

---

## Oceňovacie modely v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve

Božena Hrvol'ová<sup>1</sup>

### Abstrakt

Ohodnocovanie cenných papierov má mimoriadny význam na Slovensku, kde kapitálový trh, osobitne trh akcií nie je ani aktívny, ani likvidný a neplní ani jednu z najdôležitejších funkcií – cenotvornú funkciu. Právna úprava ohodnocovania cenných papierov sa nachádza vo viacerých právnych normách Ministerstva financií SR a Ministerstva spravodlivosti SR. Hodnoty a ceny cenných papierov sú označované rôznymi pojmami s rôznym obsahom. Princípy, metódy ohodnocovania sú v zákone č. 431/2002 Z. z. označované ako modely, ktorých charakteristika sa odlišuje od teórie.

### Kľúčové slová

Cenné papiere, vnútorná hodnota, reálna hodnota, princípy, metódy, modely ohodnocovania cenných papierov

### Abstract

Valuation of securities is of paramount importance for Slovakia, where the capital markets, especially the equity market is not active, or liquid and does not fulfill even one of the most important functions - price-setting function. Legislation valuation of securities is included in several legal norms of the Ministry of Finance and Ministry of Justice. Values and prices of securities are referred to by different terms with different content. Principles, valuation methods as in the Act no. 431/2002 Z. z. referred to as the model, which feature differs from theory.

### Key words

Securities, intrinsic value, fair value, principles, methods, models valuation of securities

### JEL classification

D46,G12, M41

## 1 Úvod

Hodnota cenných papierov má v teórii, v našich právnych normách, medzinárodných ohodnocovacích štandardoch i medzinárodných účtovných štandardoch rôzne prívlastky. K napísaniu príspevku nás inšpirovalo posledné znenie zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve, osobitne § 27, ods. 7, venovaný oceňovacím modelom. V našich právnych normách sa často vyskytujú ťažko zrozumiteľné formulácie pre bežných čitateľov. Vzťahuje sa to aj k oceňovacím modelom v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve. Preto sa v príspevku chceme zamerať na chápanie cien a hodnôt cenných papierov v teórii, vo vybraných právnych normách na Slovensku a analyzovať, ako v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve chápať oceňovacie modely cenných papierov.

---

<sup>1</sup> prof. Ing. Božena Hrvol'ová, CSc. Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, Dolnozemska cesta 1/b, 852 35 Bratislava, e-mail bozena.hrvolova@euba.sk.

## 2 Ceny a hodnoty cenných papierov v teórii a vybraných právnych normách v SR

Finančné nástroje, vrátane cenných papierov, podobne ako tovary a služby v trhových ekonomikách, majú cenu, úžitkovú hodnotu a hodnotu.

Cena cenných papierov je v trhovej ekonomike rovnako, ako ktorákoľvek iná cena, výsledkom ponuky a dopytu na trhu. V literatúre sa najčastejšie cena cenných papierov označuje ako kurz cenného papiera (emisný kurz na primárnom trhu a kurz na sekundárnom trhu). „Objektívnym“ kurzom cenného papiera môže byť iba taká trhovú cena, ktorá je výsledkom agregovanej ponuky a dopytu anonymných predávajúcich a kupujúcich, a ktorá do cien zahrnie všetky relevantné vnútorné aj vonkajšie faktory, ktoré ovplyvňujú hodnotu príslušného cenného papiera.

Úžitkovou hodnotou tovarov a služieb je schopnosť uspokojovať ľudské potreby.

Úžitkovou hodnotou cenných papierov pre investorov je ich schopnosť prinášať budúce výnosy (úroky, diskont, výnosy z kupónov, dividendy a kapitálové výnosy – rozdiel medzi predajnou a nákupnou cenou cenných papierov).

