

Aktuálne problémy ohodnocovania podnikov pri fúziách a akvizíciách a ich riešenie¹

Jaroslava HEČKOVÁ – Alexandra CHAPČÁKOVÁ – Peter BADIDA*

Current Challenges in Business Valuation during Mergers and Acquisitions and Approaches to Solve them

Abstract

The paper deals with the explanation of the stock general value's determination of the undertakings participating in an acquisition or merger of undertakings for the purpose of establishing of an appropriate consideration value on the basis of the theory and legal regulations and with the proposal of the solutions applicable in practice of problematic areas and difficulties of the methods valid in the Slovak Republic at the present time.

Keywords: merger, acquisition, cost of equity, general value of property, shareholder

JEL Classification: G32, G34

Úvod

V súvislosti s postupujúcou globalizáciou a liberalizáciou vo svete a z toho vyplývajúcim prístupom podnikov na medzinárodné trhy dochádza k prerozdeleniu trhov v prospech tzv. veľkých hráčov. Základným nástrojom na získanie väčšieho podielu na trhu sa stávajú fúzie a akvizície, k čomu bezpochyby prispievajú aj procesy finančnej a obchodnej liberalizácie v Európskej únii a fungovanie

* Jaroslava HEČKOVÁ, – Alexandra CHAPČÁKOVÁ – Peter BADIDA, externý doktorand, Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu, Konštantínova ul. 16, 080 01 Prešov; e-mail: jheckova@yahoo.com; chapcakova@yahoo.com; peterbadida@gmail.com

¹ Príspevok bol spracovaný v rámci riešenia projektu VEGA č. 1/0142/12 *Výskum vývojových tendencií a kľúčových determinantov cezhraničných fúzií a akvizícií v spoločnom európskom priestore* a projektu KEGA č. 032PU-4/2013 *Aplikácia e-vzdelávania vo výučbe ekonomických disciplín študijného programu Manažment a nových akreditovaných študijných programoch na Fakulte manažmentu Prešovskej univerzity v Prešove.*

Autori týmto ďakujú anonymným recenzentom a redakčnej rade Ekonomického časopisu za cenné pripomienky.

Európskej menovej únie, ktoré podporili realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií, t. j. realokáciu kapitálu, tak medzi členmi týchto spoločenstiev navzájom, ako aj s ostatnými krajinami v rámci svetovej ekonomiky (viac v štúdiách Petroulas, 2007; Brouwer, Paap a Viaene, 2008; Obadi a kol., 2012; Pauhofová a kol., 2013; Morvay a kol., 2012; 2013). Cieľom príspevku je na základe finančnej teórie a právnej úpravy procesov fúzií a akvizícií explikovať metodiku stanovenia všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí na účely zistenia hodnoty primeraného protiplnenia a navrhnúť pre prax aplikovateľné riešenia vybraných problémových oblastí a úskalí metodiky platnej v podmienkach SR v súčasnom období.

1. Teoretické a právne východiská problematiky fúzií a akvizícií

Fúzia (Merger) predstavuje dohodu dvoch alebo viacerých nezávislých podnikov o ich spojení do jedného podniku. *Akvizíciou (Acquisition)* sa rozumie získanie vlastníckej a manažérskej kontroly jedného podniku nad druhým. Možno rozlíšiť majetkovú a kapitálovú akvizíciu. Pri *majetkovej akvizícii* dochádza k získaniu aktív podniku, pri *kapitálovej* rozhodujúceho podielu na hlasovacích právach podniku. Po uskutočnení akvizície podniky pokračujú vo svojej činnosti, ich právne pomery sa nemenia, žiaden z nich nezaniká.

Slovenské obchodné právo pojmy *fúzia* a *akvizícia* nepozná. V zmysle uvedenej definície sa však právna úprava týchto inštitútov nachádza predovšetkým v zákone č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov. Základom slovenskej právnej úpravy fúzií a akvizícií sa stala Tretia smernica Rady č. 78/855/EHS z 9. októbra 1978 o zlúčení a splynutí akciových spoločností a Šiesta smernica Rady č. 82/891/EHS zo 17. decembra 1982 o rozdelení akciových spoločností, ktoré boli novelou, vykonanou zákonom č. 500/2001 Z. z. (s účinnosťou od 1. januára 2002), implementované v zákone č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v rámci všeobecnej úpravy problematiky zrušenia podnikov bez likvidácie. Vymedzenie pojmov *zlúčenie* a *splynutie* sa nachádza v § 69 ods. 3 zákona č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov (ďalej len Obchodný zákonník). Podrobná úprava splynutia a zlúčenia sa ďalej nachádza v druhej časti Obchodného zákonníka, diel V (viac v Hečková a Chapčáková, 2010).

Transpozíciou Smernice Európskeho parlamentu a Rady č. 2005/56/ES z 26. októbra 2005 o cezhraničných zlúčeníach alebo splynutiach kapitálových spoločností k pojmom *zlúčenie* a *splynutie* pribudli pojmy *cezhraničné zlúčenie* a *cezhraničné splynutie*, ktoré boli novelou zákona č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov č. 657/2007 Z. z. s účinnosťou od 1. januára 2008

systematicky zaradené do všeobecných ustanovení o obchodných spoločnostiach obsiahnutých v § 69aa. Podrobná úprava cezhraničného zlúčenia a cezhraničného splynutia sa ďalej nachádza v druhej časti Obchodného zákonníka, diel V, § 218ja až § 218lk. Prijatie uvedenej Smernice bolo prirodzenou reakciou na existujúce problémy či priam nemožnosť realizácie fúzií podnikov založených podľa práva rôznych členských štátov Európskej únie, čo v zmysle judikatúry Európskeho súdneho dvora bolo v rozpore so slobodou usádzania (*Right of Establishment*) garantovanou čl. 43 a 48 Zmluvy o Európskom spoločenstve. Obchodný zákonník umožňoval pred rokom 2008 v Slovenskej republike iba vnútroštátne fúzie. Cezhraničné fúzie síce priamo nezakazoval, avšak v § 69 ods. 2 povoľoval iba fúzie podnikov rovnakej právnej formy. Túto striktnú požiadavku novela nahradila požiadavkou obdobnej právnej formy.

Základný právny účinok každého vnútroštátneho či cezhraničného zlúčenia alebo splynutia podnikov má nezanedbateľný vplyv na postavenie spoločníkov (akcionárov) zúčastnených podnikov. Z tohto dôvodu Obchodný zákonník obsahuje nástroje na ochranu minoritných spoločníkov (akcionárov) (viac v Pala, Palová a Leontiev, 2009).

Podľa § 69 ods. 8 Obchodného zákonníka v návrhu zmluvy o zlúčení alebo zmluvy o splynutí možno dohodnúť, že niektorí spoločníci (akcionári) zanikajúcich podnikov sa nestanú spoločníkmi nástupníckeho podniku; obdobné právo majú i spoločníci podniku, na ktorý prechádza imanie zanikajúcich podnikov. Nástupnícky podnik je povinný vyplatiť im *vyrovnávací podiel*.

Akcionári nástupníckeho podniku, ktorí boli akcionármi niektorého z podnikov podieľajúceho sa na zlúčení alebo splynutí a nesúhlasia s návrhom zmluvy o zlúčení alebo zmluvy o splynutí, majú podľa § 218j Obchodného zákonníka právo požadovať, aby nástupnícky podnik od nich odkúpil akcie za *primerané peňažné protiplnenie*.

Vyhláškou MS SR č. 47/2009 Z. z. sa vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov doplnila o Prílohu č. 17 a tým boli s účinnosťou od 1. marca 2009 zakotvené pravidlá na stanovenie všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí podnikov a hodnoty akcií nástupníckeho podniku na účely zistenia hodnoty peňažného doplatku alebo hodnoty primeraného protiplnenia podľa príslušných ustanovení Obchodného zákonníka. Ustanovenia uvedenej vyhlášky sa primerane použijú aj na stanovenie všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na cezhraničnom zlúčení a cezhraničnom splynutí. Určeniu peňažného doplatku alebo primeraného protiplnenia na akciu pri zlúčení alebo splynutí predchádza stanovenie všeobecnej hodnoty majetku podniku ako celku. Všeobecná hodnota podniku sa stanoví výhradne podľa metód a postupov uvedených v § 3

vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov, a to majetkovou, podnikateľskou, kombinovanou alebo porovnávacou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku (*going concern*). Nemožno použiť likvidačnú metódu.

Príloha č. 17 uvedenej vyhlášky iba rámcovo vymedzuje pravidlá na stanovenie hodnoty peňažného doplatku alebo hodnoty primeraného protiplnenia. Uplatnenie práva na primeraný peňažný doplatok a primerané peňažné protiplnenie a ich potenciálne účinky na nástupnícky podnik môžu znamenať závažný zásah do jeho ekonomickej situácie. Spôsob stanovenia primeraného peňažného doplatku a primeraného peňažného protiplnenia sa tak javí ako jeden z najproblematickejších prvkov procesu zlúčenia alebo splynutia. Väčšina členských štátov Európskej únie (vrátane SR) zvolila spôsob stanovenia tohto spravodlivého ohodnotenia prostredníctvom expertného (znaleckého) ohodnotenia. Znalec je týmto postavený do pozície arbitra, ktorý má svojim ohodnotením určiť spravodlivé vyrovnanie. Z uvedeného dôvodu by ohodnotenie primeraného (spravodlivého) protiplnenia malo vykazovať čo najvyššiu mieru objektívnosti. Dosiaľ však nedošlo k všeobecnému konsenzu vo viacerých kľúčových otázkach týkajúcich sa metodologického postupu stanovenia primeraného protiplnenia.

