



národní
úložiště
šedé
literatury

Metodika určování hodnoty rodinných podniků v procesu nástupnictví

Režňáková, Mária; Karas, Michal; Srbová, Pavla; Pěta, Jan; Brychta, Karel
2022

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-521722>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 06.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://www.nusl.cz).

Metodika určování hodnoty rodinných podniků v procesu nástupnictví

Výstup řešení výzkumného projektu TL02000434 s názvem „Rodinné podniky: generátory hodnoty a určování hodnoty v procesu nástupnictví“ programu ÉTA Technologické agentury ČR.

Autoři: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
 doc. Ing. Michal Karas, Ph.D.
 Ing. Pavla Srbová
 Ing. Jan Pěta, Ph.D.
 doc. Ing. Mgr. Karel Brychta, Ph.D.

V Brně, 10. října 2022



Tato Metodika určování hodnoty rodinných podniků v procesu nástupnictví byla vytvořena se státní podporou Technologické agentury ČR v rámci Programu Éta.

Obsah

1	Úvod.....	4
1.1	Základní východiska tvorby metodiky	5
1.2	Uživatelé metodiky a její předpokládaný přínos	13
2	Metodika určení hodnoty rodinného podniku v procesu nástupnictví.....	15
2.1	Vliv specifík rodinných podniků na jejich výkonnost a hodnotu	15
2.2	Volba metody ocenění a kategorie hodnoty	16
2.3	Vstupní data pro určení hodnoty podniku	18
2.3.1	Kvalitativní faktory	19
2.3.2	Vstupní data pro metodu diskontovaného cash flow	21
2.3.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	27
2.3.4	Vstupní data pro majetkové metody ocenění	28
3	Manuál k vytvořenému softwaru	29
3.1	Ocenění metodou DCF	29
3.1.1	Vstupní parametry ocenění.....	30
3.1.2	Výpočet hodnoty podniku	35
3.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	36
3.3	Ocenění metodou reprodukčních pořizovacích cen.....	37
4	Shrnutí.....	39
5	Přehled zdrojů a použité literatury	40
6	Seznam příloh	41
7	Informace o předkládané metodice	42
7.1	Dedikace na projekt	42
7.2	Kontakty na předkladatele metodiky	42

1 ÚVOD

Metodika určování hodnoty rodinných podniků byla vypracovaná v rámci projektu *Rodinné podniky: generátory hodnoty a určování hodnoty v procesu nástupnictví* reg. číslo TL02000434, který byl spolufinancován Technologickou agenturou ČR z programu na podporu aplikovaného společenskovedního a humanitního výzkumu, experimentálního vývoje a inovací ÉTA. Projekt byl řešen od ledna 2019 do konce roku 2022 ve spolupráci Fakulty podnikatelské Vysokého učení technického v Brně, Vysoké školy finanční a správní, a.s. a Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR v roli interního aplikačního garanta. V roli externího aplikačního garanta na projektu participovala znalecká kancelář CD Rating, s.r.o.

Rodinné podniky jsou považované za specifickou formu podnikání, u které se výrazně prolínají rodinné vztahy s řízením podniku. Vlastníci rodinných podniků mají ke svým podnikům často velice silný vztah, který může zpětně ovlivňovat vztahy v rodinně, a také ochotu stávajícího vlastníka předat, resp. prodat svůj podnik, pokud již sám nemůže podnik řídit. Aktuálně v ČR dochází k první mezigenerační výměně vlastníků rodinných podniků, ale i k jejich prodejem, přičemž součástí úspěšného procesu předání i prodeje podniku je jeho ocenění.

Cílem projektu bylo vytvoření metodiky určování hodnoty malých a středních rodinných podniků, ve které budou zakomponována specifika rodinných podniků v ČR. Tuto hodnotu lze pak považovat za podklad pro jednání o ceně vlastnického podílu.

Metodika, její opodstatnění, vytvořený software a prezentace jeho použití jsou obsahem dalších částí tohoto dokumentu. V první části jsou obsažena východiska tvorby metodiky, tj. výzkumem ověřený postup tvorby a zdůvodnění zvoleného postupu. Obsahem druhé části je samotná metodika určování hodnoty rodinných podniků, zejména popis a zdůvodnění volby metody ocenění a volby parametrů. Tato část nutně obsahuje i zjednodušený popis teoretických východisek použitého oceňovacího modelu. Ve třetí části je uveden popis softwaru, který byl pro uživatele vytvořen a je k dispozici na webových stránkách projektu (<https://hodnotapodniku.fbm.vutbr.cz/kalkulacka>). Je určen k zjednodušenému odhadu hodnoty podniku při úvahách o předání podniků dědicům, případně prodeji mimo vlastní rodinu, ale i v jejím rámci. V závěru jsou pak doplněny informace o podpoře projektu, řešitelích a aplikačních garantech. V příloze metodiky jsou uvedeny jednak hodnoty ukazatelů za rodinné a nerodinné podniky, jako i oborové hodnoty vybraných ukazatelů, které byly vytvořeny řešiteli projektu. Součástí příloh jsou i základní daňové otázky, které by měly být zvažovány v rámci procesu nástupnictví v rodinných podnicích. Dále jsou uvedeny dvě případové studie, které prezentují použití metodiky s podporou vytvořeného softwaru. Tato ocenění jsou zpracována zjednodušeně, jejich účelem je pouze prezentovat aplikaci metodiky a práci se softwarem.

1.1 ZÁKLADNÍ VÝCHODISKA TVORBY METODIKY

Při tvorbě metodiky jsme vycházeli z následujících předpokladů:

1. Hodnota podniku je měřítkem jeho výkonnosti, její výše závisí na budoucím užítku poskytovaném vlastníkem podniku.

Základním východiskem tvorby této speciální metodiky (oceňovacího modelu¹) jsou standardní oceňovací metody běžně používané pro oceňování tzv. účastnických cenných papírů², zejména metody výnosové. Upřednostňovanou metodou je metoda diskontovaného cash flow (DCF). Tato metoda vychází z předpokladu, že podnik bude vlastníkovvi generovat určité příjmy po celou dobu vlastnění, která však není předem známá. Jak uvádí Mařík a kol. (2018) hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu³. Metoda DCF je vhodná pro určení hodnoty perspektivních podniků, jejichž životaschopnost není ohrožena (je splněn předpoklad *going concern*); při jejím použití je nutné plánovat budoucí peněžní toky podniku. Ty jsou odhadovány různými postupy, nejčastěji na základě strategické analýzy oboru, ve kterém podnik působí, a konkurenční pozice podniku. Splnění uvedených požadavků je často příliš náročné, proto je možné k ocenění malých soukromých společností použít alternativní metody, zejména metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

Kromě uvedeného přístupu je možno určit hodnotu podniku na základě analýzy trhu (*market approach*), nebo analýzy majetku (*asset-based approach*). Metody vycházející z analýzy trhu používají srovnání s jinými podniky, u nichž je známé ocenění (zpravidla veřejně obchodované společnosti, případně databáze specializovaných agentur). Vzhledem k velikosti trhu s podniky v ČR jsou tyto metody použitelné omezeně, protože je problematické najít informace o obdobných podnicích jako ten, který je předmětem ocenění. Metody založené na analýze majetku je vhodné použít v raných fázích podnikání, kdy podnik není stabilní, případně u podniků, u nichž není splněn předpoklad dlouhodobé existence. Hodnota podniku je v tomto případě určena na základě podkladového aktiva, tj. majetku podniku, snižená o související závazky. Tato metoda ztotožňuje hodnotu podniku s hodnotou majetku. Majetek je však schopen tvořit hodnotu jen ve spojitosti s tvořivostí a podnikatelskými schopnostmi vlastníků a zaměstnanců. Z uvedených důvodů je v případě funkčního podniku považována za doplňkovou metodu ocenění podniku.

2. Existují rozdíly ve výkonnosti rodinných a nerodinných podniků v ČR.

V studiích zabývajících se rodinnými podniky lze najít názory, které hodnotí přínos rodiny pro podnikání pozitivně a současně někteří autoři uvádí negativní vztah mezi kontrolou podniku rodinou a jeho finanční výkonností⁴. Proto bylo nutné nejdříve zjistit, jestli rozdíly ve

¹ Oceňovacím modelem se rozumí souhrn kvantitativních metod, systémů, technik a kvalitativních úsudků používaných k odhadu a zdokumentování hodnoty. Při použití nebo přípravě oceňovacího modelu oceňovatel musí

- uchovat odpovídající dokumentaci k podložení volby nebo tvorby modelu,
- rozumět výstupu oceňovacího modelu, významným předpokladům a omezujícím podmínkám a zajistit, aby byly konzistentní se standardem hodnoty a rozsahem ocenění, a
- uvážet klíčová rizika spojená s předpoklady užitými v oceňovacím modelu.

Zdroj: Standard 90, Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) s účinností od 31. ledna 2022. International Valuation Standards Council, Ekopress, 2022, ISBN 978-80-87865-78-1., s. 53.

² Komplexní představení oceňovacích metod je uvedeno v publikaci Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress. 2018.

³ Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. s. 24.

⁴ O'Boyle Jr. E. H. et. al. (2012) Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*.

výkonnosti rodinných a nerodinných podniků existují. K identifikaci těchto rozdílů bylo potřebné použít data za dva typy podniků – rodinné a nerodinné. Český registr rodinných podniků vznikl v roce 2020 (v průběhu realizace tohoto výzkumu a na konci listopadu 2021 evidoval 805 podniků), proto bylo nutné k identifikaci rodinných a nerodinných podniků zvolit alternativní přístup. Oslovili jsme 76 980 podniků s otázkou, zda jsou/nejsou rodinným podnikem (k tomu byla uvedena definice rodinného podniku). Na základě získaných odpovědí byla vytvořena databáze zahrnující 10 684 podniků (6 354 rodinných a 4 330 nerodinných). Následně byla od společnosti Bisnode zakoupena účetní data těchto podniků za 5 let (2014-2018). Vzhledem k velkému množství neúplných záznamů byla k analýze použita data 7 955 podniků za roky 2016-2018.

V studiích zabývajících se rodinnými podniky jsou k hodnocení finanční výkonnosti nejčastěji používány ukazatele zisku a jeho růstu, ukazatele rentability (nejčastěji rentabilita aktiv, ROA), rentabilita tržeb (ROS) a její růst, rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita investic). Obliba v používání ukazatelů ziskovosti plyne z toho, že zisk je hlavním zdrojem financování rozvoje podniku (inovací a investic), protože rodinné podniky mají zpravidla omezené možnosti získávání jiných zdrojů financování. K identifikaci rozdílů ve výkonnosti podniků je však nutné zkoumat všechny oblasti činnosti podniku, aby bylo možné zjistit, v čem jsou případné hlavní rozdíly ve výkonnosti. **Z uvedených důvodů jsme použili k posouzení rozdílů ve výkonnosti rodinných a nerodinných podniků celkem 46 ukazatelů měřících efektivitu dílčích činností podniků.** Tyto ukazatele byly vypočítány zvlášť za dvě velikostní skupiny podniků: jednu skupinu tvořily mikro podniky, druhou malé a střední podniky (MSP), přičemž se jednalo o 93 % společností s ručením omezeným, zbylých 7 % tvořily akciové společnosti.

Výsledky analýzy výkonnosti prokázaly, že existují finanční poměrové ukazatele, které v obou analyzovaných skupinách (mikro a MSP) mají rozdílné hodnoty. Nejvýraznější rozdíly jsou v následujících ukazatelích: poměr oběžných aktiv k tržbám, podíl osobních nákladů na tržbách, podíl nákladů na služby na tržbách, podíl materiálu a energií na tržbách, okamžitá likvidita, míra reinvestování zisku. Existují však i finanční poměrové ukazatele, které mají rozdílné hodnoty pouze ve skupině MSP, ale u mikro podniků rozdíly nejsou (např. podíl provozního cash flow a celkových aktiv). Bylo nutné prokázat, že se nejedná o náhodné, ale statisticky významné rozdíly. K posouzení statistické významnosti rozdílů středních hodnot ukazatelů mezi rodinnými a nerodinnými podniky byl použit Welchův test. Následně jsme vytvořili model výkonnosti podniku (výkonnost byla měřena ukazatelem ROA), kterým jsme zkoumali vliv typu podniku (rodinný vs. nerodinný) na výkonnost. K tomu byl použit lineární model se smíšenými efekty (*linear mixed effect model*), který je vhodný k analýze dat s opakovaným měřením přes různé obory podnikání (tzv. panelových dat). Obdobně jsme zkoumali vliv vybraných ukazatelů na tzv. hodnotové rozpětí (vysvětlovaná proměnná) a zjišťovali jsme, jestli má typ podniku (rodinný vs. nerodinný) vliv na jeho výši.

Z realizovaného výzkumu vyplynulo, že existují rozdíly ve výkonnosti rodinných a nerodinných podniků, proto je opodstatněné zabývat se otázkou modifikace oceňovacích postupů při určování hodnoty rodinných podniků.

Výsledky tohoto výzkumu jsou prezentovány v souhrnném článku „*Deeper Insight into the Performance of Family Businesses: What Causes Differences in Performance between Family and Non-family Businesses?*“, který byl zaslán do recenzního řízení. Dílčí výsledky již byly prezentovány na konferencích a jsou dostupné na webových stránkách projektu <https://hodnotapodniku.fbm.vutbr.cz/>, v sekci Výsledky.

Mediánové hodnoty finančních poměrových ukazatelů za rodinné a nerodinné podniky jsou uvedeny v Příloze 1. Jsou doplněny i o ukazatele rizikovosti, které je potřebné zvažovat zejména při určování hodnoty diskontní sazby.

3. Dále bylo nutno zmapovat specifika chování rodinných podniků identifikovaná předešlými (zejména zahraničními) studii, a následně ověřit, jestli jsou tato specifika spojena i s rodinnými podniky v ČR.

Míra zapojení rodiny do podnikání ovlivňuje důležitost jiných než čistě ekonomických cílů (dále také nefinanční cíle) v daném podniku, proto i mezi rodinnými podniky vznikají rozdíly. I když je dlouhodobá udržitelnost podniku v rodině jedním z hlavních cílů rodinného podnikání, pouze zhruba dvě třetiny zakladatelů zvládnou předat podnik svým potomkům⁵. Dobře zvládnutý proces předání ovlivňuje vztah nástupníků k podniku, tedy i to, jakou důležitost bude nová generace vlastníků přisuzovat nefinančním cílům. Důležitou roli při předání podniku hraje i emoční aspekt, protože původní majitel (zakladatel) je k podniku silně vázán a často není připraven jej opustit. Nefinanční, především emoční faktory mohou mít na fungování rodinného podniku i negativní vliv, a to především v případě, že vznikají konflikty v rodině. Problémy v rodině mají obvykle negativní vliv na motivaci majitele budovat rodinný podnik a roste jeho ochota podnik prodat⁶.

Na základě literární rešerše jsme identifikovali tři základní oblasti, které mohou způsobovat rozdíly ve způsobu řízení a výkonnosti rodinných podniků:

- míra kontroly podniku rodinnou, tj. výše vlastnického podílu, podíl rodiny na řízení,
- snaha o dlouhodobé směřování rodinného podniku (udržitelnost rodinného podniku) a předání podniku nástupci z rodiny,
- sociální zodpovědnost rodinných podniků a rodinné vztahy.

Každou z uvedených oblastí jsme popsali souborem otázek, které jsme položili vlastníkům rodinných podniků, abychom potvrdili náš předpoklad o jejich rozdílných postojích, které se projevují i ve finančních výsledcích podniků. Dotazníkovým šetřením jsme získali data pro další analýzu. Vzniklý vzorek dat obsahoval odpovědi od 212 vlastníků rodinných podniků. Dotazník je uveden na webových stránkách projektu <https://hodnotapodniku.fbm.vutbr.cz/>, v sekci Zapojte se do spolupráce.

Získaná data jsme použili k měření rozdílů v postojích vlastníků podniků vůči očekávaným, tj. identifikovaným na základě literární rešerše (tzv. míry rodinnosti). K tomu byla použita konfirmační faktorová analýza s využitím softwaru Amos⁷.