Z úžitkovej hodnoty cenných papierov v podstate vyplýva definícia vnútornej hodnoty cenných papierov, s ktorou sa stretávame vo väčšine odbornej literatúry ako súčasnej hodnoty budúcich príjmov, ktoré z cenných papierov plynú. Jedna z definícií vnútornej hodnoty akcií (Koller, Goedhart, Wessels, 2005) spája vnútornú hodnotu dokonca s konkrétnym modelom výnosovej metódy, s konkrétnou formou výnosu. Podľa nej je „vnútorná hodnota založená na schopnosti spoločnosti tvoriť v budúcnosti cash flow. To v podstate znamená, že investori platia za výkony, ktoré očakávajú, že spoločnosť v budúcnosti dosiahne, nie za to, čo spoločnosť urobila v minulosti a určite nie za náklady na majetok spoločnosti.“ „Cena akcie spoločnosti na akciovom trhu je založená na očakávaní trhu v oblasti budúcich výkonov, ktoré sa môžu odchyľovať od vnútornej hodnoty ak je trh menej ako plne informovaný o pravdivých perspektívach spoločnosti.“

Niektorí autori, napr. Sharpe a Alexander (Sharpe, Alexander, 1992) používajú kategóriu „investičná hodnota“. Chápu pod ňou súčasnú hodnotu budúcich príjmov plynúcich z cenného papiera, ktoré boli odhadnuté dobre informovanými a schopnými analytikmi. Rose (Rose, 1992) zase používa pojem „skutočná hodnota“, Brealey a Myers (Brealey, Myers, 1992) hovoria o „pravdivej hodnote“.

Definícia vnútornej hodnoty cenných papierov ako súčasnej hodnoty budúcich príjmov, ktoré z nich plynú, predpokladá použitie iba výnosovej metódy ohodnocovania cenných papierov.

Výnosovou metódou ako jedinou metódou možno ohodnotiť dlhové cenné papiere peňažného aj kapitálového trhu. Pri ohodnocovaní majetkových cenných papierov sa dá použiť okrem výnosovej metódy niekoľko ďalších metód, napríklad metódy založené na analýze majetku emitenta, metódy založené na analýze trhu, porovnávacie metódy, metódy založené na reálnych opciách atď.

Napriek tomu, že výnosová metóda v súčasnosti predstavuje podstatnú časť metód odhadu vnútornej hodnoty finančných nástrojov na vyspelých trhoch, nie je jedinou metódou ich ohodnocovania. Preto, podľa nášho názoru, možno vnútornú hodnotu cenných papierov definovať aj ako „odhadnutú čiastku na základe fundamentálnej analýzy (vrátane analýzy majetku emitenta a analýzy kapitálového trhu), vyjadrenú v peniazoch.“ (Hrvol'ová, Vávrová, Zachar Ninčák, 2006).

V SR definuje kategórie spojené s oceňovaním a ohodnocovaním cenných papierov niekoľko právnych noriem. Z „dielne“ Ministerstva financií sú to okrem zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve napríklad zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, Vyhláška MF SR č. 611 z 9. decembra 2003 o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a derivátov v majetku v podielovom fonde, Vyhláška MF SR z 9. februára 2005 o metódach a postupoch stanovenia hodnoty

majetku v dôchodkovom fonde a o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov v majetku v dôchodkovom fonde a tiež Opatrenie NBS č. 10 z 13. mája 2008, ktorým sa ustanovuje spôsob určenia hodnoty cenných papierov a nehnuteľností, v ktorých sú umiestnené prostriedky technických rezerv v poisťovníctve, podľa § 32 ods. 3 zákona č. 8/2008 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

Výraznou charakteristikou týchto, obsahom nie rozsiahlych vyhlášok je to, že ceny a hodnoty sú určované cenami.

Pre znalcov (ale aj pre účtovníkov, ak si vyberú jeden zo spôsobov stanovenia reálnej hodnoty cenných papierov na základe posudku znalca) sú dôležité dve právne normy Ministerstva spravodlivosti SR, ktoré upravujú postupy ohodnocovania podniku a časti podniku (vrátane finančných nástrojov) na Slovensku: Vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku a vyhláška č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa Vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

V príspevku porovnáme definovanie cien a hodnôt cenných papierov v dvoch zákonoch - v zákone č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov a v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.

## **2.1 Ceny a hodnoty v zákone č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov**

Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, ktorý vytvára v SR právny rámec pre finančný trh a cenné papiere, definuje menovitú hodnotu, emisný kurz a kurz cenného papiera.

„Menovitú hodnotu cenného papiera“ zákon o cenných papieroch definuje ako „peňažnú sumu, na ktorú cenný papier znie“. Menovitá hodnota akcie predstavuje podiel na základnom imaní akciovej spoločnosti. Menovitá hodnota dlhopisov predstavuje výšku dlhu, ktorý sa emitent zaväzuje splatiť v stanovenej lehote (Zaužívaným názvom pre menovitú hodnotu v literatúre je nominálna hodnota – nominal value, face value.)

