

Legislatívna úprava ohodnocovania cenných papierov si vyžaduje odbornú ekonomickú diskusiu

Božena HRVOLOVÁ*

The Legal Norms Treating Financial Securities Requires Discussion

Abstract

*The approval of the 431/2002 Accounting Act, particularly § 27, which introduced the term **fair value**, increased the interest in the topics related to financial securities evaluation among the broad specialized public in Slovak Republic.*

*Besides the above-mentioned 431/2002 Accounting Act, the securities evaluation is treated by another legal norm – **Ministry of Justice Statement No. 492 from august 23, 2002 concerning the setting of the general asset value**, which is compulsory for the judge experts and others legal norms.*

The above-mentioned legal norms use different categories concerning securities evaluation issues that moreover differ from the one used by the theory. Besides, the categories are inaccurate, not positive and in some cases even incorrect. Therefore the professional discussion (by my mind) is very important.

Keywords: securities, price, value, valuation, face value, book value, market value, intrinsic value, real value

JEL Classification: C52, E44, G12

Úvod

Problematika cenných papierov, ich oceňovanie a ohodnocovanie je vždy v každej krajine vymedzené zákonom, v rámci ktorého sa možno pohybovať. Doterajšia zákonná úprava v tejto oblasti sa v Slovenskej republike v priebehu posledných 15 rokov veľmi často menila. Okrem častých zmien, zákonné normy v oblasti cenných papierov, ich oceňovania a ohodnocovania obsahujú nejasné formulácie ekonomických kategórií, rôzne názvy pre tú istú kategóriu, neakceptovanie

* doc. Ing. Božena HRVOLOVÁ, CSc., Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, Dolnozemska cesta 1/b, 852 035 Bratislava 5; e-mail: hrvolova@dec.euba.sk

základov finančnej matematiky a podobne, čo vytvára predpoklady na rôzny výklad a chyby v ohodnocovaní zložiek majetku, a to môže viesť k nesprávnym ekonomickým rozhodnutiam. Preto sme sa rozhodli venovať príspevok do diskusie na túto tému, ktorá sa dotýka znalcov z oblasti podnikového hospodárstva, účtovníkov, audítorov, investorov a pod.

Ceny a hodnoty cenných papierov v zákonných normách Slovenskej republiky

Na vymedzenie základného zákonného rámca spojeného s cennými papiermi slúži v SR zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Tento zákon definuje aj kategórie spojené s oceňovaním a ohodnocovaním cenných papierov. Nájdeme tu definovanú menovitú hodnotu, emisný kurz a kurz cenného papiera.

„*Menovitú hodnotu cenného papiera*“ zákon o cenných papieroch definuje ako „*peňažnú sumu, na ktorú cenný papier znie*“. Menovitá hodnota dlhového cenného papiera však vyjadruje niečo iné ako menovitá hodnota majetkových cenných papierov, napríklad akcií. Kým pri dlhových cenných papieroch je to výška dlhu emitenta, ktorý sa v určitej lehote zaväzuje zaplatiť, pri akcii menovitá hodnota predstavuje podiel na základnom imaní akciovej spoločnosti.

„*Emisným kurzom*“ podľa zákona o cenných papieroch „*je cena, za ktorú emitent predáva cenný papier pri jeho vydaní*“. Emisný kurz, t. j. cena na primárnom trhu, môže byť pri dlhových cenných papieroch vyšší o ážio ako menovitá hodnota, nižší o disážio alebo rovný menovitej hodnote. Emisný kurz akcií môže byť len vyšší, alebo rovný ako menovitá hodnota akcie. To je jeden z dôvodov spodnej hranice menovitej hodnoty vo výške jednej koruny v Obchodnom zákonníku, pretože v dôsledku neplnenia celého radu funkcií slovenským kapitálovým trhom, väčšina trhových cien akcií je nižšia ako menovitá hodnota.

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

Z pohľadu znalcov vo vzťahu ku kategóriám hodnoty cenných papierov sú dôležité tri zákonné normy:

- *Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492 z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku*, podľa ktorej budú postupovať znalci a ktorá nahradila dovtedy platnú vyhlášku č. 86 z 8. januára 2002;

- zákon č. 431/2002 Z. z. z 18. júna 2002 o účtovníctve v znení zákona č. 562/2003 Z. z., osobitne jeho § 27, ktorý zavádza pojem reálna hodnota;

- *vyhláška Ministerstva financií SR č. 611 z 3 decembra 2003 o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a derivátov v majetku v podielovom fonde.*