V rámci zpracování disertační práce věnované zkoumání vlivu specifík rodinných podniků na schopnost podniku tvořit hodnotu⁸, která je také jedním z výstupů tohoto projektu, byl vytvořen následující tří-faktorový model. Model popisuje oblasti specifické pro rodinné podniky, které mohou způsobovat rozdíly v řízení a výkonnosti podniků (viz Obrázek 1 níže):

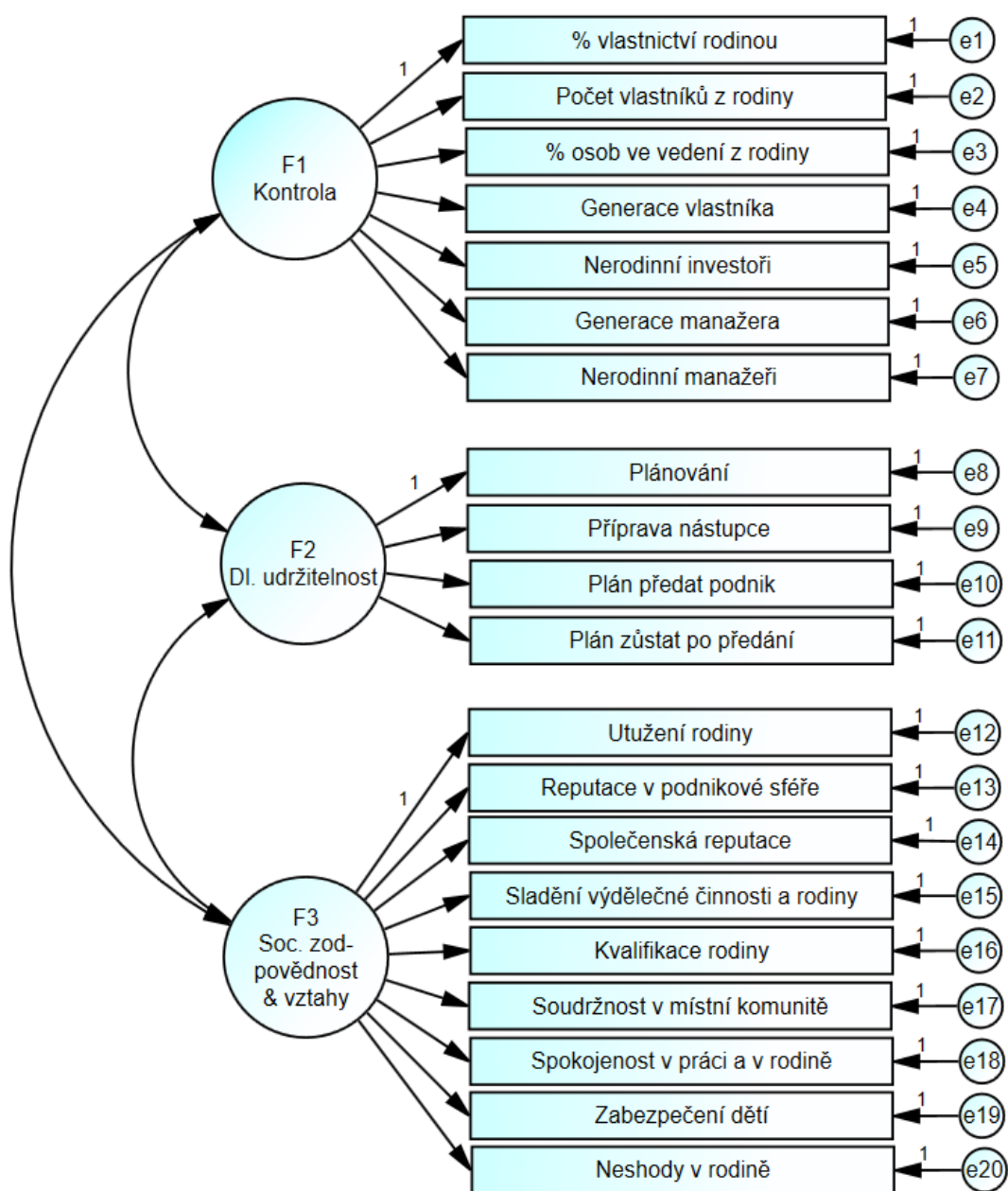
⁵ Viz např. Ward, J. L. Keeping the Family Business Healthy. Palgrave Macmillan US. 2011.

⁶ Zellweger, T. M., Astrachan, J. H. (2008) On the emotional value of owning a firm. *Family Business Review*.

⁷ Jedná se o součást software IBM SPSS sloužící k modelování strukturálních rovnic a umožňuje tak vytvářet modely pro testování vztahů mezi pozorovanými a latentními proměnnými.

Zdroj: <https://www.ibm.com/products/structural-equation-modeling-sem>

⁸ Srbová, P. Specifika určování hodnoty rodinných podniků, jejich vliv na výkonnost a tvorbu hodnoty. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2022. Vedoucí disertační práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.



Obrázek 1 Teoretický třífaktorový model specifik rodinných podniků v ČR

Z popisné statistiky vyplynulo, že data použitá k vytvoření modelu jsou převážně z podniků, které jsou menší a mladší, a dosud v nich nedošlo k dílčímu ani úplnému předání dalším generacím. U převážné většiny podniků má rodina 100% vlastnický podíl a podnik řídí zakladatelé (tj. první generace vlastníků). Proto nebylo možné prokázat vliv prvního faktoru (*F1*) na výkonnost podniků. K měření vlivu rodiny na výkonnost podniku byly tedy použity samostatně faktory *F2* a *F3* jako dva jedno-faktorové modely (nebyla mezi nimi zjištěna provázanost). S využitím regresní analýzy byly vytvořeny modely výpočtu faktorového skóre. Konstrukce faktoru *F2* *Dlouhodobá udržitelnost* vychází z předpokladu, že pouze podnik, u kterého je možné předpokládat zachování v rodině i v dalších generacích, se chová jako rodinný. Konstrukce faktoru *F3* *Sociální zodpovědnost a vztahy* vychází z předpokladu, že lépe funguje rodinný podnik, pokud se rodina chová společensky zodpovědně a jsou v ní dobré vztahy.

Hodnoty faktorového skóre (F_2) pro jednotlivé podniky se nacházejí v intervalu $\langle -1,794; +1,794 \rangle$, průměrná hodnota v analyzovaném souboru je 0,246. Hodnoty faktorového skóre F_3 se nacházejí v intervalu $\langle -1,086; +1,086 \rangle$, průměrná hodnota v analyzovaném souboru je 0,342.

Tím jsme prokázali, že specifika českých rodinných podniků jsou mírně odlišná od charakteristik uváděných v publikovaných studiích. Kromě toho jsme zjistili, že měření míry rodinnosti je věnována značná pozornost, a většina výzkumů vychází z konceptu socioemocionální hodnoty (*socioemotional wealth, SEW*). Je však publikováno pouze několik studií, které se zabývají promítáním SEW do hodnoty podniku a kvantifikují ji. Proto je opodstatněné vytvoření metodiky pro oceňování rodinných podniků se zohledněním jejich specifik.

4. Existuje vztah mezi postoji vlastníci rodiny a výkonností rodinných podniku, který lze statisticky prokázat.

Naplnění tohoto předpokladu vyžadovalo zkoumat vliv míry rodinnosti na výkonnost podniku. Výkonnost rodinných podniků byla měřena ukazatelem rentabilita vlastního kapitálu ROE a hodnotovým rozpětím $ROE-r_e$. K tomu bylo nutné odvodit model výkonnosti rodinných podniků, ve kterém jsou zahrnuty faktory rodinnosti (F_2 , F_3). Vzhledem k charakteru dat autoři metodiky použili k odvození modelu smíšené lineární modely (*linear mixed model, LMM*)⁹. Výše formulovaný předpoklad byl potvrzen odvozením modelu: $ROE = 0,88 + 0,111 \times F_3^{10}$; model je statisticky významný na 5% hladině významnosti ($Sig. = 0,019$). Kromě uvedených ukazatelů výkonnosti byl zkoumán vztah míry rodinnosti k některým dalším finančním poměrovým ukazatelům vybraným na základě literární rešerše. Proměnnou, se kterou byl zjištěn statisticky významný vztah je podíl *investic na tržbách*. U faktoru F_2 se tento vliv nepovedlo prokázat. Pro měření vlivu rodiny na výkonnost podniku bylo tedy možné použít pouze faktor F_3 .¹¹

Na základě získaných výsledků lze konstatovat, že faktor F_3 má vliv na výkonnost rodinných podniků měřenou ukazateli ROE a $ROE-r_e$.

V dalším kroku byly do modelu výkonnosti měřeného ROE přidány další finanční poměrové ukazatele, abychom faktory výkonnosti prozkoumali podrobněji a identifikovali ty dílčí ukazatele, které působí na souhrnnou výkonnost (měřenou prostřednictvím ROE) v interakci s faktorem rodinnosti. K tomuto účelu byl použit následující regresní model:

$$ROE_{it} = \gamma + \alpha * F_i + \beta * X_{it} + \zeta * Y_j + b_0 + \varepsilon_{it} + v_i \quad (1.1)$$

⁹ Smíšené lineární modely (*linear mixed models, LMM*), též víceúrovňové lineární modely (*multi-level modeling*), jsou rozšířením běžných statistických postupů, umožňují analýzu korelovaných longitudiálních dat a modelování kovarianční struktury, která reprezentuje náhodné efekty (viz Pusponogoro, N. H., Rachmawati, R. N., Notodiputro, K. A., & Sartono, B. (2017). *Linear Mixed Model for Analyzing Longitudinal Data: A Simulation Study of Children Growth Differences. Procedia Computer Science*). Jedná se tedy o statistický model, který obsahuje pevné a náhodné efekty. Jedná se o modely vhodné pro analýzu vztahů proměnných v souborech dat s určitou formou závislosti vnesenou hierarchickým designem studie. Longitudiální data zahrnují informace o čase, kdy je proměnná měřena opakovaně po určitou dobu. V případě těchto dat nemusí být počet opakovaných měření pro každou jednotku analýzy stejný a čas pozorování také nemusí být ve stejných intervalech (viz West, B. T. (2009). *Analyzing Longitudinal Data With the Linear Mixed Models Procedure in SPSS*).

¹⁰ Jedná se o model s pevnými efekty, tj. obsahuje parametry společné pro všechny podniky. Model je uveden v disertační práci Srbová, P. *Specifika určování hodnoty rodinných podniků, jejich vliv na výkonnost a tvorbu hodnoty*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2022. Vedoucí disertační práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

¹¹ Výsledky jsou zatím uvedené v citované disertační práci, současně je připravován do tisku článek, který bude do konce roku 2022 zaslán k recenznímu řízení.

kde γ je intercept, α , β a ζ jsou regresní koeficienty, F_i je faktorové skóre podniků, X_{it} je zvolený poměrový ukazatel, Y_j je dummy proměnná jako např. velikost podniku nebo obor podnikání, b_0 je náhodný intercept (absolutní člen), ε_{it} je reziduum (chybová složka) a v_i jsou individuální efekty. Na základě vytvořeného modelu **můžeme konstatovat, že faktor rodinnosti působí na výkonnost rodinných podniků prostřednictvím ukazatelů podíl osobních nákladů na tržbách, celkové likvidity, obrátkovosti aktiv a celkové zadluženosti.**

Prezentované poznatky byly zakomponovány do výpočtu hodnoty rodinných podniku v softwaru, který vznikl jako dílčí výstup řešeného projektu. Vzhledem k tomu, že analyzovaný vzorek dat rodinných podniků nelze považovat za reprezentativní, není vhodné používat odvozený faktor $F3$ jako jediný nástroj měření míry rodinnosti. Za vhodnější považujeme upravovat vybrané ukazatele vstupující do výpočtu hodnoty rodinných podniků dle odpovědi na soubor otázek. Odpovědi na tyto otázky umožňují získat představu o postojích vlastníka k podnikání a usuzovat na míru rodinnosti vlastníci rodiny.

5. Určení diskontní sazby pro ocenění výnosovými metodami vyžaduje specifický postup, který bude respektovat charakter podniků.

Odhad hodnoty podniku vyžaduje přepočítání očekávaných výnosů (zpravidla peněžních toků nebo jinak definovaného efektu z investování do podniku) na současnou hodnotu, tj. diskontování, což je násobení očekávaného peněžního toku zlomkem $\frac{1}{(1+i)^t}$. Vypočtená současná hodnota je velice citlivá na výši zvolené diskontní sazby (i), proto je potřebné důkladně zdůvodnit postup jejího stanovení. Symbol t značí počet let od data ocenění. Očekávané výnosy jsou pak diskontované k roku ocenění podniku.

Diskontní sazba plní dvě funkce, a to jednak přepočítání budoucích hodnot na současnou hodnotu, vyjadřuje však i požadovanou výnosovou míru investorů (vlastníků i věřitelů), kteří vložili svůj kapitál do podniku. Podle principů rozhodování racionálně uvažujícího investora je požadovaná výnosová míra závislá na míře rizika, kterou investoři podstupují při investování do podniku.

Vzhledem k tomu, že na financování podniku se mohou podílet vlastníci i věřitelé, je diskontní sazba zpravidla stanovena jako průměrné vážené náklady vlastního a cizího kapitálu.

Náklady cizího kapitálu

V roli věřitele v ČR nejčastěji vystupuje banka. Její požadovaná výnosová míra je úroková sazba z poskytnutého úvěru. Vzhledem k tomu, že riziko banky (ale i jiného věřitele) je ve srovnání s rizikem investora do vlastního kapitálu nižší, je zpravidla úroková sazba z úvěrů nižší, než jsou náklady vlastního kapitálu. Podle platných předpisů jsou úroky při splnění legislativních požadavků považované za náklad na zajištění, dosažení a udržení příjmů podniku a snižují základ pro výpočet daně z příjmů (což však neplatí pro náklady vlastního kapitálu). Proto se v souvislosti s využíváním cizích zdrojů financování uvádí, že jsou levnější ve srovnání s financováním vlastním kapitálem.

Obdobným postupem se stanovují náklady všech druhů dluhového financování, tj. emise dluhopisů, všech druhů peněžních půjček a úvěrů, a leasingu¹².

¹² K tématu viz např. Kislíngrová a kol. *Manažerské finance*, Mařík a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*, Mařík a kol. *Metody oceňování podniku. Hlubší pohled na vybrané problémy*. Režňáková, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*, a další.

Náklady vlastního kapitálu

Určení nákladů vlastního kapitálu je náročnější. Vyjadřuje míru výnosnosti, jakou může vlastník dosáhnout z alternativního použití (investování) svého kapitálu. Lze na ní usuzovat podle investičních možností nabízených trhem a jejich rizikovosti. V případě investora v nejširším slova smyslu se předpokládá, že je držitelem investičního portfolia a každou novou investici posuzuje z hlediska jejího vlivu na výnosnost (a riziko jejího dosahování) již vlastněného portfolia. To vede k odhadování požadované výnosové míry na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (*capital assets pricing model, CAPM*), který vychází z teorie portfolia. Očekávanou výnosovou míru investora lze pak určit následovně:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (E(r_m) - r_f) \quad (1.2)$$

kde $E(r_i)$ je očekávaná průměrná výnosová míra z investování do aktiva i , r_f je bezriziková výnosová míra, β_i je beta koeficient měřící riziko investora při investování do aktiva i , $E(r_m)$ je očekávaná průměrná výnosová míra dosahovaná na kapitálovém trhu a $(E(r_m) - r_f)$ je premie za tržní riziko (tržní riziková přírážka, RP_m).

Beta koeficient se vypočítává na základě dat kapitálového trhu a je odvozen od míry korelace výnosové míry tržního portfolia (r_m) a výnosové míry aktiva (cenného papíru) r_i , tj. lze jej určit pouze pro aktiva obchodovaná na burze. Informace se však využívají i pro soukromé společnosti, jejichž akcie nejsou veřejně obchodované. Vychází se přitom z předpokladu, že riziko investování (a tedy i výnosová míra) by mělo být podobné při investování do podobných podniků. To vede k používání tzv. oborových beta koeficientů vypočtených na základě dat podniků stejného oboru obchodovaných na burze.

V případě rodinných podniků nemusí být předpoklad racionálně uvažujícího investora naplněn, protože rodinní příslušníci mohou mít k podniku vytvořený silný vztah. Kromě toho, rodinné podniky jsou převážně mikro, malé a střední podniky, které jsou málo srovnatelné s velkými podniky, jejichž akcie jsou obchodované na burze (a navíc převážně v zahraničí). Vhodnějším přístupem se jeví odvození beta koeficientu z účetních dat podniků, tj. kvantifikace tzv. **beta účetní** (*beta accounting, BACC*). Účetní beta koeficient měří volatilitu účetního zisku, resp. ukazatele rentability, přičemž volatilita průměrného účetního výnosu (rentability) trhu je použita jako aproximace tržního rizika. Lze jej vypočítat podle následujícího vzorce:

$$BACC_i = \frac{cov(RA_{i,t}; RA_{m,t})}{var(RA_{m,t})} \quad (1.3)$$

Kde: RA_i – výnosnost (výnosová míra) investovaného kapitálu vypočtena na základě účetních dat podniku i , RA_m – průměrná výnosová míra na daném trhu (oboru, ve kterém podnik působí).

Pro účely určování nákladů vlastního kapitálu mikro, malých a středních podniků je potřebné přepočítat beta koeficienty vypočtené na základě účetních na koeficienty **beta total (celková beta nezadlužená)**, tj. pro investora, který nemá diverzifikované investiční portfolio¹³.

Hodnoty koeficientů beta účetní, beta účetní nezadlužená a beta celková nezadlužená za obory a některé podobory (s dostatečně vysokým počtem pozorování) jsou uvedeny v Příloze 2. Tyto hodnoty byly vypočteny na základě dat 34 602 malých a středních podniků působících v České republice, přičemž výnosová míra investovaného kapitálu byla vypočítána jako podíl zisku před

¹³ Teoretická východiska a postup odvození nákladů kapitálu na základě dat podniků sídlících v ČR jsou publikované v článku Karas, M., Režňáková, M., Srbová, P. (2022) *Predicting the value of Czech family businesses: which factors influence value creation?*

úroky a daní z příjmů a vlastního kapitálu, tj. $EBIT/Vlastní\ kapitál$ ¹⁴. K výpočtu byla použita data za roky 2012-2020.

Beta koeficient oceňovaného podniku je pak možné vypočítat podle vztahu

$$\beta_i = \beta_T \times \left(1 + (1 - d) \times \frac{D}{E}\right) \quad (1.4)$$

kde β_i je beta koeficient pro daný podnik, β_T je hodnota celkového beta koeficientu pro nezadlužený podnik působící v daném oboru, d je sazba daně z příjmů, D je výše úročených závazků a E je hodnota vlastního kapitálu.

