho výše je obsažena v tržní hodnotě dluhopisu. Nelze tedy započítávat hodnotu default spread dvakrát, jednou v rámci bezrizikové míry a podruhé v rizikové premii země. K výnosnosti tuzemských státních dluhopisů lze tedy při výpočtu RPZ připočítat pouze tzv. akciovou složku, která fakticky dle výše uvedeného vztahu odpovídá 0,5 násobku rizika selhání země – default spread.

Druhým problémem spojeným s rizikovou premií země je její zapojení do vzorce pro výpočet nákladů vlastního kapitálu. Někteří tuto rizikovou premii přičítají v její nominální výši. Jiní znalci respektují názory Damodarana a násobí ji betou – viz druhý vzorec uvedený v knize Damodarana (2006, s. 59). Domnívám se, že odůvodnění uváděné v citované publikaci je logické, a lze souhlasit s tím, že všechny společnosti v jedné zemi nejsou vystaveny stejnému riziku. K odlišení úrovně rizika pomáhá právě beta, kterou se RPZ násobí. Tento názor Damodarana nesdílelo bohužel 66 % znaleckých posudků uvedených ve výzkumu Kolouchová – Novák, zpravidla s odůvodněním, že rizikovou premií země jako samostatný komponent (tedy bez násobení betou) uvádí ve své publikaci Mařík. Je však třeba vidět, že publikace Maříka se často opírá o teo-

⁶ Viz např. posudky VŠE IOM č. 125B73/2011 a č. 114B64/2011.

⁷ Viz např. posudek VŠE IOM č. 125B73/2011, s. 47.

rie Damodarana. Někteří další autoři rizikovou prémii země pak odmítají zcela s odůvodněním, že se neopírá o dostatečný teoretický základ (Ballwieser, 2011, s. 115 a násl.).

Velikostní prémie

Někteří znalci do výpočtu nákladů vlastního kapitálu zahrnují i přírážku za to, že společnost je menší než jiné společnosti (Kolouchová a Novák, 2010). Přírážka za malou/nízkou tržní kapitalizaci (nebo někdy za menší velikost společnosti) vychází z jevu nazývaného velikostní efekt. Tento velikostní efekt - tj. premisa, že menší podniky mají větší míru výnosnosti než větší společnosti (Pratt et al., 2000, s. 170) - však není jednoznačně prokázán a značná část odborné literatury proto přírážku za menší velikost společnosti považuje za neaplikovatelnou. Rovněž je sporné, zda s tímto jevem je vždy spojeno větší riziko, a tato otázka je v odborné literatuře předmětem otevřených a neukončených diskusí. Celá řada studií v USA i jinde prokázala, že velikostní efekt (a tedy i možné, avšak nikoliv automaticky dané riziko spojené s menší velikostí podniků) se zmenšil nebo zmizel od počátku osmdesátých let, jak uvádí Crain z University of Manchester ve svém shrnutí literatury k velikostnímu efektu⁸, kde cituje z řady dalších prací (Eleswarapu & Reinganum, 1993; Chan et al., 2000; Dimson & Marsh, 1989; Barry et al., 2002). Žádný z jím citovaných autorů netvrdí, že menší velikost určité společnosti je sama o sobě rizikovým faktorem. Dále Crain cituje z díla autorů Horowitz a kol. v článku „The disappearing size effect“ (Mizíci velikostní efekt), kde ti mj. prokazují, že velikostní efekt se vyskytuje pouze u těch nejmenších kotovaných firem. Horowitz a kol. použili regres-

ní metodu, aby poprvé zjistili, že velikostní efekt je od roku 1963 do roku 1997 statisticky významný. Avšak při vyloučení firem, jejichž tržní hodnota je menší než 5 milionů amerických dolarů, se velikostní efekt stává statisticky nevýznamným. Tyto výsledky pak autoři interpretují tak, že výzkum prokazuje koncentraci velikostního efektu do velmi malých veřejně obchodovaných firem s tržní hodnotou do 5 milionu US dolarů, tj. cca 80 milionů Kč. Z toho vyplývá, že u společností s větší kapitalizací než 5 milionů USD se velikostní efekt neprojeví, a tedy z toho plyne, že by neměla být velikostní přírážka vůbec aplikována. Velikostní prémii odmítá i Balwieser s odvoláním na rozsáhlý výzkum německého autora Schulze z roku 2009 (Baetge et al., 2010).