Vyhláška MS SR č. 492/2002 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku nedefinuje osobitne všeobecnú hodnotu cenných papierov, hovorí len o tom, ktoré metódy možno pri jej stanovení použiť. Definuje však všeobecnú hodnotu majetku podniku ako celku, časť podniku, zložky majetku alebo iný majetok ako majetok podniku – a cenné papiere sú zložkou majetku (§ 25 zákona č. 431/2002 o účtovníctve). Vyhláška č. 492/2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v porovnaní s predchádzajúcou vyhláškou č. 86/2002, ktorú nahradila, rozšírila definíciu všeobecnej hodnoty majetku a priblížila ju k definícii trhovej hodnoty z medzinárodných oceňovacích štandardov. *Všeobecnú hodnotu majetku* definuje vyhláška v § 2 pod písmenom g) ako „výslednú objektivizovanú hodnotu majetku, ktorá je znaleckým odhadom najpravdepodobnejšej ceny hodnoteného majetku ku dňu ohodnotenia dosiahnuteľnej v danom mieste a čase, ktorú by tento mal dosiahnuť v podmienkach voľnej súťaže, pri poctivom predaji, keď kupujúci a predávajúci budú konať s patričnou informovanosťou i opatrnosťou a s predpokladom, že cena nie je ovplyvnená neprimeranou pohnútkou; obvykle vrátane dane z pridanej hodnoty“.

Vyhláška ďalej v tom istom paragrafe pod písmenom h) vysvetľuje, že „objektivizáciou znalecké stanovenie všeobecnej hodnoty majetku zohľadňuje technický stav, vplyv trhu, ekonomické vplyvy a iné špecifické faktory.

Paragraf 2 vyhlášky pod písmenom i) definuje aj *východiskovú hodnotu* a pod písmenom j) *účtovnú hodnotu*.

„*Východisková hodnota je nadobúdacia a znovunadobúdacia hodnota majetku v čase ohodnotenia alebo pre vybrané zložky majetku hodnota, ktorá je ustanovená v prílohách vyhlášky.*“

„*Účtovná hodnota majetku podniku alebo jeho častí je hodnota vykazovaná v účtovnej evidencii alebo v inej evidencii slúžiacej ako vstupná informácia na stanovenie všeobecnej hodnoty majetku podniku.*“

Všeobecnú hodnotu majetku podniku a častí podniku bude podľa novej vyhlášky stanovovať znalec z odboru podnikové hospodárstvo formou znaleckého posudku podľa jeho účelu nezmenenými metódami v porovnaní s predchádzajúcou vyhláškou, t. j.:

- a) *majetkovou metódou,*
- b) *podnikateľskou metódou,*
- c) *kombinovanou metódou,*
- d) *likvidačnou metódou alebo*
- e) *porovnávacou metódou.*

V porovnaní s predchádzajúcou vyhláškou sú definície metód čiastočne spresnené [8].

„*Majetkovou metódou* stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku a časti podniku súčtom všeobecných hodnôt jednotlivých zložiek majetku podniku znížených o všeobecnú hodnotu cudzích zdrojov ku dňu ohodnotenia.“

„*Podnikateľskou metódou* stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku kapitalizáciou odčerpateľných zdrojov ku dňu ohodnotenia.“

„*Kombinovanou metódou* stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku a časti podniku ako vážený priemer všeobecných hodnôt podniku stanovených majetkovou a podnikateľskou metódou.“

„*Likvidačnou metódou* stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku a časti podniku pri zrušení právnickej osoby, ktoré je spojené s likvidáciou ako súčet všeobecných hodnôt zložiek majetku podniku pri zohľadnení všeobecnej hodnoty cudzích zdrojov a nákladov na likvidáciu, alebo pri skončení činnosti podnikateľa konkurzom ako súčet všeobecných hodnôt zložiek majetku podniku objektivizovaný koeficientom speňažiteľnosti.“

„*Porovnávacou metódou* stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku a časti podniku zohľadnením vybraných spoločných kritérií súboru porovnateľných podnikov s využitím transakčného prístupu, vzorového prístupu alebo burzového prístupu.“

Nová vyhláška však neodstránila chyby vo vzorci, podľa ktorého sa všeobecná hodnota podniku stanoví podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku.

Rovnako ako v predchádzajúcej vyhláške sa výpočet všeobecnej hodnoty podniku a časti podniku podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku stanoví takto:

$$V\check{S}H_p = HOZ + HT$$

$$Hoz = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad a \quad HT = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^{n+1}}$$

kde

$V\check{S}H_p$ – všeobecná hodnota podniku a časti podniku stanovená podnikateľskou metódou (Sk),

HOZ – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia (Sk),

HT – trvalá hodnota (Sk),

OZ_t – odčerpateľné zdroje počas hodnoteného obdobia,

OZ_{n+1} – objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období,

i – úroková miera v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare (% /100),

g – trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare (% /100),

n – dĺžka sledovaného obdobia.

Hrubá chyba, ktorá je spôsobená neakceptovaním základov finančnej matematiky a na ktorú sme MS SR pri príprave novej vyhlášky aj v rámci možnosti jej pripomienkovania pred schvaľovaním v NR SR upozorňovali, a ako sa ukázalo zbytočne, je v druhej časti vzorca pre výpočet tzv. trvalej hodnoty, t. j. $1/(1+i)^{n+1}$.

