



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Disertační práce

**FÚZE OBCHODNÍCH SPOLEČNOSTÍ A JEJICH PŘÍNOS
Z HLEDISKA RŮSTU KAPITÁLOVÝCH VÝNOSŮ**

**FUSION OF COMPANIES AND THE CONTRIBUTION TO INCREASE THEIR GROWTH
OF CAPITAL YIELDS**

Autor: **Ing. Radek Heger**
Obor: **6208V038 Management a ekonomika**
Školitel: **doc. JUDr. Vladimír Vrecion, CSc.**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem disertační práci vypracoval samostatně pod vedením doc. JUDr. Vladimíra Vreciona, CSc., všechny citace jsem zvýraznil a uvedl v seznamu literatury všechny literární a odborné zdroje.

Doc. JUDr. Vladimíru Vrecionovi, CSc. si tímto dovoluji poděkovat za odborné vedení, cenné rady a připomínky.

ABSTRAKT

Fúze a akvizice jsou jednou z příležitostí růstu v otevřené a globální ekonomice zvyšující konkurenceschopnost a hodnotu podniků. Efekty fúzí a akvizic, především synergické efekty, daňové úspory, pořízení majetku s diskontem, diverzifikace, zvyšují konkurenceschopnost společností na trhu a jejich tržní hodnotu. Mezi nejdůležitější synergické efekty patří úspory z rozsahu, vyšší podíl na trhu, zvýšení kapacity a koncentrace znalostí.

Disertační práce je zaměřena na akvizice v bankovním segmentu v ČR z pohledu přínosu pro vlastníky, jejichž analýzou jsou naplněny cíle disertační práce a vytváří faktory pro ověření formulovaných hypotéz.

V disertační práci byla odhadnuta tržní hodnota vlastního kapitálu bank v době realizace akvizice a porovnána s transakční cenou a dále tržní hodnota bank ke konci roku 2008. Tržní hodnoty byly odhadnuty pomocí oceňovací metody transakčních multiplikátorů a byly použity k výpočtu čisté současné hodnoty, která vyjádřila kapitálový přínos pro akcionáře. Následně byla pomocí trendových křivek provedena srovnávací analýza ukazatelů, které vytvářejí synergické efekty.

Výsledkem zkoumání je zjištění, že ve zkoumaném vzorku je jak akvizice, která vytvořila kapitálový přínos a současně generovala synergické efekty, tak i akvizice která kapitálový přínos vytvořila, ale negenerovala synergické efekty a nechybí ani akvizice, která kapitálový výnos nevytvořila, ale synergické efekty generovala.

Tyto závěry vedly k nemožnosti potvrdit první hypotézu o kapitálových přínosech akvizic.

Na základě statistického testování prostřednictvím vícenásobné regresní analýzy byla odmítnuta druhá hypotéza o vlivu velikosti ekonomiky na tržní hodnotu vlastního kapitálu banky.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions open ways to increase companies' competitiveness and value in open global economy. Effects of mergers and acquisitions, above all synergies, tax savings, discounted equity purchasing and diversifications increase companies' competitiveness and their market values. Economies of scale, higher share of market, increase of capacities and know-how concentration are considered the most important synergies' effects.

The doctoral thesis focuses on acquisitions in the Czech banking segment and their contributions for shareholders. The aim of their analyses is to create factors to confirm validity of defined hypothesis.

Market values of banks' owned equities at time of their acquisitions were defined and compared with the transaction price. Furthermore, the banks' market values which they had at the end of 2008 were calculated. Market values were estimated by using methods of transaction multiples to calculate net present values showing capital contribution for shareholders. Consequently, analyses of indicators which create synergies' effects were performed by utilizing trend lines.

The result of this research is a finding that in the researched sample an acquisition is represented which delivered capital contribution and generated synergies' effects. However, there is another acquisition there which created capital contribution but no synergies' effects. Finally, even an acquisition delivering no capital contribution but synergies' effects is not missing.

These results lead to the impossibility to accept the first hypothesis about capital contributions of acquisitions. Even the second hypothesis considering the effects of economy size on banks' own equities' values was rejected based on a statistical test performed by using multiple regression analysis.

OBSAH

ABSTRAKT	3
ABSTRACT	4
OBSAH	5
SEZNAM OBRÁZKŮ	7
SEZNAM TABULEK	9
SEZNAM ZKRATEK	11
ÚVOD	14
1 POTŘEBNOST ŘEŠENÍ PROBLEMATIKY	16
2 CÍL A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	17
2.1 Základní cíle a hypotézy	17
2.2 Postup řešení disertační práce	17
3 ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ	21
3.1 Charakteristika základních metod vědeckého výzkumu	21
3.2 Zdroje informací pro zpracování disertační práce	23
4 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY	24
4.1 Vymezení pojmů fúze a akvizice	24
4.2 Metody stanovení hodnoty společnosti	26
4.2.1 Metoda substanční hodnoty	28
4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	29
4.2.3 Metoda diskontované hodnoty budoucích finančních toků	29
4.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	30
4.2.5 Metoda stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů	31
4.3 Charakteristika situace v oblasti M&A	31
5 HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE	36
5.1 Vývoj bankovního sektoru v ČR	36
5.1.1 České bankovníctví před rokem 1989	36
5.1.2 Počátek transformace bankovního sektoru v ČR	38
5.1.3 Devadesátá léta a krize českých bank	40
5.1.4 Státní pomoc malým bankám	42
5.1.5 Státní pomoc bankám G4	42
5.2 Analýza realizovaných akvizic ČS, KB a ČSOB	47
5.2.1 Popis realizovaných akvizic ČS, KB a ČSOB	47
5.2.2 Přezkoumání realizovaných cen	49
5.2.3 Diskuze nad výsledky Multiples	57
5.2.4 Ověření tržní hodnoty KB regresní analýzou	59
5.3 Analýza růstu kapitálových výnosů převzatých bank	65

5.3.1	<i>Základní předpoklady a omezení pro výpočet kapitálových výnosů</i>	65
5.3.2	<i>Výpočet hodnoty bank v roce 2008</i>	66
5.3.3	<i>Výpočet kapitálových výnosů bank</i>	67
5.4	<i>Analýza vlivu realizovaných akvizic na růst kapitálových výnosů</i>	71
5.4.1	<i>Analýza tržního podílu</i>	73
5.4.2	<i>Analýza úspor</i>	87
5.4.3	<i>Analýza vývoje efektivity a produktivity</i>	97
6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ DISERTAČNÍ PRÁCE	110
6.1	Souhrn výsledků výzkumu	110
6.2	Vyhodnocení stanovených cílů	116
6.3	Ověření hypotéz	117
7	PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU, PRAXI A VÝUKU	122
	ZÁVĚR	123
	LITERATURA	124
	PUBLIKAČNÍ ČINNOST	128
	CURRICULUM VITAE	130

SEZNAM OBRÁZKŮ

	<i>Strana</i>
<i>Obrázek 1: Cíl disertační práce a prostředky k jeho dosažení</i>	20
<i>Obrázek 2: M&A dle segmentů v roce 2007</i>	32
<i>Obrázek 3: Vývoj M&A ve finančním sektoru v Evropě v letech 2003 - 2007</i>	33
<i>Obrázek 4: Rozložení M&A ve finančním sektoru v Evropě v letech 2003 – 2007 podle subsektorů</i>	34
<i>Obrázek 5: Vývoj HDP a celkových úvěrů</i>	74
<i>Obrázek 6: Vývoj úvěrů u zkoumaných bank</i>	75
<i>Obrázek 7: Vývoj úvěrů KB k HDP před akvizicí</i>	77
<i>Obrázek 8: Vývoj úvěrů KB k HDP po akvizici</i>	77
<i>Obrázek 9: Vývoj úvěrů ČSOB k HDP před akvizicí</i>	78
<i>Obrázek 10: Vývoj úvěrů ČSOB k HDP po akvizici</i>	79
<i>Obrázek 11: Vývoj úvěrů ČS k HDP před akvizicí</i>	80
<i>Obrázek 12: Vývoj úvěrů ČS k HDP po akvizici</i>	80
<i>Obrázek 13: Vývoj HDP a celkových vkladů</i>	81
<i>Obrázek 14: Vývoj vkladů bank</i>	82
<i>Obrázek 15: Vývoj vkladů KB k HDP před akvizicí</i>	83
<i>Obrázek 16: Vývoj vkladů KB k HDP po akvizici</i>	83
<i>Obrázek 17: Vývoj vkladů ČSOB k HDP před akvizicí</i>	84
<i>Obrázek 18: Vývoj vkladů ČSOB k HDP po akvizici</i>	85
<i>Obrázek 19: Vývoj vkladů ČS k HDP před akvizicí</i>	85
<i>Obrázek 20: Vývoj vkladů ČS k HDP po akvizici</i>	86
<i>Obrázek 21: Graf vývoje Herfindahlova indexu tržní konkurence</i>	87
<i>Obrázek 22: Graf vývoje podílu provozních nákladů na bilanční sumě</i>	89
<i>Obrázek 23: Vývoj počtu pracovníků a obchodních míst na bankovním trhu</i>	91
<i>Obrázek 24: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy KB</i>	92
<i>Obrázek 25: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy ČSOB</i>	92
<i>Obrázek 26: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy ČS</i>	92
<i>Obrázek 27: Graf vývoje průměrných ročních úroků z přijatých vkladů</i>	94
<i>Obrázek 28: Trend vývoje průměrných ročních úroků KB z přijatých vkladů před akvizicí</i>	95
<i>Obrázek 29: Trend vývoje průměrných ročních úroků KB z přijatých vkladů po akvizici</i>	95
<i>Obrázek 30: Trend vývoje průměrných ročních úroků ČS z přijatých vkladů před akvizicí</i>	96
<i>Obrázek 31: Trend vývoje průměrných ročních úroků ČS z přijatých vkladů po akvizici</i>	96
<i>Obrázek 32: Vývoj ukazatele ROA</i>	99
<i>Obrázek 33: Vývoj ukazatele ROA KB před akvizicí</i>	99
<i>Obrázek 34: Vývoj ukazatele ROA KB po akvizici</i>	100
<i>Obrázek 35: Vývoj ukazatele ROA ČSOB před akvizicí</i>	101
<i>Obrázek 36: Vývoj ukazatele ROA ČSOB po akvizici</i>	101
<i>Obrázek 37: Vývoj ukazatele ROA ČS před akvizicí</i>	102
<i>Obrázek 38: Vývoj ukazatele ROA ČS po akvizici</i>	102

<i>Obrázek 39: Vývoj ukazatele ROE</i>	<u>104</u>
<i>Obrázek 40: Vývoj ukazatele ROE KB před akvizicí</i>	<u>104</u>
<i>Obrázek 41: Vývoj ukazatele ROE KB po akvizici</i>	<u>105</u>
<i>Obrázek 42: Vývoj ukazatele ROE ČSOB před akvizicí</i>	<u>107</u>
<i>Obrázek 43: Vývoj ukazatele ROE ČSOB po akvizici</i>	<u>108</u>
<i>Obrázek 44: Vývoj ukazatele ROE ČS před akvizicí</i>	<u>108</u>
<i>Obrázek 45: Vývoj ukazatele ROE ČS po akvizici</i>	<u>109</u>

SEZNAM TABULEK

	<i>Strana</i>
<i>Tabulka 1: Celosvětový objem M&A od roku 1995</i>	32
<i>Tabulka 2: Státní podpora ČSOB v letech 1998 – 2000 (bez transakce IPB)</i>	43
<i>Tabulka 3: Převzetí IPB</i>	43
<i>Tabulka 4: Státní podpora ČS v letech 1998 – 2000</i>	44
<i>Tabulka 5: Státní podpora KB v letech 1998 – 2000</i>	46
<i>Tabulka 6: Přehled HDP na obyvatele u zemí „východního bloku“</i>	53
<i>Tabulka 7: Přehled vybraných bank pro Multiples</i>	54
<i>Tabulka 8: Přehled generátorů hodnoty a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraných bank</i>	55
<i>Tabulka 9 : Přehled multiplikátorů vybraných bank</i>	55
<i>Tabulka 10: Multiplikátory pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu českých bank zjištěné jako průměr a medián multiplikátorů ostatních bank v souboru</i>	56
<i>Tabulka 11: Přehled generátorů hodnoty k poslednímu dni roku předcházejícímu datu transakce a tržní hodnota bank zjištěná z transakční ceny</i>	56
<i>Tabulka 12: Tržní hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěné podle jednotlivých multiplikátorů a generátorů hodnoty k datu jejich akvizice</i>	56
<i>Tabulka 13: Tržní hodnoty vlastního kapitálu bank k datu jejich akvizice</i>	57
<i>Tabulka 14: Srovnání tržní hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěných z realizovaných transakcí a pomocí transakčních multiplikátorů</i>	57
<i>Tabulka 15: Přehled souboru bank pro odhad ceny KB regresní analýzou</i>	60
<i>Tabulka 16: Souhrnné výsledky lineární regrese pro každý generátor hodnoty</i>	62
<i>Tabulka 17: Souhrnné výsledky nelineární regrese pro každý generátor hodnoty</i>	63
<i>Tabulka 18: Hodnoty KB dle nelineární regrese pro každý generátor hodnoty</i>	63
<i>Tabulka 19: Přehled zjištěných hodnot KB</i>	64
<i>Tabulka 20: Generátory hodnoty bank v době realizace akvizice a hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěné z realizovaných transakčních cen</i>	66
<i>Tabulka 21: Multiplikátory zjištěné z hodnot vlastního kapitálu bank zjištěných z realizovaných transakčních cen</i>	67
<i>Tabulka 22: Generátory hodnoty bank v roce 2008</i>	67
<i>Tabulka 23: Hodnoty bank v roce 2008</i>	67
<i>Tabulka 24: Hodnoty celkové prémie za riziko stanovené ratingovou agenturou Moody's</i>	69
<i>Tabulka 25: Hodnoty diskontní sazby</i>	70
<i>Tabulka 26: Čistá současná hodnota</i>	71
<i>Tabulka 27: Podíl úvěrů k HDP</i>	76
<i>Tabulka 28: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů KB k HDP</i>	78
<i>Tabulka 29: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů ČSOB k HDP</i>	79
<i>Tabulka 30: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů ČS k HDP</i>	80
<i>Tabulka 31: Podíl vkladů k HDP</i>	82
<i>Tabulka 32: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů KB k HDP</i>	84