2. Metodika stanovenia všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí na účely zistenia hodnoty primeraného protiplnenia v podmienkach SR

Vychádzajúc z metodiky stanovenia všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí a hodnoty primeraného protiplnenia v zmysle vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov a jej Prílohy č. 17 uvádzame nasledujúci modelový príklad stanovenia primeraného protiplnenia pri zlúčení alebo splynutí podnikov, a to podnikateľskou (výnosovou) metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku.

Pri výpočte sme vychádzali z účtovných výkazov zverejnených vo výročných správach podniku s právnou formou – akciová spoločnosť, pôsobiaca v odvetví stavebníctva v rokoch 2010 – 2012, a z predikcie odčerpateľných zdrojov z jej interných údajov v časovom horizonte piatich rokov do roku 2017. Odhad trhovej hodnoty vlastného kapitálu bol založený na odhade trhovej ceny akcií v čase ohodnotenia. Pre jednoduchosť sme predpokladali financovanie neprevádzkového majetku iba vlastným kapitálom. Výška cudzieho kapitálu je uvedená v účtovných hodnotách, ide o úročený cudzí kapitál. Celkový kapitál akciovej spoločnosti sme vypočítali nasledovným spôsobom:

$$CK = CZK + VK = (11\,397 + 3\,993) + 8\,531\,107 = 8\,546\,497 \text{ EUR}$$

kde

CZK – objem cudzieho kapitálu (dlhodobé bankové úvery, bežné bankové úvery, finančné výpomoci, emitované dlhopisy, zmenky, leasing, platené nájmy a iné záväzky),

VK – objem vlastného kapitálu (vlastné imanie),

CK – celkový kapitál, ktorým sa rozumie súčet vlastného a cudzieho kapitálu.

Náklady cudzieho kapitálu predstavujú nákladové úroky (účty 562 a 568) a boli stanovené na úrovni 6,70 % z úročeného požičaného kapitálu. Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu sme vychádzali z úrovne bezrizikovej úrokovej miery (r_f), ktorá sa rovná výške výnosu do splatnosti zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike (č. emisie 206, ISIN SK4120004987, splatnosť 10. 5. 2026) k dátumu ohodnotenia (31. 1. 2013), t. j. 3,68 %, pričom sme použili model oceňovania kapitálových aktív (*Capital Assets Pricing Model – CAPM*).

Beta koeficient ako ukazovateľ systematického rizika, vzhľadom na nízky stupeň rozvinutosti kapitálového trhu v SR, prakticky nie je možné odhadnúť. Z uvedeného dôvodu je vhodné vychádzať zo spracovaných údajov amerického a európskeho kapitálového trhu o výnosnosti cenných papierov v rovnakom odvetví, v akom pôsobí podnik, ktorý je predmetom ohodnotenia. Beta koeficient sa následne upravuje o vplyv kapitálovej štruktúry (Damodaran, 2006). Na dosiahnutie zodpovedajúcej výpovednej schopnosti zohľadňujúcej odlišnosti kapitálovej štruktúry v závislosti od druhu a charakteru odvetvia sme koeficient beta prepočítali na tzv. *Unleveraged Beta* (tzv. *nulové zadlženie*). Korekcia koeficientu beta na tzv. nulové zadlženie rešpektuje odlišnú mieru finančného rizika. V našom príklade sme použili hodnotu beta koeficientu pre odvetvie stavebníctva z údajovej databázy Datasets A. Damodarana (Damodaran, 2013a). Hodnota $\beta_{unleveraged}$ bola stanovená v rámci európskych krajín pre dané odvetvie na úrovni 0,82 (Damodaran, 2013a). Alternatívou môže byť využitie údajov zo štúdií skupiny Morningstar Associates, LLC, Ibbotson Associates a ďalších.

Na odhad prémie za riziko sme taktiež využili údajovú databázu Damodarana (2013b). Podľa tejto databázy bola Slovenská republika k 31. 1. 2013 zaradená v ratingovom hodnotení agentúry Moody's do dlhodobého ratingového pásma A2 (NBS, 2013) To znamená, že k základnej rizikovej prémii kapitálového trhu v USA vo výške 5,80 % sme pripočítali dodatočnú prémie vyjadrujúcu zvýšenú mieru rizika teritória pre investora vo výške 1,50 % (pre SR) na výslednú celkovú rizikovú prémie 7,30 % (Damodaran (2013b).

Po zohľadnení nákladov cudzieho (N_{CZK}) a vlastného kapitálu (N_{VK}) a finančnej štruktúry akciovej spoločnosti sme vypočítali mieru kapitalizácie (i):

$$N_{VK} = r_f + \beta(r_m \pm r_f) = 3,68 + 0,82 \times (5,80 + 1,50) = 9,67 \%$$

Vzhľadom na to, že hodnotená akciová spoločnosť využíva kombináciu vlastného a cudzieho kapitálu, miera kapitalizácie (i)² sa vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$i = (1 - d) \cdot N_{CZK} \cdot \frac{CZK}{CK} + N_{VK} \cdot \frac{VK}{CK}$$

kde

d – sadzba dane z príjmov v percentách, do výpočtu dosadzovaná v desatinnom tvare,

N_{CZK} – náklady cudzieho kapitálu v percentách, do výpočtu dosadzované v desatinnom tvare,

N_{VK} – náklady vlastného kapitálu v percentách, do výpočtu dosadzované v desatinnom tvare.

Po dosadení:

$$i = (1 - 0,19) \times 6,7 \times \frac{15\,390}{8\,546\,497} + 9,67 \times \frac{8\,531\,107}{8\,546\,497} = 9,67 \%$$

Všeobecnú hodnotu odčerpateľných zdrojov (H_{OZ}) pre uvedenú akciovú spoločnosť, ktorá využíva kombináciu vlastného a cudzieho kapitálu, sme vypočítali na obdobie piatich rokov (2013 – 2017) podľa nasledujúceho vzťahu:

$$H_{OZ} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t}$$

kde

OZ_t – odčerpateľné zdroje hodnoteného obdobia,

i – miera kapitalizácie v percentách dosadzovaná do výpočtu v desatinnom tvare,

n – dĺžka sledovaného obdobia.

Na výpočet hodnoty pokračujúcej v ďalšom roku je potrebné stanoviť odčerpateľné zdroje na rok 2018, t. j. rok nasledujúci po sledovanom období na základe odčerpateľných zdrojov (OZ_n) na rok 2017 a vypočítanej trvalo udržateľnej miery rastu (g),³ vyjadrujúcej percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorú sme stanovili na úrovni predpokladanej miery inflácie k dátumu ohodnotenia, t. j. k 31. 1. 2013 na úrovni 2,4 %.

² Odborná literatúra používa pojem *diskontná miera* (diskontná sadzba). *Miera kapitalizácie* (i), podľa vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov, odráža mieru rizika, priemernú nákladovosť kapitálu a štruktúru používaného kapitálu. Ak hodnotený podnik využíva, alebo bude využívať len vlastný kapitál, miera kapitalizácie (i) sa stanoví na úrovni nákladov vlastného kapitálu (N_{VK}), pričom náklady vlastného kapitálu sa stanovujú na úrovni bezrizikovej úrokovej miery (r_f), ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike.

Objem odčerpateľných zdrojov na rok 2018 sme vypočítali nasledovným spôsobom:

$$OZ_{n+1} = OZ_n \cdot (1+g) = 4\,402\,423 \cdot (1+0,024) = 4\,508\,082 \text{ EUR}$$

Hodnota pokračujúca (H_p) ako všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku v roku 2018 zohľadňuje predpoklady podniku vytvárať odčerpateľné zdroje počas časovo neobmedzeného obdobia. Táto hodnota je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia (k 31. 1. 2013) podľa nasledujúceho vzťahu:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}, \text{ pričom } i > g$$

kde

- OZ_{n+1} – objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období,
- g – trvalo udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v %, dosadzovaná do výpočtu v desatinnom tvare, ktorá vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktoré závisia od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci odvetvia.

Po dosadení do uvedeného vzťahu:

$$H_p = \frac{4\,508\,082}{0,0967 - 0,024} \cdot \frac{1}{(1+0,0967)^5} = 39\,084\,513 \text{ EUR}$$

Všeobecná hodnota podniku pri jeho časovo neobmedzenej životnosti je pomocou podnikateľskej metódy súčtom vypočítanej všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov (H_{OZ}) a pokračujúcej hodnoty (H_p). Výsledkom je všeobecná hodnota podniku stanovená podnikateľskou metódou k 31. 1. 2013.

$$V\check{S}H_p = H_{OZ} + H_p = 15\,251\,404 + 39\,084\,513 = 54\,335\,917 \text{ EUR}$$

(všeobecná hodnota podniku = 54 335 917 EUR)

Protiplnenie sa stanoví ako súčin všeobecnej hodnoty akcie a počtu akcií, pričom všeobecná hodnota jednej akcie sa stanoví ako podiel všeobecnej hodnoty podniku ako celku a počtu vydaných akcií so zohľadnením ich menovitej hodnoty. Akciová spoločnosť má emitovaných 57 545 ks akcií s menovitou hodnotou

³ Trvalo udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (g) vyplýva z historického a prognózovaného vývoja výnosov, pričom sa abstrahuje od mimoriadnych a extrémnych hodnôt. Ak nemožno vzhľadom na minulý a budúci vývoj podniku stanoviť trvalo udržateľnú mieru rastu odčerpateľných zdrojov (g) uvedeným spôsobom, možno použiť štatistické údaje ako priemernú hodnotu rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov. Ak výsledky na základe uvedených postupov nie je možné aplikovať, hraničnou hodnotou trvalo udržateľnej miery rastu (g) je predpokladaná miera inflácie k dátumu ohodnotenia.

akcie 34 eur, tvoriacich základné imanie v celkovej výške 1 956 530 eur. Valné zhromaždenie danej akciovej spoločnosti schválilo dňa 31. 1. 2013 návrh zmluvy o zlúčení spoločnosti s druhou akciovou spoločnosťou, ktorej základné imanie vo výške 25 000 eur tvorí 735 ks akcií s menovitou hodnotou 34 eur. Všeobecná hodnota jednej akcie na účely stanovenia *primeraného protiplnenia pri zlúčení* týchto akciových spoločností, vypočítaná podnikateľskou metódou k 31. 1. 2013, je v tomto prípade 932,32 eur.