Ide tu o prehliadnutie faktu, že prvá časť vzorca pre výpočet tzv. trvalej hodnoty

$$H_T = \frac{OZ_{n+1}}{i - g}$$

predstavuje odloženú rastúcu perpetuitu – jeden z ukazovateľov časovej hodnoty peňazí, pre ktorý platí, že hodnotu odčerpateľného zdroja z $n+1$ obdobia, ktorá bude v ďalšom, nekonečne dlhom období rásť rovnomerným tempom rastu g , ohodnotí všetky budúce príjmy počnúc $n+1$ rokom až nekonečnom, jeden rok dopredu, čiže do obdobia n (jeden z predpokladov, za ktorých pracujú ukazovatele súčasnej hodnoty). Z n -tého, nie z $n+1$ obdobia sa táto hodnota diskontuje (odúročí) do nultého obdobia, čiže do súčasnosti. To znamená, že správny zápis trvalej hodnoty (H_T) potom bude:

$$H_T = \frac{OZ_{n+1}}{i - g} \quad \times \quad \frac{1}{(1+i)^n}$$

Ak by znalec postupoval podľa vyhlášky (*a znalci tak postupovali podľa predchádzajúcej vyhlášky, a zrejme budú postupovať aj podľa novej, pretože zákony treba dodržiavať*) a nebral do úvahy základy finančnej matematiky, všeobecná hodnota podniku by bola výsledkom dvoch rôznych hodnôt – súčtom hodnoty k 0-tému obdobiu (súčasnosti), vypočítanému podľa prvej časti vzorca H_{OZ} , a hodnoty H_T , vypočítanej k -1 obdobiu (t. j. k vlnajšku). Z toho vyplýva, že vyhláška núti znalcov z odboru podnikové hospodárstvo chybné postupovať pri ohodnocovaní majetku podnikov.

V práve platí, že neznalosť zákona neospravedlňuje. Ťažko sa preto chápe, prečo musia ekonómovia postupovať podľa zákonov, ktoré prezentujú neznalosť základov problematiky, ktorú upravujú.

Okrem nesprávneho spôsobu výpočtu trvalej hodnoty H_T , nevhodný je aj názov pre túto časť hodnoty podniku. Spôsob výpočtu tzv. *trvalej hodnoty* podniku je založený na množstve predpokladov pre budúce, nekonečne dlhé obdobie, ktoré sa môžu v relatívne krátkom čase výrazne zmeniť, čo bude mať za následok aj zmenu tejto hodnoty. Preto by pre túto časť hodnoty podniku bol vhodnejší názov *pokračujúca hodnota*, ktorý používa M. Mařík vo svojich knihách, napríklad [4; 5].

Ďalším, nie najvhodnejším riešením je rozhodnutie o jedinom spôsobe stanovenia sadzby diskontného faktora a sadzieb diskontovania na ďalšie ukazovatele časovej hodnoty peňazí, napríklad anuity, perpetuity, rastúcej perpetuity, ktoré sa pri

ohodnocovaní pomocou podnikateľskej metódy používajú. Vyhláška č. 492/2004, rovnako ako predchádzajúca vyhláška č. 86/2002, stanovuje spôsob výpočtu i podľa známeho modelu WACC (*The Weighted Average Cost of Capital*) ako vážený aritmetický priemer nákladov vlastného a cudzieho kapitálu, zníženého o daňovú sadzbu, kde váhami sú podiely vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom objeme kapitálu. Tento spôsob je z hľadiska ohodnocovania značne obmedzujúci. Dá sa použiť hlavne na ohodnocovanie majetku takých spoločností, ktoré pracujú s vlastným i cudzím kapitálom. Nie je vhodný na diskontovanie odčerpateľných zdrojov, ktoré sú výsledkom len vlastného kapitálu, napríklad dividend, FCFs EQUITY atď. Z toho vyplýva, že neumožňuje použitie všetkých, v literatúre existujúcich modelov na ohodnocovanie majetku a nie je vhodný napríklad aj pri dlhových cenných papieroch, ktoré sú zložkou majetku podniku. Pre dlhové cenné papiere by bola vhodnejšou sadzbou na diskontovanie trhová úroková sadzba z porovnateľného finančného nástroja z hľadiska doby životnosti, likvidity rizika a pod.

Rozhodnutie zákonodarcov zmeniť vo vyhláške označenie sadzby na diskontovanie budúcich odčerpateľných zdrojov, ktoré plynú z podnikania, z predtým používaného pojmu *diskontná sadzba* na *úrokovú mieru*, nebolo tiež najšťastnejšie. Snaha o zmenu názvu je chvályhodná, ale výber kategórie je „prechodom z blata do kaluže“. Ak v minulosti znalci použili na diskontovanie odčerpateľných zdrojov diskontnú alebo základnú úrokovú sadzbu NBS pre rizikové cenné papiere, viedlo to k ich nadhodnoteniu a možnému zlému rozhodnutiu. Preto nie je (podľa nášho názoru) vhodné namiesto kategórie *sadzba diskontného faktora* alebo *sadzba diskontovania* používať *diskontnú sadzbu*. V našej literatúre je to, bohužiaľ, takmer pravidlom.