V judikatuře amerických soudů není v otázce aplikace velikostní prémie jednota, avšak američtí soudci poukázali ještě na jeden problém aplikace velikostní prémie. Ve věci *In re Sunbelt Beverage Corp. Litigation*, 2010 WL 92519 (Jan. 5, 2010) americký soud kritizoval postup a logiku při stanovení velikostní prémie odkazem na údaje společnosti Ibbotson Associates (nyní Morningstar) takto: „Ibbotson předpokládá, že každý již zná nebo má odhad tržní velikosti společnosti ještě před tím, než se rozhodne, do kterého decilu společnost spadá, aby pak podle tohoto zařazení zvolil velikostní prémii. Jestliže je ale hodnota společnosti sporná a jestliže je jako řešení navržena analýza DCF, přiměřená riziková premie nemůže být považována za exogenní. To znamená, že DCF určuje jak velikost společnosti (a tudíž směřuje k použití příslušné Ibbotsonovy prémie) a současně se spoléhá na příslušnou prémii dle Ibbotsona, aby určila hodnotu společnosti. Jde o cirkulární proces, a je

⁸ Viz. Crain, M.: *A literature review of the size effect, ke stažení na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1710076.*

otázkou co přichází dříve? Ocenění společnosti nebo výběr Ibbotsonovy rizikové premie?⁹. Jinými slovy: znalci nejprve nějak jinak odhadnou velikost společnosti, aby mohli provést konečný odhad velikosti dle Ibbotsona, což je dokazování v kruhu.

Rovněž Damodaran, ze zřejmých důvodů velikostní přírážku v rámci modelu CAPM nepoužívá, neboť tato přírážka podle jeho názoru není doložena fundamentálními ekonomickými důvody.¹⁰

Někteří autoři též uvádějí, že existuje nebezpečí dvojího započítání rizika kombinací premie za malou společnost a koeficientu beta, resp. jiných faktorů. Volatilita měřená v přizpůsobení beta se může překrývat s riziky pokrývanými jinými přírážkami (Kantor, 2008).

V české odborné literatuře se podrobněji zabývá otázkou velikostní premie Buus (2008). V české znalecké praxi je dle studie Kolouchová – Novák situace nevyjasněná, velikostní premie však byla aplikována jen v méně než 40 % případech.

Přirážka za nelikviditu

Tato přírážka je obecně používána při investičním oceňování. Někteří znalci používají tuto přírážku i v případech oceňování pro nedobrovolné transakce, jako např. pro převody jmění (ekvivalentem je cash out merger) a právo výkupu (tzv. squeeze-out, nebo freeze-out). Tyto transakce jsou specifické v tom, že k přechodu vlastnictví dochází často proti vůli jedné ze stran (nejde zde

tedy o prodejechtivé prodávající). Znalecká praxe není v tomto ohledu jednotná, soudní praxe však tuto přírážku právě u squeeze-outů striktně odmítá. Podle přehledu Murdocka se ve většině amerických států soudy přiklonily k závěru, že u squeeze-outů je použití přírážky za nelikviditu nepřijatelné. Je zajímavé, že tyto soudy považují otázku přírážek za nelikviditu a za minoritní podíl za otázku právní, nikoliv odborně ekonomickou. Určitou výjimkou byl stát Illinois, avšak zde byla nepřijatelnost těchto přírážek vyřešena legislativou.¹¹