Náklady vlastního kapitálu (r_e) je pak možné vypočítat následujícím způsobem:

$$r_e = r_f + \beta_i \times RP_m \quad (1.5)$$

Za aktiva s minimálním rizikem jsou považovány státní dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti (10 a více let). Bezrizikovou výnosovou mírou (r_f) je pak průměrná výnosová míra těchto dluhopisů. Hodnota r_f pro rok 2021 je 3,17 %. Výnosová míra tržního portfolia je aproximována indexem kapitálového trhu PX-GLOB. Roční míra výnosu byla odvozena jako procentní změna závěrečných hodnot indexu ke konci roku. Data od r. 1995 byla použita s cílem vyhnout se dočasným výkyvům výnosnosti dosahované na českém kapitálovém trhu. Riziková přírážka (RP_m) za rok 2021 je 4,14 %. Přehled vstupních hodnot pro roky 2018 - 2021 je uveden v tabulce 1.1.

Tabulka 1.1 Průměrná výnosová míra kapitálového trhu, bezriziková výnosová míra a riziková prémie

Období	Výnosnost trhu (r_m)	Období	Bezriziková výnosnost (r_f)	Riziková prémie ($r_m - r_f$)
1995-2018	6,38 %	2000-2018	3,44 %	2,94 %
1995-2019	6,25 %	2000-2019	3,34 %	2,91 %
1995-2020	6,19 %	2000-2020	3,24 %	2,96 %
1995-2021	7,31 %	2000-2021	3,17 %	4,14 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB¹⁵ a BCPP¹⁶

Prezentovaný postup je založen na průměrných oborových hodnotách, proto je vhodné náklady kapitálu upravit o přírážku za specifické riziko podniku. K jejímu určení nevede jednoznačný algoritmus, je proto nutné důkladně zvažovat rizikové faktory podniku (podrobněji viz část 2.3.2 Vstupní data pro metodu diskontovaného cash flow). Dalším faktorem, který je nutné brát v úvahu při určování diskontní sazby, je nižší likvidnost (prodejnost) vlastnických podílů.

Výše uvedený postup simuluje odhad výnosové míry, kterou může investor z investování do podniku očekávat. Pokud však investor (vlastník, nástupce, kupující) zná výnosovou míru,

¹⁴ Dle autorů Sarmiento-Sabogal, J. and Sadeghi, M. (2015) tento parametr nejlépe vysvětloval rozdíly ve výnosnosti jednotlivých oborů. Autoři porovnávali osm různých způsobů odvození účetního výnosu pro výpočet koeficientu beta účetní jako aproximaci tržního beta koeficientu. Zjistili, že řada definic účetního výnosu vede k přílišné penalizaci systematického rizika, přičemž tento problém lze řešit volbou čitatele a jmenovatele ve vzorci daného účetního výnosu. Pokud je místo „aktiv“ ve jmenovateli použit „vlastní kapitál“ je chyba odchylky dvakrát menší, navíc použití provozního zisku oproti zisku po zdanění má významnější vztah k hodnotám tržní bety. Proto použitím poměru EBIT/vlastní kapitál lze významně omezit přílišnou penalizaci za tržní riziko.

¹⁵ Dostupné na:

https://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=375&p_lang=CS, Datum stažení 01-07-2022

¹⁶ Dostupné na: <https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/detail/CZ0160000001>, Datum stažení 01-07-2022

kerou může dosáhnout investováním do alternativních projektů, je tato hodnota nejlepším odhadem nákladů vlastního kapitálu.

1.2 UŽIVATELÉ METODIKY A JEJÍ PŘEDPOKLÁDANÝ PŘÍNOS

Příprava metodiky je reakcí na společenskou poptávku ze strany malých a středních rodinných podniků, které řeší otázku nástupnictví: aktuálně dochází k první mezigenerační výměně, ale i k prodejům rodinných podniků či k jejich fúzím. Výzkumy probíhající zejména v zahraničí zdůrazňují, že jedním z hlavních cílů rodinného podnikání je udržet jeho kontinuitu napříč generacemi. Rodinné dědictví a blahobyt následujících generací mohou být vázány na stabilitu podniku, proto jsou členové rodiny ochotni podřídit tomuto cíli své ekonomické zájmy. Jednou z nejtěžších organizačních změn, které musí každý úspěšný rodinný podnik dříve či později čelit, je předání rodinného podniku. Způsob, forma, proces předání vedení rodinných podniků, ale i majetkových podílů, je velmi aktuálním a diskutovaným tématem. V západní Evropě již více než 30 % aktivních rodinných podniků prošlo generačním převodem a jsou v rukou druhé, třetí nebo dokonce čtvrté generace, mnoho východoevropských rodinných podniků čelí jejich prvnímu generačnímu přechodu. Z námi provedeného výzkumu vyplynulo, že v ČR je téměř 80 % rodinných podniků vlastněno první generací vlastníků, přičemž podle zahraničních výzkumů přibližně třetina rodinných podniků nepřežije první předání. Jedním z potenciálních důvodů je silné emoční připoutání vlastníka – zakladatele k podniku, které komplikuje předání (správné načasování předání, příprava nástupce, komunikace s dalšími členy rodiny, kteří se na podnikání nepodílejí, nebo podílejí minimálně, ocenění vlastnických podílů, zabezpečení původního vlastníka apod.). Proto budou majitelé rodinných podniků hlavními uživateli metodiky. S jejím využitím dokáží zjednodušeně odhadnout hodnotu svého rodinného podniku, ale i cílevědomě ji řídit zlepšováním procesů vedoucích k posílení klíčových oblastí růstu rodinných podniků. To může přispět k rozvoji segmentu rodinných podniků, které mají významný podíl na ekonomice země.

Dalšími uživateli mohou být znalci, kteří budou připravovat ocenění rodinných podniků, a tuto metodiku mohou využít k odhadu přínosu rodiny (jejího postoje k podnikání) k tvorbě hodnoty podniku. Tato hodnota by měla být zohledňována zejména v případě prodeje podniku.

Vytvořená metodika najde své uplatnění i v kontextu cílené podpory rodinného podnikání ze strany vlády a profesních organizací. Umožní lépe chápat specifika rodinného podnikání, identifikovat kritická (problematická) místa a poskytovat adresnější podporu rozvoji tohoto podnikatelského segmentu.

Jak již bylo uvedeno, východiskem tvorby této speciální metodiky jsou oceňovací metody běžně používané pro oceňování podniků. Pro kvalifikované použití oceňovacích metod je stěžejní příprava vstupních dat, které zpracovatel pro stanovení hodnoty použije. Autoři metodiky v žádném případě nezpochybňují východiska a postupy doporučovaná při určování hodnoty podniku (zejména důležitost analýzy dat a tvorby výchozích předpokladů modelu); tato metodika je vhodně doplňuje. Nabízí upřesnění a modifikaci aplikace standardně používaných oceňovacích metod, které byly vytvořeny na základě poznatků získaných analýzou dat českých podniků a postihuje specifika malých a středních rodinných podniků v ČR. Z tohoto pohledu se jedná o originální přístup, který byl vytvořen řešiteli projektu, zdůvodněn odpovídajícími metodami statistického zpracování dat a průběžně předkládán k recenznímu řízení v rámci prezentací na vědeckých konferencích a v odborných člancích. Metodika představuje originální přístup i z hlediska mezinárodního: autorům není známá jiná publikovaná metodika, která by měřila specifickou rodinných podniků a současně prokázala jejich vliv na výkonnost rodinných podniků, a faktor rodinnosti zakomponovala do procesu stanovení hodnoty rodinného podniku.

Autoři neovlivňují, zda a jakým způsobem se některý subjekt rozhodne níže popsaný postup používat. Přijetí nebo použití této metodiky je zcela dobrovolné a všechna rizika nese uživatel. Autoři nenesou odpovědnost za ztráty způsobené osobám, které jednají nebo se zdrží jednání na základě informací uvedených v tomto dokumentu, ať už je tato ztráta způsobena nedbalostí nebo jinak; stejně tak nemohou přebírat záruku za výsledek, pokud nemají pod kontrolou data použitá jako vstupní informace pro určení hodnoty podniku.

Vzhledem k relativně širokému okruhu uživatelů (vlastníci rodinných podniků, analytici, znalci, profesní organizace) je představení postupu určení hodnoty rodinného podniku doplněno o nutná teoretická východiska usnadňující pochopení postupu tvorby a použití metodiky.

Metodika je volně dostupná na stránkách projektu <https://hodnotapodniku.fbm.vutbr.cz/>, kde lze najít i další informace k projektu a publikační výstupy. Řešitelé projektu podrobněji popsali problémy spojené s určováním hodnoty rodinných podniků a jejich řešením v knize s názvem *Určování hodnoty rodinných podniků v procese nástupnictví*, která bude vydána na konci roku 2022 v nakladatelství VUTIUM a zájemcům bude distribuována bezplatně (informace budou zveřejněny na stránkách projektu).

Další publikační výstupy autorů metodiky, které mimo jiné i detailněji zdůvodňují zvolený postup na základě statistického vyhodnocení dat o rodinných podnicích, jsou také zveřejněny na stránkách projektu. Jedná se zejména o následující publikační výstupy:

KARAS, M., REŽŇÁKOVÁ, M. a SRBOVÁ P. Predicting the value of Czech family businesses: which factors influence value creation? Mezinárodní vědecká konference *Trendy v podnikání*. Ekonomická fakulta ZČU Plzeň. 2022. (zatím není na webu zveřejněn z důvodu konání konference v listopadu t.r.)

SRBOVÁ, P., KARAS, M. a M. REŽŇÁKOVÁ, M. Value Creation in Private Family Business: Case of the Czech Republic. *The Gears of Legacies*. IFERA Inc., 2022. s. 104-104. ISBN: 979-12-210-1420-4.

REŽŇÁKOVÁ, M., SRBOVÁ, P, KARAS, M., PĚTA, J., MICHALÍKOVÁ, E. Deeper Insight into the Performance of Family Businesses: What Causes Differences in Performance between Family and Non-family Businesses? (v recenzním řízení, proto není na webu zveřejněn)

SRBOVÁ, P.; REŽŇÁKOVÁ, M.; KARAS, M.; PĚTA, J. *Do family businesses perform better than non-family businesses? The situation in Czech companies*. Contemporary issues in economy. Poland: Instytut Badań Gospodarczych, 2021. s. 147-147. ISBN: 978-83-65605-38-2.

SRBOVÁ, P.; REŽŇÁKOVÁ, M. *The Family Influence on Business: Czech Family Companies*. The 20th International Scientific Conference Globalization and its Socio-Economic Consequences 2020. Slovakia: EDP Sciences, 2021. s. 1-11. ISBN: 9781713824145. ISSN: 2261-2424.

SRBOVÁ, P.; REŽŇÁKOVÁ, M. *Succession planning in family businesses: the role of long-term plans*. Economic and Social Development. Book Series: International Scientific Conference on Economic and Social Development. 2021. s. 126-135. ISSN: 1849-7535.

SRBOVÁ, P.; REŽŇÁKOVÁ, M.; PĚTA, J. *Family Firms Specifics: Business Impact on Family Climate*. 18th International Scientific Conference: Perspectives of Business and Entrepreneurship Development. 2021. s. 135-141. ISBN: 978-80-214-6005-8.

SRBOVÁ, P.; REŽŇÁKOVÁ, M. *Value of private family firms and its specifics*. Generations to Generations: Bridging Past and Future in Family Business. IFERA Inc., 2020. s. 200-200. ISBN: 979-12-200-6730-0.

2 METODIKA URČENÍ HODNOTY RODINNÉHO PODNIKU V PROCESU NÁSTUPNICTVÍ

Při stanovování hodnoty podniku, tj. při plánování budoucích výnosů a nákladů (resp. příjmů a výdajů) a určování diskontní sazby je potřebné zohlednit rizika spojená s fungováním oceňovaného podniku, vypovídací schopnost účetních dat a brát v úvahu také vůli stávajících vlastníků předat, resp. prodat podnik. Při plánování procesu nástupnictví je nutné zvažovat i další relevantní faktory související s převodem, a s tím související daňové otázky¹⁷ (k daňovým dopadům převodu viz Příloha 4).

Za rodinný podnik¹⁸ je považován podnikatelský subjekt, ve kterém členové jedné rodiny vykonávají většinu hlasovacích práv a alespoň jeden člen této rodiny je členem statutárního orgánu této obchodní korporace. Aby byl podnik považován za rodinný, musí v něm být zapojeny alespoň dvě osoby z dané rodiny. Kromě toho, parametry použité v této metodice a vytvořeném softwaru jsou odvozeny od podniků, které jednak splňují uvedenou definici a zároveň je jejich majitelé považují za rodinný podnik. Do výzkumu byly tedy zařazeny pouze ty podniky, u kterých lze předpokládat, že rodinné hodnoty vnaší i do rodinného podnikání.

2.1 VLIV SPECIFIK RODINNÝCH PODNIKŮ NA JEJICH VÝKONNOST A HODNOTU

Podle autorů zabývajících se výzkumem rodinných podniků vykazují rodinné podniky specifika, která je nutno zahrnout do standardního modelu oceňování podniku. Základním znakem rodinných podniků, který se promítl i do jejich definice, je spojení vlastnictví a řízení podniku v jedné osobě. Rodinný podnik je zdrojem příjmů a bohatství rodiny, proto je snahou vlastníků rozvíjet podnik tak, aby tuto funkci plnil i nadále, tj. jeho předání dalším generacím rodiny. Na rodinné podniky však nelze nahlížet jako na homogenní skupinu podniků. Rozdíly plynou, stejně jako u všech podniků, ze specifík oboru podnikání a systému řízení podniku, který je v případě rodinných podniků výrazněji ovlivňován principy, které rodina uznává (tzv. rodinné hodnoty) a přenáší je do podnikání. Specifika plynoucí z úzkého spojení rodiny a podnikání motivují snahu modifikovat stávající přístupy k určování hodnoty podniku tak, aby

¹⁷ Daňové aspekty převodu podniku jsou bezesporu velmi důležitým aspektem, kterému je zapotřebí věnovat potřebnou pozornost, nicméně zároveň jej nelze považovat za ten primární a určující (Servus, Elischer a Horáček, 2018)

¹⁸ Definice rodinného podniku je ukotvena formou nelegislativní úpravy, a to usnesením vlády č. 899 ze dne 18. října 2021. V lednu 2022 byla zveřejněna změna zjednodušující definici (viz <https://www.mpo.cz/cz/podnikani/rodinne-podnikani/zmena-definice-rodinneho-podniku-v-ceske-republice---265670/>).

Rodinným podnikem je rodinná obchodní korporace nebo rodinná živnost.

1) Rodinnou obchodní korporací je obchodní korporace, ve které členové jedné rodiny přímo nebo nepřímo vykonávají většinu hlasovacích práv a alespoň jeden člen této rodiny je členem statutárního orgánu této obchodní korporace; znaky rodinné obchodní korporace jsou splněny i tehdy, je-li jediným jejím společníkem člen jedné rodiny, který je současně členem statutárního orgánu, a alespoň jeden jiný člen téže rodiny je členem jejího statutárního orgánu, jejím zaměstnancem, jejím prokuristou nebo členem její dozorčí rady. Za rodinnou obchodní korporaci se považuje také obchodní korporace, ve které většinu hlasovacích práv vykonává ve prospěch jedné rodiny fundace nebo svěřenský správce svěřenského fondu, pokud je současně alespoň jeden člen této rodiny členem statutárního orgánu fundace, nebo svěřenský správce svěřenského fondu.

2) Rodinná živnost je podnikání, na kterém se svojí prací anebo majetkem podílejí nejméně dva členové jedné rodiny a nejméně jeden z členů této rodiny je držitelem živnostenského nebo jiného obdobného oprávnění nebo je oprávněn k podnikání z jiného důvodu.

3) Za členy jedné rodiny se pro účely rodinného podniku považují společně pracující manželé nebo partneři nebo alespoň s jedním z manželů nebo partnerů i jejich příbuzní až do čtvrtého stupně, osoby s manžely nebo partnery sešvagřené až do třetího stupně, dále osoby příbuzné v přímé linii, nebo sourozenci.

zohledňovaly specifika rodinných podniků. Náměty na jejich reflexi v hodnotě podniku jsou většinou v teoretické rovině. Jejich podstatou je myšlenka, že při určování hodnoty rodinných podniků založených na diskontování cash flow je nutné připočítat benefity plynoucí pro rodinu z vlastnění podniku. Tyto benefity mohou být jednak finanční ale i nefinanční, plynoucí z emočního připoutání rodiny k podniku, ale také z významu rodinného podniku pro rozvoj a podporu místní komunity.

Tato metodika nabízí zdůvodněný seznam faktorů, které by měly být zohledněny při zvažování rozdílů v řízení rodinných podniků a jejich vlivu na výsledky podniku. Jejich soupis je uveden dále, část 2.3.1 Kvalitativní faktory.

2.2 VOLBA METODY OCENĚNÍ A KATEGORIE HODNOTY

Volba metody ocenění a určované kategorie hodnoty je závislá na výnosové situaci podniku, délce jeho existence a záměrů vlastníků rodinného podniku.