<i>Tabulka 33: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů ČSOB k HDP</i>	85
<i>Tabulka 34: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů ČS k HDP</i>	86
<i>Tabulka 35: Vývoj Herfindahlova indexu tržní konkurence HI</i>	87
<i>Tabulka 36: Vývoj provozních nákladů a bilančních sum</i>	88
<i>Tabulka 37: Vývoj počtu pracovníků a obchodních míst na bankovním trhu</i>	91
<i>Tabulka 38: Korelační koeficienty poměrů provozních nákladů trhu a bank</i>	93
<i>Tabulka 39: Vývoj průměrných ročních úroků z přijatých vkladů</i>	94
<i>Tabulka 40: Vývoj ukazatele ROA</i>	98
<i>Tabulka 41: Vývoj ukazatele ROE</i>	103
<i>Tabulka 42: Vývoj struktury vlastního kapitálu KB</i>	106
<i>Tabulka 43: Kapitálové výnosy bank</i>	115
<i>Tabulka 44: Přínosy akvizic</i>	115
<i>Tabulka 45: Rozhodovací tabulka o platnosti hypotézy</i>	117
<i>Tabulka 46: Přehled souboru bank pro testování hypotézy</i>	119
<i>Tabulka 47: Výsledky vícenásobné regrese pro testování hypotézy</i>	120

SEZNAM ZKRATEK

AMC	(Asset Management Company) společnost pro správu aktiv
ARAD	systém časových řad, veřejná databáze České národní banky
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
BH	Bank Handlowy
BPO	Bank Pekao
BPH	Bank Przemyslowo-Handlowy
BS	bilanční suma
BZ	Bank Zachodni
BVE	(Book Value of Equity) vlastní kapitál
CAPM	(Capital Assets Pricing Model) model oceňování kapitálových aktiv
CEE	střední a východní Evropa
CF	cash flow
CP	cenné papíry
ČKA	Česká konsolidační agentura
ČMRZB	Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSR	Československá republika
ČSFR	Československá federativní republika
ČSSR	Československá socialistická republika
ČS	Česká spořitelna, a.s.
ČSS	Česká státní spořitelna
ČSOB	Československá obchodní banka, a.s.
D	(Deposits from customers) vklady od klientů
DCF	(discounting of future projected cash flows) diskontovaná hodnota budoucích finančních toků
DFCFE	(discounted free cash flow to equity) diskontovaný volný finanční tok pro vlastníky
DFCFF	(discounted free cash flow to firm) diskontovaný finanční tok pro firmu
E(r)	očekávaná míra výnosnosti
EU	Evropská unie
EUREX	(European Exchange), evropská burza
EVA	(Economic Value Added) ekonomická přidaná hodnota
f_n	diskontní faktor v posledním roce plánovacího období
FN	finanční náklady
FNM	Fond národního majetku

g	průměrné tempo růstu ekonomické přidané hodnoty ve 2. Fázi
G4	banky „velké čtyřky“ (KB, ČSOB, ČS, IPB)
H	provozní hodnota firmy
HDP	hrubý domácí produkt
HDPO	hrubý domácí produkt na obyvatele
HI	Herfindahlův index tržní konkurence
IAS	(International Accountings Standards) mezinárodní účetní standardy
IB	Investiční banka
ICSID	(International Centre for Settlement of Investment Disputes) Mezinárodní centrum pro řešení investičních sporů
IFRS	(International Financial Reports Standards) standardy mezinárodního finančního výkaznictví
IPB	Investiční a poštovní banka, a.s.
IT	informační technologie
K	kapitál
KB	Komerční banka, a.s.
KBC	KBC BANK N.V.
KoB	Konsolidační banka, s.p.ú.
KSČ	Komunistická strana Československa
MF	Ministerstvo financí ČR
Multiples	metoda tržního odhadu hodnoty společnosti pomocí transakčních multiplikátorů
L	práce
M&A	(Merger and Acquisition) fúze a akvizice
MVE	(Market Value of Equity) tržní hodnota vlastního kapitálu
MVEm	tržní hodnota vlastního kapitálu zjištěná pomocí Multiples
MVEt	tržní hodnota vlastního kapitálu zjištěná z transakčních cen realizovaných transakcí
NPV	(Net Present Value) čistá současná hodnota
OI	(Operating Income) provozní zisk
PN	provozní náklady
PPF	mezinárodní finanční a investiční korporace
PZO	podnik zahraničního obchodu
Q	produkční funkce
r	diskontní sazba
r_f	bezriziková úroková míra
MRP	(Market Risk Premium) tržní riziková prémie
ROA	(Return on Assets) rentabilita aktiv

ROAA	(Return on average Assets) rentabilita průměrných aktiv
ROE	(Return on Equity) rentabilita vlastního kapitálu
ROEA	(Return on average Equity) rentabilita průměrného vlastního kapitálu
RVHP	Rada vzájemné hospodářské pomoci
SBČS	Státní banka Československá
SLSP	Slovenská sporitelňa
SEE	jihovýchodní Evropa
TA	(Total Assets) celková aktiva
ÚTB	Univerzita Tomáše Bati Zlín
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VD	(Value Drivers) generátory hodnoty
VK	vlastní kapitál
VŠE	Vysoká škola ekonomická Praha
VUB	Všeobecná úverová banka
WACC	(Weighted Average Costs of Capital) vážené průměrné náklady kapitálu
ŽB	Živnostenská banka
β	koeficient beta
€	EURO (měnová jednotka EU)

ÚVOD

Sametová revoluce v České republice přinesla systémové změny ve společnosti jak v oblasti politické, tak i obrovské změny v ekonomických procesech. Přes bouřlivý rozvoj podnikání, zakládání nových a nových firem, malou a velkou privatizaci, krachy bank a podniků byly nastaveny standardní ekonomické vztahy platné ve vyspělých demokratických ekonomikách.

Vysoká ekonomická a obchodní otevřenost České republiky vytváří velmi náročné konkurenční prostředí. Neexistuje snad jediný zodpovědný manažer, který denně neuvažuje o tom, jakým způsobem rozvíjet společnost a jak nejlépe čelit konkurenci. Možným způsobem je rozvoj stávající činnosti, rozšíření portfolia výrobků a služeb, investice do nových technologií apod. Na druhé straně není špatný pohled za hranice a inspirace společnostmi, které tyto problémy řeší už dlouhá desetiletí a nalézt **řešení prostřednictvím akvizic a fúze společností**.

Tento způsob má svou logiku, protože odpadá často zdoluhavá práce s organickým rozvojem, jako je dlouhá doba na přípravu a výstavbu nových investic, náročná marketingová a obchodní činnost za účelem získání většího podílu na trhu, popř. na zavedení nových výrobků a služeb, nebo zaškolení a získání nových pracovníků. Proto je někdy **jednodušší koupit si řešení těchto problémů**, čili provést akvizici jiné společnosti. Jedná se v podstatě o odkoupení firmy, která svými výrobky a službami, podílem na trhu, know-how, apod. vhodně doplní strukturu společnosti.

Původním záměrem mého doktorského studia byl výzkum fúzí nejen z pohledu kapitálových výnosů, ale též z pohledu dopadu fúzí na zvyšování konkurenceschopnosti. Na základě doporučení zkušební komise při státních závěrečných zkouškách jsem nakonec problematiku konkurenceschopnosti vypustil, díky čemuž se zúžil objem zkoumaných jevů a vytvořil se prostor pro hlubší průnik do zkoumané problematiky.

Problematika M&A se dotýká celého spektra podnikatelských aktivit. Tato skutečnost představuje obrovské množství oborů a činností a s tím související množství dat. Je zřejmé, že řada oborů se od sebe značně liší, což znesnadňuje unifikaci získávaných vstupních dat, stejně jako mohou být pro různé obory vhodné různé oceňovací metody. Z toho důvodu se tato disertační práce zaměřuje pouze na jednu na oblast, což umožní hlubší výzkum daného problému. Protože je předmět zkoumání (M&A) velmi náročný na objem zpracovávaných dat a zajištění jejich zdrojů, byl v této disertační práci zvolen segment bankovníctví, jelikož se jedná o společnosti, u nichž je povinnost zveřejňovat údaje dána právními předpisy.¹

¹ V ČR např. zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

Záměrem je zpracovat disertační práci takovým způsobem, aby její závěry přispěly k procesu vyhodnocování fúzí a akvizic a k procesu oceňování těchto transakcí.

V případě, že to nebude z hlediska obsahu nutné, budou v textu pro zjednodušení termíny fúze a akvizice nahrazeny zkratkou M&A (merger and acquisition).

1 POTŘEBNOST ŘEŠENÍ PROBLEMATIKY

Hlavní důvody pro zpracování disertační práce lze shrnout do několika bodů:

- M&A jsou **významným celosvětovým fenoménem** a mohou být mimořádně efektivním způsobem k posílení obchodních společností a rozšíření trhů.
- Obecně se předpokládá, že M&A mají významný **vliv na kapitálové výnosy obchodních společností**.
- I přes rozvoj M&A **nejsou** tyto možnosti **využívány v České republice zdaleka v takovém měřítku** jako ve vyspělých státech EU či USA.
- **Právní a ekonomické normy**, které řeší provádění fúzí, **jsou poměrně složité**. Tato skutečnost může již v zárodku odradit manažery a vlastníky od realizace M&A a vést k chybným rozhodnutím.
- Z praxe jsou známé příklady M&A, které jsou mimořádně **efektivní**, ale i fúzí, které působily **kontraproduktivně**.
- Nelze pominout i skutečnost, kdy může M&A velkých společností způsobit **tržní nerovnováhy a monopolizaci trhu**. Toto riziko, i přes státní regulaci, existuje a je nutné ho teoreticky vyhodnocovat a odhalovat.
- Ekonomické subjekty se pohybují v **silně globalizované ekonomice** s vysokou mírou informovanosti. Tato skutečnost vytváří na jednotlivé společnosti obrovské konkurenční tlaky, které je vedou k hledání nových řešení. Najít si dobrého partnera k M&A může znamenat pro některé společnosti rychlou cestu k růstu, pro jiné jedinou záchranu.

2 CÍL A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

2.1 Základní cíle a hypotézy

Hlavním cílem práce je:

Vyhodnocení akvizic akciových podílů velkých bank na českém bankovním trhu za účelem ověření jejich přínosu ke zvyšování hodnoty společnosti a současně ověřit použitelnost a vhodnost metod pro vyhodnocení M&A na základě veřejně dostupných informací.

Díličí cíle disertační práce vedoucí k naplnění hlavního cíle jsou:

- V teoretické části formulovat podstatné souvislosti v oblasti M&A s důrazem na jejich přínos pro zvyšování hodnoty podniků.
- Na základě kritické literární rešerše popsat dosavadní výsledky výzkumu v oblasti M&A.
- Na základě analýzy vybraného vzorku M&A porovnat reálné přínosy za účelem zjištění zda M&A přispívají ke zvyšování hodnoty společností.
- Vytvoření a popis procesu, na základě kterého mohou běžní akcionáři, na základě veřejně dostupných informací a za pomoci běžných ekonomických metod, vyhodnotit potenciál M&A. Kapitálové výnosy jsou významné pro akcionáře společností a běžní akcionáři nemají možnost získat vnitřní informace o obchodní společnosti, což je značně omezuje v rozhodovacím procesu.

Hypotézy disertační práce:

V souladu se svou dosavadní profesní zkušeností a na základě teoretických poznatků získaných z odborné literatury jsem definoval pro disertační práci následující hypotézy:

1. Úspěšně provedené akvizice zvyšují hodnotu společnosti.
2. Bohatství země má vliv na hodnotu banky působící na jejím bankovním trhu

2.2 Postup řešení disertační práce

Tato disertační práce si vytkla jako základní cíl zkoumat přínos fúzí a akvizic k růstu kapitálových výnosů pro vlastníky společností. Jelikož se jedná o velmi široký okruh problémů, bylo v rámci disertační práce provedeno zúžení zkoumaných jevů tak, aby měl výzkum dostatečnou hloubku a k dispozici bylo relevantní množství dat a současně měly závěry z výzkumu obecnou platnost a přispěly k rozšíření teoretických i praktických poznatků v dané oblasti.

V souladu s tím bylo provedeno následující vymezení zkoumaného problému:

- Výzkum je zaměřen do bankovního segmentu, tedy do oblasti z hlediska zkoumaného jevu (fúze a akvizice) dominantní.
- V rámci segmentu bankovníctví je zvolen český bankovní trh, jelikož na tomto trhu proběhly v relativně krátkém časovém úseku (1999-2001) M&A všech čtyř největších českých bank (takzvané banky „G4“).
- V rámci zvoleného předmětu výzkumu byly zkoumány akvizice s horizontálním charakterem, čili případy, kdy došlo ke koupi kontrolního balíku akcií novým vlastníkem ze stejného oboru za účelem získání podílu na lukrativním bankovním trhu, ale již nebylo provedeno sloučení (fúze) kupující a kupované společnosti. K těmto transakcím došlo jak u Komerční banky a České spořitelny, tak i u Československé obchodní banky, což dalo základ pro porovnávací metody. Výjimku tvoří poslední banka z „velké čtyřky“ a to Investiční a poštovní banka, na kterou byla v roce 2000 uvalena nucená správa, a část aktiv IPB přešlo do bilance ČSOB. Tento případ není předmětem výzkumu a pokud se do průzkumu promítl, tak jen jako součást bilance ČSOB.