„Emisným kurzom“ podľa zákona o cenných papieroch „je cena, za ktorú emitent predáva cenný papier pri jeho vydaní“. Emisný kurz akcií, t. j. cena na primárnom trhu, na rozdiel od dlhových cenných papierov, kde emisný kurz môže byť vyšší o ážio od menovitej hodnoty, nižší o disážio alebo rovný menovitej hodnote, môže byť len vyšší alebo rovný ako menovitá hodnota akcie.

Kurz cenných papierov je „cena cenného papiera určená a zverejnená burzou cenných papierov podľa burzových pravidiel“.

## **2.2 Ceny a hodnoty cenných papierov v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve**

Ceny a hodnoty cenných papierov v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve nás nezaujímajú z hľadiska účtovania, to nie je naša „parketa“, ale z hľadiska zrozumiteľnosti niektorých formulácií.

Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov je jedným zo zákonov, ktorý je v SR spojený s cenami a hodnotami cenných papierov, osobitne jeho § 27, ktorý definuje tzv. reálnu hodnotu a trhovú cenu cenných papierov.

Kategória reálna hodnota je prekladom anglických slov „fair value“ z Medzinárodných účtovných štandardov (IAS).

Reálnou hodnotou sa pre účely zákona č. 431/2001 Z. z. o účtovníctve od 1. 1. 2016 v § 27 ods. 2 rozumie:

- a) trhovú cenu,
- b) hodnotu zistenú oceňovacím modelom, ktorý využíva prevažne informácie z operácií alebo z kotácií na aktívnom trhu, ak nie je cena podľa písmena a) známa,

- c) hodnota zistená oceňovacím modelom, ktorý využíva prevažne informácie z operácií alebo z kotácií na inom ako aktívnom trhu, ak nie sú na aktívnom trhu informácie, ktoré by bolo možné použiť v oceňovacom modeli podľa písmena b), alebo
- d) posudok znalca, ak pre oceňovanú položku majetku nie je možné zistiť jeho reálnu hodnotu podľa písmena a) až c), alebo pre oceňovanú položku majetku nie je dostupný oceňovací model odhadujúci s postačujúcou spoľahlivosťou cenu majetku, za ktorú by sa v danom čase predal, alebo jeho použitie by vyžadovalo od účtovnej jednotky vynaloženie neprimeraného úsilia alebo nákladov v pomere s prínosom jeho použitia pre kvalitu zobrazenia finančnej pozície účtovnej jednotky v účtovnej závierke.

Trhová cena podľa § 27 ods. 3 je:

- a) záverečná cena vyhlásená na burze v deň ocenenia podľa § 24 ods. 1 za predpokladu, ak trh s príslušným majetkom, ktorý burza organizuje, je aktívnym trhom, alebo
- b) najpočetnejšia cena ponuky, alebo ak táto nie je reprezentatívna, medián cien ponúk na inom aktívnom trhu v deň ocenenia podľa § 24 ods. 1, ak nie je možno použiť ocenenie podľa písmena a); ak náklady na dopravu kúpeného majetku z miesta jeho uloženia na účely obchodovania na aktívnom trhu na miesto jeho použitia u kupujúceho nie sú zanedbateľné, prirátajú sa k trhovej cene.

Ak jednotlivý trh nezverejňuje záverečné ceny alebo iné ceny na ňom realizované (podľa § 27 ods. 4) použijú sa kotacie cien na ňom alebo iné formy ponúk, ak nemajú formu kotácií, ak tento trh spĺňa podmienky aktívneho trhu podľa odseku 5 písm. a) a b).

„Aktívny trh podľa odseku 5 zákona č. 431/2002 Z. z. je taký trh, na ktorom:

- a) sa obchoduje s majetkom podľa druhu majetku s podobnými vlastnosťami za obdobných podmienok,
- b) sú obvykle osoby ochotné kúpiť alebo predat',
- c) informácia o cenách na ňom je dostupná verejnosti“ .

Podľa Medzinárodných účtovných štandardov (IAS), ktoré používajú kategóriu „*fair value*“ - „*objektívna hodnota*“ a definujú ju ako „*čiasťku, za ktorú by sa mohol zobchodovať alebo vyrovnat' záväzok v nezávislej transakcii medzi informovanými a dobrovoľne zainteresovanými stranami*“ je najlepším dôkazom objektívnej hodnoty finančných nástrojov ich kótovaná trhová cena, ktorá sa stanoví na „*aktívnom a likvidnom trhu*“.