1) **K určení hodnoty funkčního rodinného podniku** (je-li splněn předpoklad *going concern*) je vhodné použít jednu z výnosových metod. Pokud je jasná perspektiva podniku a nový vlastník má vizi budoucího rozvoje, nejvhodnější metodou bude **metoda diskontovaného cash flow**. Tato metoda umožňuje novému vlastníku kvantifikovat své představy o vývoji podniku (odhadnout růst tržeb, ziskovosti, potřebné investice) a stanovit očekávanou hodnotu podniku po jejich realizaci. Určována bude tedy subjektivní hodnota. Pokud nový vlastník chce pokračovat v dosavadním způsobu fungování podniku, zachovat stávající koncept podnikání a nemá úplně jasnou vizi budoucího vývoje, je možné použít **metodu kapitalizovaných čistých výnosů**.

- a) Pokud je **budoucí vlastník** (označován také investor, kupující) **členem rodiny**, na kterém je **shoda v rámci rodiny**, lze předpokládat, že podnik bude pokračovat ve stejném konceptu jako v minulosti, udržovat stejné hodnoty v podnikání, nadále pečovat o dobré jméno podniku. Jeho cílem bude kromě jiného zachovat podnik do budoucna, a tedy i zachovat všechny benefity, které rodině z podnikání plynou. Lze předpokládat, že:
- i) současný vlastník (zpravidla zakladatel) bude mít zájem i nadále působit v podniku a ovlivňovat jeho směřování (např. v roli poradce),
 - ii) bude zachován i stejný výnosový potenciál jako v minulosti,
 - iii) nezmění se ani riziko podniku ovlivnitelné vnitřními faktory.

Ke stanovení hodnoty rodinného podniku bude vhodné použít některou z výnosových metod, a to buď ve variantě diskontovaného volného cash flow pro středně velký a velký podnik, nebo metodu kapitalizovaných čistých výnosů v případě malého podniku. Diskontní sazba nebude navýšená o přírážku za riziko z důvodu míry rodinnosti¹⁹. V tom případě stávající vlastník nemusí požadovat kompenzaci za ztrátu nefinančních benefitů, protože mohou být zachovány. Kromě toho, je potřebné zvážit, jestli další dlouhodobé působení původního vlastníka v podniku nemůže vést k mezigeneračním rozporům. V takovém případě je vhodné uvažovat s vyšší přírážkou za riziko (přírážka za tzv. specifické riziko, viz část 2.3.2, str. 26). Formu převodu, velikost podílu na vlastnictví a podílu na řízení je potřebné řešit s přihlédnutím k omezením, pravidlům a limitům daných příslušnou právní úpravou.

¹⁹ Může však být použita přírážka z důvodu velikosti podniku nebo vlivu vnějších rizik na podnik.

- b) V případě, že **budoucí vlastník je sice znám, ale není členem rodiny**, rodina pravděpodobně ztratí dosavadní výhody plynoucí z vlastněného podniku a bude za jejich ztrátu očekávat kompenzaci²⁰. Další směřování podniku bude záviset na tom, jaký je vztah mezi stávajícími vlastníky a novým vlastníkem, tj. jestli lze předpokládat pokračování v dosavadním konceptu podniku a stylu řízení (zachování nejdůležitějších hodnot rodiny vlastníků se zpravidla dosáhne působením původního vlastníka v podniku i po prodeji), nebo jeho opuštění. Pokud si stávající vlastník svého nástupce vybral a na tuto roli jej připravoval, lze předpokládat, že podnik bude pokračovat v stávajícím způsobu řízení. V tom případě bude hodnota pro vlastníka určena jako tzv. subjektivní hodnota metodou diskontovaného cash flow (odrážející stávající stav podniku) a následně upravena o nefinanční benefity²¹; v případě malých podniků, u kterých je problematické odhadovat budoucí vývoj v oboru, lze hodnotu stanovit metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Současně je potřebné brát v úvahu, že podnik přestane být rodinným, může dojít k odklonu od dosavadního systému řízení a postupně bude docházet k profesionalizaci řízení, tj. k vyššímu tlaku na finanční cíle. V tom případě lze uvažovat jeho posun k typickému podniku působícímu v oboru. V důsledku toho je potřebné zvážit úpravu některých parametrů vstupujících do výpočtu hodnoty směrem k průměrným oborovým hodnotám. Pokud bude podnik zařazen do portfolia jiné rodiny, je potřebné vycházet z očekávaných přínosů pro tuto rodinu, jako i z rodinných hodnot budoucí vlastnické rodiny. Na druhou stranu, cena bude kompromisem mezi hodnotou odhadovanou stávajícím vlastníkem a hodnotou z pohledu investora, přičemž rozdíl je ovlivněn zejména rozdílným hodnocením rizik podniku²².
- c) Pokud se jedná o funkční rodinný podnik s dobrým jménem, avšak nikdo z členů rodiny nemá zájem o pokračování v rodinném podnikání, případně ani nikdo ze širšího okolí podniku (např. zaměstnanec, spolupracující subjekt), lze očekávat, že dojde k prodeji kupujícímu, který bude realizovat své vlastní představy o podnikání (**předem neznámý kupující**). Lze předpokládat, že nový vlastník najme nový profesionální management a koncept řízení podniku se posune směrem k nerodinným podnikům působícím v daném oboru. V tomto případě nelze předpokládat, že nový vlastník bude pokračovat ve stejném stylu řízení jako stávající. Rodina vlastníků nebude moci čerpat dosavadní nefinanční benefity, proto bude prodávající očekávat kompenzaci za ztrátu benefitů plynoucích z vlastnění podniku, tj. určitou přírážku k hodnotě stanovené na základě minulých účetních výsledků. K určení hodnoty podniku bude vhodné použít některou z výnosových metod: vlastník se může pokusit odhadnout tzv. objektivizovanou případně tržní hodnotu, ve které budou zohledněny i potenciální změny ve stylu řízení podniku směrem k „typizovanému“ podniku působícímu v daném oboru. Tím může simulovat vývoj cash flow budoucího investora a odhadovat, jakou hodnotu mu může podnik přinést. Cena bude kompromisem mezi hodnotou odhadovanou stávajícím vlastníkem a hodnotou z pohledu investora, vycházející z jeho představ o vývoji podniku (tzv. investiční hodnota).
- d) Uvedený postup (viz odst. c)) je možné použít i v případě, že stávající vlastník se chce zaměřit na cílené ovlivňování hodnoty podniku pro účely zvýšení potenciální ceny při finálním prodeji.

²⁰ Kompenzaci je možné zahrnout do prognózovaného cash flow.

²¹ Za předpokladu, že nebyly zahrnuty do prognózovaného cash flow.

²² Na výslednou cenu budou mít vliv i další faktory plynoucími z finančního vypořádání transakce, což není předmětem této metodiky.

e) Pokud stávající **vlastníci nemají kladný vztah k podniku** např. z důvodu existence rozporů mezi vlastníky nebo potenciálními dědici, lze předpokládat, že výkonnost i hodnota podniku je jejich vztahy ovlivněna negativně a v budoucnu může tak podnik růst rychleji, než je tomu u obdobných podniků. V tomto případě je možné k ocenění použít výnosové i majetkové metody a získanou hodnotu považovat za východisko pro vyjednávání. Minimální cena by měla být určena majetkovou metodou (konkrétně metodou reprodukčních pořizovacích cen) v případě, že je vyšší než objektivizovaná hodnota. V opačném případě za minimální cenu lze považovat objektivizovanou hodnotu stanovenou metodou kapitalizovaných čistých výnosů nebo metodou diskontovaného cash flow, případně hodnotou tržní. Výsledná cena, kterou bude ochoten kupující zaplatit, bude však ovlivněna záměry kupujícího (které odráží investiční hodnota).

2) Při **převodu, případně prodeji podniku, který pravidelně nedosahuje zisku**, ale má růstový potenciál (tj. zajímavý produkt, pro který existuje nebo bude existovat zákazník), je hodnotu podniku potřebné určit majetkovou metodou, tj. oceněním podniku (vlastněného majetku) jako celku reprodukční pořizovací cenou, ve které je zohledněna míra opotřebení majetku. Tato metoda je vhodná i při ocenění mikro podniků.

Cena, za kterou dojde ke směně vlastnictví, bude kromě hodnoty vnímané stávajícím vlastníkem a budoucím vlastníkem záviset i na dalších faktorech. Jedním z nich je i míra uplatňování kontroly. Pokud nový vlastník získá majoritní podíl, který mu umožní kompletně kontrolovat činnost podniku (rozhodovat a provádět změny v důsledku uplatňování kontroly), lze uvažovat o prémii za kontrolu. Za jinak stejných podmínek by účastníci transakce obecně dávali přednost tomu, aby nad oceňovaným aktivem měli kontrolu. Ochota platit za kontrolu však bude vycházet z toho, zda schopnost uplatňovat kontrolu zvyšuje ekonomické užítky dostupné vlastníkovému oceňovanému aktivu.

Prémie za kontrolu a diskonty za omezenou kontrolu mohou být kvantifikovány pomocí jakékoli přiměřené metody, ale obvykle se vypočítávají buď na základě analýzy specifických zlepšení peněžních toků nebo omezení rizik v souvislosti s kontrolou.

2.3 VSTUPNÍ DATA PRO URČENÍ HODNOTY PODNIKU

Určování hodnoty rodinných podniků vychází ze stejných principů jako ocenění kteréhokoli jiného podniku, unikátní jsou problémy spojené s odhadováním parametrů vstupujících do ocenění. Vzhledem k tomu, že oceňovací metody se liší předpoklady jejich použití a požadavky kladenými na vstupní data, budou požadovaná data popsána ve spojení s danou metodou ocenění. Převládající většina rodinných podniků jsou mikro, malé a střední podniky, což má důsledky, které si musí analytik připravující odhad hodnoty podniku uvědomovat. V tomto ohledu je nutné upozornit na následující:

- Absence oddělení vlastnictví a řízení může vyústit do prolínání osobních výdajů s výdaji (a náklady) na podnikání, a také ke stírání rozdílů ve vnímání mzdy manažera a podílů na zisku (dividendami). Také mohou existovat rozdíly mezi podniky v aplikovaných účetních metodách a postupech²³. Z toho důvodu je vhodné upravovat vstupní parametry s ohledem na postoje vlastníka-manažera k řízení podniku.

²³ Rozdíly se budou projevovat např. v zachycení majetku mikro podniků a ostatních podniků, a tím i stanovení hodnoty dlouhodobého majetku, ale i v způsobu odpisování dlouhodobého majetku, oceňování zásob vlastní činnosti apod.

- Standardní postupy určování nákladů kapitálu vyžadují znalost tržní ceny vlastního kapitálu. Ty však neexistují pro společnosti, jejichž akcie nejsou obchodované na burze. Proto je nejenom vhodnější, ale v řadě ohledů nutné, použít k určení nákladů kapitálu modifikované přístupy vycházející z účetních dat MSP.
- Podíly v soukromých podnicích jsou méně likvidní, tj. v případě, že majitel chce svůj podíl prodat (nebo získat dalšího investora), je postaven před poměrně složitý úkol.
- Analýza dat rodinných a nerodinných podniků ukázala, že existují rozdíly ve finančních poměrových ukazatelích jednak rodinných a nerodinných podniků, ale i mezi mikro podniky a MSP. Lze tedy předpokládat, že existují rozdíly i v riziku podnikání těchto skupin podniků, které by se měly promítnout do diskontní sazby. Kromě toho, vlastníci rodinných podniků jsou úzce zapojeni do řízení a často je rodinný podnik jejich jedinou investicí. To vede k použití modelu určování nákladů kapitálu pro nediverzifikovaného investora.
- Při nedostatku vstupních dat je vhodné odvozovat použité parametry ocenění od dat známých u podobných podniků. Z tohoto důvodu jsou v příloze uvedeny mediánové hodnoty²⁴ ukazatelů za podniky, jejichž data byla analyzována v průběhu řešení projektu a na ně se odvolává i připravený software výpočtu hodnoty podniku. Tato data však také zastarávají, proto je nutné tuto skutečnost brát v úvahu.

Kromě toho jsou s ohledem na specifickou rodinných podniků pro stanovení jejich hodnoty vyžadovány informace popisující vztahy v rodině a záměry rodiny ohledně nástupnictví (tzv. kvalitativní data). Ta jsou nezbytná při použití výnosových metod ocenění.

2.3.1 KVALITATIVNÍ FAKTORY

Níže uvedené otázky představují faktory, které je nutné zohledňovat pro posouzení míry rodinnosti a rizika podnikání. Jsou použity k výpočtu míry rodinnosti a míry rizikovosti, které se uživateli zobrazí jako jeden z výstupů programu:

- Která generace rodiny podnik vlastní
 - Jaký je podíl rodiny na podniku?
 - V rukou kolika osob z rodiny je tento podíl?
 - Jaký je příbuzenský vztah majitelů?
- Která generace rodiny podnik řídí
 - Kolik osob se podílí na řízení podniku (nejvyšší vedení)?
 - Kolik z nich jsou členové rodiny vlastníků?
 - Je ředitelem podniku člen rodiny?
 - Jak dlouho podnik řídí?
 - Byla by rodina ochotna akceptovat na této pozici nerodinného člena?
- Kolik let je podnik vlastněn a řízen rodinou?
- Počet zaměstnanců podniku včetně osob, které s podnikem spolupracují jako OSVČ nebo mají uzavřenou dohodu.
 - Kolik z nich jsou členové vlastní rodiny?
 - Podílí se na chodu podniku i členové rodiny, kteří v něm nejsou zaměstnaní? Pokud ano, na jaké pozici (jakou činnost vykonávají)?

²⁴ Mediánová hodnota byla upřednostněna před průměrnou vzhledem k velké variabilitě dat.

- Chce rodina předat podnik další generaci?
 - Pokud ano:
 - Za jak dlouho se předání uskuteční?
 - Je již jasné, kdo podnik převezme?
 - Přichází v úvahu více nástupců, kteří by o převzetí podniku mohli mít zájem?
 - Připravuje se již nástupce na předání?
 - Je rodina srozuměna s těmito plány?
 - Plánuje stávající vlastník v podniku zůstat po předání? Na jaké pozici? Na jak dlouho?
 - Existuje již plán předání?
 - Jaká bude forma předání vlastnictví?
 - Jaká bude forma vypořádání převodu vlastnictví?
 - Má již rodina jasně definovaná pravidla a způsoby jednání, které upravují vlastnictví a řízení podniku?
 - Pokud ne:
 - Jaký je důvod?
 - Plánuje stávající vlastník v podniku zůstat po předání? Na jaké pozici? Na jak dlouho?
 - Má podnik perspektivní produkt a dobře nastavený obchodní model, tj. měl by být do budoucna zachován?
- Akceptovala by rodina vstup nerodinného investora do podniku?
- Názor vlastníka na vliv rodinného podnikání na:
 - spokojenost v práci a v rodině
 - možnost sladění profesního a rodinného života
 - preferování zaměstnávání členů rodiny
 - zvyšování kvalifikace členů rodiny
 - spokojenost členů rodiny v práci a v rodině
 - soudržnost rodiny
 - zabezpečení dětí
 - neshody v rodině

Při posuzování těchto faktorů je potřebné vycházet z předpokladu, že pouze podnik, u kterého je možné předpokládat zachování v rodině i v dalších generacích, se chová jako rodinný. Fungování rodinného podniku (a tedy i jeho výkonnost), je ovlivněno vazbou rodiny k podniku (emočním připoutáním). Dobré jméno podniku ve společnosti, a tedy i rodiny, má pozitivní vliv na fungování podnikání.

Uvedené faktory je potřebné posuzovat i s ohledem na budoucí potenciální rizika podniku, zda zůstane rodinným podnikem, nebo dojde k jeho prodeji nerodinným příslušníkům, tj. mimo vlastnickou rodinu. V případě prodeje je potřebné také zvažovat, jestli bude zachován stávající koncept řízení, tj. jestli lze očekávat zachování dosavadního výnosového potenciálu podniku.

Výše zmíněné faktory je vhodné zvažovat při odhadu základních generátorů hodnoty, tj. růstu tržeb, podílu jednotlivých druhů nákladů na tržbách, struktuře financování, míry reinvestování zisku, investic, diskontní sazby. V příloze 3 je uveden dotazník pro majitele rodinného podniku, který může pomoci ozřejmit postoje vlastníků a vést k hodnocení rodinnosti a jejího vlivu na

hodnotu podniku. Spolu s faktorem rodinnosti vycházejícím z modelu specifík rodinných podniků (obrázek 1) je použitý i v připojeném softwaru.

Odpovědi na uvedený soubor otázek vedou k výpočtu míry rodinnosti a míry rizikovosti, které jsou uživateli zobrazeny v rámci výstupů z programu. Představují průměr hodnot vah odpovědí, které uživatel uvedl (viz příloha 3). Tyto váhy jsou expertním odhadem opírajícím se o výsledky realizovaného výzkumu. Z něho jednoznačně vyplynulo, že podniky, jejichž majitelé souhlasili s tvrzením „Rodinné podnikání nám dává možnost lépe sladit výdělečnou činnost a péči o rodinu než zaměstnanecký pracovní poměr“, dosahují vyšší výkonnost (měřenou ukazatelem rentability aktiv) než podniky, jejichž majitelé s tvrzením nesouhlasili. V případě souhlasu s tvrzením „Rodinné podnikání vede k neshodám v naší rodině“ je situace opačná, tj. podniky dosahovaly nižší rentabilitu, pokud jejich majitelé s tvrzením souhlasili. Tyto vztahy byly statisticky potvrzeny. Kromě toho, existuje významná pozitivní závislost mezi výkonností rodinných podniků a postoji vlastníků podniků ke vlivu rodinného podnikání na soudržnost v rodině, na společenské uznání členů rodiny, na rozvoj členů rodiny, ale i na podporu společensky prospěšných aktivit rodinnými podniky apod. To nás vedlo k návrhu vah pro hodnocení míry rodinnosti a jejich pozitivního vlivu na výkonnosti podniků, které by měl uživatel metodiky zvažovat.²⁵ Na druhou stranu, při hodnocení míry rizikovosti bylo zvažované riziko odklonu od dosavadního konceptu rozvoje podniku, případně riziko vzniku konfliktů mezi novými a stávajícími vlastníky, případně mezi stávajícím a novým vedením podniku.