Diskontná sadzba i *úroková miera* sú všeobecne známe kategórie už študentom stredných škôl ekonomického zamerania. Veľká ekonomická encyklopédia, po ktorej spravidla siahajú začiatočníci, definuje úrokovú mieru ako ukazovateľ vyjadrujúci stupeň zhodnotenia pôžičkového kapitálu, ktorú možno vyjadriť ako pomer medzi úrokom a pôžičkovým kapitálom. Použiť úrokovú mieru na diskontovanie rizikového príjmu z majetkového cenného papiera by bola hrubá teoretická i praktická chyba.

Zákonné normy pre znalcov, ako vidieť na príkladoch, ktoré sme uviedli, však zaužívaný základný ekonomický kategóriálny aparát nerešpektujú.

Z oblasti metód ohodnocovania cenných papierov sa z teoretického hľadiska zakonzervovala aj ďalšia chyba z predchádzajúcej vyhlášky, a to zaradenie tzv. burzového prístupu do porovnávacej metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a jeho častí. Burzový prístup sa podľa vyhlášky č. 495/2004 „stanoví ako súčet diskontovaných budúcich dividend počas sledovaného obdobia a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia“.

Model diskontovaných dividend patrí pri ohodnocovaní cenných papierov k najstarším modelom patriacim do skupiny výnosových metód (podľa vyhlášky do podnikateľskej metódy). Ak by vyhláška chápala použitie tohto modelu ako vybraný spôsob stanovenia všeobecnej hodnoty podnikateľskou metódou na účely použitia porovnávacej metódy, potom vybrala na tento účel najmenej vhodný odčerpateľný zdroj, pretože v SR v súčasnom období vypláca dividendy mizivé percento spoločností a tie, ktoré ich vyplácajú, nemajú čitateľnú dividendovú politiku.

Plusom novej vyhlášky v porovnaní s predchádzajúcou je to, že medzi slová *súčet budúcich dividend* vložila potrebné slovo *súčet diskontovaných budúcich dividend*, čo je podstatný rozdiel.

Podľa prílohy č. 7 k vyhláške 492/2004 Z. z., ktorá je venovaná stanoveniu všeobecnej hodnoty cenných papierov, možno na ich ohodnotenie použiť štyri metódy – *majetkovú, podnikateľskú, kombinovanú a porovnávaciú*. Likvidačná metóda sa tu neuvádza, čo je dosť nepochopiteľné, pretože akciové spoločnosti a iné obchodné spoločnosti likvidácia neobchádza a majitelia akcií a podielov sa tejto situácii tiež nemôžu vyhnúť.

Ďalší zákon, o ktorý sa musia zaujímať znalci z oblasti podnikového hospodárstva, účtovníci, audítori, investori atď. v súvislosti s ohodnocovaním cenných papierov, je zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení zákona č. 562/2003 Z. z., osobitne o § 27 zákona o účtovníctve, a to z toho dôvodu, že posudok znalca bude jednou z možností ohodnotenia cenných papierov, ktoré vlastní podnik, tzv. *reálnou hodnotou*.

Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v ods. 2 *reálnou hodnotou cenných papierov* rozumie:

- a) trhovú cenu,
- b) ocenenie kvalifikovaným odhadom alebo posudkom znalca v prípade, že trhová cena nie je k dispozícii, alebo nevyjadruje správne reálnu hodnotu,
- c) ocenenie ustanovené podľa osobitného predpisu (Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov), ak nie je možné postupovať podľa písmena a) a b).

Zákon o účtovníctve v § 27 – odsekoch 3, 4 a 5 definuje *trhovú cenu* ako „*cenu, ktorá je vyhlásená na tuzemskej alebo zahraničnej burze alebo na inom verejnom trhu. Účtovná jednotka na oceňovanie podľa tohto zákona použije cenu, ktorá je vyhlásená najneskôršie v deň ocenenia podľa § 24 ods. 1 písm. b) alebo c).*

Ak je majetok vedený na tuzemskej burze, je trhovou cenou záverečná cena vyhlásená burzou v pracovný deň, ku ktorému sa ocenenie vykonáva.

Ak majetok nie je vedený na tuzemskej burze a je kótovaný na zahraničných burzách, rozumie sa trhovou cenou najvyššia zo záverečných cien, ktorá bola dosiahnutá na schválených trhoch zahraničných búrz v pracovný deň, ku ktorému

sa ocenenie vykonáva. V prípade iného verejného trhu ako burza, je trhovou cenou najvyššia platná cena v deň, ku ktorému sa ocenenie vykonáva. Pokiaľ v deň, ku ktorému sa ocenenie vykonáva, uvedené trhy nepracujú, použije sa cena vyhlásená na nich posledný pracovný deň, ktorý predchádza dňu, ku ktorému sa ocenenie vykonáva“.

Na rozdiel od zákona o cenných papieroch, ktorý trhovú cenu označuje ako kurz cenného papiera, tu sa hovorí aj o iných verejných trhoch ako o burze cenných papierov. Preto možno predpokladať, že § 27 má na mysli iba zahraničné mimoburzové trhy.