Terminální fáze

Dalším problémem v rámci ocenění metodou DCF je stanovení hodnoty společnosti v druhé, terminální fázi. Podle Damodarana (2006, s. 146–147) je ve druhé (terminální) fázi oceňování nutné zaujmout jiný přístup, než pro první, zpravidla pětiletou fázi, protože je de facto oceňována zcela jiná společnost, tj. společnost, která je již stabilizovaná (v první fázi se oceňuje společnost v růstu). Podle Damodarana musí být v terminální fázi jiný poměr cizího a vlastního kapitálu, protože společnost má větší kapacitu získat úvěry. Dále Damodarana k tomuto tématu v citované přednášce uvádí, že by se měla ve druhé fázi snižovat riziková premie země a beta by se měla přibližovat k hodnotě 1.¹²

Tempo růstu by nemělo být nižší než bezriziková míra. Judikatura zahraničních soudů požaduje, aby růst přesahoval míru inflace. To dává smysl, neboť „negativní nebo nulová míra růstu

⁹ Ke stažení na http://www.duffandphelps.com/email/images/DE_Chancery_Sunbelt.pdf – s. 30 rozhodnutí.

¹⁰ Viz blog Damodarana: <http://aswithdamodaran.blogspot.com/2011/04/alternatives-to-capm-part-2-proxy.html>.

¹¹ Viz Usman D. *Minority Shareholders receive a Christmas gift from the Governor*, http://www.duffandphelps.com/email/images/DE_Chancery_Sunbelt.pdf.

¹² Viz <http://academicearth.org/lectures/terminal-value> – slide 163.

by znamenala, že podnik se zmenšuje v reálných hodnotách a že takový podnik směřuje k tomu, že opustí podnikání“ (viz *Lane v. Cancer Treatment Ctrs, No. 12207-NC, 2004 Delaware Chancery Court, sub 117*).¹³

Jde pouze o zlomek problematiky spojené s oceňovací praxí. Z výzkumu autorů Kolouchová – Novák i z poznatků autora tohoto článku vyplývá, že znalecká praxe při oceňování není zdaleka jednotná ani v rámci toho kterého účelu ocenění, ani v rámci jednoho znaleckého ústavu, a to ani takového ústavu, jakým je

VŠE Institut oceňování majetku. Totéž platí pro soudní judikaturu, která je u nás zatím v zárodcích.

Vzhledem k tomuto nedostatku aktuální české odborné literatury (jde v podstatě o monografie Maříka, Kislingerové a několik časopiseckých článků) a téměř úplné absenci judikatury vyšších českých soudů, je tento stav pochopitelný. O to více však je žádoucí, aby byly vypracovány standardy pro oceňování, a to různé standardy pro různé oceňovací účely, podobně jako je tomu v Německu. ■

¹³ Citováno z (*Widen, 2008*).