Aktívny trh definujú ako: „trh na ktorom sú splnené všetky nasledujúce podmienky:

- a) *na tomto trhu sa obchoduje s homogénnymi položkami,*
- b) *v každom okamihu je možné nájsť dobrovoľne zainteresovaných kupujúcich a predávajúcich,*
- c) *ceny sú prístupné verejnosti.*

Podstatný rozdiel v chápaní aktívneho trhu medzi našim zákonom o účtovníctve a IAS 38 (In Medzinárodné ohodnocovacie štandardy [IVS], 2005 je v charakteristike pod písmenom b). Medzi formuláciami „v každom okamihu...“ a ...“obvykle“ je veľký rozdiel. V podstate taký veľký, ako je rozdiel medzi likviditou vyspelých kapitálových trhov a likviditou slovenského kapitálového trhu. Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov definíciou aktívneho trhu tak dáva šancu použiť kurz akcie stanovený BCPB na určenie reálnej hodnoty cenných papierov, napriek tomu, že slovenská burza cenotvornú funkciu neplní.

Trhové ceny akciového trhu na Slovensku, sú zatiaľ vzdialené od reálnych („objektívnych“) hodnôt. BCPB bude plniť cenotvornú funkciu až vtedy, keď trhové ceny (kurzy) akcií budú výsledkom agregovanej ponuky anonymných predávajúcich a kupujúcich a keď budú do cien zahrnuté všetky relevantné informácie, ktoré ovplyvňujú hodnotu cenného papiera, to znamená vtedy, keď ceny nebudú príliš vzdialené od vnútornej hodnoty cenných papierov, ale budú okolo nich oscilovať v závislosti od ponuky a dopytu. Cena stanovená akýmkoľvek verejným trhom (hoci pod názvom burza) nevyjadruje správne reálnu („objektívnu“) hodnotu v prípade, keď je výsledkom priamych obchodov medzi kupujúcim a predávajúcim, alebo keď je výsledkom malých objemov obchodov, ktorými sa v relatívne krátkom čase dá na našom nelikvidnom trhu cena akcie posunúť tam, kam to vyhovuje kupujúcemu alebo predávajúcemu, prípadne obom. Nie zriedka predávajúci a kupujúci konajú v zhode a môžu posunúť malými objemami obchodov cenu na úroveň, pri ktorej potrebujú uskutočniť prostredníctvom burzy veľký objem obchodu. Takto stanovené ceny spravidla nezodpovedajú ich vnútornej (reálnej, „objektívnej“) hodnote. Je všeobecne známe, že toto boli prevládajúce spôsoby stanovenia cien akcií v minulosti, čo viedlo k tvorbe ziskov alebo strát z finančných operácií, podľa toho čo bolo pre podnik vyhovujúce alebo akú oficiálnu cenu potrebovali dosiahnuť predávajúci a kupujúci a tiež išlo o častú formu tunelovania investičných fondov, prerozdelenia majetkov, atď.

Preto je v našich podmienkach osobitne dôležité venovať sa problematike ohodnocovania cenných papierov. Trhovú cenu, zvlášť trhovú cenu akcií, stanovenú na BCPB, nemožno (podľa nášho názoru) zatiaľ považovať za reálnu (alebo „objektívnu“) hodnotu, napriek tomu, že to zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov umožňuje.

Ods. 6 upravuje postup oceňovania, ak sa s majetkom neobchoduje na tuzemskej burze, ale obchoduje sa s ním na zahraničných regulovaných verejných trhoch. V takom prípade sa trhovou cenou rozumie podľa odseku 3 písm. a) záverečná cena vyhlásená na rozhodujúcom regulovanom trhu. Ak sa na rozhodujúcom regulovanom trhu s majetkom, ktorý je predmetom ocenenia, v deň ocenenia neobchodovalo, rozumie sa trhovou cenou podľa odseku 3 písm. a) cena zo záverečných cien vyhlásená na zahraničných regulovaných verejných trhoch, na ktorých je účtovnej jednotke dostupná účasť na obchodovaní.

Novým v § 27 v ods. 7 sú oceňovacie modely.

