

2.2.6 Další vhodné metody oceňování pro kombinaci či alternaci s výnosovým oceňováním metodou dividendového potenciálu

Vedle tradičního výnosového oceňování finančních institucí je možné použít i další vhodné metody, které lze s výnosovým oceňováním kombinovat či jimi výnosové oceňování nahradit. Klíčovou z těchto metod je tzv. obligační cenový model.

Metoda obligačního cenového modelu se dívá na banku jako na věčnou (perpetuitní) obligaci a je založena na celkem jednoduchém principu, který vychází ze skutečnosti, že poměr tržní a účetní hodnoty banky by měl být stejný jako poměr ROE a COE neboli jako poměr výnosnosti vlastního kapitálu a nákladů vlastního kapitálu. Tuto větu můžeme následně převést do příslušné rovnice, která vypadá následujícím způsobem⁷³:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times UH,$$

kde TH – tržní hodnota komerční banky;
 ROE – return on equity – návratnost vlastního kapitálu;
 COE – náklady vlastního kapitálu podniku;
 UH – účetní hodnota vlastního kapitálu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu je v podstatě představována čistou hodnotou aktiv, v angličtině Net Assets Value, ve zkratce NAV. Čistou hodnotu aktiv zjistíme jako rozdíl účetní hodnoty aktiv minus účetní hodnoty závazků. Rovnice pak vypadá následujícím způsobem:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times NAV$$

„Určitou nevýhodou této metody je skutečnost, že nezohledňuje budoucí potenciál a eventuální růst oceňované komerční banky, takže má tendenci hodnotu banky podceňovat.“ (Hrdý, 2005, s. 96)⁷⁴

⁷³ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing. 2005, 216 s., s. 96.

⁷⁴ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing. 2005, 216 s., s. 96.

Výhodu této metody na druhé straně představuje snadná identifikace vstupních údajů, které vycházejí z minulých, a tedy již známých hodnot. Účetní hodnoty je možné brát jako serióznější a přesnější, než je tomu v případě klasických podniků, neboť značná část aktiv i pasiv je již účetně vedena v jejich reálné tržní hodnotě. Metoda obligačního cenového modelu velmi dobře vytváří kombinaci s výnosovou metodou i v tom slova smyslu, že výnosové ocenění na bázi dividendového potenciálu bude představovat vyšší hladinu ocenění a metoda obligačního cenového modelu pak hladinu nižší a znalec či znalecký ústav se pak mohou přiklonit k hodnotě vyšší nebo hodnotě nižší podle toho, jak dopadla finanční analýza nebo analýza interních a externích faktorů.

V zahraniční literatuře se objevují ještě další postupy, které mají blízko výnosovému oceňování či jsou přímo oceňováním výnosovým. V poslední době vzbudila pozornost publikace autorů Massari, Gianfrate, Zanetti (2014)⁷⁵ zabývající se mimo jiné již relativně podrobně problematikou oceňování komerčních bank, na rozdíl od dřívějších zahraničních publikací⁷⁶. Základní přístupy k oceňování bank jsou dle výše uvedených autorů⁷⁷ rozdělovány na diskontní výnosové modely, na relativní oceňování a na oceňování aktiv. Jistě pro zkušeného znalce není těžké pochopit, že se jedná o přístup výnosový, tržního srovnání a majetkového ocenění⁷⁸. Diskontní výnosové modely se dále člení na dividendový diskontní model, FCFE model a tzv. Excess Return Model (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 107)⁷⁹. Dividendový diskontní model je založen na známém dividendovém růstovém modelu, který známe např. z oceňování akcií a je velmi podobný dividendovému potenciálu. Zásadní rozdíl však spočívá v tom, že dividendový

⁷⁵ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

⁷⁶ Např. Miller, W. D. *Commercial Bank Valuation*. Published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p., s. 136 nebo Rezaee, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

⁷⁷ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

⁷⁸ Hrdý, M. Nové poznatky z oceňování finančních institucí. 2016. *Oceňování: čtvrtletník*. 2016. sv. 9, č. 2.