Pozitívom § 27 zákona o účtovníctve vo vzťahu k trhovej cene je formulácia ods. 2 pod písmenom b): „...ocenenie kvalifikovaným odhadom alebo posudkom znalca v prípade, že trhovú cenu nie je k dispozícii alebo nevyjadruje správne reálnu hodnotu.“

V tejto súvislosti sa žiada položiť otázku, kedy trhovú cenu vyjadruje správne reálnu hodnotu.

Verejný trh cenných papierov, ktorým je u nás Burza cenných papierov, Bratislava, môže, podľa nášho názoru, plniť cenotvornú funkciu vtedy, keď trhové ceny budú výsledkom agregovanej ponuky anonymných predávajúcich a kupujúcich a keď budú do cien zahrnuté všetky relevantné informácie, ktoré ovplyvňujú hodnotu cenného papiera, to znamená vtedy, keď ceny budú oscilovať okolo vnútornej hodnoty cenných papierov v závislosti od ponuky a dopytu. Cena stanovená akýmkoľvek verejným trhom (hoci pod názvom burza) nevyjadruje správne reálnu hodnotu v prípade, keď je výsledkom priamych obchodov medzi kupujúcim a predávajúcim, keď je výsledkom malých objemov obchodov, ktorými sa v relatívne krátkom čase dá na našom nelikvidnom trhu cena cenného papiera posunúť tam, kam to kupujúcemu alebo predávajúcemu vyhovuje, prípadne ak kupujúci s predávajúcim konajú v zhode a uskutočnia prostredníctvom burzy veľký objem obchodu za cenu, ktorý evidentne nezodpovedá vnútornej hodnote cenného papiera. Je všeobecne známe, že toto boli prevládajúce spôsoby stanovenia cien cenných papierov v minulosti, čo viedlo k tvorbe ziskov alebo strát z finančných operácií, podľa toho, čo bolo pre podnik vyhovujúce, alebo akú oficiálnu cenu potrebovali dosiahnuť predávajúci a kupujúci.

Osobitnú pozornosť si zasluhuje formulácia paragrafu 27, ods. 6 zákona o účtovníctve.

„Ak trhovú cenu nemožno spoľahlivo určiť, reálna hodnota sa stanoví kvalifikovaným odhadom, ktorý predstavuje súhrn všetkých budúcich výdavkov alebo príjmov pri použití najčastejšie sa vyskytujúcej úrokovej miery pre podobný nástroj emitenta s podobným ohodnotením alebo úrokovej miery, ktorá menovitú hodnotu tohto nástroja znižuje a úrokovú zrážku tohto nástroja na cenu, za ktorú sa tento nástroj predal.“

Kvalifikovanému odhadu by mala v súvislosti s ohodnocovaním cenných papierov v podstate zodpovedať fundamentálna analýza, i keď to nie je v zákone vymedzené.

Z odseku 6, ktorý podľa nášho názoru obsahuje nezrozumiteľnú formuláciu, sa dá tušiť, že pôjde o usmernenie, ako stanoviť reálnu hodnotu dlhových cenných papierov – tých, ktoré sú založené na úrokovom výnose (napr. vkladové listy, depozitné certifikáty), výnose z kupónov (napr. obligácie) a tých dlhových cenných papierov, ktoré sú založené na diskonte ako forme výnosu (napr. pokladničné poukážky a obligácie s nulovým kupónom).

Na základe formulácie ods. 6 však nie je jasné, či reálnou hodnotou napríklad desaťročnej obligácie (cenného papiera kapitálového trhu), ktorá sľubuje vyplácať ročný výnos z kupónu vo výške 100 Sk a splatiť menovitú hodnotu vo výške 1 000 Sk na konci doby životnosti, bude súčet výnosov z kupónu a menovitej hodnoty, t. j.: $(100 \times 10) + 1\,000 = 2\,000$, čo by zodpovedalo formulácii ods. 6 *o súčte budúcich výnosov z obligácie*. Ak by to malo byť tak, nebol by dôvod spomínať v ods. 6 „*použitie najčastejšie sa vyskytujúcej úrokovej miery pre podobný nástroj emitenta*“.

Pokračujme v ilustrácii na príklade ďalej a predpokladajme, že výnos z kupónu obligácie emitovanej porovnateľným emitentom predstavuje 10 % z nominálnej hodnoty vo výške 1 000 Sk.

Z toho vyplynie, že reálnu hodnotu obligácie, ktorá bude prinášať v priebehu budúcich desiatich rokov rovnaký výnos z kupónu vo výške 100 Sk, a v desiatom roku aj splatenie nominálnej (menovitej) hodnoty vo výške 1 000 Sk, vypočítame ako *súčasnú (diskontovanú) hodnotu budúcich príjmov (výnosov a nominálnej hodnoty)*, pričom na diskontovanie použijeme trhovú sadzbu porovnateľného finančného nástroja podľa vzorca:

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{NV}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{NV}{(1+r)^n} =$$

$$= C_1 \cdot \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^n} \right] + \frac{NV}{(1+r)^n} = C_1 \cdot A_r^n + \frac{NV}{(1+r)^n}$$

kde

P_0 – reálna hodnota obligácie,

$C_1 \dots C_n$ – výnosy z kupónov v jednotlivých rokoch,

NV – menovitá hodnota obligácie,

r – vhodná sadzba diskontného faktora (napr. trhovú úrokovú sadzbu z podobného finančného nástroja),

n – počet rokov životnosti obligácie.