Oceňovacie modely vychádzajú z:

- a) trhového prístupu, ktorý používa informácie vytvárané operáciami na trhu, ako napríklad
  1. cenu podobného majetku dosiahnutú na aktívnom trhu, pričom sa jeho cena upraví o vplyv charakteristík majetku, v ktorých a v akom rozsahu sa líši od charakteristík oceňovaného majetku,
  2. cenu majetku s vývojom cien ktorého vývoj ceny oceňovaného majetku vykazuje štatistickú závislosť,
  3. pri dlhovom majetku úrokovú sadzbu, výnosovú krivku, rizikovú maržu alebo ďalšie zložky ocenenia podobného druhu dlhového nástroja, s podobnou splatnosťou a podobným dlžníkom,
- b) výdavkového prístupu, ktorý vychádza z peňažnej sumy, ktorú by bolo potrebné vydať na obstaranie majetku, ktorý by mal pre účtovnú jednotku porovnateľný prínos ako oceňovaný majetok, pričom tento prístup sa používa najmä na ocenenie nefinančného majetku; zohľadňujú sa pritom informácie z operácií alebo cenové ponuky z trhu z hľadiska jeho druhu a miesta, na ktorom by sa majetok pravdepodobne obstaral, vrátane maloobchodného trhu,

- c) príjmového prístupu, napríklad model súčasnej hodnoty, ktorý je založený na súčasnej hodnote budúcich peňažných príjmov z majetku a budúcich peňažných výdavkov na majetok, pričom diskontná sadzba sa určí ako vnútorná miera návratnosti požadovaná investormi pre daný druh majetku ku dňu ocenenia, ktorý nesie danú mieru rizika.

To, čo § 27 v ods. 7 označuje ako oceňovacie modely, Medzinárodné ohodnocovacie štandardy (IVS) označujú ako princípy ohodnocovania, ktoré definujú ako „všeobecne akceptovaných, bežne používaných a analyticky orientovaných metodiku ohodnocovania. V niektorých štátoch (vrátane Slovenska vo Vyhláske č. 492/2004 Z. z. – poznámka autora) sa tieto princípy nazývajú oceňovacie metódy“ (IVS, 2005: 2) Podľa IVS princípy ohodnocovania na základe trhu zahŕňajú princíp nákladového určenia hodnoty, princíp porovnávania cien a výnosový princíp ohodnocovania. (IVS, 2005: 3)

Oceňovací model, ktorý vychádza z trhového prístupu v § 27, ods. 7 pod bodom 1 a 2 dáva tušiť, že by mohlo ísť o porovnávaciu metódu.

Porovnávacía metóda je napríklad vo vyhláske MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku jednou z piatich metód (okrem majetkovej, podnikateľskej, kombinovanej a likvidačnej), ktorými právna úprava umožňuje stanoviť hodnotu podniku a častí podniku v znaleckej praxi. Môže byť použitá ak sa jej výber jednoznačne zdôvodní v prípadoch, pre ktoré osobitný zákon neurčuje použitie konkrétnej metódy alebo metód.

Základným predpokladom pre použitie porovnávacej metódy je dostatok informácií v obdobnom rozsahu, aký je potrebný pri majetkovej alebo podnikateľskej metóde (metóde založenej na výnosovom princípe), avšak za viacero vzorových podnikov. Pod vzorovými podnikmi sa rozumejú podniky porovnateľné so subjektom, ktorý je predmetom ohodnotenia, v čo najväčšom počte hľadísk porovnateľnosti.

Porovnávaciu metódou sa podľa § 3 odsek 7 vyhlásky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku stanoví všeobecná hodnota podniku a častí podniku tak, že sa zohľadnia vybrané spoločné kritériá súboru porovnateľných podnikov s využitím troch prístupov, ktoré sú definované v Prílohe č. 1:

1. Podľa transakčného prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví porovnaním so vzorovými podnikmi rovnakého odvetvia a zamerania, porovnateľnej veľkosti a štruktúry, ktoré boli kúpené alebo predané v nedávnom čase. Hodnota podniku alebo jeho častí sa stanoví pomocou cenových násobkov vybraných ukazovateľov vzorových podnikov, ktoré sa použijú na ohodnocovaný podnik alebo časť podniku“ (porovnáva sa hodnota transakcií).
2. Podľa vzorového prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví porovnaním so vzorovými podnikmi sumarizáciou finančných ukazovateľov po zohľadnení rizikových faktorov, kontrolných príplatkov, diskontov predajnosti“ (porovnáva sa hodnota akcií).
3. Podľa burzového prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví ako súčet diskontovaných budúcich dividend počas sledovaného obdobia a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia.“