2.3.2 VSTUPNÍ DATA PRO METODU DISKONTOVANÉHO CASH FLOW

Odhad hodnoty podniku metodou diskontovaného cash flow (DCF) je založen na odhadu budoucích cash flow přepočtených na současnou hodnotu pomocí diskontní sazby, která reflektuje cenu peněz a riziko investování do podniku. Při stanovení hodnoty pro prodej předem neznámému kupujícímu (určení tzv. objektivizované hodnoty) se doporučuje použití veřejně dostupných dat, jednak dat z kapitálového trhu, ale i z trhu, na kterém podnik působí. Nejčastěji se metoda DCF používá ve variantě diskontovaného volného cash flow generovaného podnikem (*free cash flow to firm, FCFF*), což je cash flow dostupné investorům podniku, které jim zůstane z dosažených příjmů po uhrazení všech provozně nutných výdajů, včetně daní a výdajů na investice nutné pro zachování a zhodnocování podnikových aktiv (tzv. provozně nutné investice do dlouhodobého majetku a nepeněžních složek oběžného majetku).

Obecný vzorec pro výpočet hodnoty podniku (*business value, BV*) metodou FCFF je následující:

$$BV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} \quad (2.1)$$

kde $FCFF_t$ je výše volného cash flow v roce t , i je diskontní sazba odrážející požadovanou výnosovou míru při investování do podniku na základě posouzení rizika dosažení předpokládaných výnosů (budoucího FCFF) a alternativních možností investování, a n je předpokládaná doba životnosti podniku. Uvedený způsob vede k určení hodnoty celého

²⁵ Prezentované zjištění vychází z výzkumu 166 rodinných podniků, které se zapojily do dotazníkového šetření a současně měly zveřejněny účetní data (www.justice.cz), případně jejich výsledky byly dohledatelné v zakoupené databáze Bisnode. Výzkum na větším vzorku podniků může přinést jiné výsledky, což si autoři metodiky uvědomují, proto uvádějí i oborové hodnoty použitých parametrů, případně parametry za mikro podniky a MSP a akcentují faktory, které mohou ovlivnit rozhodování o vstupních parametrech ocenění.

podniku; k určení hodnoty vlastního kapitálu (*equity value*) je nutné odečíst úročené závazky (dluhy, *debt*), tj. hodnotu půjčeného kapitálu.

Volný peněžní tok představuje provozní zisk upravený o mimořádné (nahodilé) výnosy a náklady, snížený o daň z příjmů a hodnotu růstových (rozvojových, *netto*) investic do majetku podniku, tj.:

Tabulka 2.1 Výpočet volného cash flow podniku

Provozní výsledek hospodaření	+
Tržby z prodeje majetku	-
Zůstatková cena prodaného majetku	+
Upravený provozní výsledek hospodaření	=
Daň z příjmů za běžnou činnost	-
Upravený provozní výsledek hospodaření po dani	=
Investice netto do dlouhodobého majetku	-
Navýšení čistého pracovního kapitálu	-
Volné cash flow (Free cash flow)	=

Uvedený postup výpočtu vychází z předpokladu, že všechny majetek používaný podnikem je provozně nutný, tj. podnik vlastní pouze majetek, který je využíván ke generování výnosů v hlavním oboru podnikání.

Metoda diskontovaného FCFF je nejčastěji používaná ve variantě dvoufázové metody, tj.

$$BV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} = \sum_{t=1}^K \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV_K}{(1+i)^K} \quad (2.2)$$

Kde K je délka první fáze, tj. počet let, pro které je k dispozici zdůvodněná prognóza $FCFF_t$, a TV_K je tzv. pokračující hodnota (*terminal value, continuing value*) a představuje současnou hodnotu peněžních toků očekávaných po roce K .

První fáze představuje časový úsek (počet let), pro které je k dispozici zdůvodněná prognóza $FCFF_t$. Hodnota první fáze představuje přepočtení prognózovaných $FCFF$ na současnou hodnotu.

Volné cash flow v roce K je poslední explicitně prognózované $FCFF$ podniku. Pro další roky se již neprognozuje, ale odhaduje na základě stabilizovaných parametrů očekávaného vývoje podniku. Pro toto období je typické, že míra meziročního růstu FCFF není vyšší než u konkurence (v podstatě je stejná jako průměrné tempo růstu v oboru podnikání), podnik generuje stabilní cash flow, které může růst stabilním a dlouhodobě udržitelným tempem g . Potom lze pokračující hodnotu vypočítat podle následujícího vzorce:

$$TV_K = \frac{\text{Standardizované } FCFF_{K+1}}{i-g} \quad (2.3)$$

Pokud by bylo nutné pro dosažení parametrů pokračující hodnoty příliš prodlužovat délku první fáze (např. v případě rychle rostoucího podniku), lze použít třífázovou metodu. Zdůvodnění parametrů pro výpočet pokračující hodnoty nevyžaduje odlišné postupy než v standardním oceňovacím postupu, pouze je nutné respektovat zásady opatrnosti. Ze zahraničních výzkumů totiž vyplývá, že u třetí a další generace vlastníků se snižuje emoční připoutání rodiny k podniku a podnik se víc profesionalizuje. V rámci realizovaného výzkumu jsme identifikovali výrazné rozdíly v hodnotách některých dílčích ukazatelů provozní výkonnosti ve skupině rodinných a nerodinných podniků, což je nutné zohlednit při odhadu parametrů při určování

hodnoty podniku. Pro inspiraci je možné využít hodnoty dílčích ukazatelů výkonnosti rodinných a nerodinných podniků uvedené v příloze 1.

Tato metoda může být použita pro ocenění podniku, který splňuje předpoklady neomezeného fungování (*going concern principle*), tj. jedná se o funkční podnik, který má jasnou perspektivu, není narušena jeho finanční stabilita ani ohrožena platební schopnost. K tomu je nutné provést strategickou analýzu podniku, včetně analýzy jeho výnosnosti a finanční stability.

Pokud je metoda DCF použita k určení objektivizované hodnoty, musí být splněny následující předpoklady:

- dosavadní podnikatelský koncept se nemění, výnosový potenciál podniku je udržitelný a přenositelný do budoucna,
- nedochází k zásadní změně managementu, dosavadní management bude i nadále pokračovat ve vedení podniku,
- zadržené zisky budou reinvestované se stejnou mírou zhodnocení jako v minulosti.

Pokud se do odhadu budoucího cash flow podniku promítnou předpokládané záměry vlastníka, vede k určení subjektivní hodnoty. Na druhé straně, pokud se předpokládá, že nový vlastník bude podnik profesionalizovat, jedná se o určení tržní hodnoty.

Metoda diskontovaného cash flow je vhodná k ocenění spíše větších a středních podniků. Nutnou podmínkou k určení hodnoty podniku je detailní prognóza budoucího cash flow. V případě rodinných podniků v procesu nástupnictví bude tato metoda použita k určení:

- subjektivní hodnoty, pokud je nástupce členem rodiny, případně pokud nástupce sice není členem rodiny, ale je předem známý a lze u něho předpokládat, že bude pokračovat ve stávajícím konceptu řízení. V delším časovém horizontu zřejmě dojde k posunu směrem k typizovaným oborovým hodnotám (tj. k tržní hodnotě).
- objektivizované, případně tržní hodnoty, pokud jde o prodej podniku předem neznámému kupujícímu, který může změnit celkovou koncepci podniku (tj. předpokládá se posun stylu řízení k podniku nerodinného charakteru).

Vstupní data pro metodu diskontovaného cash flow představuje finanční plán (zejména plán tržeb a nákladů, plán majetku a zdrojů financování, plán cash flow) pro první fázi a odhad parametrů pro druhou fázi. Nejdůležitějšími položkami jsou tzv. generátory hodnoty (*value drivers*), tj. následující parametry:

- **Budoucí tržby a jejich růst**

Prognóza budoucích tržeb vychází zejména z uzavřených kontraktů pro další období v případě určování subjektivní hodnoty. V případě objektivizované hodnoty je nutné vycházet z analýzy konkurenční pozice podniku a předpokládaného vývoje v oboru podnikání.

Při určování parametrů je vhodné využít i informace o dosahovaném tempu růstu v minulosti. Průměrné meziroční tempo růstu lze stanovit následovně:

$$\text{prumerne tempo rustu} = \left(\frac{\text{Tržby}_t}{\text{Tržby}_{t-i}} \right)^{\frac{1}{i-1}} - 1 \quad (2.4)$$

kde: t je rok ocenění, i je počet minulých období, ze kterých se tempo růstu odvozuje.

Pokud by bylo vypočtené průměrné tempo růstu použito pro prognózu, znamená to, že podnik bude růst stejným tempem jako v minulosti, což nemusí platit. V případě mladých podniků může být minulé tempo růstu vysoké a nelze předpokládat, že bude dlouhodobě udržitelné. Realistické je očekávat, že se tempo růstu bude přibližovat k tempu růstu (změny) trhu. Nelze přitom opomenout, že v různých fázích ekonomického cyklu se rozdílná odvětví mohou vyvíjet

odlišným tempem, ale i odlišným směrem (tj. při růstu ekonomiky odvětví může klesat a opačně).

Dále je potřebné zvážit, jestli i po předání podniku, resp. jeho prodeji, bude podnik schopen nadále generovat tržby ve stejné velikosti jako v minulosti. U tohoto typu podniků jsou vztahy se zákazníky i dodavateli často spojeny s osobou vlastníka-manažera a po jeho odchodu se může část zákazníků rozhodnout nevyužívat nadále služby pokračujícího podniku. Na druhou stranu, dlouhodobé působení původního vlastníka (zakladatele) v podniku po jeho předání může vést k potenciálním konfliktům, což také může vést k poklesu výkonnosti pokračujícího podniku.

V souvislosti s prognózou růstu tržeb je potřebné zvažovat nutné investice podporující růst tržeb a také potřebu dodatečných zdrojů financování. Hlavním zdrojem financování podniku je zadržovaný zisk, tj. reinvestovaný v podniku. Proto je vhodné zvážit, jakou míru růstu je možné dosáhnout při dosavadní úrovni tvorby zisku (neboli rentability investovaného kapitálu) a míře reinvestování zisku. K tomu vede výpočet ukazatele vnitřní míry růstu (*internal growth rate, IGR*):

$$IGR = \frac{ROA \cdot b}{1 - ROA \cdot b} \quad (2.5)$$

kde: *ROA* je rentabilita aktiv měřena jako podíl zisku po dani a celkových aktiv, *b* představuje míru reinvestování zisku vypočítanou jako podíl přírůstku nerozděleného zisku a zisku po dani.

Ukazatel slouží k ověření schopnosti podniku vytvářet dodatečné zdroje financování (zisk) k zabezpečení očekávaného tempa růstu zisku. Pokud má podnik nízkou rentabilitu nebo velký podíl zisku vyplácí formou dividend, vnitřní míra růstu bude nízká; vyššího růstu lze dosáhnout jen s externím financováním (zpravidla úvěrem, který však odčerpá budoucí zisky na splátky úvěru).

Vnitřní míra růstu je teoretickou hodnotou, kterou je nutné korigovat dle výsledků strategické analýzy. Měla by představovat horní hranici meziročního tempa růstu tržeb.

- **Provozní zisková marže**

Provozní zisková marže představuje procento provozního zisku, které podnik dosahuje z tržeb. Prognózu provozní ziskové marže je vhodné připravit na základě dílčích položek nákladovosti (procento nákladů z tržeb), protože z analýzy výkonnosti rodinných a nerodinných podniků plyne, že v nákladovosti existují statisticky významné rozdíly mezi rodinnými a nerodinnými podniky (viz příloha 1). K prognóze nákladovosti je možné použít minulá data, přičemž je však nutné zvážit, jestli zůstane zachován stávající koncept řízení podniku a také, jak se mění makroekonomické podmínky (zejména tlak na mzdy a míra inflace). Pokud např. dochází k růstu cen energie, je málo pravděpodobné, že malé podniky dokáží tento nárůst promítnout do zvýšení cen svých produktů, proto lze předpokládat, že dojde k poklesu provozní ziskové marže. Z provedeného výzkumu také plyne, že faktor rodinnosti působí na výkonnost podniku v interakci s osobními náklady a s náklady na služby, proto je potřebné tyto položky upravit podle míry rodinnosti podniku, pokud dochází k jeho převodu mimo rodinu²⁶. Vzhledem k rozdílům v mediánových hodnotách rodinných a nerodinných podniků je vhodné zvážit úpravu i ostatních ukazatelů nákladovosti. Úpravy je vhodné provést v případě prodeje podniku, protože lze předpokládat jeho profesionalizaci, ale také v případě převodu dalším generacím vlastníků, protože emoční připoutání vlastníků z dalších generací klesá. Zejména v druhém případě je vhodné při zvažování úprav využít faktor rodinnosti.

²⁶ Uvedené ukazatele jsou parametry modelu výkonnosti rodinných podniků.

- **Investice do dlouhodobého majetku**

Prognóza investic musí vycházet z technické úrovně podnikem vlastněného majetku, jeho míry opotřebenosti (odepsanosti), případně míry využití výrobní kapacity. Také je potřebné brát v úvahu technologický rozvoj v oboru podnikání. Všechny tyto faktory ovlivňují schopnost podniku udržet, případně rozšiřovat produkci a navyšovat tržby, a také nákladovost výroby. Zanedbávání investic může vést k vyšší poruchovosti výroby, růstu nákladovosti výroby, neschopnosti dodržet smluvní závazky vůči odběratelům, což se projeví ve ztrátě konkurenční schopnosti podniku.

Pro prognózu investic lze orientačně využít informace o vývoji investic v minulosti, případně informace o jiných podnicích působících ve stejném oboru podnikání. Investice se obvykle sledující ve vztahu k tržbám jako podíl investic a přírůstku tržeb, případně jako podíl dlouhodobého majetku a tržeb. S prognózou investic do dlouhodobého majetku souvisí i plánování odpisů. V případě odpisů stávajícího majetku, který bude ještě odpisován, lze využít informace z odpisového plánu. U nových investic je potřebné připravit odpisový plán na základě odhadované ceny pořizovaného majetku a doby očekávané životnosti.

Z realizovaného výzkumu vyplynulo, že investice do dlouhodobého majetku působí na výkonnost podniku v interakci s faktorem rodinnosti. Proto i při plánování této položky je nutné zohledňovat míru rodinnosti. K tomu je možné využít model, vytvořený v rámci řešení projektu (viz část 1.1 Základní východiska tvorby metodiky), který vypočítává podíl investic brutto na celkových tržbách: $investiční\ náročnost\ tržeb = 0,028 + 0,027 \times faktor\ rodinnosti$ (který je stanoven na základě odpovědí na otázky uvedené v části 2.3.1 Kvalitativní faktory, resp. v Příloze 3).

- **Investice do čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál (označován také jako provozní kapitál) představuje výše dlouhodobých zdrojů podniku, které musí vedení podniku vyčlenit na financování běžného provozu, tj. zásob, pohledávek a nutné rezervy peněžních prostředků. Představuje rozdíl oběžných aktiv a neúročených závazků. Jeho hodnota se také sleduje ve vztahu k tržbám, a to jako podíl čistého pracovního kapitálu (ČPK) na tržbách, nebo ve formě doby obratu, a to buď ČPK (obratový cyklus peněz), nebo ještě vhodněji jednotlivých položek vstupujících do ČPK (tj. doby obratu zásob, doby splatnosti pohledávek, doby splatnosti závazků). Výše těchto položek by měla být v provozně nutném rozsahu, proto by se do výpočtu ukazatelů doby obratu neměly zahrnovat neprodejně zásoby či nedobytné pohledávky. Při plánování dob obratu pohledávek a závazků je vhodné zvážit i případné změny ve vztahu k odběratelům či dodavatelům, případně možné zhoršení jejich finanční situace, které by objektivně prodlužovaly splatnost. Z realizovaného výzkumu vyplynulo, že mikro a MSP drží zpravidla vyšší hotovost (či už v pokladně nebo na bankovním účtu), než je obecně doporučovaná. Proto je vhodné zvážit i potřebnou výši provozně nutné hotovosti a nadbytečnou hotovost případně považovat za tzv. provozně nepotřebnou. Tato úprava umožní reálněji posoudit výkonnost podniků a vstupní parametry pro ocenění podniku.

- **Náklady kapitálu**

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)²⁷ jsou v případě metody diskontovaného cash flow považovány za diskontní sazbu pro přepočítání budoucího cash flow na současnou hodnotu. Pro

²⁷ K určování WACC viz Damodaran, A. *Applied corporate finance*, Kislingerová a kol. *Manažerské finance*, Mařík a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*, Mařík a kol. *Metody oceňování podniku. Hlubší pohled na vybrané problémy*. Režňáková, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*, a další.

určení nákladů cizího kapitálu je vhodné vycházet z podmínek podniku (tj. jaký typ dluhového financování využívá a za jakou cenu) a aktualizovat je s ohledem na výhled budoucího vývoje úrokových sazeb (vliv makroekonomických podmínek).