Výraz v hranatej zátvorke predstavuje anuitný faktor, zjednodušene vyjadrený ako A_r^n , ktorý sa používa na výpočet súčasnej hodnoty budúcich rovnakých výnosov, ktoré budú plynúť v priebehu určitého obmedzeného obdobia.

Reálna hodnota podľa príkladu potom bude:

$$P_0 = 100 \times A_{0,10}^{10} + \frac{1\,000}{(1 + 0,10)^{10}} = 1\,000 \text{ Sk}$$

Ako z príkladu vidieť, je veľký rozdiel, či sa reálna hodnota tejto obligácie stanoví len ako súčet výnosov (v našom príklade 2 000 Sk), alebo ako súčet diskontovaných výnosov (v príklade 1 000 Sk). Z logiky veci vyplýva, že druhý variant je správny, pretože 1 Sk o desať rokov nie je to isté ako 1 Sk v súčasnosti. Z toho vyplýva, že pri stanovení reálnej hodnoty cenných papierov, ktoré budú prinášať výnosy v budúcnosti, nemožno vychádzať bez zohľadnenia časovej hodnoty peňazí.

Pri dlhových cenných papieroch založených *na diskonte* (t. j. výnose, ktorý je rozdielom medzi menovitou hodnotou splatnou na konci doby životnosti a nižšou nákupnou cenou) je rozdiel vo výsledkoch vypočítaných podľa dvoch prístupov ešte vypuklejší.

Napríklad pri obligáciách s nulovým kupónom, ktoré majú do konca lehoty splatnosti menovitej hodnoty vo výške 1 000 Sk 10 rokov, by bola v prípade súčtu výnosov reálna hodnota rovná 1 000 Sk, čo je absurdná predstava, pretože 1 000 Sk o desať rokov nemôžeme v súčasnosti hodnotiť v rovnakej výške. Reálna hodnota tohto druhu cenného papiera sa vypočíta podľa vzťahu:

$$P_0 = \frac{NV}{(1 + r)^n}$$

kde

- P_0 – reálna (vnútorná) hodnota obligácie s nulovým kupónom,
- NV – nominálna (menovitá) hodnota, splatná na konci doby životnosti,
- r – sadzba diskontného faktora, napríklad aktuálna trhová úroková sadzba z podobného finančného nástroja,
- n – počet rokov životnosti obligácie.

Za predpokladu aktuálnej trhovej sadzby pre podobný finančný nástroj vo výške 10 %, reálnu hodnotu vypočítame podľa vzťahu:

$$P_0 = \frac{1\,000}{(1 + 0,10)^{10}} = 386 \text{ Sk}$$

čiže rozdiel medzi dvoma prístupmi (1 000 a 386) je dosť výrazný na to, aby bolo jasné, ktorý prístup je správny a aký význam má presná formulácia v zákone.

Toto chápanie reálnej hodnoty sme ilustrovali iba na základných druhoch dlhových cenných papierov kapitálového trhu, pretože problematika ohodnocovania rôznych dlhových cenných papierov je v dôsledku intenzívneho inovačného procesu na súčasných kapitálových trhoch veľmi rozsiahla a na obmedzenom priestore článku nie je možné uviesť všetky modely, ktoré sa na trhoch vyskytujú.

Pozitívom § 27, ods. 6 vo vzťahu k dlhovým cenným papierom je, že pre ne stanovuje na diskontovanie *trhové úrokové sadzby*. Pre túto skupinu je to oveľa vhodnejšia sadzba ako tá, ktorú stanovuje vyhláška MS SR č. 492/2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku – t. j. vážený aritmetický priemer nákladov vlastného a cudzieho kapitálu, zníženého o úsporu na daniach z príjmov, kde váhami je podiel vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, čiže sadzba diskontovania vypočítaná podľa známeho modelu WACC. V súčasnosti je však diskutabilné použitie výšky trhových nominálnych úrokových sadzieb z vkladov, ktoré znehodnocujú úspory vkladateľov cca o 5,5 % (reálne úrokové sadzby), ako alternatívneho výnosu z investície, ktorá by bola predmetom ohodnotenia.

Trhové úrokové sadzby sú nevhodné na diskontovanie očakávaných výnosov plynúcich z majetkových cenných papierov, pretože riziko investovania do majetkových cenných papierov je podstatne vyššie ako riziko investovania do dlhových cenných papierov. Ak by sa trhové úrokové sadzby podľa zákona o účtovníctve museli použiť aj na diskontovanie výnosov majetkových cenných papierov, mali by zabezpečovať aspoň uchovanie hodnoty peňazí, t. j. byť minimálne na úrovni miery inflácie a bola by potrebná aj určitá prirážka za riziko spojené s investovaním do vlastného kapitálu.