3. Vybrané problémové oblasti pri stanovení všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí na účel zistenia hodnoty primeraného protiplnenia

Podľa nášho názoru je dôležité a potrebné poukázať na nasledovné vybrané problémové oblasti pri stanovení všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na vnútroštátnom či cezhraničnom zlúčení alebo splynutí na účel zistenia hodnoty primeraného protiplnenia a navrhnúť pre prax aplikovateľné odporúčania riešení týchto problémov.

Určenie peňažného doplatku alebo primeraného protiplnenia na akciu pri zlúčení alebo splynutí predchádza v zmysle platnej legislatívy v SR stanovenie všeobecnej hodnoty majetku podniku ako celku. Všeobecná hodnota podniku sa stanoví výhradne podľa metód a postupov uvedených v § 3 vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov, a to majetkovou, podnikateľskou, kombinovanou alebo porovnávacou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku.

V tejto súvislosti je namieste položiť si prvú otázku v rámci tejto akademickej diskusie, či kategória *všeobecná hodnota* by mala byť jediným východiskom pri určení peňažného doplatku alebo primeraného protiplnenia.

Všeobecná hodnota podniku (t. j. trhovú hodnotu podniku – *market value*) predstavuje množinu odhadovaných súm, za ktoré by mohol byť podnik predmetom výmeny k dátumu ohodnotenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorej by obe strany rokovali informovane, rozumne a bez nátlaku. Táto hodnotová báza pre podnik reprezentuje odhad ceny na trhu určený pre hypotetického priemerného kupujúceho. Pri tom sa predpokladá, že odhad bol vykonaný spravidla s rozpätím, a to využitím bežne odporúčaných a uznávaných poznatkov a s náležitou odbornou starostlivosťou (*best practice*). V prípade, ak predmetom predaja zatiaľ neznámemu záujemcovi je podnik, potom je voľbou *trhovú hodnotu*. Pokiaľ ale existuje konkrétny záujemca (investor), ktorý môže pri kúpe podniku zároveň vytvoriť i rôzne synergie, situácia už

jednoznačná nie je. V tejto súvislosti môže byť, podľa nášho názoru, vhodným prístupom využitie kategórie *hodnota pre rozhodnutie* (investičná hodnota – *investment value*). Ako uvádza Krabec (2009, s. 144 – 149) hodnotu pre rozhodnutie (*Entscheidungswert*) zaviedol do teórie ohodnocovania podniku Engels (1962) o jeho teoretické rozpracovanie sa zaslúžili predovšetkým Matschke (1975) a aktuálne Hering (2006) i Matschke a Brösel (2007). Túto kategóriu charakterizujú nasledujúce znaky: ide o kritickú (hraničnú) hodnotu, odhaduje sa vo vzťahu k určitej plánovanej transakcii, k určitému rozhodovaciemu subjektu a systému jeho cieľov, ku konkrétnej množine možností relevantných k okamžiku rozhodovania subjektu a – vo vzťahu k analyzovanej transakcii – k odvoditeľným alternatívam. Matschke (1975) vyvinul uvedený model s cieľom poskytnúť nástroj na odhad hodnoty podnikov pre prípad ich kúpy, predaja, rozdelenia, zlúčenia alebo splynutia.

Odhad nákladov vlastného kapitálu vyjadruje očakávanú mieru výnosu vlastníkov (akcionárov, investorov) vzhľadom na mieru rizika spojenú s touto investíciou. Predstavuje parameter so značným vplyvom na celkovú *výslednú hodnotu podniku*. Táto ekonomická kategória je v súčasnosti na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia regulovaná v citovanej vyhláške MS SR ako očakávaný podiel na zisku, ktorý získa vlastník za vklad svojho kapitálu do podniku, avšak príloha uvedenej vyhlášky ju stanovuje ako výšku priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v SR.⁴ *Bezriziková úroková miera* by mala byť podľa nášho názoru logicky odvodená z výnosu príslušného dlhopisu do doby splatnosti⁵ k dátumu ohodnotenia (graf 1) – iba tak si možno predstaviť realizovateľnú alternatívnu investíciu. Alternatívna voľba bezrizikovej výnosnosti na základe priemerného výnosu býva obhajovaná argumentom potreby vylúčenia výkyvov na kapitálovom trhu.

Výšku úrokových mier významne ovplyvňuje aj inflácia prejavujúca sa rastom celkovej cenovej hladiny a znižovaním kúpnej sily meny. To má následne vplyv aj na zníženie výnosov investícií. Z uvedeného dôvodu investori zahŕňajú *inflačnú prémie* do požadovaného výnosu zo zapožičaných peňažných fondov vo výške očakávanej inflácie počas obdobia životnosti zamýšľanej investície (Mirdala, 2012). Dôležité je upozorniť, že ide o očakávanú budúcu infláciu, ktorá s infláciou zverejňovanou za minulé obdobie koreluje iba obmedzene. Zistiť inflačnú prémie pre dlhopis s danou dobou splatnosti možno napríklad z rozdielu výnosnosti štátneho dlhopisu s fixným kupónom (napr. U.S. Treasury Bond)

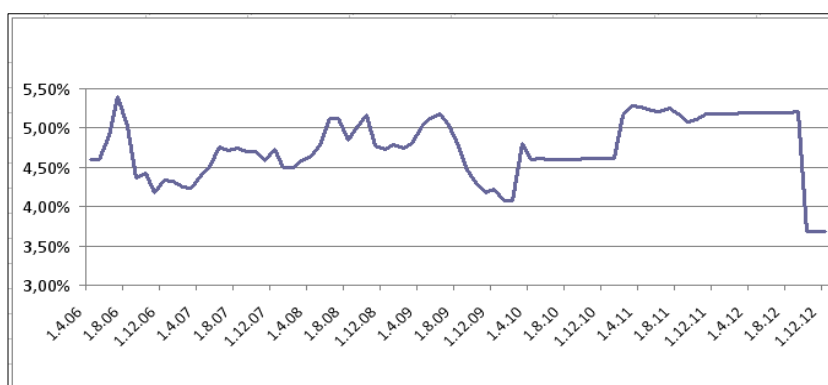
⁴ V súčasnosti je ním štátny dlhopis ISIN SK4120004987, emisia 206 so splatnosťou 10. 5. 2026.

⁵ Výnos do splatnosti dlhopisu (YTM – *yield to maturity*) predstavuje vnútorné výnosové percento z finančných tokov a trhovej ceny instrumentu s fixnými príjmami – konštantnú úrokovú sadzbu použitú pri diskontovaní všetkých peňažných tokov z dlhopisov do doby splatnosti.

a výnosnosti štátneho inflačne indexovaného dlhopisu (napr. U.S. Treasury TIPS) s obdobnou dobou splatnosti. V Slovenskej republike inflačne indexované štátne dlhopisy nie sú.

Graf 1

Vývoj výnosnosti do doby splatnosti ISIN SK4120004987, emisia 206 v období od 10. 5. 2006 do 31. 1. 2013



Prameň: Vlastné spracovanie na základe výpočtu z údajov z Burzy cenných papierov v Bratislave (BCP, 2012).

Národná banka Slovenska pravidelne v štvrtročných intervaloch zverejňuje informácie o inflačných očakávaníach na 12 a 36 nasledujúcich mesiacov – merané harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP – priemer). Ilustratívne sme porovnali časové rady inflačných očakávaní s vývojom výnosu do splatnosti štátneho dlhopisu ISIN SK4120004987, emisia 206 za obdobie od 10. 5. 2006 do 31. 1. 2013, a uskutočnili sme korelačnú analýzu závislosti výnosu do splatnosti štátneho dlhopisu ISIN SK4120004987, emisia 206, ako vysvetľovanej premennej, a inflačných očakávaní, ako vysvetľujúcich premenných, s nasledujúcimi výstupmi (tab. 1).

Tabuľka 1

Pearsonov korelačný koeficient

		Výnos dlhopisu do splatnosti p. a.	HICP – predikcia 12 m	HICP – predikcia 36 m
Výnos dlhopisu do splatnosti p. a.	koeficient korelácie	1	.5399	.2811
	p		.000	.011
	N	81	81	81
HICP – predikcia 12 m	koeficient korelácie	.5399	1	.0594
	p	.000		.598
	N	81	81	81
HICP – Predikcia 36 m	koeficient korelácie	.2811	.0594	1
	p	.011	.598	
	N	81	81	81

Prameň: Vlastný výpočet na základe údajov z Národnej banky Slovenska (NBS, 2012).