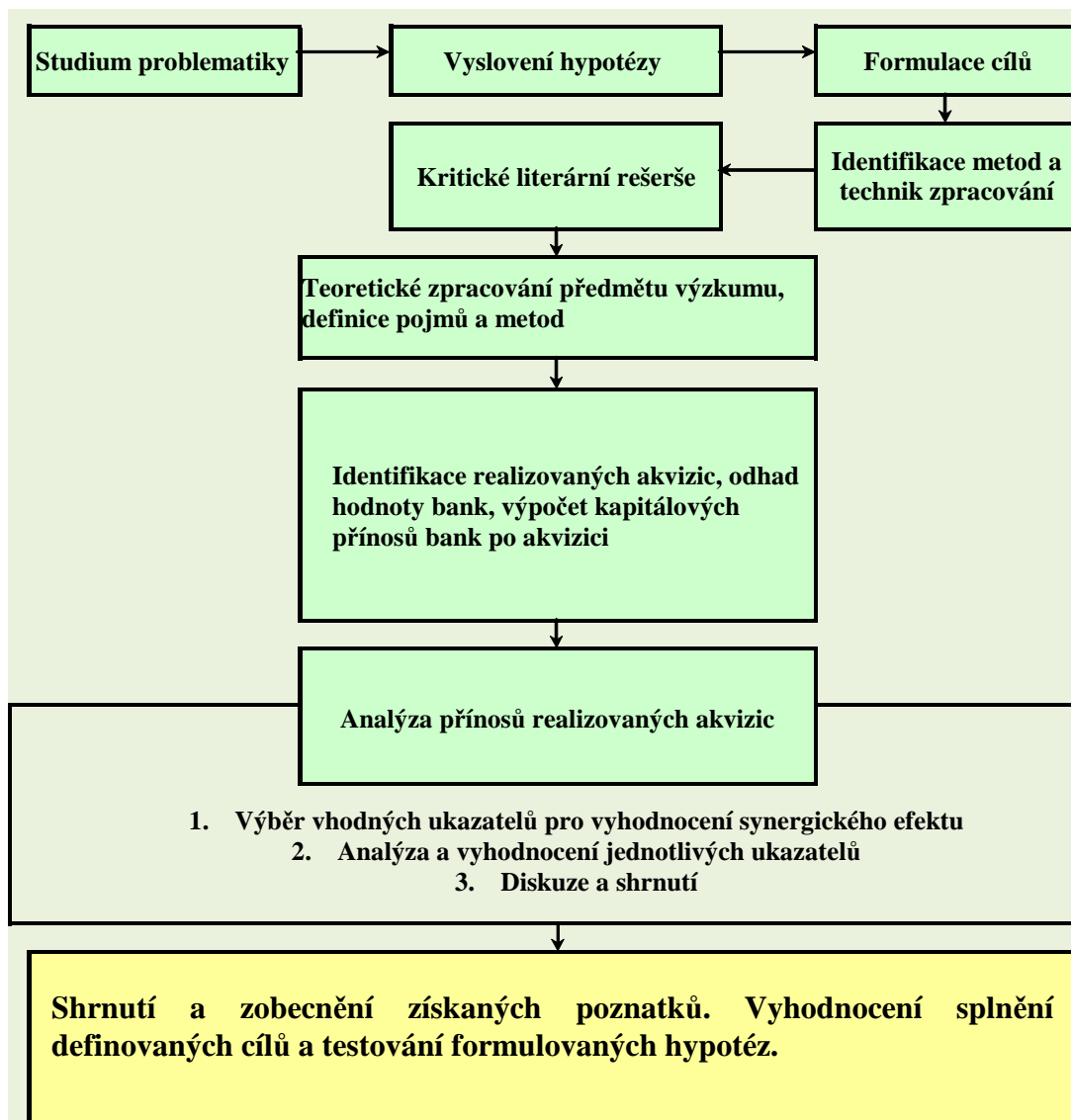
Základním myšlenkovým schématem této práce je odhadnout kapitálové zhodnocení bank po akvizici a posoudit jak bylo ovlivněno akvizicí. Tyto výstupy následně využít k naplnění cílů disertační práce a k testování formulovaných hypotéz. Jednotlivé dílčí kroky jsou následující:

- *Stručný popis metod, které byly při výzkumu v rámci této disertační práce použity (kapitola 3)*
- *Teoretická část disertační práce (kap. 4)*
Tato část se zabývá teoretickými aspekty zkoumaného problému. Nejprve jsou na základě literárních rešerší definovány pojmy fúze a akvizice a jejich očekávané přínosy. Dále se tato část zabývá definicí hodnoty společnosti a popisem a analýzou metod jejího stanovení. Na závěr je s využitím dat ze sekundárních zdrojů² stručně popsán stav v oblasti M&A z hlediska objemů a segmentů a jsou zde citovány závěry odborných studií a prací zaměřených na M&A ve finančním sektoru.
- *Praktická část disertační práce (kap. 5)*
V této části jsou prezentovány hlavní výsledky výzkumné práce. Základní koncepce výzkumu je následující:
 - provést analýzu vývoje bankovního segmentu v ČR a identifikovat realizované akvizice
 - odhadnout hodnoty bank k datu realizace akvizice pomocí vhodné

² Odborné studie renomovaných poradenských společností

- oceňovací metody a porovnat je s realizovanou transakční cenou
- z transakční ceny (pokud bude ověřena jako korektní) zjistit multiplikátory k datu realizace transakce a jejich aplikací na generátory hodnoty bank k 31.12. 2008 odhadnout hodnotu bank ke konci roku 2008
 - pomocí rozdílu hodnot bank v roce 2008 a hodnot k datu realizace akvizice zjistit zda byla akvizice pro akcionáře úspěšná či nikoliv (zda byl realizován kapitálový přínos)
 - analýzou synergických efektů odhadnout přínos nového vlastníka, respektive managementu dosaženého novým vlastníkem, k růstu či poklesu hodnoty banky
- *Shrnutí výsledků disertační práce (kap. 6)*
V rámci této části disertační je provedeno vyhodnocení splnění cílů a ověření definovaných hypotéz.
 - *Zhodnocení přínosu disertační práce pro teorii, praxi a výuku(kap. 7)*

Součástí prezentace hlavních výsledků výzkumné práce je verifikace a diskuze výsledků za účelem přezkoumání základních výsledků a posouzení postupů a správnosti shromážděných údajů.



Obrázek 1: Cíl disertační práce a prostředky k jeho dosažení

3 ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ

3.1 Charakteristika základních metod vědeckého výzkumu

Při zpracovávání disertační práce byly využity následující metody.

Základní obecné metody vědecké práce:

- postup od *známého k neznámému* – zejména při kritické literární rešerši dostupné literatury a zpracování hypotéz a myšlenek směřujících k naplnění cíle práce.
- postup od *jednoduchého ke složitému* – kdy je nejdříve zkoumán jednoduchý jev a je abstrahováno od řady souvislostí a teprve po důkladné analýze a syntéze s vyvozením závěrů lze postupovat k složitějším případům a brát v potaz více souvisejících faktorů.
- *statický a dynamický přístup* – každé zkoumání činnosti a života podniku je nutné brát v kontextu konkrétních podmínek daného okamžiku (statické zkoumání) či určitého období (dynamické zkoumání). Nejprve se využívá statický přístup a zkoumá se určitý jev nebo situace v jistém okamžiku a pak teprve je využit přístup dynamický, kdy se zkoumá vývoj statických hodnocení v čase.

Metody vědeckého výzkumu:

Empirické metody – jsou založeny na bezprostředním živém obrazu reality a jsou využity především při měření a pozorování konkrétního vybraného vzorku podniků za účelem identifikace akvizic u vybraných bank a vyhodnocení jejich přínosů. Základem je zkoumání a pozorování ekonomické a finanční situace podniků před a po akvizici a vývoj jejich hodnoty s cílem identifikovat kapitálové zhodnocení. V rámci tohoto postupu byly využity následující metody:

- metoda odhadu hodnoty společnosti pomocí transakčních multiplikátorů (Multiples)
- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)
- regresní analýza

Logické metody – využívají principy logiky a logického myšlení a jsou využity při zjišťování jevů a jejich příčin, především při studiu hlavních faktorů ovlivňujících úspěšnost akvizic.

Kvalitativní výzkum – spočívá v porozumění stanovené problematice, což představuje nutnost získat co nejširší orientaci v dané problematice. Výzkum čerpá v první řadě ze sekundárních údajů – odborné tuzemské a zahraniční

literatury, článků v odborných časopisech, dat zveřejňovaných podniky u organizátorů kapitálových trhů a statistických dat zveřejňovaných příslušnými statistickými úřady. Cílem tohoto postupu je vyjádření podstatných souvislostí v oblasti M&A.

Kvantitativní výzkum – tyto metody jsou využity při kvantifikaci vybraných souvislostí týkajících se předmětu výzkumu. Hlavním nástrojem pro kvantifikaci vybraných souvislostí týkajících se M&A je analýza finančních výkazů vybraných bank s cílem kvantifikovat faktory podílející se úspěšnosti akvizice. Údaje pak vychází především z účetních výkazů zkoumaných bank, výročních zpráv, obecných statistických přehledů a informací o cenách na kapitálových trzích. Při souhrnném hodnocení jsou **využity empiricko-induktivní ukazatelové systémy**, které jsou založeny na matematicko-statistických testech a výběru. V rámci tohoto postupu byly využity následující metody:

- metoda časových řad
- regresní analýza

Occamova břitva – je princip připisovaný anglickému logikovi, františkánu Williamu z Ockhamu (1287-1347). Latinská definice tohoto principu zní: "*Pluralitas non est ponenda sine necessitate*", nebo v pozdější formulaci "*Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem*"

Do češtiny jsou tyto formulace překládány jako "*Množství (tj. důvodů, příčin) se nemá dokládat, není-li to nezbytné.*", resp. "*Entity se nemají zmnožovat více než je nutné.*"

Tato formulace se dá interpretovat dvěma mírně odlišnými způsoby.

První lze popsat takto:

"Pokud pro nějaký jev existuje vícero vysvětlení, je lépe upřednostňovat to nejméně komplikované."

Druhý:

"Pokud nějaká část teorie není pro dosažení výsledků nezbytná, do teorie nepatří."

Occamova břitva je jedním ze základních principů či postupů, na kterých úspěšně staví i současná věda. Occamova břitva řeší problém nekonečné rozmanitosti teorií, které vedou ke stejným výsledkům a využívána je především v oblasti fyziky. V rámci disertační práce je tento princip využit při rozhodování o výběru vhodných oceňovacích metod.

Techniky sběru dat – ze známých technik sběru dat potřebných pro zpracování disertační práce jsou využity především pozorování vybraného vzorku bank a analýza dokumentů.

3.2 Zdroje informací pro zpracování disertační práce

Obecné poznatky, teorie a informace o zkoumané problematice byly čerpány především z odborné literatury, odborných časopisů, internetových portálů a publikovaných výsledků výzkumů. Za tímto účelem byl využíván knihovní fond UTB a VŠE, stejně jako jejich portfolio informačních internetových portálů.

Konkrétní informace byly čerpány z tištěných či elektronických zdrojů příslušných bank a státních orgánů (výroční zprávy, statistické ročenky, apod.).

4 SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY

4.1 Vymezení pojmů fúze a akvizice

Akvizicí se rozumí odkoupení takového rozhodujícího podílu ve společnosti, který zajistí kupujícímu možnost ovládat společnost. Akvizice může být přátelská či nepřátelská, může být hrazena penězi, akciovými výměnami nebo opcemi. Následujícím krokem bývá zpravidla fúze těchto společností, čili jejich sloučení v jednu společnost tak, aby bylo dosaženo všech rozvojových i úsporných možností.

Brealey a Myers [8] rozdělují fúze na horizontální, vertikální a konglomerátní.

Horizontální fúze je sloučení dvou nebo více podniků ze stejného oboru podnikání. Je prováděna především **za účelem rozšíření portfolia výrobků**, rozšíření trhu, získání odborníků a know-how, popř. za účelem likvidace konkurence. Aktuálně můžeme tento typ fúzí sledovat v bankovním sektoru, v oblasti telekomunikací a ve farmaceutickém průmyslu.

Prostřednictvím **vertikálních fúzí** kupující podnik **rozšiřuje své aktivity** zpět směrem ke zdrojům surovin a polotovarů nebo dopředu směrem ke konečnému spotřebiteli. Např. u olejářských společností lze sledovat jejich snahu získat jak ropná ložiska, tak i distribuční řetězce pohonných hmot.

Konglomerátní fúze jsou typem fúzí, kdy dochází ke sloučení podniků z nesouvisejících oborů. Nejčastějším zdůvodněním těchto fúzí je **diverzifikace**. Spousta podniků dokáže generovat značné objemy volných finančních prostředků, které je nutno zhodnocovat. Většina manažerů je přesvědčena, že jsou schopni řídit kupovanou společnost lépe, dosahovat s ní lepších hospodářských výsledků a využít skrytý potenciál kupované společnosti. Z tohoto důvodu jsou velkým lákadlem kupované společnosti, které samy vlastní velké objemy volných finančních zdrojů. V tomto kontextu se jistě nelze divit, že tento typ fúzí má nejvyšší procento neúspěšnosti.

Dále lze definovat **kongenerickou fúzi**, která probíhá mezi společnostmi z příbuzných oborů podnikání s různými produkty, například výrobce hardwaru a výrobce softwaru.

Rozhodnutí o M&A vzniká obvykle na úrovni nejvyššího vedení společnosti nebo na úrovni vlastníků společností. Motivace může být rozdílná, ale v naprosté většině se jedná o **vyšší zhodnocení společnosti** a posílení její konkurenceschopnosti. Zásadní předpoklad M&A je v tom, že hodnota

společnosti po transakci je vyšší, než hodnoty jednotlivých společností před ní. **Základní efekty** lze shrnout následovně:

- Synergický efekt
- Daňové úspory
- Pořízení majetku s diskontem
- Diversifikace

Základním záměrem je dosažení úspor nákladů, rozšíření trhu a syntéza předností jednotlivých společností. Tento motiv bývá také nazýván "2 + 2 = 5 efekt". **Synergického efektu** lze dosáhnout následně:

- **Úsporou provozních a finančních nákladů z rozsahu.** Lze úspěšně aplikovat u společností s obdobným zaměřením. Může docházet k úsporám ve výrobě (klesají fixní náklady na jednotku produkce), v nákladech na logistiku, marketing, management apod. Obvykle se zvyšuje finanční stabilita společnosti, což zajišťuje levnější cizí zdroje, snižuje transakční náklady apod.
- **Diferenční výkonností.** Management jedné společnosti je zpravidla výkonnější a je schopen zvýšit produktivitu.
- **Vyšším podílem na trhu.** Aktuální u společností s obdobným zaměřením.
- **Koncentrací znalostí.** Dochází ke spojení nejkvalitnějších vývojových, technických, technologických, výrobních a obchodních znalostí jednotlivých společností.