Při určování nákladů na vlastní kapitál je vhodné vycházet z výnosové míry alternativních investičních možností, které vlastník (stávající nebo budoucí) má. V opačném případě považují autoři za vhodné použít modifikovaný model CAPM, ve kterém bude použit beta koeficient odvozený na základě účetních dat tuzemských MSP (viz Příloha 2). Pokud budou náklady na kapitál stanoveny s využitím vytvořeného softwaru, hodnota bezrizikové výnosové míry (r_f), rizikové přírážky českého kapitálového trhu (RP_m), oborových beta koeficientů (β_T) a sazby daně z příjmů (d) budou čerpané z databáze vytvořené autory metodiky.

Při výpočtu WACC jsou použity hodnoty vlastního kapitálu a dluhů z účetních dat podniku k datu ocenění, případně z finančního plánu.

Na základě posouzení podnikatelského, provozního a finančního rizika podniku²⁸ lze uvažovat o následujících přírážkách k vypočteným nákladům na vlastní kapitál:

- Pokud se jedná o kapitálově náročný obor podnikání, podnik je malý podnik ale s perspektivním produktem a obchodním modelem, zaměstnanci mají jasně definovanou odpovědnost, personál je loajální, po předání se předpokládá zachování stávajícího podnikatelského konceptu, faktor rodinnosti je vysoký, nástupce z rodiny je již připravován, stávající majitel chce působit v roli poradce (max. 5 let), potom by měla být přírážka za riziko ve výši 0-2 p.b.
- Pokud se jedná o obor podnikání se střední kapitálovou náročností, malý podnik se stálými zákazníky, zaměstnávající loajální personál, je pravděpodobné, že bude zachován stávající podnikatelský koncept, hodnoty faktoru rodinnosti jsou průměrné, nástupce je z rodiny, který se na podnikání připravuje, nebo spolupracovník, stávající vlastník chce působit jako člen vedení dalších 5 let, potom by měla být přírážka za riziko ve výši 2-5 p.b.
- Pokud podnik působí v oboru podnikání s nízkou náročností na kapitál, jedná se o malý podnik s perspektivním produktem a obchodním modelem, má vysoký faktor rodinnosti, není jasný záměr ohledně nástupce, potom by měla být přírážka za riziko ve výši 5-10 p.b.
- Pokud se jedná o mikro podnik s dlouhou historií, faktor rodinnosti je vysoký, potom by měla být přírážka za riziko ve výši 5-8 p.b.
- Pokud se jedná o mikro podnik s krátkou historií, hodnoty rizika jsou střední až nízké, faktor rodinnosti je vysoký, potom by měla být přírážka za riziko ve výši 8-10 p.b.
- V případě mikro podniku s krátkou historií, do kterého byl investován nízký objem kapitálu (např. působení v oboru služeb), hodnoty rizika jsou vysoké, faktor rodinnosti je nízký, potom by měla být přírážka za riziko ve výši 10 p.b. a víc.

Generátory hodnoty nelze posuzovat a prognózovat izolovaně. Při přípravě podkladů je nutné respektovat zejména:

- Růst tržeb musí být podpořen odpovídajícími investicemi do dlouhodobého majetku i čistého pracovního kapitálu. Důsledkem toho se změní obrátkovost aktiv (zpravidla krátkodobě klesne) a rentabilita investovaného kapitálu.

²⁸ Míra rizika může být hodnocena na základě variability provozního zisku, tržeb a zisku po dani. K tématu viz např. Tuller L. W. *The Small Business Valuation Book*.

- Pro plánované investice je potřeba zajistit finanční zdroje. V případě nutnosti využití úvěrového financování je potřebné posoudit, zda by podnik úvěr získal (a za jakou cenu).
- Reinvestování zisku i získání (splácení) úvěrů se promítne do finanční struktury podniku a změní se i celkové náklady kapitálu (WACC).
- Při plánování peněžních zůstatků je potřeba zohlednit, jak růst tržeb a očekávanou ziskovou marži, tak investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, ale i platby věřitelům a vlastníkům ve formě podílů na zisku.
- Růst tržeb, zisková marže a investice se projeví v rentabilitě kapitálu. Ta by se měla přibližovat nákladům kapitálu v rámci první fáze ocenění. Příliš velký kladný rozdíl mezi těmito hodnotami značí buď velkou konkurenční výhodu podniku nebo vysoké bariery vstupu do odvětví. Oba faktory nejsou dlouhodobě udržitelné.

2.3.3 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Tato metoda vychází z výpočtu čistých výnosů podniku (\check{V}), které mohou být rozděleny majitelům podniku. Provozně nutné investice jsou realizovány pouze na úrovni obnovovacích investic a jsou financovány hlavně z odpisů. Pokud by podnik realizoval rozvojové investice, budou financované z cizích zdrojů. Odhad budoucích čistých výnosů vychází z upravených výsledků hospodaření dosahovaných v minulosti s využitím provozně nutného majetku. Přitom se vychází z předpokladu, že vytvořené zisky budou rozděleny mezi stávající majitele (tj. nedochází k zásadní změně velikosti podniku ani diverzifikaci jeho činnosti). Respektování uvedených předpokladů má dopad i na financování podniku. Konkrétně, v budoucnosti se nepředpokládá zásadní změna způsobu financování podniku, ani rizika podnikání, a tedy ani ceny zdrojů financování (nákladů kapitálu) z důvodů spojených s řízením podniku. Budoucí čisté výnosy jsou diskontované náklady vlastního kapitálu a tento postup vede přímo k výpočtu hodnoty vlastního kapitálu. V případě problematického sestavení prognózy budoucích výnosů (malé podniky, podniky zabývající se zakázkovou činností, společnosti s krátkou historií) je možné hodnotu vlastního kapitálu ($V(Equity)$) určit metodou kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě paušální metody, u které se nezvažují budoucí růstové možnosti a hodnota vlastního kapitálu podniku je vypočítána pouze na základě trvalého čistého výnosu ($T\check{V}$), který je považován za perpetuitu, tj. $V(Equity) = T\check{V}/r_e$.

Budoucí $T\check{V}$ je odhadován na základě váženého průměru čistých výnosů dosahovaných v předešlých 3-5 letech upravených o inflaci, přičemž je vhodné při jeho výpočtu použít odpisy vypočtené z reprodukčních pořizovacích cen dlouhodobého majetku. Při aplikaci této metody se vychází z předpokladu, že podnik bude trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos k rozdělení jako v minulosti. Tím je zdůrazněno, že dosavadní koncept podnikání se nemění, budou zachovány hodnoty přenášené vlastnickou rodinou do podnikání. Uvedené předpoklady činí metodu vhodnou k určení hodnoty rodinného podniku, který bude i nadále jako rodinný zachován, tj. při předávání podniku nástupcům z rodiny.

Zejména v období vysoké inflace je vhodné minulé zisky upravit o inflaci, tj. přepočíst na aktuální cenovou úroveň. K přepočtu je potřebné použít cenový index výrobců nebo cenový index spotřebitelů v závislosti na segmentu trhu, pro který oceňovaný podnik dodává finální produkt. Vzhledem k tomu, že odpisy majetku jsou v čase stabilní a vycházejí z historických cen odpisovaného dlouhodobého majetku, je vhodné přepočíst i minulé odpisy na současnou cenovou hladinu. Tím se zohledňuje fakt, že inflace může zvyšovat zisk podniku a současně roste i cena pořizovaného majetku (minimálně o inflaci) a tím budou příští odpisy vyšší. V tomto případě je potřebné k přepočtu použít cenový index výrobců. Pokud jsou odpisy vypočteny z reprodukčních pořizovacích cen odpisovaného majetku, je „aktualizace“ cenové hladiny majetku a tím i odpisů, dosažena.

Diskontní sazba je rovna nákladům vlastního kapitálu na základě modifikovaného modelu CAPM s použitím účetního beta koeficientu pro nediverzifikovaného investora (viz část 1.1 Základní východiska tvorby modelu a Příloha 2). Vypočtené vlastní náklady kapitálu mohou být upraveny o přírážku za specifické riziko podniku.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je vhodná pro určení výnosové hodnoty podniků, které mají určitou minulost, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. Tyto předpoklady jsou naplněny zejména u malých rodinných podniků, které jsou založeny a řízeny zpravidla stejnou osobou – vlastníkem-manažerem.

2.3.4 VSTUPNÍ DATA PRO MAJETKOVÉ METODY OCENĚNÍ

Majetkové metody vycházejí z ocenění majetku podniku (tj. účetně evidovaného majetku). Pro účely ocenění vlastnického podílu je potřebné od této souhrnné hodnoty odečíst hodnotu závazků oceňované společnosti. V závislosti na účelu ocenění se rozlišují dva základní přístupy ke stanovení hodnoty majetkového ocenění, a to:

- ocenění reprodukční pořizovací cenou v případě, že se předpokládá dlouhodobá existence podniku,
- ocenění likvidační hodnotou v případě, že předpoklad dlouhodobé existence není splněn.

Tato metodika je určena pro oceňování podniků v procesu nástupnictví, proto bude dále věnována pozornost ocenění reprodukční pořizovací cenou. Při ocenění je potřebné vycházet z platné právní úpravy stanovené primárně zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, jehož čtvrtá část řeší způsoby oceňování a zákonem č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) v platném znění, spolu s příslušnými prováděcími vyhláškami.

Základním principem ocenění majetku podniku v reprodukčních pořizovacích cenách je ocenění souboru majetku jako celku v aktuálních cenách (tj. ne v cenách, za které byl v minulosti pořízen a je evidován v účetnictví). Získané ocenění jednotlivých složek dlouhodobého majetku je upraveno z důvodu jeho opotřebení (míra opotřebení je vypočtena na základě procenta odepsanosti účetně evidovaného majetku). V případě pohledávek je hodnota snížena s ohledem na jejich očekávanou vymahatelnost, případné zajištění. Od výsledné hodnoty majetku je pak odečtena hodnota závazků, které nebudou uhrazeny před převodem/prodejem podniku (převzme je nový vlastník).

Tato metoda je vhodná pro ocenění začínajících podniků, u kterých je problematické získat data o tržním potenciálu, případně podrobné informace o nákladech (tzv. mikro účetní jednotky). Také je vhodná pro ocenění podniků, které se dočasně dostaly do finančních problémů, ale nabízejí perspektivní produkt a vlastní majetek potřebný k jeho tvorbě (výrobě). Ocenění podniku reprodukční pořizovací cenou majetku může sloužit jako kontrolní ocenění při použití některé z výnosových metod, pokud je výnosová situace podniku nižší než v oboru dosahované průměrné hodnoty. V tomto případě je potřebné zjištěné ocenění považovat za minimální (dolní hranici) pro jednání o ceně prodeji/převodu kompletního souboru majetku (tj. celého podniku).

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a jeho výsledky jsou snadno srozumitelné. Metodou reprodukčních pořizovacích cen se odhadují náklady znovupořízení majetku podniku. Nebere v úvahu přínos zaměstnanců (jejich znalosti), zákazníků (dobré vztahy se zákazníky), ani další know-how vytvořené v průběhu fungování podniku, které jsou spojené s podnikem. V případě použití této metody ocenění není faktor rodinnosti při určování hodnoty rodinného podniku zohledňován, je však vhodné jej zohlednit při vyjednávání o ceně.

3 MANUÁL K VYTVOŘENÉMU SOFTWARE

Znalosti získané na základě literární rešerše i realizovaného výzkumu vedly k vytvoření softwaru pro zjednodušené určení hodnoty rodinného podniku. Účelem tohoto softwaru je poskytnout jeho uživatelům prvotní odhad hodnoty rodinného podniku, který bude předmětem předání (nebo prodeje). Vypočtená hodnota se může stát základem pro diskusi stávajících vlastníků a jejich nástupců. Využitý může být také pro identifikaci rozdílů ve výkonnosti hodnoceného podniku, protože poskytuje informace o oborových hodnotách obdobných podniků (vypočtené za segment MSP), a také rodinných a nerodinných podniků (v členění na mikro podniky a MSP). Vytvořený software je dostupný na stránkách projektu pod následujícím odkazem: <https://hodnotapodniku.fbm.vutbr.cz/kalkulacka>

Uživatel je na začátku požádán o zadání základních informací o podniku, aby bylo možné dohledat oborové hodnoty²⁹ pro zmíněnou komparaci. Pokud uživatel zadá i e-mailovou adresu, budou mu na tuto adresu zaslané vypočtené výsledky na základě jim zadaných vstupních parametrů.³⁰

Na dalším kroku si uživatel zvolí metodu, kterou bude určena hodnota podniku. K výběru metody je potřebné vycházet z informací uvedených v části 2.2 Volba metody ocenění a kategorie určované hodnoty.

Dále je uživatel požádán o zodpovězení otázek případně vyjádření svých postojů k tvrzením, která jsou použita ke kvantifikaci faktoru rodinnosti a rizikovosti podniku. Bez těchto informací nelze provést úplný výpočet, který bude zohledňovat specifika rodinných podniků (seznam otázek je uveden v příloze 3).

Dle zvolené metody je potřebné zadat vstupní data dle popisu uvedeném níže v částech 3.1 až 3.3.

3.1 OCENĚNÍ METODOU DCF

Pro použití této metody je potřeba zadat následující údaje:

- obor podnikání na základě výběru z možností;
- ekonomické výsledky podniku dosahované v minulosti,
- prognózu generátorů hodnoty podniku.

Na základě těchto hodnot software provede dopočet následujících údajů:

- propočet vybraných očekávaných hodnot finančních výkazů a finančních ukazatelů,
- účetní kapitálové struktury a nákladů kapitálu (bez přírážek za specifické riziko),
- propočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou.

²⁹ V rámci řešení projektu byly vytvořeny dvě databáze hodnot, které lze využívat při hodnocení výsledků podniků. Jednak je to databáze rodinných a nerodinných podniků – mediánové hodnoty ukazatelů jsou součástí přílohy 1. Tyto hodnoty je potřebné zvažovat při přípravě parametrů pro finanční plán a diskontní sazby, pokud dochází k prodeji podniku (tj. ke změně z rodinného podniku na nerodinný), ale také při převodu na další generace vlastníků z důvodu nižšího emočního připoutání k podniku. Druhou databází tvoří data MSP dle oboru podnikání. Tato databáze byla použita k odvození parametrů beta total a také se na ni odvolává tento software.

³⁰ Autoři metodiky a softwaru nenesou odpovědnost za výsledky, pokud data použitá jako vstupní informace pro určení hodnoty podniku zadával uživatel.

3.1.1 VSTUPNÍ PARAMETRY OCENĚNÍ

V této části je uveden popis vstupních parametrů nutných pro stanovení hodnoty podniku jakož i dílčích výstupů, které může uživatel využít při svých úvahách při prognózování budoucích výsledků podniku, případně pro úpravu přednastavených (defaultně stanovených) hodnot.

1. Obor podnikání

Rozumí se obor, ve kterém daný podnik realizuje hlavní výdělečnou činnost. Uživatel zadává obor podnikání výběrem z možností. Nabídka oborů podnikání má stejnou strukturu, jako oborové hodnoty ukazatelů uvedeny v příloze 2. V této struktuře jsou zpracované i oborové hodnoty, které software nabízí³¹. Tyto hodnoty mají čistě informativní charakter pro podporu rozhodování o hodnotách prognózovaných parametrů, případně pro identifikaci rozdílů ve výkonnosti podniků³².

2. V minulosti dosahované ekonomické výsledky

Stěžejní informace jsou obsaženy v účetních výkazech (případně jsou v daném roce očekávány), jde především o provozní výnosy a náklady a také o stav majetku a závazků. Údaje se vyplňují v tisících Kč. Rok „t“ je poslední rok, za který má uživatel k dispozici informace. Ke konci tohoto roku se určuje hodnota podniku.

Tabulka 3.1 Výnosy a náklady podniku v tis. Kč

Údaje z výkazu zisku a ztráty	t-3	t-2	t-1	t
Tržby za vlastní výrobky a služby				
Tržby za zboží				
Výkonová spotřeba				
<i>Náklady vynaložené na prodané zboží</i>				
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>				
<i>Služby</i>				
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)				
Osobní náklady				
Úpravy v provozní oblasti				
<i>z toho odpisy</i>				
Ostatní provozní výnosy				
Ostatní provozní náklady				
<i>z toho Daně a poplatky</i>				
<i>z toho Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období</i>				
Provozní výsledek hospodaření				
Nákladové úroky				
VH za účetní období				

³¹ Uvedená oborová hodnota představuje medián za daný obor vypočtený z dat MSP.

³² Po volbě oboru se může uživateli zobrazit varování týkající se míry růstu a míry investic za daný obor. Jedná se o obory, které vykazovaly velkou volatilitu těchto údajů. Pro některé obory vychází medián tempa růstu záporný („obor s nejistým růstem“), případně medián investiční náročnosti nulový („obor s vysoce volatilní investiční aktivitou“). Smyslem tohoto varování je upozornit na vyšší nejistotu spojenou s volbou těchto parametrů a případné zvážení volby jiné výnosové metody, která se v takové míře neopírá o prognózu budoucího vývoje.