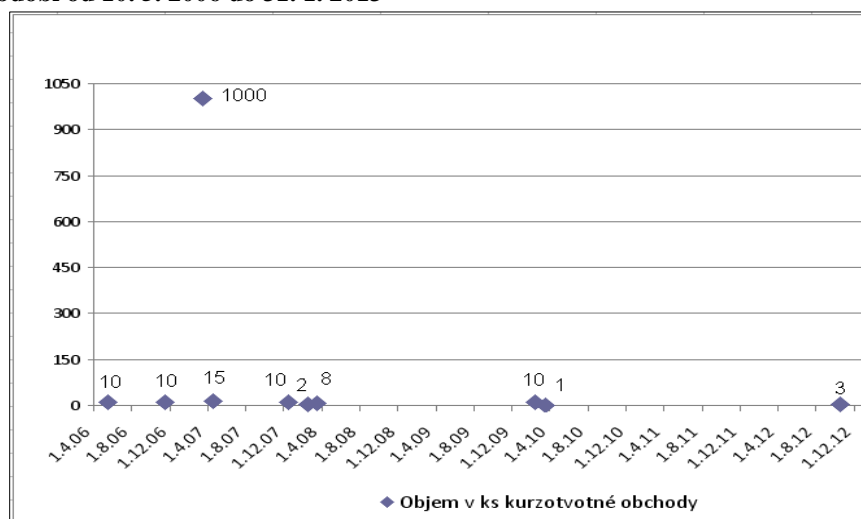
Dosiahnuté výsledky poukazujú na štatisticky významnú variabilitu výnosu do doby splatnosti uvedeného dlhopisu a inflačných očakávaní na nižšej hladine významnosti – predikcií na 12 a 36 mesiacov. Koeficient korelácie výnosu do splatnosti pri 12-mesačnej predikcii dosiahol vyššiu hodnotu, a to 0,5399, p-hodnota = 0,000 (t. j. štatisticky významnejšiu) v porovnaní s 36-mesačnou predikciou, kde korelačný koeficient dosiahol hodnotu 0,2811 (p-hodnota = 0,011).

Postup stanovenia nákladov vlastného kapitálu spôsobom uvedeným vo vyhláske podľa nášho názoru nezohľadňuje konkrétne determinanty podnikania (napr. odvetvie podnikania, kapitálovú a finančnú štruktúru podniku, trhové riziko, očakávanú mieru inflácie). Náklady vlastného kapitálu predstavujú taktiež oportunitné náklady (*opportunity costs*) vo výške výnosnosti alternatívnej investície. Je nevyhnutné zdôrazniť, že by malo ísť o skutočnú alternatívu, t. j. takú investíciu, ktorá je dostatočne likvidná a pre investorov dostupná (aj z pohľadu výšky samotnej investície).

Graf 2 zobrazuje likviditu spojenú so štátnymi dlhopismi ISIN SK4120004987, emisia 206. Z grafu je zrejmé, že s uvedenými cennými papiermi sa takmer neobchoduje.

Graf 2

Kurzotvorné obchody štátnych dlhopisov ISIN SK4120004987, emisia 206, v období od 10. 5. 2006 do 31. 1. 2013



Prameň: Vlastné spracovanie na základe výpočtu z údajov z Burzy cenných papierov v Bratislave (BCP, 2012).

Východiskom na určenie nákladov vlastného kapitálu by malo byť podľa nášho názoru využitie modelov finančnej teórie, hlavne modelu oceňovania kapitálových aktív CAPM.⁶

Všetky uvedené modely konštruujú výslednú hodnotu nákladov vlastného kapitálu minimálne z dvoch zložiek, a to z bezrizikovej úrokovej miery a rizikovej prémie. *Výška rizikovej prémie (equity risk premium)* by mala vyjadriť ohodnotenie rizikovosti trhového portfólia. Priamy odhad budúcej prémie možný nie je, pri odhade je potrebné vychádzať z historických údajov. Na tomto mieste vzniká priestor na ďalšiu rozsiahlu odbornú diskusiu o výbere konkrétneho postupu na jej zistenie. Metodické problémy so významnými rozdielmi vo výsledných hodnotách spôsobuje predovšetkým voľba dĺžky obdobia, výpočet priemernej výnosnosti (voľba medzi aritmetickým alebo geometrickým priemerom) a voľba medzi použitím údajov z rozvinutých svetových kapitálových trhov (napríklad amerického) alebo z národného kapitálového trhu (prípadne aj postup ďalších úprav údajov z rozvinutých kapitálových trhov).

Vhodným základom na určenie rizikových prémieí je podľa nášho názoru úprava (navýšenie) jej základného výpočtu (z údajov o vývoji kapitálových trhov v USA) o riziko štátu. Očakávanú rizikovú prémieu investícií sledujú viaceré ratingové agentúry vo svete (napr. Moody's, Standard and Poor's, Bloomberg, Fitch a i.), ktoré udeľujú jednotlivým štátom rating. Rating štátu je následne potrebné premietnuť do výšky rizikovej prémie. Odporúčaným zdrojom finálnych údajov je databáza Damodarana – Updated Data – Country Default Spreads and Risk Premiums, alebo databáza implikovaných prémieí kapitálových trhov vychádzajúca z údajov S&P 500 – Updated Data – Implied Premiums for US Market.

Priestor na ďalšiu diskusiu pri stanovení nákladov vlastného kapitálu pri využití modelu CAPM vzniká pri *odhade koeficientov beta*. V obdobiach zvýšenej volatility trhu koeficienty beta vzhľadom na svoju konštrukciu nemusia relevantne zobrazovať zvýšenie rizika, resp. volatility určitého odvetvia alebo odboru. Niektoré sektorové beta koeficienty reagujú v súlade s vývojom trhu, iné nie (viac v štúdiách Brabenec, 2008; 2009) Z uvedeného dôvodu je podľa nášho názoru potrebné analyzovať vývoj koeficientov beta v odvetví, a najmä v „turbulentných“ obdobiach zvážiť použitie ďalších špecifických rizikových prirážok,⁷

⁶ Aj napriek tomu, že model CAPM je kritizovaný pre celý rad nedostatkov (platnosť modelu je viazaná na veľký počet striktných podmienok, ktoré v praxi zďaleka nie sú splnené, model bol štatisticky testovaný s pomerne rozporuplnými výsledkami), predstavuje zatiaľ jediný teoretickými poznatkami podložený a vo svetovej praxi uznávaný spôsob kvantifikácie diskontnej miery pri výnosových metódach ohodnocovania podniku (Mařík a kol., 2007, s. 198). Ostatné modely a spôsoby určenia nákladov vlastného kapitálu (model arbitrážneho oceňovania APT, dividendového modelu, Famaovho-Frenchovho trojfaktorového modelu, metódy istotných ekvivalentov – *certainty equivalent*, expertných prístupov na stanovenie beta koeficientov, resp. rizikovej prémie na ohodnotenie súboru rizikových faktorov charakterizujúcich riziko podnikateľskej činnosti spoločností založené na princípe stavebnicových modelov) možno použiť ako základ iba na odhad investičnej hodnoty, zatiaľ čo pri odhade trhovej alebo objektivizovanej hodnoty môžu zohrávať iba doplnkovú úlohu z dôvodu, že nemajú priamu väzbu na trhové údaje (Mařík a kol., 2011, s. 311 – 320).

⁷ Túto alternatívu špecifikuje vo svojom diele napríklad Damodaran (2006, s. 48 a nasl.).

prípadne overiť výslednú hodnotu nákladov vlastného kapitálu pomocou alternatívnych metód výpočtu, ktoré v súčasnosti ponúka finančná teória. V rámci stanovenia N_{VK} s využitím koeficientu beta je potrebné uvedomiť si aj ďalšie komplikácie ich výpočtu. V prípade najčastejšie využívaných historických hodnôt nevyhnutne dochádza k zakonzervovaniu minulého vývoja, čo nemožno považovať za úplne správne pri ohodnotení prostredníctvom očakávaných budúcich hodnôt *cash flow*. Pri výpočte koeficientu beta by sa nemalo zabúdať ani na vplyv rozdielov v zadlžení, hodnotu prevádzkovo nepotrebného majetku a investície rôznych podnikov. Na tento účel bolo vyvinutých viacero alternatívnych konceptov jeho výpočtov (viac v Mařík a kol., 2007).

Výsledkom určenia nákladov vlastného kapitálu v zmysle uvedenej vyhlášky pri procese stanovenia primeraného protiplnenia sú náklady vlastného kapitálu na nižšej úrovni ako náklady vlastného kapitálu stanovené v súlade s finančnou teóriou, čo v konečnom dôsledku zvyhodňuje postavenie minoritných akcionárov nadhodnotením ich akcií. Regulácia uvedená vo vyhláške preto môže byť nanajvýš základom určenia bezrizikovej úrokovej miery pri výpočte samotných nákladov vlastného kapitálu prostredníctvom uvedených modelov.

Ďalšou oblasťou, ktorej je potrebné venovať pozornosť v súvislosti s odhadom nákladov vlastného kapitálu, je *aplikácia diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov* v podmienkach SR. Problematika stanovenia úrovni hodnoty i odhad veľkosti a použitie diskontov a prémie na úrovni akcionára patria k dlhodobo diskutovaným a kontroverzným oblastiam v ohodnocovaní podnikov vo svete. Aj v súčasnosti sú z rôznych pohľadov naďalej teoreticky i aplikačne rozpracúvané (viac v Petřík, 2009).⁸ Prispieva k tomu nejednotnosť teoretických názorov i výsledkov empirických štúdií v tejto oblasti (uvedených v ďalšom texte), ich významný rozptyl, obmedzenosť vstupných údajov modelov, ich časová a regionálna unikátnosť, subjektívny, aj keď, prirodzene, odborný a dostatočne analyticky, finančne a ekonomicky zdôvodnený názor analytika atď.