Synergický efekt lze sledovat jako **produkční funkci společností**. Podstatná je skutečnost, zda po změně vstupů (za předpokladu zvýšení vstupů ve stejném rozsahu v dlouhém období) dojde k vyšší než proporcionální změně výstupů a produkční funkce vykáže rostoucí výnosy z rozsahu. Samozřejmě může nastat situace, kdy změna vstupů bude proporcionálně stejná jako změna výstupů, výnosy z rozsahu budou konstantní a přínos M&A bude z tohoto hlediska nulový. Špatnou variantou je změna vstupů, která je příčinou nižšího než proporcionálního přírůstku výstupů, produkční funkce vykazuje klesající výnosy z rozsahu a efekt M&A je negativní.

Je-li použita produkční funkce $Q=f(K,L)^3$ (4.1), lze vyjádřit výnosy z rozsahu následovně:

Rostoucí výnosy z rozsahu:

$$\begin{aligned} Q &> Q_1 + Q_2 \\ Q(K_1 + K_2, L_1 + L_2) &> Q_1(K_1, L_1) + Q_2(K_2, L_2) \end{aligned} \quad (4.2)$$

³ Jsou uvažovány dva faktory produkční funkce K – kapitál, L – práce

Konstantní výnosy z rozsahu:

$$\begin{aligned} Q &= Q_1 + Q_2 \\ Q(K_1 + K_2, L_1 + L_2) &= Q_1(K_1, L_1) + Q_2(K_2, L_2) \end{aligned} \quad (4.3)$$

Klesající výnosy z rozsahu:

$$\begin{aligned} Q &< Q_1 + Q_2 \\ Q(K_1 + K_2, L_1 + L_2) &< Q_1(K_1, L_1) + Q_2(K_2, L_2) \end{aligned} \quad (4.4)$$

Daňové úspory lze využít jako doplňující aspekt ke snižování daňového základu pro daň z příjmu, pokud je jedna ze společností ztrátová – **využití daňového štítu**. Úspěšně lze v těchto případech aplikovat i osvobození od daně z převodu nemovitostí.

Pořízení majetku s diskontem nastává ve chvíli, kdy se podařilo ovládnout společnost za cenu nižší než je její reálná hodnota.

Diversifikace představuje vytvoření širšího portfolia výrobků, či služeb za účelem snížení rizika stagnace, či poklesu tržeb.

Jedním z významných důvodů pro M&A bývají také **osobní motivy managementu** daných společností, jelikož odměny managementu bývají zpravidla vázány na růst společnosti, jejich tržeb, zisku apod.. S. Kwan, viceprezident Federal Reserve Bank of San Francisco uvádí, že „*empirické výzkumy ukázaly, že manažerské kompenzace a požitky mají tendenci růst s růstem firmy*“ [27].

Dalším z efektů M&A, který uvedl Simon Kwan v citované práci, a který byl potvrzen finanční krizí v roce 2008, je skutečnost, že „*banky o určité velikosti mohou vždy očekávat státní pomoc v krizi*“ [27].

A. Cybo-Ottone, C. Di Noia a M. Murgia [14] uvádějí termín **síťový efekt**, který považují za hlavního hybatele konsolidací trhů s cennými papíry. Jedná se o efekt umožněný rozvojem výpočetní techniky především v oblastí sítí a internetu. Příkladem může být EUREX.

4.2 Metody stanovení hodnoty společnosti

Zatímco vymezení termínu M&A je z hlediska jak teoretického, tak i praktického nekonfliktní a obecně srozumitelné, v případě stanovení **hodnoty společnosti**, to tak již jednoznačné není. Současně je stanovení hodnoty společnosti pro tuto disertační práci, jako podklad k měření úspěšnosti či neúspěšnosti M&A, stěžejní.

Jestliže přijmeme předpoklad, že společnost je možno považovat za zboží, které je určeno ke směně na trhu, potom ze základů ekonomické teorie [21] vyplývá, že zboží má **užitnou hodnotu a hodnotu**.

Hodnota je výrazem schopnosti zboží být předmětem směny. Hodnota by měla být výrazem tržního principu, tj. střetu poptávek kupujících a nabídek prodávajícího. Tato podmínka je však vzhledem ke zvláštnímu charakteru podniku jako zboží (vzácnost, nízká míra organizovanosti trhu, jedinečnost podniku) obtížně splnitelná.

Užitná hodnota je subjektivní pro každého vlastníka společnosti a vyplývá z komplexního působení jednotlivých funkcí podniku v oblasti sociální, technické, ekonomické, personální, obchodní apod.

Nejjednodušeji a nejrychleji lze získat hodnotu společnosti z tržních cen jejich akcií na veřejných trzích. Takové vyjádření ceny má vysokou informační hodnotu, jelikož veřejné trhy s CP jsou prostorem, kde se koncentruje a střetává reálná nabídka s poptávkou a krystalizuje se **tržní cena akcií**.

Na druhé straně, i když tato cenová informace sděluje akcionářům, tedy nejdůležitějším účastníkům ekonomického systému, kteří zde přinášejí vlastní kapitál a nesou největší rizika, informaci o okamžité hodnotě jejich majetku, je objektivní vypovídací schopnost této informace limitována. Je nutné si uvědomit, že ceny veřejně obchodovaných akcií jsou cenami akcií představující minoritní podíl na společnosti, který neumožňuje žádnou kontrolu nad společností ani její řízení. Při stanovení hodnoty společnosti se tedy musí hodnota zjištěná z tržních cen jednotlivých akcií zvýšit o **prémii za kontrolu**. **Tržní hodnota společnosti** se tedy v tomto případě zjistí **jako součet součinu celkového počtu emitovaných akcií s jejich tržní cenou a prémie za kontrolu**.

Problematikou výše prémie za kontrolu se zabývá celá řada studií a většina z nich sleduje prémie za kontrolu placené u společností, jejichž akcie jsou obchodovány na veřejných trzích. Rozdíl mezi cenou jedné akcie, která je veřejně obchodovaná a cenou téže akcie, jež je součástí kontrolního podílu, souvisí s možností ovlivňovat chod podniku, tedy s prémie za kontrolu. Studie transakcí z roku 1997 hovoří o 487 transakcích s významnými podíly veřejně obchodovatelných společností, u kterých se zaplacená prémie nad cenu na veřejných trzích pohybovala od 0% do 733% s mediánem 27,5% [44].

Dalším limitujícím faktorem je chování investorů na veřejných trzích CP. I pokud jsou splněny základní předpoklady pro regulérní ocenění trhem (vyspělost a dostatečná likvidita), je vývoj tržní ceny citlivý na chování jednotlivých subjektů, resp. na jejich reakce na různé ekonomické informace. Ačkoliv jsou pro kapitálové trhy vypracovány vysoce sofistikované modely fundamentální i technické analýzy, řada investorů vzala za své známé heslo burzovních investorů „go with the trend, the trend is your friend“. Tato skutečnost spolu s rozvojem obchodních metod jako jsou různé pákové a

maržové obchody s jejich stop-loss příkazy, potom roztáčí cenové spirály neodpovídající reálné hodnotě.

Tyto rizika společně se skutečností, že ne všechny společnosti jsou obchodovány na veřejných trzích s CP, jsou důvodem k tomu oceňovat společnost i **jinými hodnotami**, než je její tržní cena na veřejném trhu cenných papírů. Velmi užívanou hodnotou je roční **zisk společnosti**, resp. jeho meziroční nárůsty nebo poklesy. Ekonomická teorie uvádí, že i když je zisk velmi cenný ukazatel, ukrývá v sobě také jistá rizika zkreslení [50].

V odborné literatuře [12] i praxi se lze setkat s následujícími metodami používanými pro ocenění společnosti:

- **Metody založené na stavových veličinách**, tj. metody stanovení ceny vlastního majetku mezi které patří metoda účetní hodnoty a metoda substanční hodnoty.
- **Metody založené na tokových veličinách**, tj. výnosové metody mezi které patří metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda diskontované hodnoty budoucích finančních toků, metoda ekonomické přidané hodnoty.
- **Metody kombinující oba přístupy**
- **Metody burzovní a srovnávací**

4.2.1 Metoda substanční hodnoty

Metoda zjišťování substanční hodnoty je založena na použití majetkového pohledu na oceňovaný podnik a stanovuje hodnotu tzv. substance = podstaty, což představuje souhrn majetku schopného produkce a generování výnosu. Substanční metoda spočívá v postupném aktuálním tržním ocenění jednotlivých položek aktiv, sečtení jejich jednotlivých hodnot a následném odečtení všech položek dluhů (cizích zdrojů). Tato metoda je založena na simulaci principu náhrady výdajů na pořízení majetkové podstaty (substance). Předpokládá, že kupce majetku by nezaplatil za aktiva společnosti více, než činí náklady za jejich pořízení. Při aplikaci tohoto způsobu jsou jednotlivé druhy aktiv individuálně oceněny a sečteny, čímž se zjistí hodnota podniku podle premisy, že podnik je totožný s majetkem, který je v něm obsažen.

Součtem reálného (tržního) ocenění aktiv se získá substanční hodnota brutto. Výpočet substanční hodnoty netto vyžaduje adekvátní ocenění různých závazků pro jejich odpočet. Je potřeba přezkoumat všechny závazky (dlouhodobé a krátkodobé) i rezervy. Souhrn všech majetkových hodnot nutných k dalšímu podnikání v tržních cenách plus výnos z prodeje majetku, který k dalšímu podnikání není třeba, je substanční hodnota brutto. Odečtením všech závazků a dluhů se získá substanční hodnota netto.

4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jedná se o jednu z výnosových metod, kdy je zjišťována hodnota vlastního kapitálu společnosti fundamentální analýzou předpokládaného vývoje jejího hospodaření, kdy základní strategická úvaha o přístupu k ocenění společnosti, spočívá v tom, že v případě pokračování hospodářské činnosti je z hlediska investora zajímavá pouze návratnost této investice vyjádřená očekávaným výnosem z ní. Podstatou této metody je, že se hodnota firmy, resp. jejího vlastního kapitálu odvozuje od tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu (trvale udržitelné úrovně zisku). Může přitom jít o trvale odnímatelný čistý výnos minulý nebo budoucí, tj. dosažitelný v plánovacím období. Pro stanovení hodnoty firmy je proto třeba stanovit trvale odnímatelný čistý výnos, a to určitými úpravami korigovaného provozního hospodářského výsledku. Tyto úpravy zahrnují např. úpravu odpisů založenou na stanovení lineárních odpisů z reprodukčních cen, vyloučení mimořádných nákladů a výnosů, zprůměrování nepravidelných, ale opakujících se nákladových položek aj. Stanovení těchto úprav vyžaduje speciální expertní znalosti.

4.2.3 Metoda diskontované hodnoty budoucích finančních toků

Tato metoda, která je též nazývána metoda diskontovaného cash-flow (z anglického discounting of future projected cash flows), a pro kterou je užívána zkratka **DCF**, je základní metodou výnosového oceňování. Primární myšlenkou této metody je, že očekávané budoucí volné peněžní toky po zdanění představují platby, které může podnik přinést svým investorům. Pokud jsou tyto toky diskontovány k současnosti prostřednictvím diskontní míry upravené podle očekávané míry rizika, pak suma současných hodnot volného cash flow odpovídá hodnotě, kterou je investor ochoten zaplatit za očekávané volné peněžní toky v budoucnosti, neboli diskontované volné cash flow představuje vnitřní hodnotu podniku pro investory.

Pro sestavení DCF existují dva základní přístupy:

1. Metoda „**entity**“, jež se používá při ocenění nefinančních společností (např. výroba, služby, energetika, maloobchod a IT společnosti). Jedná se v podstatě o analýzu a ocenění volného peněžního toku, které daná společnost generuje pro věřitele.
2. Metoda „**equity**“, jež naopak oceňuje volné peněžní toky pro vlastníky a je vhodná pro oceňování finančních institucí (např. bank a pojišťoven).

Matematicky jsou tyto přístupy vzájemně ekvivalentní a poskytují identické ocenění při stejných daných vstupních předpokladech [13].

Metoda „entity“, též nazývána metodou **DFCF** - diskontovaný finanční tok pro firmu (discounted free cash flow to firm), pracuje s odhadem volných

peněžních toků společnosti a tyto diskontuje váženým průměrem nákladů na dluhový/vnější a vlastní kapitál za účelem získat odhad hodnoty společnosti. Po přičtení přebytečné hotovosti a hodnoty jiných neprovozních aktiv je od této hodnoty odečtena tržní hodnota cizího kapitálu, čímž získáme hodnotu vlastního kapitálu společnost.

Metoda „equity“, též nazývána metodou **DFCFE** - diskontovaný volný finanční tok pro vlastníky (discounted free cash flow to equity), se k odhadu hodnoty vlastního kapitálu společnosti dostává přes odhad volných peněžních toků po zdanění přímo u akcionářů diskontovaných náklady na vlastní kapitál.

4.2.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)⁴

Základem je ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added – EVA). Pro jednotlivá období historie i plánu se tato hodnota počítá podle vztahu:

$$EVA = KHV - n * K \quad (4.5)$$

kde

EVA - ekonomická přidaná hodnota,

KHV - korigovaný hospodářský výsledek po zdanění,

K - investovaný kapitál (vlastní a cizí kapitál vyvolávající náklady),

n - vážené průměrné náklady kapitálu, obvykle použito WACC.

Základem výpočtu je korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním. Tato veličina se dále upravuje o změnu zůstatku rezerv. Existuje možnost zohlednit i další korekce hospodářského výsledku, které se při stanovení ekonomické přidané hodnoty doporučují. Především jde o časové rozlišení některých nákladů, které účetnictví umožňuje zaúčtovat do běžného roku, přičemž však tyto jednorázové náklady vyvolají přírůstek výnosů v několika dalších letech. Takto korigovaný hospodářský výsledek se dále zdaní.

Provozní hodnota firmy z ekonomické přidané hodnoty se stanoví podle vztahu:

$$H = H_1 + H_2 + K_0 \quad (4.6)$$

kde

H - provozní hodnota firmy,

H₁ - hodnota 1. fáze

H₂ - hodnota 2. fáze

⁴ EVA je registrovaná značka agentury Stern & Stewart, která se zabývá poradenstvím v oblasti hodnotového řízení

K_0 - počáteční výše investovaného kapitálu (výše provozně nutného investovaného kapitálu v posledním roce historie).

Hodnotu 1. fáze H_1 tvoří součet diskontované ekonomické přidané hodnoty za plánovací období.