Zadávat se pouze data do modře podbarvených polí, zbylé položky se dopočítají automaticky. Většina položek odpovídá pojmenování v účetních výkazech. Položkou odpisy se rozumí řádek E.1.1. výsledovky „úpravy hodnot v provozní oblasti – trvalé“. Údaje se vyplňují za poslední 4 roky. Ze zadaných hodnot se vypočítává upravený (korigovaný) provozní výsledek hospodaření. Jedná se o provozní výsledek hospodaření, ze kterého jsou vyloučeny výnosy (náklady), které nesouvisí s oborem podnikání (tj. výnosy z prodeje majetku, zůstatková cena prodaného majetku a jiné (mimořádné, neopakující se) výnosy a náklady).

Tabulka 3.2 Majetek a jeho zdroje financování v tis. Kč

Údaje z rozvahy	t-3	t-2	t-1	t
Dlouhodobý majetek				
<i>z toho Neodpisovaný dlouhodobý majetek</i>				
Pohledávky				
Zásoby				
Peněžní prostředky				
Časové rozlišení aktiv				
Časové rozlišení pasiv				
Vlastní kapitál				
<i>z toho Výsledek hospodaření minulý let^{*)}</i>				
Závazky celkem				
Neúročené závazky ^{**)}				
Závazky z úročených dluhů ^{***)}				

^{*)} Řádek A.IV pasiv.

^{**)} Určí se jako součet krátkodobých a dlouhodobých závazků (řádek C pasiv) snižený o závazky k úvěrovým institucím (řádky C.I.2. a C. II.2. pasiv), případně i o vydané dluhopisy (řádky C.I.1. a C. II.1. pasiv).

^{***)} Jedná se o krátkodobé a dlouhodobé závazky vůči bankám (C.I.2. a C. II.2. pasiv), závazky z emise dluhopisů (C.I.1. a C. II.1. pasiv) a závazky za spojenou osobou (C.I.6., C.I.7, C.II.6. a C. II.7. pasiv), které mohou být navýšeny o závazky z leasingu.

Tyto údaje jsou potřebné pro výpočet minulé výše ČPK, doby obratu pohledávek, zásob a závazků, investiční náročnosti, rentability kapitálu a vnitřního tempa růstu tržeb.

Uživatelům lze doporučit, aby v souladu se standardními oceňovacími postupy zařadili do dlouhodobého majetku i provozně využívaný majetek financovaný leasingem. Následně je pak potřebné upravit položky dlouhodobých závazků (úročených, přičemž úroková sazba a výše úroků z leasingu se vypočítá jako implicitní výnosová sazba z plateb leasingové společnosti), nákladů na služby, odpisů a nákladových úroků³³.

Po zadání dat za minulá období jsou vyčíslené základní finanční poměrové ukazatele podniku, ke kterým jsou zobrazeny i oborové hodnoty. Tyto informace mají čistě informativní charakter. Uživatel by k nim měl přihlížet při hodnocení konkurenčního postavení podniku a zvažování výše vstupních parametrů v rámci prognózy. Obecně platí, že pokud podnik nepřipravuje zásadní inovaci a nemění se vnější podmínky, nelze v budoucnosti předpokládat výraznou změnu hodnot těchto ukazatelů.

3. Prognóza generátorů hodnoty

Dále je potřebné zadat prognózované hodnoty pro první fázi. Délka první fáze je čtyři roky a je fixně stanovena. Tyto údaje se zadávají ve stejné struktuře jako za minulá období. Program pro

³³ Podrobný popis a příklad úprav uvádí Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Hlubší pohled na vybrané problémy.*

první fázi nabízí defaultně nastavené hodnoty, které jsou stanoveny jako průměr za minulé roky a uživatel je může upravovat.

- **Tržby** jsou vypočteny na základě minulých dat, tj. tržeb v posledním roce a průměrného tempa růstu, přičemž je zachován předpoklad o postupném přibližování k oborovým hodnotám. Uživatelům jsou zobrazeny informace o oborových hodnotách a vnitřním tempu růstu, které může podnik dosahovat, pokud se jeho rentabilita a míra reinvestovaného zisku dosahovaná v minulosti nezmění (viz vzorec 2.5).
- Výpočet budoucích **nákladů a ziskové marže** vychází z předpokladu, že dané položky se budou se změnou tržeb měnit stejným tempem. K výpočtu nákladů jsou použity ukazatele nákladovosti (podíl nákladů na tržbách), proto je nutné editovat tyto položky.

Tento způsob výpočtu neumožňuje přímo zachytit vliv fixních nákladů (tj. nákladů, které nejsou přímo ovlivněny změnou tržeb a podnik je nese i v případě, kdyby žádné tržby v daném období neměl). Předpokládá se, že uživatel tyto parametry upraví na základě vlastních odhadů budoucího vývoje. Úprava je nutná minimálně v následujících situacích:

- z dat za poslední čtyři roky plyne, že došlo k výraznějšímu výkyvu v nákladovosti, vypočtená průměrná hodnota je tím zkreslena a je nereprezentativní do budoucna;
- v analyzovaném období došlo k výraznějšímu nárůstu inflace, ať již na straně vstupů či výstupů, což způsobilo nárůst nákladů, které nebylo možné promítnout do cen realizované produkce a současná marže je do budoucna neudržitelná.

Zvláštní pozornost je potřeba věnovat v případě, že původně rodinný podnik bude prodán mimo rodinu a nelze do budoucna očekávat benefity spojené s rodinností.

- Dalším parametrem potřebným pro sestavení finančního plánu jsou **investice do dlouhodobého majetku**. Uživatel by je měl stanovit na základě své znalosti míry opotřebení dlouhodobého majetku a nutnosti jeho obnovy. Výchozí hodnota očekávaných celkových investic je v programu nastavena na základě minulé investiční náročnosti a dle faktoru rodinnosti, vytvořeného v rámci našeho výzkumu³⁴. Objem investic je pak stanoven jako součin koeficientu investiční náročnosti a očekávaných tržeb. Výchozí nastavení předpokládá rozdělení investic rovnoměrně do jednotlivých let plánu, uživatel je však může upravit.

V souvislosti s investicemi je potřebné sestavit i plán odpisů. U nově pořizovaného majetku je nutné nejdříve určit dobu odpisování (dobu životnosti) majetku. Defaultně nastavená hodnota je průměrnou odpisovou sazbou vypočtenou z dat za předešlé roky³⁵. Uživatel si může tento parametr upravit na základě předpokládané životnosti pořizovaného majetku. Plán odpisů je sestaven na základě zadaných parametrů (pořizovací cena, doba životnosti). U nově pořizovaného majetku je přijat předpoklad, že k investování dochází na začátku roku a majetek bude odpisován již v roce pořízení majetku. Vzhledem k obtížnosti plánování investic nabízí program oborové hodnoty pro

³⁴ Výzkumem jsme zjistili, že investice do dlouhodobého majetku jsou rozdílné u rodinných a nerodinných podniků a na výkonnost podniku působí v interakci s faktorem rodinnosti.

³⁵ Výpočet vychází z rozdělení majetku na odpisovaný (dlouhodobý hmotný a nehmotný) a neodpisovaný majetek (dlouhodobý finanční majetek a pozemky). V první fázi je výpočet odpisů dle hodnoty stávajícího a nově pořizovaného majetku. Pro druhou fázi se výše provozně nutných investic vypočítává na základě součinu hodnoty provozně nutného majetku ke konci první fáze a terminálního tempa růstu.

srovnání. Lze předpokládat, že podniky působící ve stejném odvětví mají podobnou investiční náročnost tržeb³⁶.

- **Prognóza investic do čistého pracovního kapitálu.** ČPK je plánován na základě doby obratu pohledávek, zásob a závazků a očekávaných tržeb. Budoucí hodnoty ukazatelů doby obratu jsou defaultně nastaveny na hodnotu průměru za předešlá období, avšak je žádoucí upravit je zejména v případě, že:
 - minulé hodnoty jsou zatíženy výraznějšími výkyvy, například z důvodu úpadku některého z odběratelů, případně vzniku nedobytných pohledávek,
 - očekává se změna platebních podmínek (splatnost přijatých i vydaných faktur),
 - mění se způsob skladového hospodářství, případně inflace postihuje výrazněji ceny nakupovaných vstupů, než postihuje ceny realizované produkce.
- **Upřesnění způsobu financování.** Po stanovení celkové výše investic je potřebné doplnit informace o zdrojích financování. Účelem je ověřit, zdali očekávaná tvorba zdrojů financování bude dostatečná k realizaci prognózovaných investic a výplatě podílů ze zisku. Výchozí nastavení pracuje s konstantní výší úvěru, které podnik má na konci posledního roku i pro budoucí období, což by zjednodušeně znamenalo, že úvěry jsou spláceny ve stejné výši jako jsou čerpány nové. Rovněž úroková sazba je odhadnuta porovnáním výše nákladových úroků s výší úvěrů. Je velmi vhodné tyto údaje upřesnit (změnit) dle smlouvy o poskytnutí úvěru, předpokládaného čerpání (splácení) úvěrů a očekávaného vývoje úrokových sazeb, případně při zvažování leasingového financování.

Může nastat případ, že podnik eviduje nákladové úroky, ale neeviduje zůstatek úvěru ke konci období. V tom případě je potřebné nastavit hodnotu nákladových úroků do budoucna na nulu.

Program dopočte očekávanou výši zisku po dani z příjmů na základě údajů o minulých tržbách, tempu jejich růstu, očekávané provozní ziskové marži, odpisech, nákladových úrocích a míře zdanění. Po upřesnění očekávané míry reinvestovaného zisku, která je defaultně nastavena na průměrnou hodnotu minulých let, program dopočte i výši očekávaných dividend (podílu na zisku). Tento údaj je potřebný pro výpočet výše hotovosti.

- Dále je potřebné **stanovit úroveň provozně nutné likvidity** (peněžních prostředků k úhradě krátkodobých závazků). Přednastavená hodnota je 0,2, což je často zmiňovaná minimální doporučená hodnota ukazatele okamžité likvidity. Hodnota likvidity je stanovena na relativně nízkou hodnotu, protože vyšší hodnoty likvidity vyvolávají nároky na investice do pracovního kapitálu, což snižuje volné cash flow a hodnotu podniku. Tento parametr si může uživatel upravit – pro inspiraci lze využít data uvedená v příloze 1. Provozně nutné prostředky jsou vypočteny jako součin provozně nutné likvidity a neúročených závazků. V případě, že k datu ocenění je skutečný stav hotovosti vyšší než provozně nutná hotovost, vyčleňuje se část provozně nepotřebné hotovosti, která je na konci přičtena k odhadnuté hodnotě podniku.

V každém roce plánu je programem vyhodnocováno, jestli podnik má postačující úroveň hotovosti s ohledem na investiční záměry (včetně investic do ČPK) i očekávaný vývoj tržeb a nákladů. Porovnávání je ve třech rovinách:

³⁶ Případný rozdíl v investiční náročnosti může být způsoben využíváním leasingu. I z toho důvodu by měl být majetek financovaný leasingem zařazen mezi provozně nutný majetek oceňovaného podniku.

- dosahovaná likvidita se porovnává s provozně nutnou likviditou, jestli splňuje stanovený požadavek,
- pokud je okamžitá likvidita nižší než požadovaná, program dopočte chybějící výši hotovosti,
- dosahovaná likvidita je porovnávána s průměrnou likviditou za obor podnikání (za roky 2012-2020) čistě za účelem zvýšení informovanosti uživatele.

V případě, že je očekávaná hotovost nedostatečná či dokonce záporná, uživatel by měl provést úpravu zdrojů financování (navýšit např. formou úvěrového financování) nebo snížit předpokládané investiční výdaje (a tím i předpokládaný růst tržeb, ziskovosti, FCFF).

4. Zhodnocení vztahu mezi generátory hodnoty

Konzistentnost připravené prognózy vstupních parametrů je potřebné posoudit základními ukazateli finanční analýzy. Výpočet ukazatelů je zajištěn programem na základě zadaných parametrů. Obecně platí, že pokud se hodnoty ukazatelů vypočtené na základě prognózovaných hodnot odlišují od minulých, je prognóza nekonzistentní. K posouzení je vhodné použít:

- **Obrátkovost aktiv (počet obrátů investovaného kapitálu)** – lze použít k posouzení, jestli plánované investice odpovídají očekávané míře růstu tržeb (vysoké hodnoty mohou signalizovat, že plánované investice jsou nedostatečné; nízké hodnoty jsou znakem nedostatečného využití majetku).
- **Zadluženost** – při rostoucí zadluženosti dochází ke zvyšování finančního rizika podniku, což se musí projevit ve změně struktury financování i nákladů kapitálu; je to také varovný signál, protože trend zadlužování nemusí být dlouhodobě udržitelný, což narušuje předpoklad o neomezeném trvání podniku a předpoklady výpočtu druhé fáze ocenění.
- **Míra investic** představuje přírůstek investovaného kapitálu dělený korigovaným provozním ziskem. V případě, že korigovaný provozní zisk byl v minulosti záporný vrátí program hodnotu „n/a“, protože taková hodnota nemá logickou interpretaci. Pokud by míra reinvestic byla větší než 100 %, volné cash flow pak bude záporné a k financování investic je nutné zajistit externí zdroje. Naopak velmi nízké hodnoty ukazatele by znamenaly buď nadhodnocení ziskovosti nebo podhodnocení investic.
- **Rentabilita investic** představuje přírůstek upraveného provozního výsledku hospodaření (zisku) dělený přírůstkem investovaného kapitálu (tj. sumou investic do dlouhodobého majetku a ČPK v daném roce). Tento ukazatel by měl postupně konvergovat k hodnotě WACC.

Zadané vstupní parametry jsou použity k sestavení finančního plánu, tj. plánu tržeb, nákladů a výsledku hospodaření, plánované zjednodušené rozvahy a plánu cash flow.

• Zadání parametrů pro učení diskontní sazby

Diskontní sazba je stanovena jako vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). K jejímu výpočtu jsou potřebné náklady cizího kapitálu, náklady vlastního kapitálu a kapitálová struktura.

Ve výchozím nastavení programu se zjednodušeně předpokládá, že průměrná úroková sazba z úvěru dosahovaná v minulosti bude fixní pro plánované období. Ve výchozím nastavení je možné (a vhodné) tento parametr upravit.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je zajišťován softwarem a je počítán z prognózovaných dat o podniku pro každý rok. Hodnotu parametru je možné (a vhodné) upravit na základě

rizikivosti podniku, tj. přidat přírážku za specifické riziko podniku. K posouzení rizikivosti podniku jsou softwarově vypočítány parametry měřící volatilitu podnikového zisku. Software navíc zobrazuje i porovnání s hodnotami vypočtenými na základě vytvořené databáze za rodinné a nerodinné MSP a mikro podniky, které jsou součástí přílohy 1. Tyto informace se uživateli zobrazí v tabulce s názvem *Hodnocení obchodního rizika*. Kromě toho je možné využít informace o celkové rizikivosti podniku, stanovené na základě otázek zodpovězených v úvodní části zadávání dat.

Opět pro zvýšení informační hodnoty výsledků jsou doplněny informace o předpokládané rentabilitě celkových (provozně nutných) aktiv (také rentabilitě investovaného kapitálu, RONA), aby uživatel měl možnost vstupní parametry upravit, pokud by nevedly k splnění předpokladů ocenění. Aplikace metody předpokládá, že na konci první fáze se tento rozdíl blíží nule. Vysoké hodnoty značně zvyšují odhad pokračující hodnoty a výsledné ocenění.

3.1.2 VÝPOČET HODNOTY PODNIKU

Na základě uživatelem zadaných vstupních parametrů je vypočtena současná hodnota FCFF v první fázi.

Tabulka 3.3 Prognóza cash flow v tis. Kč

FCFF za první fázi (tis. Kč)	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani + odpisy					
Investice do čistého pracovního kapitálu					
Investice do DM (brutto)					
Prognózované volné cash flow (FCFF)					
Nefinanční benefity					
Diskontované FCFF + benefity					

Na tomto místě má uživatel možnost uvést informace o nefinančních benefitech, které z podniku rodina čerpala a do budoucna je již nebude moci využívat.

Po výpočtu volného cash flow za první fázi jsou uvedeny předpoklady a výsledky výpočtu hodnoty druhé fáze. Hodnota druhé fáze zpravidla představuje podstatnou část celkové hodnoty podniku, je proto potřebné věnovat volbě vstupních parametrů zvláštní pozornost. Rozhodující je význam parametru terminální tempo růstu (g). Program má defaultně nastavenou hodnotu, která vychází z porovnání průměrného tempa růstu tržeb dosahovaného podnikem v minulosti, průměrného tempa růstu tržeb dosahovaného podniky působícími ve stejném oboru podnikání a vnitřního tempa růstu. Terminální tempo růstu je nastavené na úrovni nejnižší z daných tří hodnot, avšak tato míra je zdola omezena na úroveň dlouhodobé míry růstu inflace a shora na úroveň dlouhodobého růstu nominálního HDP. Tyto hodnoty představují teoretické limity tempa růstu ve druhé fázi.

Hodnota druhé fáze je vypočtena jako podíl volného cash flow pro období $t+5$ a rozdílu diskontní sazby (i) a terminálního tempa růstu (g), tj. $\frac{FCFF_{t+5}}{i-g}$. Při výpočtu musí být splněna podmínka, že $(i - g) > 0$. Pokud je rozdíl uvedených hodnot příliš nízký, uživateli se zobrazí doporučení na úpravu parametrů.