Myslíme si, že ide o špecifický problém ohodnocovania, pri ktorom nepostačuje zistiť výslednú všeobecnú hodnotu podniku ako celku, a následne alikvotný podiel niektorou z metód ohodnocovania, ale využiť i ďalšie nástroje ohodnocovania, ktorými sú diskonty a prémie. Dôvod je jednoduchý. Súhlasíme s názorom Maříka a kol. (2007; 2011), že v čase rozdelenia vlastníctva medzi viacero subjektov prestáva byť obchodovaným aktívom podnik a obchodovaným aktívom začínajú byť akcie alebo obchodné podiely. Investori do minoritných a majoritných

⁸ Právny a ekonomický význam konceptu *diskont za obmedzenú obchodovateľnosť* (*Discount for Lack of Marketability*) potvrdzuje aj skutočnosť, že ho všeobecne akceptovali orgány štátnej moci (The Internal Revenue Service, The Tax Court a i.), orgány štátnej správy (The Securities and Exchange Commission, The Financial Accounting Standards Board, The Department of Labor a i.), akademická verejnosť i experti na ohodnocovanie v USA a v Kanade.

podielov netvorí homogénnu skupinu. Z tohto dôvodu neexistuje jeden trh pre všetky akciové alebo obchodné podiely. Na trhu akcií minoritného akcionára je obvykle ich cena nižšia v porovnaní s cenou akcií, ktoré sú súčasťou balíka v držbe majoritného akcionára. Hodnota akcie (podielu) podniku môže byť pre rôznych akcionárov (spoločníkov) alebo skupiny akcionárov (skupiny spoločníkov) rôzna, t. j. hodnota akcie (podielu) nie je alikvotná podielu na vlastnom kapitáli podniku ako celku.

Pri odhade diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov možno v zásade rozlíšiť dva prístupy. Jedným z nich je využitie *teoretických kvantitatívnych modelov diskontu*. Tieto modely sa pokúšajú kvantifikovať diskonty za obmedzenú obchodovateľnosť pomocou rôznych vstupných odvodených predpokladov. V poslednom období ide najmä o modelovanie pomocou opcií (D. B. H. Chafee III, F. A. Longstaff, J. D. Finnery), analýzu požadovanej miery výnosnosti (Ch. Z. Mercer), rozklad diskontu na ekonomické komponenty (J. B. Abrams), CAPM a rizikovú prémie vlastného kapitálu (D. I. Tabak), pravdepodobnostnú funkciu získania likvidity v čase (J. J. Stockdale); (viac v Rýdlová, 2006 a Mařík a kol., 2011, s. 471 – 481). Druhý, tradičný prístup (historicky starší) je založený na odhade diskontu na základe vierohodne spracovaných a efektívne štruktúrovaných *empirických štúdií a údajov*, t. j. na porovnaní s diskontmi, ktoré boli dosiahnuté pri porovnateľných transakciách (z verejne dostupných i platených databáz). V praxi ohodnocovania v USA, ktorá disponuje objektívne najkvalitnejšími analytickými údajmi za časovo najdlhšie obdobie, sa používajú tri prístupy a techniky, a to metódy a techniky akcií s obmedzenou obchodovateľnosťou (*restricted stocks*),⁹ metódy a techniky využívajúce empirické údaje z prvých verejných ponúk akcií (*Initial Public Offering – IPO*) na kapitálových trhoch (pre – IPO)¹⁰ a metódy a techniky akvizičných cien (*acquisition price*)¹¹ (viac v Rýdlová, 2006; Pratt a Niculita, 2008).

Na základe uskutočnenej syntézy zistených poznatkov možno konštatovať, že použitie výsledkov empirických štúdií, uvedených v predchádzajúcom texte, nemožno v podmienkach SR v súčasnom období považovať za dostatočne teoreticky podložené a vedúce k správny výsledkom, prípadne aspoň k výsledkom na teoreticky prijateľnej úrovni. Aj v USA, kde štúdie vznikli a z ich trhov údaje pochádzajú, majú štúdie svoje obmedzenia. Pri ich aplikácii na slovenské podmienky problémy pribúdajú. Zo štúdií o akciách s obmedzenou obchodovateľnosťou

⁹ Napríklad štúdie: M. Gelman; R. R. Trout; R. Moroney a J. M. Maher; W. Silber; M. Hertzler a R. L. Smith; B. A. Johnson; M. Bajaj, D. J. Denis, S. P. Ferris a A. Sarin.

¹⁰ Napríklad štúdia: J. D. Emory.

¹¹ Napríklad tieto štúdie: R. P. Lyons a M. J. Wilczynsky; Ch. Z. Mercer; J. Koeplin, A. Sarin a A. C. Shapir; J. Phillips a N. Freeman; M. Officer a G. Franc; G. Richardson.

vyplýva priemerný diskont za obmedzenú obchodovateľnosť na úrovni 20 – 35 %. Aktuálnejšie štúdie odhadujú výšku diskontu na nižšej úrovni, čo možno považovať za dôsledok rozdelenia diskontu na viacero zložiek i zníženia obdobia reštrikcie. Ostatné časti diskontu sú ovplyvnené buď priamo, alebo nepriamo likviditou a vznikajú a rastú s poklesom likvidity akcií. Výška priemerných diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť, vypočítaná pomocou štúdií pre IPO, dosahovala 47 % i viac.

Na účely ďalšej analýzy a vyvodenie záverov z hľadiska aplikovateľnosti v našich podmienkach je potrebné poukázať aj na najvýznamnejšie odlišnosti medzi kapitálovými tržmi v USA a v SR. *Motív kúpy minoritných podielov* na trhoch v USA vychádza z očakávania peňažných príjmov v budúcom období (t. j. špekulačný motív). Medzi motívy kúpy minoritných podielov slovenských investorov možno zaradiť získanie kontrolného podielu postupným nákupom týchto minoritných podielov, formu odmeny s cieľom zabezpečiť dostatočnú zainteresovanosť zamestnancov na chode podniku (t. j. zamestnanecké akcie), získanie *know-how* podniku – synergický motív. Až na poslednom mieste by sme spomenuli motív výnosu v dôsledku neexistencie dividendovej politiky vo väčšine podnikov v SR. Na význam *veľkosti obchodovaného podielu* na výške diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť poukazujú viacerí autori zaoberajúci sa výskumom v tejto oblasti (napr. Silber, 1991, vo svojom kvantitatívnom modeli). Výsledky empirických štúdií uskutočnených na kapitálových trhoch v USA v zásade potvrdzujú, že s rastom obchodovaného podielu sa zvyšuje hodnota diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť (napr. Hall, 2008). Z dôvodu neexistencie lokálnych empirických štúdií, v dôsledku skutočnosti, že akcie väčšiny podnikov v SR nie sú obchodované na kapitálovom trhu, ako aj nemožnosti empiricky skúmať veľkosť diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť z dôvodu extrémne malého počtu podnikov kótovaných na hlavnom i paralelnom kapitálovom trhu a extrémne nízkych hodnôt celkového percenta základného kapitálu i denného priemerného zobchodovaného podielu na základnom kapitáli vo všetkých podnikoch (výsledky nášho výskumu v ďalšom texte), nemožno dospieť k zmysluplnému záveru. Signifikantné rozdiely medzi *veľkosťou a likvidnosťou kapitálových trhov* v USA a v SR vedú k záveru, že v dôsledku nižšej likvidnosti slovenského kapitálového trhu je vhodné požadovať nižšiu kompenzáciu za obmedzenie likvidity akcií ako v prípade amerických trhov, t. j. nižší diskont za obmedzenú obchodovateľnosť. *Veľkosť podniku* patrí medzi faktory, ktoré významne ovplyvňujú výšku diskontu. Kapitálové trhy združujú najmä veľké podniky. Malé neobchodovateľné podniky sú pre investorov ťažko preskúmateľné, a tým aj rizikovejšie – neisté plány, vysoká volatilita dosahovaných ziskov, obťažne predikovateľné tržby, vysoké zadĺženie atď.

Predkladáme teda nasledujúce odporúčania na možnú aplikáciu diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť pri ohodnocovaní majetku v podmienkach SR. Stotožňujeme sa s obmedzeniami a úskaliami empirických štúdií uvedenými v štúdií Rýdlová (2006). Pri aplikácii ich výsledkov je potrebné zohľadniť obdobie, z ktorého pochádzajú, a situáciu na kapitálových trhov v tomto období, veľkosť vzorky podnikov, typ podnikov, použitú metodológiu. Sme presvedčení, že štúdie uskutočnené z údajov za dlhšie obdobie poskytujú relevantnejšie výsledky z dôvodu eliminácie výnimočných vplyvov spôsobujúcich výkyvy na kapitálových trhoch. Taktiež preferujeme výsledky aktuálnejších štúdií, ktoré zohľadňujú vplyv aj iných faktorov na výšku diskontu. V neposlednom rade odporúčame kombináciu výsledkov empirických štúdií, teoretických modelov i expertného posúdenia faktorov, pri ktorých sa potvrdila štatistická významnosť pri zostavovaní matematických modelov na výpočet diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť. Pri analýze týchto faktorov sme nezistili dôvody, prečo by tieto faktory mali pôsobiť na diskont v našich podmienkach iným spôsobom a intenzitou, než akou pôsobia v rámci kapitálového trhu v USA. Tieto faktory nám môžu byť veľmi nápomocné pri úvahách, na akej úrovni by sa diskont za obmedzenú obchodovateľnosť mohol pohybovať (napr. v porovnaní s diskontom v odvetví) a môžu slúžiť aj na konštrukciu určitého kvalitatívneho modelu na odhad diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť, založeného napríklad na bodovej stupnici podľa konkrétneho prípadu ohodnocovania. Napriek všetkým odporúčaniam zostáva konečné rozhodnutie o aplikácii diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť a jeho výška na analytikovi (znalcovi). V kontexte výpočtu všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí na účely zistenia hodnoty primeraného protiplnenia v podmienkach SR odporúčame diskont za obmedzenú obchodovateľnosť premietnuť do parametra *riziková prirážka* pri výpočte nákladov vlastného kapitálu napríklad pomocou modelu CAPM a jeho výšku stanoviť na základe analýzy uvedených faktorov podľa konkrétneho ohodnocovaného prípadu.