Hodnota 2. fáze H_2 se určí pomocí perpetuity dle vztahu:

$$H_2 = EVA_{n+1} / (r - g) * f_n \quad (4.7)$$

kde

EVA_{n+1} - ekonomická přidaná hodnota v 1. roce 2. fáze,

r - diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu),

g - průměrné tempo růstu ekonomické přidané hodnoty ve 2. fázi,

f_n - diskontní faktor v posledním roce plánovacího období.

Pomocí této metody potom lze získat:

- provozní hodnotu společnosti
- výslednou hodnotu společnosti tvořenou součtem provozní hodnoty společnosti a ocenění neprovozních aktiv
- hodnotu vlastního kapitálu stanovenou odečtením úročeného cizího kapitálu od výsledné hodnoty společnosti.

4.2.4 Metoda stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů

Jedná se o srovnávací metodu, která je označována [26] jako relativní metoda oceňování. Podstata relativních metod oceňování spočívá v odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných hodnot vykazovaných při transakcích s akciemi obdobných společností. Metodologie relativního oceňování je standardizována tím, že pro vlastní vyjádření hodnoty podniku jsou využívány společné proměnné, kterými mohou být například vlastní kapitál, zisk, tržby, apod.

Multiplikátor (v českém jazyce označován také jako násobitel) se obecně vypočítá jako podíl tržní hodnoty srovnatelné společnosti a finančního ukazatele odvozeného z účetní závěrky, který nějakým způsobem ovlivňuje nebo generuje hodnotu (**generátor hodnoty**).

4.3 Charakteristika situace v oblasti M&A

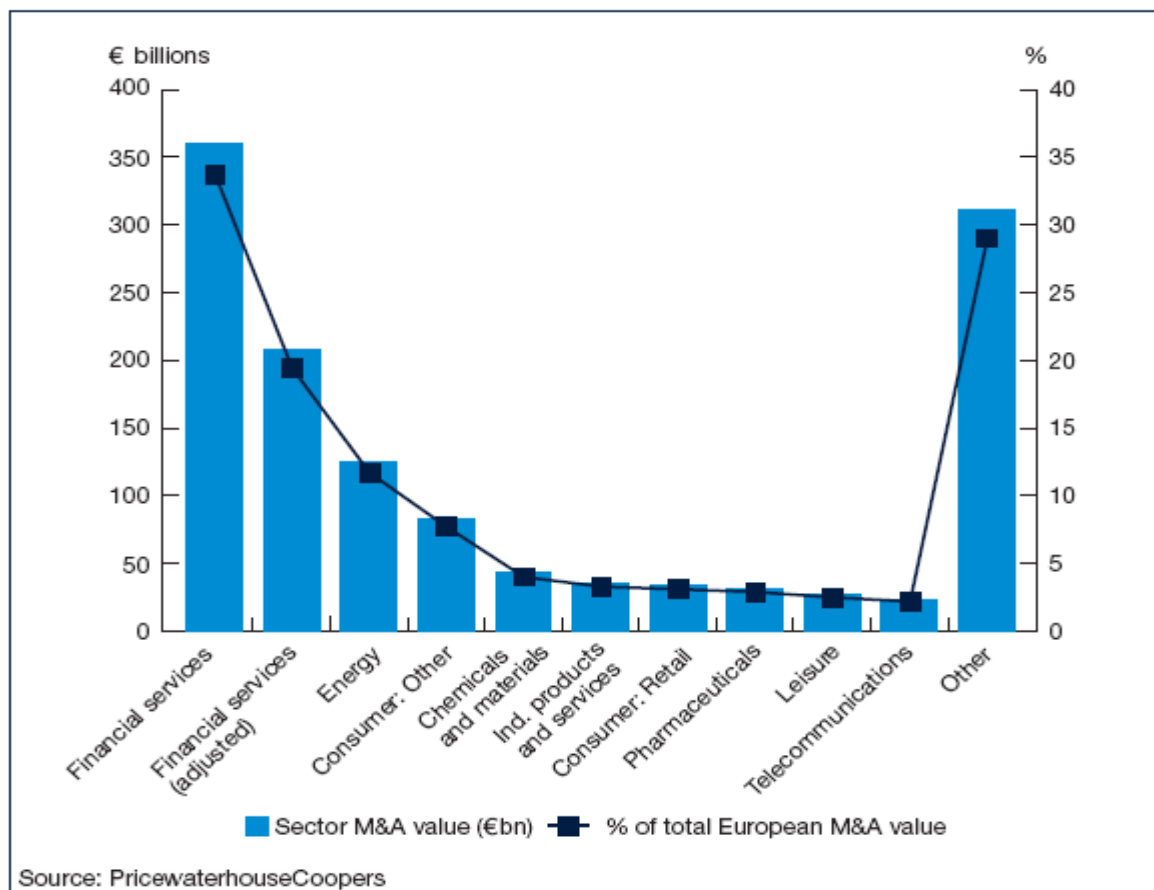
O významnosti M&A vypovídají značné finančními objemy, které jsou v těchto transakcích zapojeny. Od roku 1995 byly celosvětově realizovány fúze a akvizice v následujícím objemu:

Tabulka 1: Celosvětový objem M&A od roku 1995 (v mld. USD)

Rok	objem v mld. USD	Rok	objem v mld. USD
1995	700	2002	1 200
1996	1 000	2003	1 400
1997	1 500	2004	2 000
1998	2 300	2005	2 900
1999	3 500	2006	3 600
2000	3 400	2007	4 400
2001	1 700		

Aktivita v oblasti M&A v roce 2007 dosáhla rekordních hodnot, když celkový objem fúzí a akvizic vzrostl na 4,4 bilionů dolarů (což je 21% nárůst oproti 3,6 bilionům USD v roce 2006).

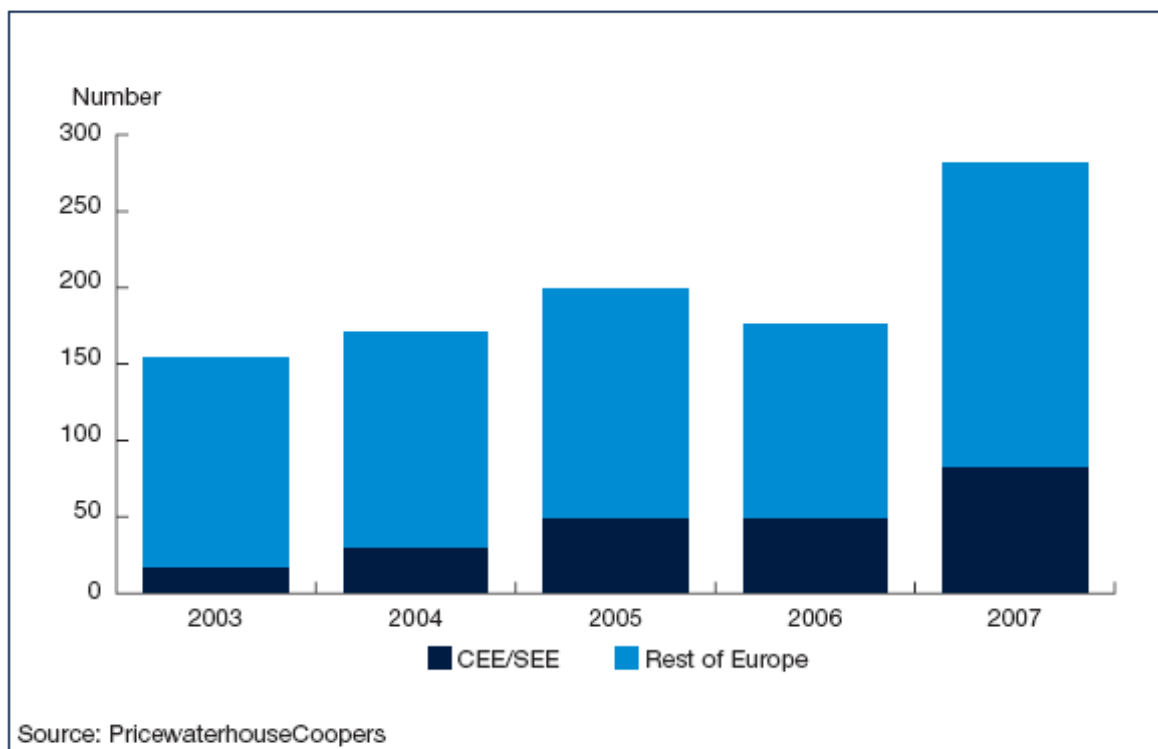
Z hlediska segmentů je rozložení následující:



Obrázek 2: M&A dle segmentů v roce 2007, zdroj: PricewaterhouseCoopers

Z hlediska segmentů jsou nejvyšší objemy dosahovány v segmentu finančních služeb, čili v oblasti, kterou se zabývá tato disertační práce.

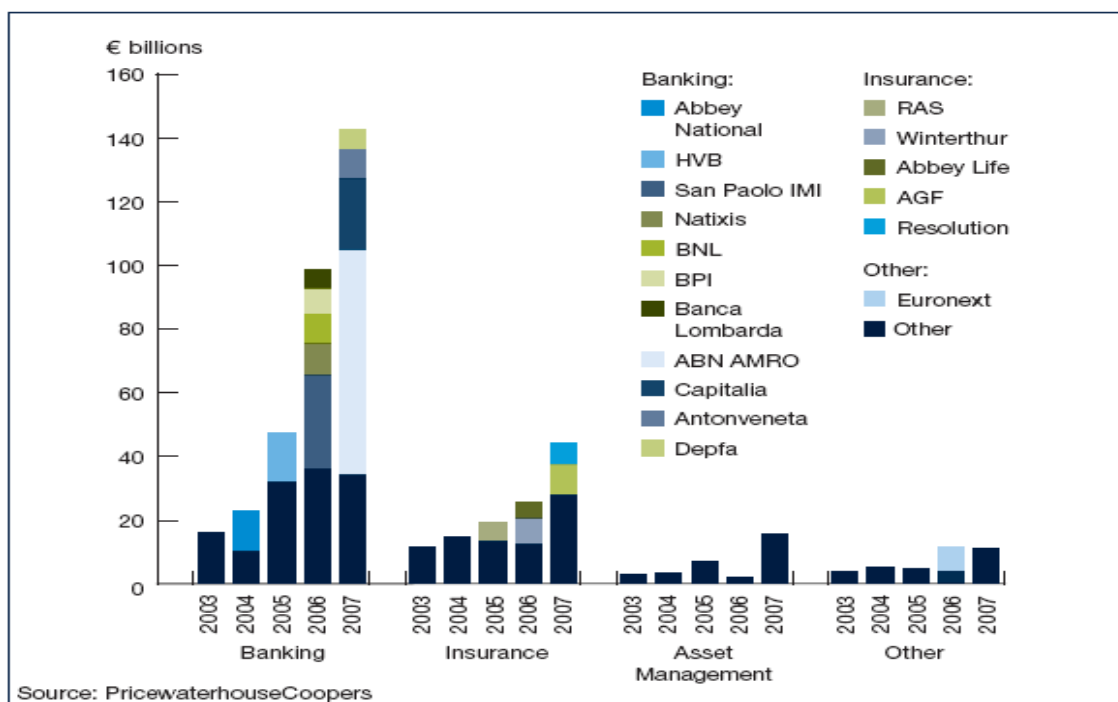
Pokud se zaměříme na Evropu, je z následujícího obrázku patrný rostoucí trend M&A ve finančním sektoru.



Obrázek 3: Vývoj M&A ve finančním sektoru v Evropě v letech 2003 - 2007, zdroj: PricewaterhouseCoopers

Graf na obrázku č. 3 je rozdělen na země CEE/SEE (střední a východní Evropa a jihovýchodní Evropa) a zbytek Evropy. Uvedené hodnoty vypovídají o tom, že se oblast M&A rozvíjí i v zemích bývalého východního bloku, respektive lze konstatovat, že boom M&A v bankovním segmentu vedl k tomu, že bankovní trhy téměř celé střední a východní Evropy jsou ovládány velkými mezinárodními bankovními skupinami (KBC, Unicredit, Erste, Société Générale nebo Raiffeisen) a tento trend pokračuje dále napr i  celou Evropou.

Poslední graf v této kapitole dokumentuje, že v rámci finančního sektoru je největší objem M&A v bankovním sektoru.



Obrázek 4: Rozložení M&A ve finančním sektoru v Evropě v letech 2003 – 2007 podle subsektorů, zdroj: PricewaterhouseCoopers

Tato disertační práce se zabývá M&A bankovních institucí a výsledky různých studií a odborných prací k tomuto tématu nejsou jednoznačné.

Například studie Huizinga, Nelissen a Venneta [17], která analyzovala 52 horizontálních bankovních fúzí v letech 1994-1998, konstatovala, že fúze poskytly značný prostor pro využití úspor z rozsahu a pro zlepšení operativní efektivity, ale relativní míra ziskovosti se zlepšila pouze marginálně a nenalezli žádný důkaz o tom, že zfúzované společnosti jsou schopny využít větší tržní sílu na trhu depozit vkladů. Celkový **dopad fúzí byl ovšem hodnocen jako pozitivní.**

Studie zkoumající fúze v USA **nezjistila žádné zvýšení hodnoty akcií v důsledku fúze** [39].

Naopak v již dříve citované práci [14] byl u bankovních akvizic v Evropě zjištěn statisticky **významný pozitivní dopad na ceny akcií na kapitálovém trhu jak u kupující instituce, tak u kupované** v době ohlášení spojení. Autoři rozdíl výsledků jejich evropské studie vůči americkým vykládají jako důsledek rozdílů ve struktuře bankovníctví a regulace.

Altunbaş a Marqués [2] zkoumali dopad strategických podobností evropských bank na výkony po realizovaných M&A, přičemž zjistili, že pro domácí transakce může být značně nákladné integrovat instituce, které jsou odlišné v podmínkách jejich úvěrů, výnosů, nákladů, depozit a velikostní strategie. V případě příhraničních transakcí naopak rozdíl mezi fúzujícími partnery v jejich úvěrech a rizikové strategii přispívají k vyšším výkonům, zatímco jejich kapitálová a nákladová struktura má z hlediska výkonů negativní dopad.