Vhodné podmienky pre aplikáciu porovnávacej metódy sú v USA, kde je najväčší trh s podnikmi a potrebná údajová základňa o cenách týchto transakcií. Používané sú tri metódy:

1. metóda porovnateľných podnikov (similar public company method), (CoCo) – je založená na komparácii s porovnateľnými podnikmi, ktorých cena akcií, obchodovaných na burze, je známa (analógia vzorového prístupu podľa Vyhlásky),
2. metóda porovnateľných transakcií (recent acquisitions method), (CoTrans) - je založená na komparácii s porovnateľnými podnikmi, ktoré boli ako celok

- predmetom predaja a ich predajná cena je známa (analógia transakčného prístupu podľa Vyhlášky),
3. Porovnanie s porovnateľnými podnikmi, ktorých podiely boli ohodnocované pre vstup na burzu (initial public offerings).

Uplatnenie princípu porovnania cien vyžaduje rozvinutý, likvidný kapitálový trh a tieto podmienky slovenský trh nespĺňa. Aj vzhľadom na počet podnikateľských subjektov akvizičný trh v Slovenskej republike takmer neexistuje. Ak sa aj nejaké akvizície uskutočnia, cena týchto transakcií vo väčšine prípadov zostáva pre verejnosť nedostupná, často je priamo v kúpno-predajných zmluvách zakotvená klauzula o mlčanlivosti týkajúca sa jej výšky. Z uvedených dôvodov je v podmienkach Slovenskej republiky aplikácia porovnávacjej metódy (transakčného a vzorového prístupu) síce možná, ale skôr v pozícii pomocnej metódy (aj keď podľa Vyhlášky č. 492/2004 Z. z. je rovnocennou metódou). Použitie burzového prístupu je problematické, nakoľko Vyhláška ustanovila pre jeho aplikáciu konkrétny model v rámci výnosových metód, ktorý je založený na diskontovaní dividend. Slovenské podniky ale majú neporovnateľnú dividendovú politiku, dividendy vypláca malé množstvo podnikov, resp. ich niektoré právne formy vyplácať ani nemôžu. Je navyše ťažko predstaviť, že ak sa podarí získať dostatok informácií za vzorové podniky, budú práve tieto vyplácať v sledovanom období dividendy.

Použitie porovnávacjej metódy pri odhade všeobecnej hodnoty v znaleckej praxi podniku/akcie je spojené s výhodami, nad ktorými však prevažuje rad nevýhod. Medzi výhody jej použitia patrí relatívna jednoduchosť, zrozumiteľnosť a možnosť aplikácie aj pri absencii napr. finančných plánov podnikov. Nevýhodami použitia (transakčného a vzorového prístupu) sú nedostatočne rozvinutý trh s podnikmi a nedostupnosť údajov o kúpno-predajných cenách podnikov, náročnosť na údaje za viacero porovnateľných spoločností a nerozvinutý kapitálový trh. Jej aplikácia si navyše vyžaduje veľké množstvo subjektívnych zásahov - od úprav vstupných údajov cez výber vzorových podnikov, ukazovateľov vstupujúcich do cenových násobkov, až po stanovenie váh pre vybrané ukazovatele.

V § 27, ods. 7 v bode a), ktorý je venovaný trhovému prístupu pod č. 3 je nasledovná formulácia „pri dlhovom majetku úrokovú sadzbu, výnosovú krivku, rizikovú maržu alebo ďalšie zložky ocenenia podobného druhu dlhového nástroja, s podobnou splatnosťou a podobným dlžníkom“.

O čo asi zákonodarcom v tejto časti definovania oceňovacích modelov ide?

Dlhové cenné papiere, v SR označované ako dlhopisy možno ohodnocovať jedinou metódou a to je výnosová metóda, ktorá je založená na súčasnej hodnote budúcich príjmov, ktoré plynú z tohto druhu cenného papiera. Budúce príjmy sú stanovené v emisných podmienkach. Úlohou ohodnocovateľa je zvoliť vhodnú sadzbu na diskontovanie budúcich očakávaných príjmov. Vhodnou sadzbou na diskontovanie sú aktuálne trhové úrokové sadzby porovnateľných finančných nástrojov. Porovnateľných z hľadiska dĺžky životnosti, rizika, likvidity a pod. Pripomíname, že pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov peňažného trhu, napríklad, depozitných certifikátov, pokladničných poukážok, zmeniek, komerčných papierov a pod., ktoré majú životnosť kratšiu ako jeden rok sa používa jednoduché úročenie a diskontovanie a pri cenných papieroch kapitálového trhu sa používa zložené úročenie a diskontovanie.