Vo vzťahu k ohodnocovaniu podielov na základnom imaní v obchodných spoločnostiach § 27, ods. 7 hovorí, že „podiel na základnom imaní v obchodných spoločnostiach môže byť ocenený metódou vlastného imania“, čo je v podstate to, čo sa v literatúre v súvislosti s akciou označuje ako *účtovná hodnota* alebo *bilančný kurz*. Vhodnejšou na ohodnocovanie by mohla byť substančná hodnota, ktorá okrem rozdielu medzi aktívami a záväzkami akciovej spoločnosti obsahuje aj nevykázané aktíva v bilancii a tiché rezervy a patrí aj do skupiny teoretických majetkových metód.

Pri ohodnocovaní akcií a iných majetkových cenných papierov je možné použiť aj *výnosové metódy*. Tieto metódy, ktoré sú tiež založené na diskontovaní budúcich príjmov, sú však mimoriadne náročné na zdroje informácií a schopnosť odhadu budúceho vývoja spoločností a ich výnosov, tempa rastu budúcich výnosov a voľby vhodnej sadzby na diskontovanie budúcich výnosov.

Vyhláška MS SR č. 492/2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku označuje metódu založenú na výnosovom princípe ako *podnikateľskú metódu*. Budúce výnosy označuje ako *odčerpateľné zdroje*, ktoré definuje ako „peňažné vyjadrenie

úžitku vytváraného najmä z disponibilných ziskov, výnosov alebo zo salda peňažných tokov, ktorý sa dosiahne z činnosti podniku alebo zo zložiek majetku podniku a ktorého výška závisí od minulého vývoja podniku, od jeho súčasného postavenia na trhu, ale predovšetkým od jeho predpokladaného vývoja“.

Pozitívom tejto formulácie je, že umožňuje použiť na odhad hodnoty cenného papiera rôzne modely – napríklad modely diskontovaných dividend, modely diskontovaných voľných peňažných tokov (*Free Cash Flows*), modely diskontovanej hodnoty ukazovateľa EVA alebo model kapitalizovaných čistých výnosov.

S kategóriami ceny a hodnoty cenných papierov sa znalec stretne aj vo vyhláske MF SR č. 611 z 9. decembra 2003 o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a derivátov v majetku v podielovom fonde. Výraznou charakteristikou tejto obsahom nie rozsiahlej vyhlášky je to, že ceny sú určované inými druhmi cien a hodnoty sú určované tiež cenami.

V § 1 sú definované nasledovné pojmy – reálna cena, trhovú cenu a teoretická cena cenného papiera. Vo vyhláske sa rozumie:

a) „*reálnou cenou* cenného papiera, iného investičného nástroja alebo derivátu trhovú cenu, a ak trhovú cenu neexistuje, alebo ju nemožno zistiť, teoretická cena cenného papiera, iného investičného nástroja alebo derivátu“;

b) „*trhovou cenou* cenného papiera, iného investičného nástroja alebo derivátu cena dosiahnutá a vyhlásená na regulovanom trhu, na ktorom sa obchoduje s cenným papierom, iným investičným nástrojom alebo derivátom“;

c) „*teoretickou cenou* cenného papiera, iného investičného nástroja alebo derivátu kvalifikovaný odhad ceny určený s odbornou starostlivosťou definovaným spôsobom alebo algoritmom zisťovania alebo výpočtu, ktorý je opísaný vo vnútornom akte riadenia spoločnosti“.

§ 2 stanovuje *spôsob určenia hodnoty cenného papiera, nástroja finančného trhu a derivátu prijatého na obchodovanie na regulovanom trhu*. Podľa vyhlášky sa na určenie ich hodnoty použije *reálna cena* (s výnimkou podľa § 3).

§ 3 „Na určenie *hodnoty podielového listu otvoreného podielového fondu* sa použije *aktuálna cena podielového listu* podľa § 41 ods. 1 zákona (nie je uvedené, ktorého zákona), platná v deň, ku ktorému sa hodnota podielového listu určuje. Ak nebola k tomuto dňu aktuálna cena podielového listu uverejnená, použije sa aktuálna cena podielového listu uverejnená naposledy.

§ 4 vyhlášky upravuje spôsob určenia hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu alebo derivátov, s ktorými sa obchoduje na zahraničnom regulovanom trhu. Na určenie ich hodnoty sa použije „*reálna cena alebo trhovú cenu*, ktorú na tento deň uverejnil všeobecne uznávaný informačný systém uverejňujúci oficiálne trhové ceny cenných papierov, nástrojov peňažného trhu alebo derivátov, ktorý správcovská spoločnosť po dohode s depozitárom používa na určenie hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu alebo derivátov“.

Podľa predchádzajúceho odseku sa môžu ohodnotiť aj cenné papiere vydané tuzemským emitentom, s ktorými sa obchoduje aj na zahraničnom trhu, ale iba v prípade, ak nebola trhovú cenu tohto cenného papiera uverejnená organizátorom regulovaného trhu.