V rámci této práce dále konstatovali, **v průměru bankovní fúze vyústili ve zlepšené výkony.**

5 HLAVNÍ VÝSLEDKY PRÁCE

Pro výzkum v rámci této disertační práce byla zvolena následující koncepce:

- provést analýzu vývoje bankovního segmentu v ČR a identifikovat realizované akvizice
- odhadnout hodnoty bank k datu realizace akvizice pomocí vhodné oceňovací metody a porovnat je s realizovanou transakční cenou
- z transakční ceny (pokud bude ověřena jako korektní) zjistit multiplikátory k datu realizace transakce a jejich aplikací na generátory hodnoty bank k 31.12.2008 odhadnout hodnotu bank ke konci roku 2008
- pomocí diskontovaného rozdílu hodnot bank v roce 2008 a hodnot k datu realizace akvizice zjistit zda byla akvizice pro akcionáře úspěšná či nikoliv (zda byl realizován kapitálový přínos)
- analýzou synergických efektů odhadnout přínos nového vlastníka, respektive managementu dosazeného novým vlastníkem, k růstu či poklesu hodnoty banky

5.1 Vývoj bankovního sektoru v ČR

V rámci této části disertační práce je proveden stručný popis stavu a vývoje bankovního sektoru v ČR. Přirozeným dělítkem je zde rok 1989, v jehož průběhu došlo v ČR k změně politického systému, kdy socialistické politické zřízení vyznačující se vládou jedné politické strany (KSČ) a uzavřenou, centrálně plánovanou ekonomikou bylo nahrazeno pluralitní demokracií s otevřenou, tržní ekonomikou. Je zřejmé, že tyto změny nutně vyvolaly i potřebu změn bankovního systému, která je dále v textu označována jako **transformace bankovního systému**, popř. jen transformace a jejíž začátek padá do roku 1990.

5.1.1 České bankovníctví před rokem 1989

V Československé republice (dále jen ČSR) a Československé socialistické republice (dále jen ČSSR) v období do roku 1989 plnila úlohu centrální banky **Státní banka Československá** (dále jen „SBČS“), založená v roce 1950. SBČS plnila úkoly centrální banky, zahrnující emisi oběživa, financování operací vlády a správu devizových rezerv. Před počátkem transformace existoval v ČSSR tzv. monobankovní systém, což znamená, že SBČS vystupovala vedle své funkce centrální banky zároveň jako banka komerční a poskytovala úvěry podnikům, nikoli však domácnostem. Samostatné komerční banky poskytující úvěry domácím podnikům v ČSSR v období do roku 1989

neexistovaly. Podobný systém fungoval i v ostatních centrálně plánovaných ekonomikách.

Dalšími bankovními subjekty v ČSSR byly:

- **Československá obchodní banka** (dále také „ČSOB“), která poskytovala komerční služby podnikům zahraničního obchodu a sloužila rovněž jako zprostředkovatel styků s RVHP⁵.
- **Živnostenská banka** (dále také „ŽB“), která se zabývala finančními transakcemi soukromých osob a neziskových institucí se zahraničím.
- **Investiční banka** (dále také „IB“), která byla založena za účelem poskytování investičních úvěrů (tato funkce však později přešla na SBČS a portfolio Investiční banky se postupně snižovalo⁶).
- **Česká státní spořitelna** (dále také „ČSS“) a **Slovenská státní spořitelna**, které vybíraly vklady od obyvatelstva zaručeny státem, přičemž tyto finanční zdroje měly dvojí použití: zaprvé sloužily k financování úvěrů obyvatelstvu, především na bytovou výstavbu s dotovanou úrokovou sazbou, za druhé se zbylé zdroje převáděly do SBČS, která z nich financovala svou úvěrovou činnost.

Vzhledem ke zvláštnostem bankovního sektoru a postavení centrální banky v systému centrálního plánování je možné argumentovat, že bankovní systém v bývalých centrálně plánovaných ekonomikách by měl být spíše považován za součást ministerstva financí, protože banky prováděly prostřednictvím nízkých či dokonce záporných reálných úrokových sazeb podobně jako státní rozpočet značné přerozdělování zdrojů. Banky zároveň v tomto systému neměly možnost ani zájem kontrolovat ekonomickou situaci svých dlužníků a výsledkem byla často alokace úvěrů způsobem, který byl v rozporu s principy opatrného hospodaření. Bankovní sektor absorboval značnou část ztrát nahromaděných v důsledku chybné alokace zdrojů v sektoru podniků v předtransformačním období. Po zahájení transformace musely být tyto ztráty nakonec do značné míry pokryty z prostředků veřejných rozpočtů či z příjmů z privatizačních prodejů.⁷

⁵ RVHP = Rada vzájemné hospodářské pomoci – integrační uskupení centrálně plánovaných ekonomik

⁶ Dlouhodobé investiční úvěry byly navíc poskytovány bankovním sektorem pouze v omezeném rozsahu a zhruba 3/4 celkových úvěrů byly na financování provozních výdajů.

⁷ V té míře, v jaké přispěly minulé špatné úvěry k růstu úrokové marže komerčních bank, byla efektivně přenesena část nákladů na financování těchto ztrát na podniky v podobě vyšších sazeb z nových půjček.

5.1.2 České bankovníctví před rokem 1989

Koncem 80. let 20. století začalo být v souvislosti s dílčími ekonomickými reformami centrálně plánované ekonomiky diskutováno oddělení úvěrových aktivit od funkcí centrální banky (SBČS). Nový bankovní zákon⁸, který byl připraven ještě za bývalého režimu, a který vstoupil v platnost 1. ledna 1990, ustanovil nově Státní banku Československou s tradičními pravomocemi a úkoly centrální banky v oblasti měnové politiky, platebního systému a regulace a dohledu nad činností komerčních bank a spořitelen. Tento zákon rovněž umožnil všem bankám a spořitelnám operovat po celém území Československé federativní republiky (dále také ČSFR) a to ve všech bankovních činnostech s výjimkou přijímání a poskytování zahraničních úvěrů. Umožnil rovněž zakládání nových bank s případnou zahraniční účastí.

S cílem usnadnit plynulost převodu aktiv a pasiv z rozvahy bývalé SBČS byly vytvořeny v roce 1990 nové „regionální“ banky: **Komerční banka a.s.** (dále také „KB“) pro operace v ČR a **Všeobecná úvěrová banka a.s.** pro operace na Slovensku. Tyto banky převzaly dřívější místní pobočky SBČS. Malý počet samostatných bank, výrazné regionální rozdělení jejich činnosti, jakož i počáteční specializace na určité typy operací⁹ nevedly však v této fázi rozvoje finančního trhu ke vzniku výraznější konkurence mezi bankami. Nově vznikající banky byly příliš malé a často podkapitalizované, neboť zpočátku postačoval k jejich založení kapitál ve výši 30 mil. Kčs. Tento limit byl později zvýšen na 300 mil. Zahraniční banky se specializovaly především na určité segmenty trhu bankovních služeb a neposkytovaly např. maloobchodní služby (retailové bankovníctví).

Výsledkem výše popsaného vývoje byla vysoká koncentrace úvěrů a vkladů u několika málo bankovních subjektů. Sama Komerční banka měla ve své rozvaze téměř polovinu celkového objemu úvěrů a spolu s třemi ostatními státními peněžními ústavy obhospodařovala téměř 93% úvěrů.

Pokud jde o vklady, dominantní postavení České státní spořitelny a Slovenské státní spořitelny při přijímání vkladů domácností se odrazilo v jejich téměř dvoutřetinovém podílu na celkových vkladech v ČSFR.

Malému stupni rozvinutosti finančního sektoru v počátečních fázích transformace ekonomiky v ČR odpovídaly i nástroje měnové politiky centrální banky v této době. Měnová politika byla uskutečňována především s použitím kvantitativních nástrojů, kvantitativních limitů, zatímco tradiční nástroje nepřímého ovlivňování ceny a množství finančních zdrojů, které jsou používány ve vyspělých tržních ekonomikách, byly zpočátku využívány minimálně.

Od května 1990 opustila centrální banka přímé určování minimálních úrokových sazeb z depozit a banky mohly teoreticky určovat jejich výši samy.

⁸ Zákon č. 130/1989 Sb., o Státní bance československé.

⁹ Živnostenská banka i Československá obchodní banka si ponechala původní specializaci a Investiční banka sloužila zpočátku k uskutečňování transakcí s federální vládou a ostatními federálními institucemi.

Centrální banka však vykonávala na banky nadále určitý byt' nepřímý tlak s cílem zajistit, aby byly úrokové sazby z vkladů v reálném vyjádření kladné. Pokud jde o úrokové sazby z poskytovaných úvěrů, centrální banka určovala maximální rozpětí nad diskontní úrokovou sazbou. Po zvýšení diskontní sazby na 8,5% dne 11.11.1990 byla maximální hranice z poskytnutých úvěrů stanovena na úrovni 22,5%. Počátkem roku 1991 dosáhla 24%, ale s tím, jak se podařilo rychle utlumit inflaci, poklesla v průběhu roku na 17%. Hlavním kvantitativním nástrojem centrální banky pro řízení likvidity bylo v roce 1990 administrativní omezování výše úvěrů, které mohly jednotlivé banky poskytovat, neboli tzv. „úvěrové stropy“. V roce 1990 byl pozastaven úvěrový plán, který byl sestaven ještě před uskutečněním politických změn, a který počítal s růstem úvěrů podnikům v rozmezí -2 až +1%, ale „úvěrové stropy“, které byly zavedeny pro jednotlivé banky, z tohoto tempa přesto vycházely. Skutečný nárůst úvěrů v roce 1990 přesáhl nakonec poněkud tyto hodnoty, avšak vzhledem k zvýšení cenové hladiny o zhruba 18% (prosinec 1990 oproti prosinci 1989) reálný objem úvěrů výrazně poklesl.

Od roku 1991 začala centrální banka podnikat řadu kroků, které k postupnému nahrazení přímých nástrojů měnové politiky nástroji nepřímými směřovaly [29]:

- refinanční úvěry komerčním bankám začaly být ve stále větší míře alokovány prostřednictvím aukcí a podíl administrativně přidělovaných zdrojů centrální bankou klesl,
- centrální banka udělala jeden z důležitých kroků k získání kontroly nad vývojem peněžní zásoby v ekonomice, centralizovala vypořádávání mezibankovních plateb na účtech, které u ní vedly komerční banky a v březnu 1992 začalo v centrální bance působit clearingové centrum, ve kterém jsou vedeny bankám účty sloužící jednak pro zprostředkování platebního styku a dále k udržování povinných minimálních rezerv,
- centrální banka začala organizovat vznik sekundárního trhu cenných papírů, na kterém se obchodovaly nově emitované pokladniční poukázky.

Důležitý posun směrem k využití nepřímých nástrojů měnové politiky nastal v dubnu 1992, kdy byly zrušeny úvěrové limity malých bank, a v říjnu 1992, kdy centrální banka zrušila úvěrové limity velkých bank. Přímé nástroje kontroly úvěrů, úvěrové limity, byly nahrazeny rozšířením škály nepřímých nástrojů kontroly likvidity v bankovním systému. Postupnými kroky se v prvních transformačních letech začal vytvářet standardní dvoustupňový bankovní sektor, který se svojí podobou a strukturou začal blížit bankovním sektorům, které existovaly v zemích zejména kontinentální Západní Evropy.

5.1.3 Devadesátá léta a krize českých bank

Na vyspělých bankovních trzích, jimž se začal český bankovní trh postupně a poměrně rychle podobat, je hlavním předmětem podnikání bankovních domů výběr a správa vkladů, které jsou používány na financování úvěrů a provádění platebního styku. Pro banku jsou vklady, závazky a vlastní kapitál pasivem a úvěry a investice do cenných papírů aktivem.

Komerční banky (je zde míněno jako druh instituce nikoliv jako jméno banky), tvoří zisky na rozdílu (spreadu) mezi placenými a přijatými úroky a dále na čistých poplatcích, které účtuje za poskytované služby. Do těchto služeb patří např. vedení běžných účtů, provozování bankomatů a bankovní převody. Retailové banky jednají přímo s jednotlivými klienty a malými podniky, kde je přijímání vkladů často podstatnou částí jejich podnikání. „Velkoobchodní“ bankovníctví jedná s vládou, velkými podnikovými zákazníky jakými jsou např. pojišťovny nebo jiné finanční instituce. Úvěrování je významnou částí podnikání komerčních bank.

Investiční banky vykonávají činnosti nad rámec tohoto hlavního předmětu podnikání, tj. poskytují služby za úplatu firmám za operace na kapitálovém trhu, jakými jsou např. fúze a akvizice, emise akcií a dluhopisů a obchodování s akcemi, dluhopisy, valutami a jinými finančními cennými papíry, aby poskytovaly likviditu svým klientům a pro své vlastní účty.

Ačkoli některé státy jako např. USA zažily ve své historii období, kdy bylo zákonem odděleno komerční a investiční bankovníctví¹⁰, je mnohem běžnější se setkávat s univerzálními bankami, které kombinují oba typy bankovníctví. Dalším trendem je rozvoj podnikání na poli poskytování pojištění, penzijních fondů a jiných finančních služeb, aby tak využily výhody široké společné zákaznické základny napříč těmito produkty (tzv. křížový prodej neboli cross-selling).

V průběhu transformace dominovaly českému bankovnímu trhu čtyři velké banky (tzv. „G4“ neboli „Velká čtyřka“):

- Komerční banka (dále též KB)
- Česká spořitelna (dále též ČS)
- Investiční a poštovní banka (dále též IPB)
- Československá obchodní banka (dále též ČSOB)

V průběhu 90. let docházelo k postupnému zhoršování portfolií téměř všech českých bank a v roce 1994 proběhl v ČR první polistopadový krach banky. Jednalo se o relativně malou Banku Bohemia, která se mimo jiné specializovala na zahraniční peněžní a kapitálové trhy. Po ní následovaly další menší banky jako byla Kreditní a průmyslová banka nebo AB Banka. Někdy se také o tomto

¹⁰ *Glass-Steagall Act* z roku 1933, který byl zrušen prostřednictvím *Gramm-Leach-Bliley Act* v roce 1999.

období, kdy zkrachovalo několik malých bank hovoří jako o první české bankovní krizi let 1994 až 1995.