Výdavkový prístup pod písmenom b) v §27. ods. 7 je formulovaný relatívne jasne, iba nie je celkom logické pri oceňovacích modeloch cenných papierov zdôrazňovať, že sa týmto spôsobom oceňuje najmä nefinančný majetok. Finančným nástrojom sú aj majetkové cenné papiere – akcie, podiely, podielnícke družstevné listy, kuksy atď. Jednou z metód ich ohodnocovania je majetková metóda.

Metódy založené na analýze majetku emitenta (niekedy označované ako historické metódy) vychádzajú z minulých informácií, väčšinou z minulých účtovných výkazov (súvah, výkazov ziskov a strát) a z poznámok. Teoreticky do tejto skupiny patrí stanovenie:

1. menovitej (nominálnej) hodnoty,
2. účtovnej hodnoty akcie,
3. substančnej hodnoty,
4. reprodukčnej hodnoty a
5. likvidačnej hodnoty akcie.

Výdavkovému prístupu má blízko kategória reprodukčnej hodnoty akcií, ktorá je rozdielom medzi reprodukčnou hodnotou aktív (majetku) a reprodukčnou hodnotou záväzkov spoločnosti, ktorý pripadá na jednu akciu. Pri oceňovaní aktív (majetku) sa používajú reprodukčné náklady, ktoré sú nutné na nové obstaranie aktív za súčasné ceny.

Niektorí analytici na vyspelých finančných trhoch sú toho názoru, že reprodukčná hodnota by sa nemala príliš odlišovať od trhovej ceny akcií z dôvodu neustáleho vyrovnávania cien trhom v dôsledku dostupných informácií.

Príjmový prístup pod bodom c) v §27. ods. 7 v podstate predpokladá použitie výnosovej metódy, ktorá je založená na súčasnej hodnote budúcich príjmov, ktoré plynú z konkrétneho cenného papiera. Ako sme uviedli vyššie, pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov je to jediná metóda, ktorá sa dá použiť na ich ohodnocovanie a vhodnou sadzbou na diskontovanie sú aktuálne trhové úrokové sadzby porovnateľných finančných nástrojov. Pri ohodnocovaní dlhopisov kapitálového trhu jednou z častých sadzieb použitých na ohodnocovanie je výnos do doby splatnosti dlhopisov porovnateľného emitenta, čo je kategória blízka vnútornej miere výnosovosti ako jednej z metód posudzovania investičných projektov do reálnych investícií.

Pri ohodnocovaní akcií (ako sme tiež uviedli vyššie) sa používa okrem výnosovej metódy, ktorá je na vyspelých trhoch metódou číslo jedna, viacero metód, napríklad majetkové metódy, metódy založené na analýze trhu, porovnávacie metódy, kombinované metódy, metódy založené na reálnych opciách atď.

Výnosová metóda používa na diskontovanie rôzne formy výnosov, dividendy, čisté výnosy, zisk na akciu plus čistú súčasnú hodnotu rastových príložitostí, voľné cash flows (FCFs), ukazovateľ EVA, nami navrhovanú novovytvorenú hodnotu atď. (Hrvol'ová, Marková, Badura, 2015) Každá z tých foriem výnosov vyžaduje inú sadzbu na diskontovanie. V súčasnosti sa v teórii i praxi najčastejšie využívajú modely FCFs a modely založené na ukazovateli EVA. FCFs modely existujú v štyroch variantoch – FCFs ENTITY, FCFs APV, Capital cash flows, FCF Equity. Napríklad model FCFs Entity i EVA Entity vyžadujú na diskontovanie požadovaný výnos vypočítaný na základe modelu WACC (The weighted average cost of capital) t. j. vážený aritmetický priemer nákladov na cudzí kapitál znížený o daňovú sadzbu a nákladov na vlastný kapitál, kde váhami sú podiely cudzieho a vlastného kapitálu na celkovom kapitále. Náklady na vlastný kapitál sa najčastejšie odhadujú na základe modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Iné modely vyžadujú inak stanovené požadované miery výnosov investorov (t. j. miery kapitalizácie výnosov). Podrobnejšie v bohatej literatúre venovanej ohodnocovaniu. Časť literatúry je uvedená v zozname použitej literatúry.