Hodnota cenného papiera, nástroja peňažného trhu alebo derivátu, s ktorým sa obchoduje na zahraničnom regulovanom trhu, sa prepočíta na tuzemskú menu s použitím kurzu príslušnej cudzej meny vyhlásenou Národnou bankou Slovenska, platného v deň určenia jeho hodnoty.

Pri cudzej mene, pre ktorú NBS nevyhlasuje kurz, použije sa prepočet prostredníctvom kurzu amerického dolára uverejneného centrálnou bankou štátu, v ktorom je táto cudzia mena zákonným platidlom.

§ 5 pod názvom *Spoločné ustanovenie* určuje spôsob stanovenia hodnoty cenných papierov, s ktorými sa neobchoduje, alebo sa prestalo obchodovať na regulovanom trhu, a ďalej hodnoty takých cenných papierov, ktoré boli vydané emitentom, na ktorého majetok bol vyhlásený konkurz, alebo bol zamietnutý návrh na vyhlásenie konkurzu pre nedostatok majetku, alebo bolo začaté vyrovnanie, alebo ktorý je v likvidácii. Vo všetkých týchto prípadoch sa na stanovenie hodnoty cenných papierov má použiť teoretická cena určená správcovskou spoločnosťou po dohode s depozitárom.

Pri stanovovaní teoretickej ceny podľa § 5, ods. 3 sa má postupovať „s náležitou odbornou starostlivosťou tak, aby takto určená teoretická cena zodpovedala cene, ktorú možno v prípade predaja cenného papiera, nástroja peňažného trhu alebo derivátu dosiahnuť“.

Záver

Naznačené a ďalšie problémy v zákonných normách SR vo vzťahu k ohodnocovaniu cenných papierov vyžadujú odbornú diskusiu a venovanie zvýšenej pozornosti obsahu a výberu názvu pre kategóriálny aparát. V opačnom prípade budú vznikať chyby vo výpočtoch a nedorozumenia vo výklade zákonných noriem.

Predovšetkým je potrebné rozlišovať kategórie *cena* a *hodnota*. Len v našom príspevku sme uviedli tri rôzne názvy vrátane rôzneho obsahu pre trhové ceny cenných papierov v troch zákonných normách.

Cena je kategória, ktorá je výsledkom ponuky a dopytu na trhu. Aby malo zmysel akceptovať ju pri porovnávaní s hodnotou cenného papiera, mala by byť výsledkom agregovanej ponuky a dopytu anonymných predávajúcich a kupujúcich na organizovanom trhu, ktorý nie je možné z rôznych dôvodov manipulovať. Považovať trhovú cenu napríklad akcií za reálnu cenu alebo reálnu hodnotu na kapitálovom trhu SR, ktorý neplní cenotvornú funkciu, je nanajvýš nevhodné.

Základom cien cenných papierov by mali byť *hodnoty*, ktoré sú výsledkom vysokokvalifikovaného odhadu profesionálov – či už majú prívlastok trhové, „objektivizované“, reálne alebo vnútorné hodnoty.

Od stupňa efektívnosti kapitálových trhov závisí, či sa ceny viac alebo menej odchyľujú od svojich hodnôt. Na Slovensku nie je problém predaj akcií za cenu cca 160 Sk, ktorú v tom istom čase ohodnotí znalecká organizácia majetkovou metódou na 720 Sk. Podľa logiky zákonov, reálna hodnota akcií spoločnosti XY je 160 Sk.

Ostáva otvorená otázka. Sú spomínané formulácie zákonov zlým prekladom, neznalosťou problematiky alebo úmyslom?

Literatúra

- [1] COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J.: Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies. Third Edition. USA: University Edition Mckinsey & Company, Inc. 2000.
- [2] FABOZZI, F. J.: Bond Markets, Analysis and Strategies. Third Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, Inc. 1996.
- [3] HRVOLOVÁ, B. a kol.: Analýza finančných trhov. Bratislava: SPRINT 2001.
- [4] MAŘÍK, M.: Určování hodnoty firem. Praha: EKOPRESS 1998.
- [5] MAŘÍK, M.: Metody oceňování podniku. Praha: EKOPRESS 2003.
- [6] ROSS, S. A. – WESTERFIELD, R. W. – JAFFE, J.: Corporate Finance. Boston: IRWIN 1996.
- [7] ŠOLTĚS, V.: Vplyv doby splatnosti a kupónovej sadzby obligácie na zmenu jej teoretickej ceny pri zmene úrokovej sadzby. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 52, 2004, č. 6, s. 755 – 760.
- [8] Vyhláška Ministerstva financií SR č. 86/2002 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.
- [9] Vyhláška Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.
- [10] Zákon č. 431/2002 Z. z. z 18. júna 2002 o účtovníctve v znení zákona č. 562/2003 Z. z.
- [11] Vyhláška Ministerstva financií SR č. 611 z 3 decembra 2003 o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a derivátov v majetku v podielovom fonde.
- [12] Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov.
- [13] Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.
- [14] Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.