Za této situace zahájila ČNB tzv. konsolidační program, který začal tím, že banky „G4“ převedly svá nebonitní aktiva z minulosti na Konsolidační banku. Vyvedeny byly zejména úvěry na trvale se obracející zásoby ve výši cca 111 mld. Kč a pak také některá aktiva z předtransformačního období ve výši 15,3 mld. Kč. Výjimkou byla ČSOB. Pro její sanaci bylo zvoleno zvláštní řešení, protože do liberalizace zahraničního obchodu zajišťovala zahraniční obchodní styk. V důsledku změn ve světové ekonomice a reorientaci české ekonomiky nedošlo často k naplnění státních kontraktů, a proto byla špatná aktiva z těchto nenaplněných státních kontraktů v roce 1993 převedena do České inkasní, s.r.o. (34,7 mld. Kč) a do Slovenské inkasní, s.r.o. (20 mld. Kč). Obě inkasní s.r.o. dostaly úvěr od ČSOB a ČSOB dostala záruku od státu za tento úvěr.

Koncem 90. let se všechny české banky dostaly do značných potíží, které se projevovaly zejména prudkým nárůstem podílu tzv. klasifikovaných úvěrů¹¹ v bilancích těchto bank což vedlo k rozhodnutí převedení problémových aktiv na specializovanou instituci. Principem tohoto postupu je převod problematických aktiv vlastněných bankou na jinou instituci a to za podmínek výrazně výhodnějších pro banku, než jsou podmínky tržní (typicky odkup aktiv za vyšší cenu, než kterou by bylo možné realizovat na trhu). Jinými slovy, jedná se pouze o operace na straně aktiv bilance banky. Nabyvatelská instituce (Asset Management Company – AMC) pak s takto získanými aktivy nakládá a spravuje je. Teoreticky může být nabyvatelskou institucí i soukromý podnik (podporovaný pro tyto účely státem nebo nějakou veřejnou korporací) a teoreticky také může správu předaných aktiv i nadále vykonávat původní banka. Avšak typicky jde o veřejnou instituci s mandátem od státu na prodej a správu těchto problematických aktiv. Pokud se nenajdou soukromí investoři ochotní participovat na správě a prodeji špatných aktiv bank, musí být takováto veřejná instituce zcela financovaná z veřejných prostředků anebo z prostředků fondu pojištění depozit.

Bankou, které připadla úloha specializované instituce, se nakonec stala **Konsolidační banka, s.p.ú.** (dále také „KoB“), která byla založena v březnu 1991 ještě jako federální instituce. Svoji činnost zahájila 23. února 1993. Kromě této role plnila KoB částečně i roli rozvojové banky. Tato část KoB byla později převedena na **Českomoravskou záruční a rozvojovou banku, a.s.** (dále také „ČMZRB“). Podle usnesení vlády ČR ze dne 4. prosince 2000 č. 1219 byl s účinností k 31.12.2000 proveden převod vybraných aktiv a pasiv Konsolidační banky do ČMZRB a to jako jeden z kroků v rámci celkové reformy transformačních institucí. Jak již bylo zmíněno, provedený převod se týkal aktiv a pasiv zahrnovaných do tzv. „rozvojové části“ KOB, která byla tvořena

¹¹ *Klasifikované úvěry lze definovat jako úvěry problémové, tj. takové úvěry, jejichž splácení je nějakým způsobem ohroženo. Banky musí na takové úvěry tvořit rezervy ve formě opravných položek.*

portfoliem úvěrů od Evropské investiční banky a dalších bank na financování programů obnovy a budování infrastruktury v ČR. Z KoB bylo do ČMZRB převedeno celkem 7 úvěrů od Evropské investiční banky s úvěrovými rámci 950 mil. EUR (cca 33 mld. Kč), jeden úvěr od České spořitelny, a.s. (1,6 mld. Kč) a jeden úvěr od Československé obchodní banky, a.s. (1,1 mld. Kč).

Konsolidační banka byla zákonem 239/2001 Sb. ze dne 26. června 2001 přeměněna na **Českou konsolidační agenturu** (dále také ČKA), která se od 1. září 2001 stala nástupnickou institucí KoB nebankovního charakteru. Z tohoto důvodu nesměla nadále ČKA přijímat vklady a poskytovat úvěry. Stala se z ní de facto správcovská instituce, která byla povinna dokončit veškeré aktivity a obchody, které převzala od KoB. ČKA posléze zanikla k 31. prosinci 2007 a její agenda byla začleněna do MF.

5.1.4 Státní pomoc malým bankám

V roce 1996 byl vytvořen konsolidační program ČNB pro drobné a střední banky. Jeho jádrem byla společnost Česká finanční, s.r.o., která fungovala obdobným způsobem jako KoB pro banky velké. Malé banky vstupující do konsolidačního programu mohly České finanční odprodat část svého úvěrového portfolia, nicméně správu úvěrů si ponechaly a v následujících 5 až 7 letech měly tyto úvěry od České finanční odkupovat zpět. Součástí programu byly i revitalizační plány na následujících pět let a akceptace zvýšeného bankovního dohledu ze strany ČNB pro banky, které se do programu zapojily. Celkově se tento program ukázal jako neúspěšný. Během prvního roku programu postupně zkrachovaly Agrobanka, Foresbanka, Evrobanka, banka Skala, Kreditní banka Plzeň, Universal Banka a Pragobanka. Jediné banky, které v programu zůstaly byly Union banka Ostrava a Expandia banka. Union banka převzala některé ze zkrachovalých bank a za to získala od státu podpory ve výši 14,7 mld. Kč, nicméně nakonec v roce 2003 také zkrachovala. Jedinou bankou, která vystoupila z konsolidačního programu tak byla Expandia banka, později přejmenovaná na e-Banku, která se stala součástí skupiny České pojišťovny, resp. PPF, a v roce 2006 byla prodána české pobočce Raiffeisenbank. Do počátku 20. století tak de facto segment malých a středních bank zanikl a na trhu zůstaly pouze banky G4 nebo pobočky a dcery zahraničních bank.

5.1.5 Státní pomoc bankám „G4“

Základní typy podpory bankám skupiny „G4“ byly koncem 90. let následující:

- navyšování základního kapitálu
- úpis podřízených dluhopisů

- prodej aktiv KoB či dalším institucím za hodnotu vyšší než byla v té době reálná účetní hodnota
- poskytnutí státních garancí za ztráty
- ring-fencing uspořádání¹²

ČSOB

ČSOB je bankou, která získala státní pomoc jak na svá problematická aktiva, tak státní garanci při převzetí IPB v červnu 2000. V následující tabulce jsou shrnuty postupné státem poskytované podpory v letech 1998 až 2000.

Tabulka 2: Státní podpora ČSOB v letech 1998 – 2000 v mil. Kč (bez transakce IPB)

Datum	Popis typu státní podpory	Nominální hodnota	Hodnota odkupu nebo podpory
Duben 1998	Poskytnutí podpory	14 227	14,227
Květen 1999	Garance úvěru Bance Bohemia	16 997	16,997
Červen 2000	Podpora bývalých PZO	1 900	2,300

Zdroj: Výroční zprávy ČSOB

Garance úvěru poskytnutého Bance Bohemia byla realizována ke dni splatnosti tohoto úvěru, tj. 15.12.1998. Jednalo se o složenou garanci MF a ČNB. Podpora z června 2000 byla nepřímou podporou ČSOB skrze skupinu jejích čtyř velkých dlužníků ze sektoru bývalých podniků zahraničního obchodu – Škodaexport, Škodaimport, Motokov a Omnipol. Tyto podniky obdržely 2,3 mld. Kč, aby mohly splatit své úvěry k ČSOB. Vedle této podpory existoval i speciální případ „převzetí IPB“ ze strany ČSOB, ke kterému došlo k 19. 6. 2000. V rámci tohoto převzetí získala ČSOB podnik IPB spolu s rozsáhlou státní zárukou. Následující tabulka ukazuje velikost státní podpory ČSOB vyplývající z převzetí IPB.

Tabulka 3: Převzetí IPB (v mld. Kč)

Datum, předmět	nominální hodnota k datu převzetí	cena pořízení k datu převzetí
2000 – 2002 úvěry	123,33	104,12
2001 – 2003 cenné papíry	62,92	64,36
2001 – 2002 nemovitosti	0,96	1,30

Zdroj: Konsolidační banka, zpráva předsedy představenstva a GŘ Ing. Pavla Řežábka, Úspěšné řešení problémových pohledávek ze dne 3.9.2003

¹² Nelze říci, že některá z těchto forem státní podpory převažovala. Výběr typu podpory a její velikost byl veden zejména snahou dosáhnout u velkých bank dostatečné kapitálové přiměřenosti.

Jak již bylo zmíněno, byla ČSOB podpořena formou převzetí části úvěrového portfolia ze strany České inkasní a Slovenské inkasní. Česká vláda rozhodla v roce 1995 o způsobu financování České inkasní až do roku 2003, kdy byl splacen úvěr poskytnutý ze strany ČSOB této instituci na převzetí nekvalitních úvěrů vyplývajících z minulých zahraničně obchodních vztahů. V letech 1998 až 2003 činila hodnota těchto plateb cca 27,97 mld. Kč. Slovenská inkasní v roce 1997 odmítla splácet úvěr poskytnutý ČSOB zejména proto, že nebylo zajištěno její financování. Proto česká vláda poskytla záruku na 90% ztráty z důvodů kolapsu Slovenské inkasní. Tato záruka byla splatná 31.12. 2002 a to včetně jistiny a úroků. Po poměrně komplikovaném vývoji byla ČSOB přiznána slovenskými soudy náhrada ve výši 4,9 mld. Kč. Výše státní záruky tak činila 14,277 mld. Kč. Spor mezi ČSOB a Slovenskou inkasní ukončilo Arbitrážní rozhodnutí ICSID ve Washingtonu¹³.

Celková hodnota státní podpory pro ČSOB v letech 1998 až 2000 bez záruky v případě převzetí IPB tak činila 33,5 mld. Kč.

ČS

Česká spořitelna je bankou, která získala největší podporu z veřejných prostředků na svá problematická aktiva. V následující tabulce jsou shrnuty postupné státem poskytované podpory v letech 1998 až 2000.

Tabulka 4: Státní podpora ČS v letech 1998 – 2000 v mil. Kč

Datum	Popis typu státní podpory	Nominální hodnota	Hodnota odkupu nebo garance
Květen 1998	Garance úvěru AB Bance	4 100	4 100
Prosinec 1998	Prodej nekvalitních úvěrů	10 379	6 499
Prosinec	Úpis podřízeného dluhu	5 500	5 500

¹³ Dne 29.12.2004 byl vynesena výrok rozhodnutí, podle něhož se Slovenské republice ukládalo zaplatit ve prospěch ČSOB částku 24,796 mld. SKK, což bylo tehdy cca 19,5 mld. Kč (dle platného kurzu ČNB k uvedenému dni). Částka byla splatná do 30 dnů od vynesení výroku, tj. do 29.1.2005. Slovenská strana musela uvedenou částku úročit sazbou 4,19 % p.a. počínaje 1.12.2004 do dne vydání nálezu a sazbou 5 % p.a. ode dne vydání nálezu do zaplacení závazku. ČSOB tedy podle uzavřených smluv a poskytnutých záruk požadovala na České republice rozdíl částky splatné k 31.12.2005, resp. k 3.1.2006 ve výši cca 21,3 mld. Kč, tedy cca 1,8 mld. Kč, přičemž nebyly vráceny již zaplacené úroky, které za léta 2003 až 2005 činily cca 1,2 mld. Kč. Navíc byla ČR podle těchto smluvních dokumentů povinna zohlednit ČSOB v rámci její zainteresovanosti určité odpočty od inkasa, obdrženeho od slovenské strany, které odhadují na cca 3 mld. Kč. Celkový dopad na finanční prostředky ČR tedy ex post činil cca 6 mld. Kč.

1998			
Srpen 1999	Emise akcií a její úpis FNM	4 500	4 500
Listopad 1999	Prodej nekvalitních úvěrů	33 200	20 150
Březen 2000	Ring-fence	104 770	61 107
Červenec 2001	ČS4	8 120	4 880
Červenec 2002	ČS5	6 630	5 060
2000 - 2003	Corfina, a.s.	550	550

Zdroj: Výroční zprávy ČS

Pro prodej nekvalitních úvěrů platí, že se jednalo o úvěry, které KoB odkupovala za cca 60% nominální hodnoty (v prvním případě z prosince 1998 za 62,6%, v druhém případě z listopadu 1999 za 60%).

Emise podřízených dluhopisů měla standardní podobu – dluhopisy splatné za 10 let s možností předčasného splacení po pěti letech. Celá emise dluhopisů byla upsána KoB. Úroková sazba činila pro prvních pět let 6-ti měsíční PRIBOR plus 1,8%. Dluhopisy byly řádně splaceny v plné výši.

Zvýšení základního kapitálu ze 7,2 mld. Kč na 15,2 mld. Kč bylo schváleno v březnu 1999 a bylo provedeno v několika krocích během července a srpna 1999. V důsledku této emise vzrostl podíl FNM na vlastnictví ČS ze 45% na 52,07%. Celková suma, kterou vyplatil FNM během zvýšení základního kapitálu činila 4,5 mld. Kč.

V březnu 2000 byla v souvislosti s probíhající privatizací a vyjednáváním s budoucím nabyvatelem ČS, tedy s Erste Bank, poskytnuta nejvyšší položka v seznamu státních podpor – tzv. ring-fence. Ring fence je takové uspořádání, kdy nějaká, zpravidla státní instituce, garantuje čistou účetní hodnotu určitého typu předem více či méně alespoň druhově specifikovaných aktiv. V případě ČS se jednalo o smlouvu z 1. března 2000 uzavřenou mezi ČS a KoB. Podle této smlouvy KoB garantovala čistou účetní hodnotu některých úvěrů, které byly klasifikovány v kategoriích nestandardní, pochybné a ztrátové úvěry. Tato podpora zahrnovala kromě úvěrů také některé dluhové instrumenty v rozvaze banky, mezibankovní úvěry a také některé mimobilanční položky. ČS měla právo prodat KoB tato aktiva za zpravidla čistou účetní hodnotu, jak byla obsažena v rozvaze banky k 31. 12. 1999 (jinými slovy jednalo se fakticky o 100% záruku na nově vytvořené/zjištěné ztráty a z nich vyplývající nutnost tvořit opravné položky). Celkové prodeje nesměly za jeden rok překročit předem stanovenou hodnotu. V roce 2002 měla ČS možnost jednorázově uplatnit garanci na všechna aktiva zahrnutá do ring-fence smlouvy, pokud je do té doby neuplatnila během let 2000 a 2001. Tato smlouva dokonce umožňovala za splnění určitých podmínek do června 2001 zahrnout do systému ring-fence i

neomezené množství dalších aktiv a to takových, které byly k 31. 12. 1999 klasifikovány jako standardní nebo sledované. Celková hodnota podpory činila 61,1 mld. Kč.