S cieľom hlbšie analyzovať a vyvodit' závery z hľadiska aplikovateľnosti týchto diskontov v podmienkach SR poukazujeme stručne i na výsledky nami realizovaného výskumu s cieľom zistiť diskont za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov a vzťah medzi veľkosťou obchodovaného podielu a jeho cenou, t. j. na indikáciu kontrolnej premie. Na kótovanom trhu cenných papierov v SR sa v súčasnosti obchoduje iba s akciami siedmich podnikov. V objemoch obchodov dlhodobo dominujú štátne dlhopisy. Do vývoja kapitálového trhu citel'ne zasiahla globálna finančná kríza. V roku 2010 poklesol celkový objem obchodov medziročne až o 42,4 %. V roku 2011 sa podarilo jeho dynamiku obnoviť.

V Slovenskej republike nebol dosiaľ uskutočnený empirický výskum v predmetnej problematike. V Českej republike boli v danej oblasti publikované dve

empirické štúdie o obchodovateľnosti a kontrolnej prémii, a to štúdia Dyck a Zingales (2004), kde medzi podniky z 39 štátov sveta patrili aj podniky so sídlom v ČR (vzorka však obsahovala iba šesť českých podnikov), a štúdia Rýdlová a Rajdl (2006), uskutočnená na vzorke 18 českých podnikov, ktorých akcie boli kótované na burzách.

Vstupné údaje pre náš výskum sme získali zo zverejnených údajov (vrátane ročieniek za obdobie 2007 až 2011) Burzy cenných papierov v Bratislave, a. s., ktorá je jediným organizátorom regulovaného trhu s cennými papiermi na Slovensku. Tvoria ich denné ceny akcií, objemy kurzotvorných obchodov v eurách,¹² počet zobchodovaných kusov akcií a počet aktívnych dní (t. j. dní, v ktorých sa obchodovalo aspoň s jednou akciou danej obchodnej spoločnosti), spolu siedmich obchodných spoločností kótovaných na Burze cenných papierov v Bratislave, a. s. v období od 1. 1. 2007 do 31. 12. 2011.

Na získanie porovnateľných údajov sme prepočítali vážený kurz akcie (t. j. dennú cenu akcií prepočítanú ako vážený priemer z uskutočnených denných transakcií, kde váhou bol objem transakcie).

Skupinu 1 tvoria akcie spoločností obchodovaných na hlavnom kótovanom trhu v skúmanom období obsiahnuté v indexe SAX. Skupinu 2 tvoria akcie spoločností obchodovaných na paralelnom kótovanom trhu v období od 1. 1. 2007 do 31. 12. 2011 obsiahnuté v indexe SAX. Ďalší metodický postup analýzy sme zvolili obdobne ako postup v štúdiu Rýdlová a Rajdl (2006), uskutočnenej v podmienkach Českej republiky.

Na základe takto vybranej a upravenej vzorky vstupných údajov sme zistili nasledovné štatistické charakteristiky jednotlivých skupín akcií spoločností podľa počtu dní obchodovania s akciami, priemerného objemu obchodu v kusoch akcií, aj v eurách, celkového objemu kurzotvorných obchodov v eurách, celkového percenta základného kapitálu zobchodovaného za celé obdobie a priemernej veľkosti percentuálneho podielu na základnom kapitáli a počtu dní, keď bol uskutočnený obchod, ako približného meradla počtu obchodov s danou akciou, t. j. likvidity.

Akcie spoločností v skupine 1 mali počas sledovaného obdobia vyšší počet aktívnych dní, v ktorých boli uskutočnené obchody (v priemere 609 dní, t. j. približne polovica maxima 1 239 dní), v porovnaní s akciami skupiny 2 obchodovanými na paralelnom trhu (v priemere 303,25 dní). Priemerný objem obchodu v skupine 1 dosiahol hodnotu 4 140,20 eur, v skupine 2 iba 1 839 eur, avšak so signifikantnými rozdielmi.

¹² Prepočet SKK/EUR sa uskutočnil kurzom 1 EUR = 30,126 SKK podľa zákona č. 659/2007 Z. z. o zavedení meny euro v Slovenskej republike a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

T a b u ľ k a 2

Zobchodovaný podiel na základnom kapitáli (ZK)

Skupina 1: SAX – hlavný trh	Priemerný denný podiel na ZK (v %)	Celkové percento ZK zobchodované za celé obdobie (v %)	Poznámka
SES, a. s. (Tlmače)	0.0156	7.3052	navyšovanie ZK v roku 2009
SLOVNAFT, a. s.	0.0005	0.2888	
VÚB, a. s.	0.0013	0.9563	
Skupina 2: SAX – paralelný trh	Priemerný denný podiel na ZK	Celkové percento ZK zobchodované za celé obdobie	Poznámka
Biotika, a. s.	0.0020	0.7835	od 8/2010 od 8/2010
OTP Banka Slovensko, a. s.	0.0012	0.0140	
Best Hotel Properties, a. s.	0.0165	5.8014	
Tatry Mountain Resorts, a. s.	0.0376	13.2496	

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Burzy cenných papierov v Bratislave (BCP, 2013).

Tabuľka 2 potvrdzuje, že denný priemerný zobchodovaný podiel na základnom kapitáli za sledované obdobie dosiahol veľmi nízke hodnoty v oboch skupinách. Rovnako veľmi nízke hodnoty dosiahlo aj celkové percento základného kapitálu zobchodované za celé obdobie v oboch skupinách. Oba trhy (hlavný kótovaný trh i paralelný kótovaný trh) trpeli počas sledovaného obdobia piatich rokov nízkym denným objemom obchodov. Nebolo možné ani jednoznačne posúdiť, ktorý z nich bol likvidnejší (ako likvidnejší sa od roku 2010 javí paralelný trh). V tomto kontexte je potrebné posudzovať likviditu jednotlivých akcií na danom trhu.

Ďalej sme venovali pozornosť porovnaniu troch vybraných ukazovateľov (počet obchodovaných akcií v kusoch, vážený kurz akcie a objem kurzotvorných objemov v eurách) akcií siedmich spoločností obchodovaných na kótovanom hlavnom trhu a kótovanom paralelnom trhu (tab. 3) počas sledovaného obdobia 2007 – 2011 s použitím softvéru PASW Statistics – Analýza rozptylu (ANalysis Of VAriance) (tab. 4).

Vo výberovom súbore transakcií s akciami siedmich spoločností sme testovali, či zistené rozdiely medzi priemerami sledovaných spoločností môžu byť iba náhodné, alebo štatisticky významné. Vzhľadom na to, že p-hodnota F-testu je menšia ako 0,001, je potvrdený štatisticky významný rozdiel medzi strednými hodnotami uvedených troch premenných na 99,9 % hladine významnosti. Na identifikáciu stredných hodnôt spoločností štatisticky odlišných od ostatných sme použili viacnásobné porovnanie (tab. 5). Keďže ANOVA zachytila významný rozdiel medzi priemerami na identifikáciu skupín, použili sme post hoc test – Fisherov LSD test.

T a b u ľ k a 3

Štatistické charakteristiky akcií spoločnosti VÚB, a. s., SLOVNAFT, a. s., SES, a. s. (Tlmače), OTP banka, a. s., Biotika, a. s., Tatry Mountain Resorts, a. s. a Best Hotel Properties, a. s.

		N	Priemer	Štandardná odchýlka	Minimum	Maximum
Počet	VÚB, a. s.	58	698.55	898.37	6.00	4 843.00
	SLOVNAFT, a. s.	59	383.83	273.61	36.00	1 183.00
	SES, a. s. (Tlmače)	59	1 108.97	1 018.42	50.00	5 413.00
	OTP Banka Slovensko, a. s.	47	208.34	266.81	1.00	1 141.00
	Biotika, a. s.	48	271.94	404.19	5.00	2 402.00
	Tatry Mountain Resorts, a. s.	17	4 1497.35	19 350.78	11 751.00	88 130.00
	Best Hotel Properties, a. s.	17	108 092.88	94 670.30	3 893.00	363 897.00
	Spolu	305	8 834.33	34 111.23	1.00	36 3897.00
Vážený kurz	VÚB, a. s.	58	93.19	21.33	61.98	132.51
	SLOVNAFT, a. s.	59	85.04	33.41	43.15	137.29
	SES, a. s. (Tlmače)	59	22.37	9.32	7.07	50.99
	OTP Banka Slovensko, a. s.	47	8.03	4.16	2.00	13.28
	Biotika, a. s.	48	14.56	5.57	7.33	27.35
	Tatry Mountain Resorts, a. s.	17	41.62	0.93	40.13	42.86
	Best Hotel Properties, a. s.	17	11.02	0.30	10.47	11.47
	Spolu	305	44.96	39.98	2.00	137.29
Objem	VÚB, a. s.	58	67 441.26	98 387.61	450.00	608 590.06
	SLOVNAFT, a. s.	59	33 522.04	29 825.14	2 927.09	116 406.59
	SES, a. s. (Tlmače)	59	27 253.08	31 243.06	1 250.00	125 131.12
	OTP Banka Slovensko, a. s.	47	2 040.73	3 188.07	4.02	15 124.48
	Biotika, a. s.	48	5 326.26	9 677.29	54.60	58 026.40
	Tatry Mountain Resorts, a. s.	17	1 725 072.64	794 098.04	473 685.98	3 577 898.59
	Best Hotel Properties, a. s.	17	1 195 250.25	1 032 331.47	40 772.48	4 006 899.32
	Spolu	305	188 506.19	550 775.64	4.02	4 006 899.32

Prameň: Vlastné spracovanie.