### 3 Záver

Názvy a obsahy kategórií spojených s ohodnocovaním cenných papierov, metódami, princípmi a modelmi ich ohodnocovania sú odlišné v teórii a právnych normách, ktoré ohodnocovanie cenných papierov pre rôzne účely upravujú. Na príklade § 27, ods. 7, ktorý je venovaný oceňovacím modelom cenných papierov sme sa pokúsili poukázať na tieto rozdiely. Oceňovanie cenných papierov má mimoriadny význam osobitne na Slovensku, pretože tu kapitálový trh, osobitne trh akcií nie je ani aktívny, ani likvidný a neplní ani jednu

z najdôležitejších funkcií – cenotvornú funkciu. Právna úprava ohodnocovania cenných papierov, ktorá sa nachádza vo viacerých právnych normách Ministerstva financií SR a Ministerstva spravodlivosti SR by mala byť jasná a zrozumiteľná, vylučujúca akékoľvek subjektívne výklady. Jasný príklad ilustruje definícia aktívneho trhu v našom zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve a v Medzinárodných účtovných štandardoch.

**Príspevok bol spracovaný v rámci riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0404/16 Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu.**

## Literatúra

- [1] Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1992). *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 80-86605-24-4.
- [2] Copeland, T., & Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies. Third Edition*. USA, New York: University Edition Mckinsey & company, Inc. ISBN 0471-36191-7.
- [3] Damodaran, A. (1996). *Investment valuation*. USA, New York: Wiley. ISBN 978-1-118-01152-2.
- [4] Hrvoľová, B., & Vávrová, K., & Zachr Ninčák, L. (2006). *Analýza finančných trhov*. Bratislava: Sprint – vфра. ISBN 80-89085-59-8.
- [5] Hrvoľová, B. (2009). *Ceny a hodnoty akcií*. Bratislava: EKONÓM. ISBN 978-80-225-2747-7.
- [6] Hrvoľová, B., & Marková, J., & Zachar Ninčák, L. (2011). Moderné metódy ohodnocovania akcií. In *Ekonomický časopis*. roč. 59, č. 2. 2011. 148-163 ISSN 13-3035
- [7] Hrvoľová, B., & Marková, J., & Badura, P. (2015). *Analýza finančných trhov*. Praha: Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7478-948-9.
- [8] Kislíngerová, E. a kolektív. (2004). *Manažerské finance*. Praha: Beckova edice Ekonomie. ISBN 80-7179-802-9
- [9] Kislíngerová, E. (2001). *Oceňování podniku*. Druhé přepracované a doplnené vydání. Praha: Nakladatelství C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1.
- [10] Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). *Valuation Measuring and managing value of Company. Fourth edition*, USA: WILEY John Wiley & Sons, INC. ISBN 100-471-7021-8.
- [11] Koller, T., & Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation Measuring and managing value of Company*. sixth edition. USA: by John Wiley & Sons, Inc. ISBN 978-1-118-87370-0.
- [12] Mařík M. a kol. (2003). *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86119-57-2.
- [13] Mařík, M. a kol (2011). *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [14] Maříková, P. (2009). *Vzájemné vztahy výnosových metod pro oceňování podniku. (Habilitationální práce obhájená 11. 03. 2009)* Praha: VŠE.
- [15] Marková, J., & Hrvoľová, B. (2016). Ohodnocovanie akcií porovnávacou metódou. *Acta Oeconomica Pragensia* 6/2016, vedecký časopis VŠE, s. 16-38. ISSN 0572-3043
- [16] Medzinárodné ohodnocovacie štandardy. Internati onal Valuation Standard Committee. Šieste vydanie. Slovenské vydanie: (2005). Bratislava: Slovenská Asociácia Ekonomických Znalcov. ISBN80-969-248-5-0.
- [17] Ross, S. A., & Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (1996). *Corporate finance*. USA, Boston: IRWING, fourth edition. ISBN 95-35439.

- [18] Rose, P. S. (1992). *Penežní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 80-85605-52-X.
- [19] Sharpe, W. J., & Alexander, G. J. (1992). *Investice*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 0-5-605-47-3.
- [20] Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších zmien a doplnkov Zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov.
- [21] Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.