⁷⁹ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

diskontní model pracuje s plánovanými reálně vyplácenými dividendami, kdežto dividendový potenciál hovoří o tom, jak velké dividendy by mohly být vypláceny, a není tedy závislý na zvolené dividendové politice příslušné banky. FCFE model vychází z volného peněžního toku pro vlastníky a velmi se podobá této metodě aplikované na běžné podniky. Rozdíl oproti klasickým podnikům spočívá mimo jiné v tom, že dochází k úpravě čistého příjmu o případné investice do regulatorního kapitálu na bázi požadavku kapitálové přiměřenosti a také o případné plánované změny v oblasti základního kapitálu (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 118)⁸⁰. Zatímco úprava FCFE o případný regulatorní kapitál se běžně v oceňovacích přístupech vyskytuje, je prvek úpravy plánovaných změn v základním kapitálu svým způsobem novým. Autoři patrně vycházejí z předpokladu, že u finančních institucí a u bank zejména dochází ke změnám v základním kapitálu nepoměrně častěji, než je tomu v případě klasických podniků, a že je vhodné tuto položku do vlastního výpočtu FCFE zahrnout (Hrdý, 2016)⁸¹. Vzhledem k tomu, že banky s peněžními prostředky pracují a že pro ně není problém si tyto prostředky v případě potřeby opatřit, jeví se přece jen vhodnější ziskový přístup na bázi čistého upraveného odnímatelného zisku neboli dividendového potenciálu. Tuto skutečnost podtrhuje již dříve zmíněný fakt, že banka generuje zisk z různých činností a že každá činnost se plánuje zvlášť a různým způsobem.

Zatímco výše zmíněné výnosové metody nejsou dle názoru autora výhodnější než prezentovaná výnosová metoda na bázi dividendového potenciálu, další metoda zaslouží jistě výrazně větší pozornost. Jedná se o tzv. Excess Return Model, který je definován následujícím způsobem (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 121)⁸²:

$$\text{Equity Value} = \text{Equity Capital} + \sum_{(t=1)}^{\infty} \frac{\text{Excess Return}_t}{(1+k_e)^t}$$

⁸⁰ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

⁸¹ Hrdý, M. Nové poznatky z oblasti oceňování finančních institucí. *Oceňování: čtvrtletník*. 2016. sv. 9, č. 1, s. 3–13.

⁸² Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

Excess return je definován následujícím způsobem:

$$\text{Excess Return} = (ROE_t - k_e) \times \text{Equity Capital}_{t-1}$$

Excess Return Model může být charakterizován jako určitá modifikace oceňování EVA, tj. na bázi ekonomické přidané hodnoty, která se používá velmi často v případě oceňování klasických podniků. Pracuje s výnosem, jenž se počítá jako součin vlastního kapitálu a výnosnosti vlastního kapitálu sníženou o náklad vlastního kapitálu (k_e). Equity Capital je představován účetní hodnotou vlastního kapitálu a v případě, že by návratnost vlastního kapitálu (ROE) byla na úrovni nákladu kapitálu (COE), byla by hodnota oceňované banky na úrovni účetní hodnoty vlastního kapitálu. Podobně jako v případě jiných oceňovacích modelů, je třeba analyzovat vstupní hodnoty, které se do modelu dosazují. Massari, Gianfrate a Zanetti (2014, s. 121)⁸³ pracují se dvěma hodnotami návratnosti kapitálu, a sice s hodnotou pro první, růstovou, fázi a dále pak pro druhou fázi, se stabilní pokračující hodnotou. Massari, Gianfrate, Zanetti (2014, s. 121) dokonce v rámci pokračující fáze připouštějí možnost přiblížení hodnoty ROE hodnotě COE, čímž eliminují případné negativní změny v budoucnosti a vytvářejí určitou oceňovací rezervu (polštář). Výhodou tohoto modelu je bezesporu fakt, že ROE lze v rámci bankovního sektoru poměrně dobře odhadovat. Autoři⁸⁴ v případě ROE dále pracují s pojmem tzv. Excess Return, což by se dalo volně přeložit jako tzv. přebytečný kapitál, který je vymezen jako součin rizikově vážených aktiv a rozdílu mezi hodnotou optimální velikosti bankovního kapitálu Tier 1 a reálnou hodnotou bankovního kapitálu Tier 1⁸⁵. Blíže však není uvedeno, co mají Massari, Gianfrate, Zanetti (2014) na mysli pod pojmem optimální kapitál Tier 1, zda se například jedná o rozdělení Tier 1 v rámci nových podmínek Basel II a Basel III na tzv. Tier 1 kmenový a Tier 1 vedlejší, nebo za optimální hodnotu Tier 1 považují minimální hodnotu Tier 1

⁸³ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

⁸⁴ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.

⁸⁵ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.