T a b u ľ k a 4

Dekompozícia rozptylu medzi skupinami a vnútri skupín – ANOVA

		Suma štvorcov	df	Priemerný štvorec	F	P
Počet	medzi skup.	204 215 037 327.618	6	34 035 839 554.603	67.838	.000
	vnútri skupín	149 512 154 313.595	298	501 718 638.636		
	spolu	353 727 191 641.213	304			
Vážený kurz	medzi skup.	388 022.997	6	64 670.499	196.637	.000
	vnútri skupín	98 007.131	298	328.883		
	spolu	486 030.128	304			
Objem	medzi skup.	64 413 911 520 446.300	6	10 735 651 920 074.400	115.057	.000
	vnútri skupín	27 805 644 149 708.600	298	93 307 530 703.720		
	spolu	92 219 555 670 155.000	304			

Prameň: Vlastné spracovanie.

Tabuľka 5
Viacnásobné porovnanie

Závislá premenná								
počet		p	vážený kurz		p	objem		p
VÚB, a. s.	SLOVNAFT, a. s.	.939	VÚB, a. s.	SLOVNAFT, a. s.	.016	VÚB, a. s.	SLOVNAFT, a. s.	.549
	SES, a. s. (Tlmače)	.921		SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.477
	OTP banka, a. s.	.911		OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.276
	Biotika, a. s.	.922		Biotika, a. s.	.000		Biotika, a. s.	.298
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000
SLOVNAFT, a. s.	VÚB, a. s.	.939	SLOVNAFT, a. s.	VÚB, a. s.	.016	SLOVNAFT, a. s.	VÚB, a. s.	.549
	SES, a. s. (Tlmače)	.861		SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.911
	OTP banka, a. s.	.968		OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.598
	Biotika, a. s.	.980		Biotika, a. s.	.000		Biotika, a. s.	.635
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000
SES, a. s. (Tlmače)	VÚB, a. s.	.921	SES, a. s. (Tlmače)	VÚB, a. s.	.000	SES, a. s. (Tlmače)	VÚB, a. s.	.477
	SLOVNAFT, a. s.	.861		SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.911
	OTP banka, a. s.	.837		OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.673
	Biotika, a. s.	.848		Biotika, a. s.	.027		Biotika, a. s.	.712
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.024		BHP, a. s.	.000
OTP Banka Slovensko, a. s.	VÚB, a. s.	.911	OTP banka, a. s.	VÚB, a. s.	.000	OTP banka, a. s.	VÚB, a. s.	.276
	SLOVNAFT, a. s.	.968		SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.598
	SES, a. s. (Tlmače)	.837		SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.673
	Biotika, a. s.	.989		Biotika, a. s.	.080		Biotika, a. s.	.958
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.561		BHP, a. s.	.000
Biotika, a. s.	VÚB, a. s.	.922	Biotika, a. s.	VÚB, a. s.	.000	Biotika, a. s.	VÚB, a. s.	.298
	SLOVNAFT, a. s.	.980		SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.635
	SES, a. s. (Tlmače)	.848		SES, a. s. (Tlmače)	.027		SES, a. s. (Tlmače)	.712
	OTP banka, a. s.	.989		OTP banka, a. s.	.080		OTP banka, a. s.	.958
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.489		BHP, a. s.	.000
Tatry Mountain Resorts, a. s.	VÚB, a. s.	.000	Tatry Mountain Resorts, a. s.	VÚB, a. s.	.000	Tatry Mountain Resorts, a. s.	VÚB, a. s.	.000
	SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.000
	SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.000
	OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.000
	Biotika, a. s.	.000		Biotika, a. s.	.000		Biotika, a. s.	.000
	BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000		BHP, a. s.	.000
Best Hotel Properties, a. s.	VÚB, a. s.	.000	Best Hotel Properties, a. s.	VÚB, a. s.	.000	Best Hotel Properties, a. s.	VÚB, a. s.	.000
	SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.000		SLOVNAFT, a. s.	.000
	SES, a. s. (Tlmače)	.000		SES, a. s. (Tlmače)	.024		SES, a. s. (Tlmače)	.000
	OTP banka, a. s.	.000		OTP banka, a. s.	.561		OTP banka, a. s.	.000
	Biotika, a. s.	.000		Biotika, a. s.	.489		Biotika, a. s.	.000
	TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000		TMR, a. s.	.000

Prameň: Vlastné spracovanie.

Na posúdenie intenzity vzťahov medzi váženým kurzom cien akcií na hlavnom kótovanom a paralelnom kótovanom trhu Burzy cenných papierov, počtom obchodov, objemom obchodov a indexom SAX sme uskutočnili korelačnú analýzu. Pre každý titul sme vypočítali Pearsonov korelačný koeficient. Štatisticky významné výsledky analýzy boli potvrdené v piatich spoločnostiach zo siedmich. Analýza potvrdila, že počet aktívnych dní a vážený kurz akcií v štyroch prípadoch z piatich korelovali negatívne, čo znamená *vyšší implikovaný diskont za likviditu*.

Zistené výsledky potvrdili, že kapitálový trh na Slovensku v súčasnosti v dostatočnej miere neplní svoje základné ekonomické funkcie – vytváranie, oceňovanie a prerozdelenie voľných finančných zdrojov, nie je miestom na efektívne stretávanie kapitálu a investičných príležitostí, trpí nízkou likviditou, nízkym počtom obchodovaných titulov a nízkym objemom obchodov. Počet emisií akcií neustále klesá, trhová kapitalizácia akcií dosahuje minimálne hodnoty. Pôvodne sme mali v úmysle uskutočniť aj korelačnú analýzu váženého kurzu a zobchodovaného podielu na základnom kapitáli v sledovanom období s cieľom identifikovať možný diskont za obmedzenú obchodovateľnosť a faktory ovplyvňujúce diskont. Z dôvodu malého počtu podnikov kótovaných na hlavnom i paralelnom trhu a extrémne nízkych hodnôt celkového percenta základného kapitálu i denného priemerného zobchodovaného podielu na základnom kapitáli vo všetkých podnikoch za celé sledované obdobie (tab. 2) sme dospeli k záveru, že získané výstupy by neboli reprezentatívne a nemali by žiaden praktický prínos.

Záver

Problematika ohodnocovania majetku v Slovenskej republike dosiaľ prechádza fázou dynamického vývoja. V oblasti metodológie výpočtov, modelovania i štandardizácie tejto činnosti, pochopiteľne, zaostáva za vývojom vo svete.

Aplikácia podnikateľskej metódy na zistenie hodnoty primeraného protiplnenia podľa Prílohy č. 17 vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov iba rámcovo reguluje východiskové ekonomické kategórie, ktoré zásadným spôsobom ovplyvňujú výslednú všeobecnú hodnotu podniku, resp. hodnotu akcií. Vytvoril sa tak priestor na úvahu o využívaní viacerých prístupov so signifikantne rozdielnymi výsledkami (napr. v uvedenom modelovom príklade by pri výpočte mohlo dôjsť k nadhodnoteniu jednej akcie až o 660 %).

Postup stanovenia nákladov vlastného kapitálu spôsobom uvedeným vo vyhláške nezohľadňuje, podľa nášho názoru, konkrétne determinanty podnikania

(napr. odvetvie podnikania, kapitálovú a finančnú štruktúru podniku, trhové riziko, očakávanú mieru inflácie). Výsledkom určenia nákladov vlastného kapitálu pri procese zlúčenia alebo splynutia v zmysle tejto vyhlášky sú náklady vlastného kapitálu na úrovni nižšej ako náklady vlastného kapitálu stanovené v súlade s finančnou teóriou, čo v dôsledku vzájomného inverzného vzťahu zvyšuje hodnotu podniku, a tým zvýhodňuje minoritných akcionárov. Myslíme si, že východiskom určenia nákladov vlastného kapitálu by malo byť využitie modelov finančnej teórie, a to hlavne modelu CAPM. Vhodným základom na určenie rizikových prémieí je podľa nás úprava (navýšenie) jej základného výpočtu (z údajov o vývoji kapitálových trhov v USA) o riziko štátu. Rating štátu je následne potrebné premietnuť do výšky rizikovej prémie. Pri odhade koeficientov beta, ktoré model CAPM využíva, je potrebné analyzovať vývoj koeficientov beta v odvetví, a predovšetkým v „turbulentných“ obdobiach zvážiť použitie ďalších špecifických rizikových prirážok. Pri výpočte koeficientu beta by sa nemalo zabúdať ani na vplyv rozdielov v zadlžení, hodnotu prevádzkovo nepotrebného majetku a investície rôznych podnikov.

Ďalšou oblasťou, ktorej sme venovali pozornosť v súvislosti s odhadom nákladov vlastného kapitálu, je aplikácia diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov v podmienkach SR. V kontexte výpočtu všeobecnej hodnoty akcií podnikov podieľajúcich sa na zlúčení alebo splynutí aby bolo možné zistiť hodnotu primeraného protiplnenia na Slovensku, odporúčame diskont za obmedzenú obchodovateľnosť premietnuť do parametra riziková prirážka pri výpočte nákladov vlastného kapitálu napríklad pomocou modelu CAPM a jeho výšku stanoviť na základe analýzy uvedených faktorov podľa konkrétneho ohodnocovaného prípadu.