LITERATURA

- BAETGE, J. – KIRSCH, H. – SCHULZ, R. (2010). On the Myth of Size Premium in Corporate Valuation: Some Empirical Evidence From The German Stock Market. *Journal of Applied Research in Accounting and Finance* 5.
- BALLWIESER, W. (2011). *Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme*. 3. Ed. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag. ISBN 978-3-7910-2939-9.
- BARRY et al. (2002). Robustness of Size and Value Effects in Emerging Equity Markets, 1985–2000. *Emerging Markets Review* 3 (1), p. 3–18.
- BUUS, T. (2008). HML a SMB prémie v akademické literatuře – výše a podstata. Český finanční a účetní časopis 2, s. 31–41.
- BUUS, T. (2010). Denominace bezrizikového aktiva při oceňování. *Oceňování* 4.
- CHAN et al. (2000). New Paradigm or Same Old Hype in Equity Investing. *Financial Analysts Journal* 56 (4), p. 23–36.
- DAMODARAN, A. (2006). *Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd edition. Wiley & Sons. ISBN 13 978-0-471-75121-2.
- DIMSON – MARSH. (1989). Murphy's Laws and Market Anomalies. *Journal of Portfolio Management* 25 (2).
- ELESWARAPU – REINGANUM. (1993). The Seasonal Behaviour of the Liquidity Premium in Asset Pricing. *Journal of Financial Economics* 34 (3), pp. 373–386.
- HOROWITZ, J. - LOUGHRAM, T. – SAVIN, N. (2000). The Disappearing Size Effect. *Research in Economics* 54 (1), pp. 83–100.
- <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2011/04/alternatives-to-capm-part-2-proxy.html>
- KANTOR, M. (2008). *Valuation for Arbitration: Compensation Standards, Valuation Methods and Expert Evidence*. Kluwer Wolters. ISBN 978-90-411-2735-8.
- KOLOUCHOVÁ, P. – NOVÁK, J. (2010). *Cost of Equity Estimation Techniques Used by Valuation Experts*. Praha: FSV UK, IES, Working Paper 8/2010.
- MURDOCK, C. Squeeze-outs, Freeze-outs and Discounts. *Loyola University Chicago Law Journal* 35.
- PRATT, S. – REILLY, R. – SCHWEIHS, R. (2000). *Valuing a Business*. 4. ed. McGraw Hill.
- WIDEN, S. (2008). Delaware Law, Financial Theory and Investment Banking Valuation Practice. *Journal of Law & Business* 4 (2). (<http://www.omm.com/files/upload/Widen-NYU-Delaware-Law.pdf>).

CERTAIN ISSUES OF VALUATION FROM THE LAWYERS POINT OF VIEW

JUDr. Petr Zima

ABSTRACT

The purpose of this article is to provide some practical help for those who face the problems of the value determination in various litigations and similar procedures. A determination of fair value of assets is central in many civil and commercial lawsuits. A valuation decision is both a question of law and a question of fact. Each valuation depends on the purpose of the valuation and on the circumstances in each case. I focus on the DCF method and address the issues of various standards of value, risk free rate, country risk premium, size premium (size effect), marketability discounts and growth rate in determination of the terminal value. We can see that there is no unique approach to these issues. For resolving some of the problems we can find an inspiration in the foreign literature and case law. Valuation standards for various situations should be further developed for the courts and the administration.

KEYWORDS

Value determination, valuation decision, DCF method.

JEL CLASSIFICATION

K 22, K 41

Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu

Centrum ekonomických studií VŠEM (CES VŠEM) je výzkumné pracoviště Vysoké školy ekonomie a managementu. Výzkum je zaměřen zejména na analýzu faktorů konkurenceschopnosti české ekonomiky v mezinárodním srovnání a na identifikaci souvisejících hospodářsko-politických implikací pro podporu ekonomického dohánění a přechodu na znalostně založenou ekonomiku. Realizace výzkumných aktivit probíhá od roku 2005 v rámci dlouhodobého výzkumného projektu (Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, MŠMT 1M0524).

Tematicky je výzkum zaměřen na čtyři oblasti: (1) Růstová výkonnost a stabilita, (2) Institucionální kvalita, (3) Strukturální konkurenceschopnost a (4) Inovační výkonnost. Specifická pozornost je věnována strukturálním aspektům konkurenceschopnosti na odvětvové a regionální úrovni. CES je odborným garantem magisterského studijního programu Vysoké školy ekonomie a managementu (www.vsem.cz). Spolupracuje rovněž na řadě mezinárodních výzkumných projektů v problematice znalostně založené konkurenceschopnosti a podílí se na expertizních aktivitách pro veřejnou správu v oblasti růstové výkonnosti a stability, výzkumu a vývoje a inovační výkonnosti.

Vysoká škola ekonomie a managementu

Vysoká škola ekonomie a managementu realizuje vysokoškolské studijní programy podporující získávání mezioborových znalostí a dovedností umožňujících absolventům působení v prostředí firem a organizací v globalizované a znalostně založené ekonomice.