Součet současné hodnoty první a druhé fáze dává hodnotu podniku brutto (hodnotu pro vlastníky a věřitele). Od ní jsou odečteny úročené dluhy k datu ocenění (pokud jsou evidovány) a přičtena hodnota provozně nevyužívaného majetku k datu ocenění (v připraveném software

je uvažované pouze s provozně nepotřebnou hotovostí). Výsledkem je hodnota podniku netto, tj. hodnota pro vlastníky (také hodnota vlastního kapitálu) – viz Tabulka 3.4.

Tabulka 3.4 Výpočet hodnoty podniku v tis. Kč

Pokračující hodnota (dle Gordonova vzorce)	
Současná hodnota 1. fáze	
Současná hodnota 2. fáze	
Hodnota podniku (hodnota brutto)	
Úročené dluhy	
Hodnota neprovozního majetku (provozně nepotřebná hotovost)	
Hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto)	

3.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

U této metody jsou vyžadovány informace za poslední tři účetní období, ze kterých je vypočten trvale odnímatelný čistý výnos. Uživatel zadá vstupní data dle následující tabulky. Upravený výsledek hospodaření je pak přepočten na ceny posledního známého období. Uživatel může dále upravit váhy pro výpočet trvale odnímatelného výnosu před odpisy (přednastavené váhy započítávají hodnoty z posledních let vyšší váhou).

Tabulka 3.5 Vstupní hodnoty v tis. Kč

Položka	rok t-2	rok t-1	rok t	Plán
Dlouhodobý majetek netto				
Účetní hodnota vlastního kapitálu				
Účetní hodnota úročených dluhů ^{*)}				
Výsledek hospodaření před daní				
Odpisy (+) ^{**)}				
Tržby z prodeje DM (-)				
Zůstatková cena prodaného DM (+)				
Ostatní mimořádné (nahodilé) zisky (-) ^{***)}				
Upravený výsledek hospodaření				
Upravený výsledek hospodaření po inflaci				
Váhy				
Trvale odnímatelný výnos před odpisy				
Podíl odpisů na DM				
Odpisy DM (v reprodukčních pořizovacích cenách)				
Trvale odnímatelný výnos před daní				
Trvale odnímatelný čistý výnos (TČV)				

^{*)} Jedná se o krátkodobé a dlouhodobé závazky vůči bankám (C.I.2. a C. II.2. pasiv), závazky z emise dluhopisů (C.I.1. a C. II.1. pasiv) a závazky za spojenou osobou (C.I.6., C.I.7, C.II.6. a C. II.7. pasiv).

^{**)} Jedná se o řádek E.1.1. výsledovky „úpravy hodnot v provozní oblasti – trvalé“.

^{***)} Jedná se o výnosy na řádcích III. 2 a III.3 výsledovky a náklady na řádcích F.2. a F.5. výsledovky.

Pro určení diskontní sazby je potřebné stanovit náklady vlastního kapitálu. Vstupní parametry jsou převzaty z autory vytvořené databáze na základě zadaného oboru podnikání. Koefficient beta total je přepočten dle míry zadluženosti (úročené dluhy/vlastní kapitál, D/E). Uživatel zadá hodnotu rizikové přírážky za specifické riziko podniku (k tomu viz popis stanovení rizikové

přirážky v rámci metody DCF), která se připočítá k nákladům vlastního kapitálu vypočítaným modifikovaným modelem CAPM. Programem je pak vypočítána hodnota vlastního kapitálu podniku.

Závěrem je potřebné dodat, že u této metody jsou specifika rodinného podniku zohledněna minimálně, pouze v předpokladu, že charakter podniku bude zachován a v rizikové přirážce k nákladům vlastního kapitálu.

3.3 OCENĚNÍ METODOU REPRODUKČNÍCH POŘIZOVACÍCH CEN

Majetkové ocenění podniku je v této metodice uvedeno pouze okrajově z důvodu, že při této metodě nelze nikterak zohlednit specifika rodinného podnikání. V metodice je tato metoda uvedena z důvodu, že některé rodinné podniky nelze ocenit výnosovou metodou.

Uživatel zadává hodnotu vlastněného majetku (podbarvené buňky) v pořizovací ceně (brutto cena) i v netto ceně. U dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku se z těchto hodnot vypočítá míra odepsanosti majetku. Dále je potřebné zadat informace o aktuálních tržních cenách majetkových položek, které podnik vlastní. K tomu jsou nutné přesné informace o vlastněném majetku. Pokud uživatel tyto informace nemá, je možné je odhadnout s využitím oceňovací vyhlášky³⁷. Pro stanovení tržní ceny pozemků je nutné zadat informace o výměře pozemků a jeho jednotkové ceně dle postupu, který nabízí vytvořený software. Pro stanovení tržní hodnoty stavby je potřebné zadat velikost obestaveného prostoru budovy v m³ a účel užití budovy. Na základě těchto informací a informací zadaných při výpočtu tržního ocenění pozemků je stanovena tržní hodnota nemovité věci.

Pohledávky je potřebné rozdělit v závislosti na zajištění do kategorií po splatnosti, zajištěné a nedobytné³⁸; tyto informace budou využity ke stanovení hodnoty, kterou lze jejich inkasem získat.

Postup výpočtu je zřejmý z následující tabulky – viz Tabulka 3.6.

³⁷ Vyhláška č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování majetku.

³⁸ K výpočtu aktuální hodnoty pohledávek byl použitý postup doporučený v knize Mařík a kol. (2018): zajištěné pohledávky se započítají plnou hodnotou, pohledávky po splatnosti ve výši 50 % jejich hodnoty, nevymahatelné pohledávky mají nulovou hodnotu a zbývající část pohledávek (ve splatnosti) je započítána váhou 0,97.

Tabulka 3.6 Podklady pro ocenění majetkovou metodou v reprodukčních pořizovacích cenách^{*)}

Název majetkové položky	Brutto cena	Netto cena	Aktuální cena	Procento odepsanosti majetku	Ocenění v reprodukční pořizovací ceně
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	%	tis. Kč
Dlouhodobý nehmotný majetek					
<i>Software</i>					
<i>Ocenitelná práva</i>					
Dlouhodobý hmotný majetek					
<i>Pozemky</i>					
<i>Stavby</i>					
<i>Hmotné movité věci v 1. odpis. skupině</i>					
<i>Hmotné movité věci v 2. odpis. skupině</i>					
<i>Hmotné movité věci v 3. odpis. skupině</i>					
Dlouhodobý finanční majetek					
<i>Zásoby materiálu</i>					
<i>Zásoby zboží</i>					
<i>Pohledávky</i>					
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>					
<i>Peněžní prostředky^{**)}</i>					

^{*)} V tabulce jsou uvedeny nejvýznamnější položky, které se vyskytovaly ve zkoumaném souboru dat.

^{**)} Položka Peněžní prostředky bude zřejmě do majetku podniku zahrnuta v případě nástupnictví.

Rozdíl mezi vyčíslenou hodnotou majetku v reprodukčních pořizovacích cenách a neuhrazených závazků je hodnota vlastního kapitálu.

Vytvořený software vede k určení hodnoty vlastního kapitálu třemi metodami. Uživatel zadává hodnoty vstupních parametrů dle použité metody. Na konci tedy získá jednak hodnoty parametru rodinnosti, relativní míru rizikovosti na základě porovnání s dalšími rodinnými podniky, které byly použity k odvození těchto parametrů, jako i hodnotu vlastního kapitálu dle metody, kterou si zvolil. Samozřejmě může program použít opakovaně a využít jej pro stanovení hodnoty všemi metodami.

Použití softwaru je prezentované na dvou případových studiích, které jsou uvedeny v příloze této metodiky (Příloha 5 a Příloha 6).

4 SHRNU TÍ

Určování hodnoty podniku vyžaduje dobrou znalost oceňovacích metod a přístup k databázím, ze kterých může oceňovatel čerpat data pro výpočet některých vstupních parametrů a mít možnost porovnat oceňovaný podnik s dalšími podniky působícími ve stejném oboru. Tato metodika poskytuje jednak doporučení pro upřesnění vstupních parametrů při určování hodnoty podniku dle účelu ocenění a očekávaného vývoje podniku, jakož i informace o oborových hodnotách parametrů používaných při oceňování, které může uživatel metodiky využít při zvažování výše těchto parametrů. Uživatelé, kteří se profesně nevěnují této problematice, mají možnost využít vytvořený software, který umožňuje zjednodušeně stanovit hodnotu rodinného podniku. Zjednodušení spočívá v tom, že nelze zohlednit všechna specifika každého subjektu, který může být oceňován, ale také v tom, že vstupní parametry jsou nastaveny zpravidla na základě minulého vývoje. Současně má uživatel možnost tyto parametry upravit dle znalosti situace v oceňovaném podniku.

Z výsledků realizovaného výzkumu jednoznačně plyne, že specifika rodinných podniků je potřebné zvažovat i při určování jejich hodnoty. Plyne to jednak z analýzy rozdílů ve výkonnosti rodinných a nerodinných podniků, dále z modelu výkonnosti podniků, kde typ podniku (rodinný, nerodinný) je jedním z parametrů, který vysvětluje rozdíly ve výkonnosti podniků. Současně byl vytvořen faktor rodinnosti, který umožňuje tato specifika zakomponovat do oceňovacího modelu. V předložené metodice byl tento faktor použit k výpočtu investiční náročnosti tržeb. Navíc byl odvozen model nákladů vlastního kapitálu pro malé a střední podniky, který je modifikací CAPM a vychází z dat českých MSP. Zohledňuje jednak oborová specifika českých podniků a současně výnosovou míru dosahovanou v ČR. Uživatelé mají k dispozici celkové beta koeficienty (beta total) pro jednotlivé obory NACE (v mnoha případech i podobory), které pro podmínky ČR zatím nebyly kvantifikovány a jejich využití je širší než jenom v rámci této metodiky. Koeficient beta total umožňuje zohlednit fakt, že majitelé rodinných podniků zpravidla nevytváří investiční portfolio za účelem eliminace (přesněji minimalizace) specifického rizika podniku. Proto je koeficient beta total vhodné (přesněji nutně) použít při určování nákladů vlastního kapitálu malých, středních a mikro rodinných podniků.

Vytvořený program navádí uživatele k jednotlivým krokům tak, aby se co nejvíce zjednodušil postup určení hodnoty vlastního kapitálu. Práce s ním je prezentována na dvou případových studiích, které jsou uvedeny v příloze této metodiky (Příloha 5 a 6).

Autoři metodiky jsou si vědomi limitů předložené metodiky, které plynou ze struktury vzorku rodinných podniků, které byly použity k odvození faktoru rodinnosti. Z toho důvodu nabízejí uživatelům metodiky zvažovat míru rodinnosti a rizikovitosti oceňovaného podniku na základě otázek, které jsou uvedeny v úvodu programu (a též v příloze 3).

5 PŘEHLED ZDROJŮ A POUŽITÉ LITERATURY

Bohuslav, T. *Prototyp prvního „pavouka“ navrhl na rýsovacím prkně v garáži. Dnes jezdí unikátní svahové sekačky Lubomíra Dvořáka po celém světě.* Zdroj: <https://www.euro.cz/byznys/prototyp-prvniho-pavouka-navrhl-na-rysovacim-prkne-v-garazi-dnes-jezdi-unikatni-svahove-sekacky-lubomira-dvoraka-po-celem-svete>

BCPP. Dostupné na: <https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/detail/CZ0160000001>, Datum stažení 01-07-2022

ČNB: Databáze časových řad ARAD. Dostupné na: https://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_s_estuid=375&p_lang=CS, Datum stažení 01-07-2022

Damodaran, A. *Applied corporate finance*. 3rd Edition. John Wiley&Sons, 2011. ISBN 978-0-470-38464-0.

Damodaran, A. *Investment valuation. Tools and techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Edition. John Wiley&Sons, 2012. ISBN 978-1-118-13073-5.

Definice rodinného podniku (MPO, 2020). *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. [cit. 2022-02-19]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/podnikani/rodinne-podnikani/definice/definice-rodinneho-podniku--253096/>

Furch Guitars: *Náš příběh*. Zdroj: <https://furchguitars.com/cs/o-nas/nas-pribeh/>

Karas, M., Režňáková, M., Srbová, P. (2022) Predicting the value of Czech family businesses: which factors influence value creation? Mezinárodní vědecká konference Trendy v podnikání. EF ZČU Plzeň (v tisku)

Kislingerová, E. a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

Koller, T., Goedhart, M. a Wessels, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress. 2018. 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

Mařík, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2

Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) s účinností od 31. ledna 2022. International Valuation Standards Council. Ekopress, 2022, ISBN 978-80-87865-78-1

O'Boyle Jr., E. H., Pollack, J. M. a Rutherford, M. W. (2012) Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing* 27 (2012) 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.09.002>

Pusponegoro, N. H., Rachmawati, R. N., Notodiputro, K. A., a Sartono, B. (2017). Linear Mixed Model for Analyzing Longitudinal Data: A Simulation Study of Children Growth Differences. *Procedia Computer Science*, 116, 284-291. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2017.10.071>

Režňáková, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012, 142 s. ISBN 978-80-247-1835-4.

Režňáková, M., Srbová, P., Karas, M., Pěta, J. a Michalíková, E. *Deeper Insight into the Performance of Family Businesses: What Causes Differences in Performance between Family and Non-family Businesses? (v recenzním řízení)*

Sarmiento-Sabogal, J. a Sadeghi, M. (2015) Estimating the cost of equity for private firms using accounting fundamentals, *Applied Economics*, 47:3, 288-301.

Servus, S., Elischer, D. a T. Horáček (2018). *Aktuální otázky nástupnictví při rodinném podnikání*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 280 s.

Srbová, P. *Specifika určování hodnoty rodinných podniků, jejich vliv na výkonnost a tvorbu hodnoty*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2022. Vedoucí disertační práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Tuller L. W. *The Small Business Valuation Book*. 2nd Edition. Avon, Massachusetts, Adams Media, an F+W Publications Company, 2008. ISBN 1-59869-766-8.

Vyhláška č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování majetku

Ward, J. L. (2011). *Keeping the Family Business Healthy*. Palgrave Macmillan US. <https://doi.org/10.1057/9780230116122>

West, B. T. (2009). Analyzing Longitudinal Data With the Linear Mixed Models Procedure in SPSS, 32(3), 207-228. <https://doi.org/10.1177/0163278709338554>

Zellweger, T. M. a Astrachan, J. H. (2008). On the Emotional Value of Owning a Firm. *Family Business Review*, 21(4), 347-363. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2008.00129.x>

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve platném znění

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) v platném znění

Změna definice rodinného podniku v České republice (MPO, 2022). *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. [cit. 2022-02-19]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/podnikani/rodinne-podnikani/zmena-definice-rodinneho-podniku-v-ceske-republice---265670/>

6 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 Mediánové hodnoty finančních poměrových ukazatelů rodinných a nerodinných podniků v ČR

Příloha 2 Oborové hodnoty ukazatelů MSP ČR

Příloha 3 Dotazník pro vlastníky rodinných podniků

Příloha 4 Vybrané daňové otázky převodu vlastnictví rodinných podniků

Příloha 5 Stanovení hodnoty rodinného podniku 1

Příloha 6 Stanovení hodnoty rodinného podniku 2

7 INFORMACE O PŘEDKLÁDANÉ METODICE

7.1 DEDIKACE NA PROJEKT

Tato metodika je výsledkem řešení výzkumného projektu **TL02000434** s názvem „**Rodinné podniky: generátory hodnoty a určování hodnoty v procesu nástupnictví**“ programu ÉTA Technologické agentury ČR.

7.2 KONTAKTY NA PŘEDKLADATELE METODIKY

Na řešení projektu participovali:

Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně, která poskytla zejména přístup do faktografických a časopiseckých databází, které má univerzita předplaceny, statistický software a vytvořila pracovní podmínky řešitelům projektu.

Vysoká škola finanční a správní, a.s. zprostředkováním kontaktů na některé vlastníky rodinných podniků, organizací workshopů a konferencí a jej zaměstnanci se účastnili diskusí této metodiky.

Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, která zprostředkovala kontakty na některé vlastníky rodinných podniků a podílela se na prezentaci a diskusi výsledků projektu, včetně této metodiky.

Vedoucím řešitelského týmu výzkumného projektu i týmu autorů této metodiky je prof. Ing. Mária Režňáková, CSc. (reznakova@vutbr.cz).

Další členy autorského týmu jsou doc. Ing. Michal Karas, Ph.D. (michal.karas@vut.cz), Ing. Pavla Srbová (pavla.srbova@vutbr.cz), Ing. Jan Pěta, Ph.D. (jan.peta@vut.cz), doc. Ing. Mgr. Karel Brychta, Ph.D. (karel.brychta@vut.cz) a Ing. Pavel Weirich (pavel.weirich@vut.cz) v roli programátora.

Na přípravě metodiky se formou konzultací dále podíleli ostatní řešitelé projektu, a to doc. Ing. Naděžda Petřů, Ph.D. (VŠFS), doc. Ing. Ondřej Žižlavský, Ph.D., Mgr. Eva Michalíková, Ph.D. (VUT), Ing. Pavla Břečková, Ph.D. (VŠFS) a Ing. Andrea Tomášková, Ph.D. (VŠFS).

Adresa pracoviště autorů metodiky:

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská, Ústav financí
Kolejní 4
612 00 Brno 2906/4