Rozhodujúcim motívom našej snahy predložiť odporúčania pre prax aplikovateľných riešení vybraných problémových oblastí ohodnocovania podnikov v podmienkach SR je pomoc investorom (resp. analytikom, expertom či znalcom) pri spracúvaní ohodnotenia podnikov (akcií, obchodných podielov) a ich rozhodovaní o fúzii či akvizícii, ktoré im zároveň poskytnú dostatočnú voľnosť, aby mohli do ohodnotenia premietnuť predstavy trhu, osobitosti konkrétneho účelu ohodnotenia alebo špecifickú situáciu v podniku.

Sústredíme sa na vymedzenie rámcových odborných poznatkov, metodických a obsahových nárokov a dôvodných postupov ohodnotenia, podložených aj výsledkami empirických výskumov, ktoré by mali rešpektovať všeobecné zásady podmieňujúce použiteľnosť výsledku a zásady zodpovedajúce stupňu poznania ekonomických disciplín v súčasnom období. V budúcnosti by sa mohli stať súčasťou napríklad štandardov na ohodnocovanie podnikov v podmienkach Slovenskej republiky.

Literatúra

- ADAMIŠIN, P. – KOTULIČ, R. (2013): Evaluation of the Agrarian Businesses Results According to their Legal Form. *Agricultural economics*, 59, č. 9, s. 396 – 402.
- BRABENEC, T. (2008): Finanční teorie versus regulace stanovení nákladů vlastního kapitálu – dopady na menšinové akcionáře. In: Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií v podmienkach nových legislatívnych úprav s dôrazom na právny úkon squeeze-out a fúzie. [Zborník z 2. medzinárodnej vedeckej konferencie.] Bratislava: Centrum ďalšieho vzdelávania Ekonomickej univerzity v Bratislave. CD ROM. ISBN 978-80-225-2561-9.
- BRABENEC, T. (2009): Je beta spoľahlivým mätřtkem rizika v obdobiách hospodářských poklesů? *Oceňování*, 2, č. 3, 2009, s. 3 – 16.
- BROUWER, J. – PAAP, R. – VIAENE, J.-M. (2008): The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement. *Journal of International Money and Finance*, 27, č. 2, 2008, s. 188 – 208.
- DAMODARAN, A. (2006): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd Edition. New York: Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.
- DAMODARAN, A. (2013a): Datasets: Levered and Unlevered Betas by Industry. [Online.] Dostupné na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html?pagewanted=all>. [Cit. 1. 6. 2013.]
- DAMODARAN, A. (2013b): Datasets: Risk Premiums for Other Markets. [Online.] Dostupné na: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/><. [Cit. 1. 6. 2013.]
- DYCK, A. – ZINGALES, L. (2004): Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59, č. 2, s. 537 – 600.
- ENGELS, W. (1962): *Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie*. Köln: Springer Fachmedien Wiesbaden. ISBN 978-3-663-06227-1.
- EURÓPSKY SÚDNY DVOR (2005): Rozsudok európskeho súdneho dvora zo dňa 13. decembra 2005 – Vec C-411/03 – SEVIC Systems AG – Sloboda usadiť sa – Články 43 ES a 48 ES – Cezhraničné fúzie – Zamietnutie zápisu do vnútroštátneho obchodného registra – Zlučiteľnosť. Dostupné na: <<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=57066&doclang=SK&mode=&part=1>>. [Cit. 10. 5. 2013.]
- HEČKOVÁ, J. – CHAPČÁKOVÁ, A. (2010): Vybrané právne a ekonomické aspekty problematiky fúzií v podmienkach Slovenskej republiky. In: ANNO 2010. [Zborník vedeckých prác Katedry ekonómie a ekonomiky Prešovskej univerzity v Prešove.] Prešov: Prešovská univerzita v Prešove. ISBN 978-80-555-0226-7.
- HALL, L. S. (2008): Is There a “Best” Lack of Marketability Discount Model? [Online.] Dostupné na: <<http://www.bvmarketdata.com/pdf/IsThereaBestDiscountModel.pdf>>. [Cit. 23. 11. 2011.]
- HERING, T. (2006): *Unternehmensbewertung*. München: Oldenbourg Verlag. ISBN 978-34-865-7921-5.
- HUČKA, M. – KISLINGEROVÁ, E. – MALÝ, M. a kol. (2011): *Vývojové tendence veľkých podniků*. Podniky v 21. století. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-198-7.
- KRABEC, T. (2009): *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-247-2865-0.
- LAJČIN, D. – FRANKOVSKÝ, M. – ŠTEFKO, R. (2012): Možnosti predikcie správania manažérov pri zvládaní náročných situácií v manažérskej práci. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 60, č. 8, s. 835 – 853.
- MARÍK, M. (2007): Několik poznámek k diskusím o squeeze outu. Odhadce a oceňování majetku, 13, č. 2, s. 15 – 22.
- MARÍK, M. a kol. (2007): *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MARÍK, M. a kol. (2011): *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MARÍKOVÁ, P. – MARÍK, M. (2008): Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: *Oeconomica*. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MATSCHKE, M. J. (1975): *Der Entscheidungswert der Unternehmung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler. ISBN 3-409-329-854.

- MATSCHKE, M. J. – BRÖSEL, G. 2007. Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze. Wiesbaden: Gabler Verlag. ISBN 978-38-349-0613-7.
- MIRDALA, M. (2012): Macroeconomic Aspects of Real Exchange Rate Volatility in the Central European Countries. In: *Journal of Applied Economic Sciences*, 7, č. 2, s. 163 – 178.
- MORVAY, K. – OKÁLI, I. – GABRIELOVÁ, H. – HVOZDÍKOVÁ, V. – ŠIKULOVÁ, I. – FRANK, K. – JECK, T. (2012): Economic Development of Slovakia in 2011 and Outlook up to 2013. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 60, č. 6, s. 547 – 641.
- MORVAY, K. – FRANK, K. – GABRIELOVÁ, H. – HVOZDÍKOVÁ, V. – JECK, T. – OKÁLI, I. – ŠIKULOVÁ, I. (2013): Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2012 a výhľad do roku 2014. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, 127 s. ISBN 978-80-7144-207-3.
- NBS (2013): Aktuálne ratingové hodnotenie Slovenskej republiky. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/o-narodnej-banke/rating>>. [Cit. 15. 2. 2013.]
- NBS (2013): Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/strednodoba-predikcia>>. [Cit. 15. 2. 2013.]
- OBADI, S. M. – ABDOVÁ, M. – BRZICA, D. – BUJŇÁKOVÁ, T. – DOVÁĽOVÁ, G. – HOŠOFF, B. – HVOZDÍKOVÁ, V. – SIVÁK, R. – STANĚK, P. – ŠIKULA, M. – ŠIKULOVÁ, I. – VOKOUN, J. (2012): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Medzi stagnáciou a oživením. Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-197-7.
- OCHOTNICKÝ, P. – LAJZOVÁ, B. – KISELÁKOVÁ, D. (2011): Cenová konkurencieschopnosť a zdanenie energetických vstupov. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 59, č. 8, s. 786 – 801.
- PALA, R. – PALOVÁ, I. – LEONTIEV, A. (2009): Cezhraničné fúzie. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-171-0.
- PAUHOFOVÁ, I. – HOŠOFF, B. – KELLER, J. – KOŠTA, J. – LESAY, I. – STANĚK, P. – ŠMELEV, A. (2013): Paradigmy zmien v 21. storočí. Európa, Slovensko – súvislosti globálneho ekonomického a mierového potenciálu. Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-209-7.
- PETROULAS, P. (2007): The Effect of the Euro on Foreign Direct Investment. *European Economic Review*, 51, August, s. 1468 – 1491.
- PETRÍK, T. (2009): Ekonomické a finanční řízení firmy. 2. výrazne rozšírené a aktualizované vydanie. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3024-0.
- PRATT, S. P. – NICULITA, A. V. (2008): Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 5th Edition. New York: McGraw-Hill. ISBN 978-0-07-144180-3.
- RÝDLOVÁ, B. (2006): Analýza empirických štúdií k diskontu za omezenou obchodovateľnosť. *Český finanční a účetní časopis*, 1, č. 1, s. 118 – 134.
- RÝDLOVÁ, B. – RAJDL, J. (2006): Illiquidity Discount in the Czech Republic: Comparison of Stock Prices at the Prague Stock Exchange and the Off-Exchange RMS. *European Financial and Accounting Journal*, 1, č. 3, s. 33 – 56.
- SILBER, W. L. (1991): Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices. [Online.] *Financial Analysts Journal*, 47, č. 4, s. 60 – 64. Dostupné na: <<http://www.bvlibrary.com/pdf/files/papers/silber.pdf>>. [Cit. 22. 12. 2011.]
- Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 659/2007 Z. z. o zavedení meny euro v Slovenskej republike a o zmene a doplnení niektorých zákonov.
- <<http://www.nbs.sk/sk/o-narodnej-banke/rating>>. [Cit. 1. 6. 2013.]
- <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/strednodoba-predikcia>>. [Cit. 15. 2. 2013.]
- <<http://www.dopravoprojekt.sk/sk/o-nas/vyrocné-spravy>>. [Cit. 20. 4. 2013.]
- <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=60869>>. [Cit. 1. 6. 2013.]
- <<http://www.bsse.sk/Obchodovanie/Kurzov%C3%A9%20stky/Kurzov%C3%BD%C3%A4%20dstokdlhopisovaHZL.aspx>>. [Cit. 15. 2. 2013.]
- <<http://www.bsse.sk/Obchodovanie/Kurzov%C3%A9%20stky/Sum%C3%A1%20robodn%C3%A9%20hod%C5%88a.aspx>>. [Cit. 1. 2. 2012.]