Hlavním posláním a cílem VŠEM je působit jako nezávislé a svobodné vysokoškolské pracoviště realizující vzdělávací programy na mezinárodně srovnatelné úrovni s důrazem na ucelenou nabídku dlouhodobých vzdělávacích programů realizovaných kombinovanou a prezenční formou studia.

Pokyny pro autory

Odborný vědecký časopis Ekonomické listy se skládá ze dvou částí, recenzované a nerecenzované. V recenzované části jsou uveřejňovány pouze příspěvky, o jejichž zařazení rozhodla redakční rada na základě recenzního řízení; v nerecenzované části pak zejména ekonomické přehledy vycházející ze šetření převážně mezinárodních odborných institucí, zprávy z konferencí či recenze publikací aj.

Autoři sami uvádějí, do které části nabízejí své příspěvky.

Redakce přijímá pouze dosud nepublikované příspěvky.

Na zařazení příspěvku nevzniká právní nárok.

Rukopis příspěvku do recenzované části (v členění úvod, vlastní stat', závěr, literatura; abstrakt, klíčová slova a JEL klasifikace v anglickém jazyce) o celkovém rozsahu do 45 000 znaků může být předkládán v českém, slovenském nebo anglickém jazyce, a to pouze v elektronické podobě zasláním na e-mailovou adresu: elisty@vsem.cz. Grafy předkládejte v Excelu, tabulky ve Wordu. Seznam literatury uvádějte v abecedním pořadí dle normy ČSN.

Ekonomické listy

číslo 2, ročník 3.

Odborný časopis Centra ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu a Vysoké školy ekonomie a managementu;
Vycházejí 3 čísla ročně

Vydavatel

Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu, o.p.s.

Nárožní 2600/9a, 158 00, Praha 5, www.cesvsem.cz

IČ: 25473361

Vysoká škola ekonomie a managementu, o.p.s.

Nárožní 2600/9a, 158 00, Praha 5, www.vsem.cz

IČ: 27266150

Redakce: PhDr. Kateřina Štěpánková, katerina.stepankova@vsem.cz

Ing. Vítězslav Kotík, MBA, vitezslav.kotik@vsem.cz

Redakční radu řídí: Prof. Ing. Milan Žák, CSc.

Redakční rada

Dr. Adam Drab, Faculty of Social Sciences, Jan Długosz University Częstochowa

Doc. Ing. Mojmír Helisek, CSc., Vysoká škola finanční a správní

Doc. Ing. Jaroslava Hyršlová, Ph.D., Vysoká škola ekonomie a managementu

Prof. Ing. Christiana Kliková, CSc., Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava

Ing. Václav Klusoň, DrSc., bývalý vědecký pracovník Ekonomického ústavu

Doc. Ing. Šárka Laboutková, Ph.D., Ekonomická fakulta, Technická univerzita v Liberci

Ing. Renáta Madzinová, Ph.D., Vysoká škola medzinárodného podnikania ISM Slovakia v Prešove

Ing. Tomáš Pavelka, Ph.D., Vysoká škola ekonomie a managementu

Doc. Ing. Ladislav Průša, CSc., Výzkumný ústav práce a sociálních věcí

Prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova univerzita Brno

Doc. Ing. Ivo Straka, CSc., Vysoká škola obchodní v Praze

Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA, Vysoká škola ekonomie a managementu

Ing. Bořek Vašíček, Ph.D., Ph.D., Česká národní banka

Ing. Josef Vlášek, Český statistický úřad

Doc. Ing. Norbert Žid, CSc., Fakulta informatiky a statistiky, Vysoká škola ekonomická v Praze

Jazyková redakce: PhDr. Alena Sojková

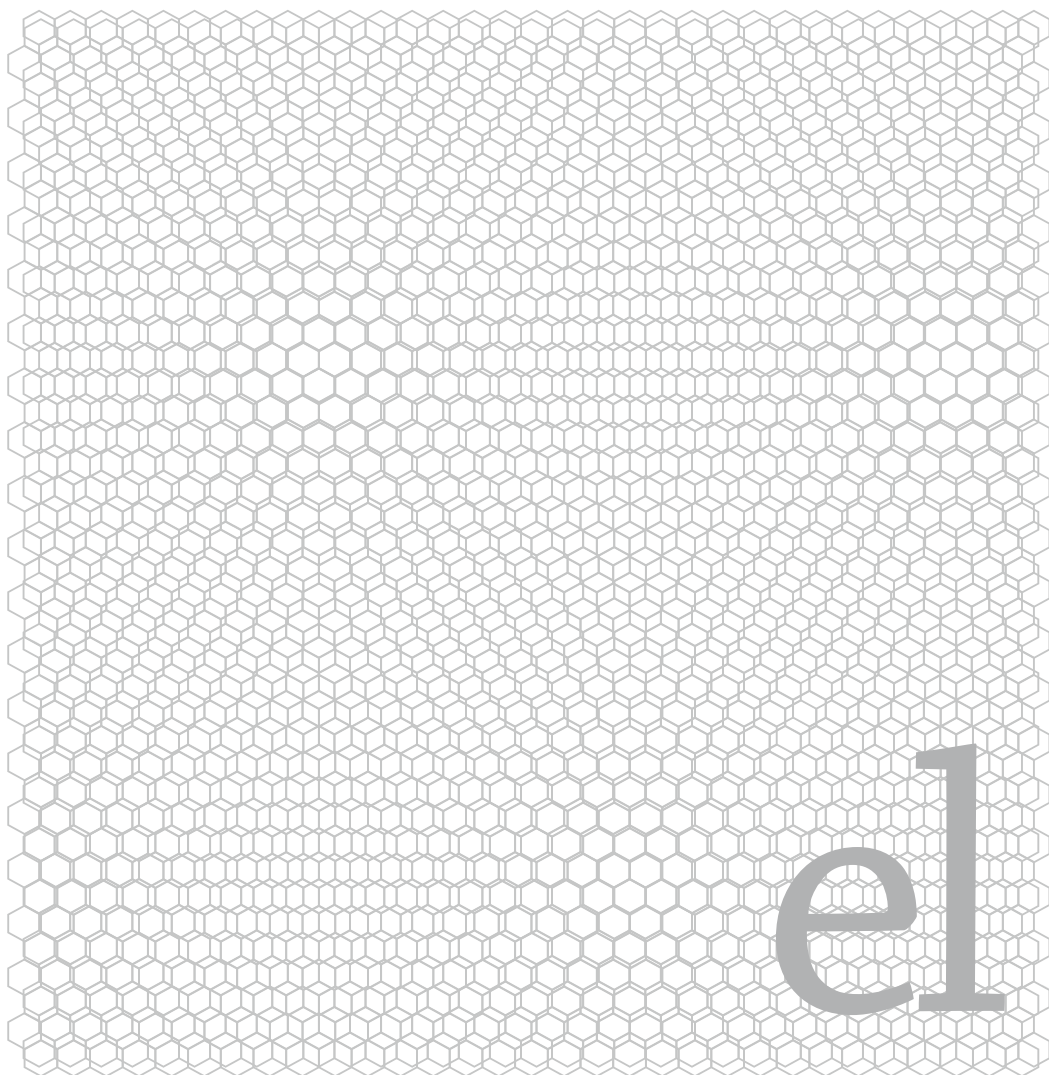
Grafická úprava: Věra Vyskočilová

Vyšlo dne: 31. 8. 2012

ISSN: 1804-4166

© Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu, o.p.s.

© Vysoká škola ekonomie a managementu, o.p.s.



e1