Do státní podpory by také bylo možné zahrnout i státní garanci poskytnutou ČS na její úvěry AB Bance, což byla jedna z první zkrachovalých malých bank v 90. letech. Tato podpora byla poskytnuta vládou ČS v roce 1995, realizována byla v květnu 1998 a ČS získala tuto podporu ve výši 4,1 mld. jako přímou platbu ze státního rozpočtu.

Celková hodnota státní podpory pro ČS v letech 1998 až 2000 tak činila 96,1 mld. Kč.

KB

Případ Komerční banky je podobný jako předchozí případy. Popis a sekvence postupného poskytování státní podpory jsou obsaženy v následující tabulce.

Tabulka 5: Státní podpora KB v letech 1998 – 2000 v mil. Kč

Datum	Popis typu státní podpory	Nominální hodnota	Hodnota odkupu nebo podpory
Srpen 99	Prodej nekvalitních úvěrů	23 100	13 600
Prosinec 99	Emise akcií a její úpis FNM	6 770	6 770
Březen 00	Prodej nekvalitních úvěrů	60 000	36 000
Prosinec 00	Poskytnutí podpory	61 000	20 000

Zdroj: Výroční zprávy KB

Pro prodej nekvalitních úvěrů platí, že se jednalo o úvěry (kategorie ztrátové a pochybné) a některé další již odepsané pohledávky, které KoB (ve druhém případě pak Konpo, s.r.o., což byla společnost zřízená speciálně pro tento účel a byla součástí skupiny KoB) odkupovala za hodnotu odpovídající cca 60% nominální hodnoty (v prvním případě ze srpna 1999 za 58,9%, v druhém případě z března 2000 za 60%).

Navýšení základního kapitálu na přelomu let 1999/2000 bylo dokončením procesu, který byl započat na květnové valné hromadě, ale díky žalobám na neplatnost této valné hromady, byl odložen až do doby po rozhodnutí soudů. V listopadu 1999 rozhodl vrchní soud v Praze o zamítnutí žaloby a následně ve dvou kolech FNM upsal akcie za celkovou sumu 6,77 mld. Kč.

Poslední skupinou státní podpory byla poskytnutá státní podpora z prosince 2000, kdy KB a KoB uzavřely smlouvu, podle které KoB pokrývala ztráty z předem specifikovaného portfolia klasifikovaných úvěrů po dobu tří let. Celková hodnota podpory byla stanovena na 20 mld. Kč a pokrývala nově

vytvořené/zjištěné ztráty do výše čisté účetní hodnoty úvěrů ze skupin nestandardních, pochybných a ztrátových úvěrů podle klasifikace a výše opravných položek k 31.12. 2000. Úvěry zůstávaly v rozvaze KB. Podpora kryla rozdíl mezi čistou účetní hodnotou specifikovaných úvěrů k 31.12.2000 a skutečnou hodnotou, kterou se podařilo vymoci do 31.12.2003 až do celkové výše podpory 20 mld. Kč. KB participovala na ztrátách následujícím způsobem: ztráty do 10 mld. - 5%, ztráty do 10 mld. Kč do výše 20 mld. Kč – 15% a pro ztráty od 20 mld. Kč do 25 mld. Kč pak 60%. Rozdíl byl pak vyplacen v červnu 2000 bance v penězích a vládních obligacích. Celková hodnota státní podpory pro KB v letech 1998 až 2000 tak činila 76,4 mld. Kč.

5.2 Analýza realizovaných akvizic ČS, KB a ČSOB

Ve všech třech případech se jednalo o akvizici formou prodeje státního podílu zahraničnímu bankovnímu subjektu v rozmezí let 1999 - 2001.

5.2.1 Popis realizovaných akvizic ČS, KB a ČSOB

Česká spořitelna, a.s. (ČS)

Sídlo: Praha 1, Na Příkopě 29

IČ: 45 24 47 82

Základní kapitál: 15 200 000 000,- Kč

Jmenovitá hodnota jedné akcie: 100,- Kč

Způsob prodeje: prodej strategickému partnerovi

Prodávající: stát - Usnesení vlády ČR ze dne 2.2. 2000, č. 144 + 2P o privatizaci majetkové účasti státu na podnikání České spořitelny, a.s.

Kupující: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG

Sídlo: Graben 21, 1010 Vídeň, Rakouská republika

Objem prodeje: 52,07% (79 146 335 kusů akcií)

Kupní cena akcie: 240,- Kč

Kupní cena podílu: 19 380 mil. Kč

Celková hodnota (100%): 37 219 mil. Kč

Vypovídací schopnost realizované ceny za prodej státního podílu v ČS je znehodnocena způsobem jeho prodeje. Prodej podílu v ČS byl zahájen výběrovým řízením s tím, že ČS bude prodána pouze s omezenou státní pomocí. Nejvyšší cenu za tuto ne zcela očištěnou banku nabídla Erste bank a stát s ní vstoupil do exkluzivního vyjednávání o konečných podmínkách prodeje. Během těchto jednání vláda přehodnotila svou pozici a rozhodla se ČS poskytnout dodatečnou státní pomoc. Vláda poskytla garanci za ztráty do výše 20 mld. Kč.

Ačkoliv tato garance musela mít dopad na hodnotu prodávané banky, k otevření výběrového řízení nedošlo. Během jednání Erste bank zvýšila nabízenou cenu a zavázala se k dalším plněním nad rámec kupní ceny. Kromě ohlášené prodejní ceny akcií prodej zahrnoval následující podmínky: Erste Bank se zavázala zvýšit základní kapitál ČS o 4 mld. Kč během 24 měsíců, dále se zavázala k realizaci dvou nízce úročených úvěrových programů v celkovém objemu 20 mld. Kč a souhlasila také s vynaložením 1 mld. Kč na rozvoj programu rizikového kapitálu pro nové podniky v rámci vzdělávacích, kulturních a dobročinných aktivit v České republice.¹⁴

Komerční banka, a.s. (KB)

Sídlo: Praha 1, Na Příkopě č. 33

IČ: 45 31 70 54

Základní kapitál: 19 004 926 000,- Kč

Jmenovitá hodnota jedné akcie: 500,- Kč

Způsob prodeje: privatizace - Usnesení vlády ČR ze dne 28.6. 2001, č. 661 + P o privatizaci majetkové účasti státu na podnikání Komerční banky, a.s.

Prodávající: Česká republika

Kupující: Société Générale S.A.,

Sídlo: 29, boulevard Haussmann, 75009 Paris

Objem prodeje: 60% (22 806 227 kusů akcií)

Kupní cena akcie: 52 EUR

Kupní cena celkem: 40 016 mil. Kč (1 185 923 804 EUR)

Celková hodnota (100%): 66 693 mil. Kč (1 976 539 673 EUR)

Československá obchodní banka, a.s. (ČSOB)

Sídlo: Na Příkopě 14, Praha 1

IČ: 00 00 13 50

Základní kapitál: 5 105 000 000,- Kč

Jmenovitá hodnota jedné akcie: 1 000,- Kč

Způsob prodeje: prodej strategickému partnerovi

Prodávající: stát - Usnesení vlády ČR ze dne 31.5. 1999, č. 545 + P o privatizaci akcií akciové společnosti Československá obchodní banka

Kupující: KBC BANK N.V.

Sídlo: Havenlaan 2, 1080 Brusel, Belgie

Objem prodeje: 65,69% (3 353 400 kusů akcií)

Kupní cena akcie: 11 942,20 Kč

Kupní cena podílu: 40 047 mil. Kč

Celková hodnota (100%): 60 964 mil. Kč

¹⁴ Dow Jones Business News, "Austria's Erste Bank Gets Czech Govt Stake in Sporitelna", 2.2.2000

5.2.2 Přezkoumání realizovaných cen

Přezkoumání realizovaných cen je zde prováděno oceněním banky k datu její akvizice.

Výběr vhodné oceňovací metody

Pro výběr vhodné metody pro stanovení hodnoty banky v rámci této disertační práce jsou významné tři následující podmínky:

1. relativně snadná dostupnost vstupních dat nutných pro zvolenou metodu
2. hodnota je zjišťována pro akcionáře (shareholders), kteří jsou vkladateli finančních zdrojů a nositeli rizika investice
3. metoda je vhodná pro zjišťování hodnoty bank

Z hlediska dostupnosti vstupních dat lze vyloučit metody založené na stavových veličinách (metoda substanční hodnoty), jejichž metodika vyžaduje velmi podrobné znalosti jednotlivých položek bilancí a získání těchto datových zdrojů je pro subjekty mimo struktury podniku extrémně složité, ne-li nemožné. Ze stejného důvodu lze vyloučit metodu kapitalizovaných čistých výnosů pro její vysokou informační náročnost při speciálních úpravách korigovaného provozního hospodářského výsledku.

Z hlediska cílové skupiny, pro kterou je hodnota společnosti zjišťována lze vyloučit metodu DFCFF - diskontovaný finanční tok pro firmu.

Z hlediska vhodnosti metody pro bankovní sektor lze za méně vhodnou označit metodu ekonomické přidané hodnoty, která je zaměřena spíše na průmyslové podniky.

Možnost ocenit banky cenou na burze cenných papírů se zde vylučuje, protože ČSOB nebyla a není obchodována na veřejných trzích s cennými papíry.

Po vyloučení výše uvedených metod zůstává k rozhodnutí mezi metodami DFCFE - diskontovaný volný finanční tok pro vlastníky a stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů.

Nelze přitom přehlédnout, že v případě první metody získáme jinou cenu než pomocí multiplikátorů. Tato skutečnost je dána tím, že v případě diskontování volného cash-flow získáme **vnitřní hodnotu společnosti**. Vnitřní hodnota stanovuje dolní hranici pro hodnotu společnosti, protože akcionář prodávající akcie ve svém vlastnictví nikoliv v tísní, nebude při jednání akceptovat méně než současnou hodnotu budoucích peněžních toků, které budou plynout z pokračující držby akcií. Vnitřní hodnota neodráží žádnou **dodatečnou hodnotu**, která by mohla být spojována se změnou v těchto peněžních tocích následujících po prodeji. Tato dodatečná hodnota je typicky spojena

s transakcemi podstatných nebo kontrolních balíků akcií jednotlivých společností a je proto možné o ní hovořit jako o kontrolní (transakční) prémii. Její existence vyplývá zejména z toho, že podstatný nebo kontrolní balík akcií umožňuje investorovi se aktivně podílet na řízení společnosti a na její případné restrukturalizaci včetně využívání synergických efektů mezi nabyvatelem podstatného nebo kontrolního podílu a přebíranou společností. Zmíněné synergické efekty jsou pro každého nabyvatele idiosynkratické, proto je také hodnota této premie značně variabilní. Problematika premie za kontrolu byla popsána v kapitole 4.2. Metoda stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů tento problém odstraňuje, jelikož vychází z cen obdobných transakcí, které již byly realizovány, a které v sobě již kontrolní premii obsahují.

V rozhodování mezi těmito dvěma způsoby ocenění bank je použita zásada „Occamovi břitvy“ - pokud jsou obě metody plnohodnotné, je lépe vybrat tu jednodušší. Jelikož metoda DFCFE klade větší požadavky na množství informací nutných pro její aplikaci (predikce budoucích finančních toků, odhad dodatečné hodnoty), je pro další výzkum **zvolena metoda stanovení hodnoty pomocí transakčních multiplikátorů.**

Základní popis metody ocenění pomocí transakčních multiplikátorů

Podstata relativních metod oceňování, mezi které patří ocenění pomocí transakčních multiplikátorů, spočívá v odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných hodnot vykazovaných při transakcích s akciemi obdobných společností. Metodologie relativního oceňování je standardizována tím, že pro vlastní vyjádření hodnoty podniku jsou využívány společné proměnné, kterými mohou být například vlastní kapitál, zisk, tržby, apod.

Multiplikátor (v českém jazyce označován také jako násobitel) se obecně vypočítá jako podíl tržní hodnoty vlastního kapitálu srovnatelné společnosti a finančního ukazatele odvozeného z účetní závěrky, který nějakým způsobem ovlivňuje nebo generuje hodnotu.

Tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti (MVEt) zjistíme z realizovaných obchodních transakcí s podstatným podílem¹⁵.

Z realizovaných srovnatelných transakcí jsou sestavovány multiplikátory (násobitelé) jako podíl tržní hodnoty vlastního kapitálu a generátoru hodnoty. Hodnota oceňované banky se poté zjistí vynásobením multiplikátoru

¹⁵ *Transakce probíhaly vždy s určitým akciovým podílem. Transakční hodnota a výše akciového podílu byly potom podkladem pro výpočet tržní hodnoty banky. Např. za 52,07% podíl ČS bylo uhrazeno 19 380 mil. Kč, čemuž odpovídá hodnota celé banky ve výši 37 219 mil. Kč.*

vypočteným pro srovnatelných transakcí a příslušným generátorem hodnoty pro oceňovanou banku.

Generátory hodnoty (VD) jsou v podstatě položky z veřejně dostupných finančních výkazů banky, které mají určitou pozitivní spojitost s tržní hodnotou vlastního kapitálu banky.

Výběr generátorů hodnoty

Na základě teoretických poznatků z odborné literatury a vlastní analýzy jsem zvolil generátory hodnoty, které měří majetek akcionářů (vlastní kapitál), obchodní schopnosti na trhu (vklady klientů), velikost banky (celková aktiva) a její ziskovost (provozní zisk). Další výzkum a výpočty mají mimo jiné za cíl prokázat vhodnost výběrů generátorů hodnoty.

Účetní hodnota vlastního kapitálu (BVE) je rovna rozdílu celkových aktiv banky a účetní hodnoty celkových závazků. Vlastní kapitál zahrnuje jak akciový kapitál akcionářů, tak nerozdělené zisky. Jeho minimální požadovaná výše je stanovena podle pravidel kapitálové přiměřenosti jako procento z rizikově vážených aktiv banky. Výsledný vzorec pro výpočet multiplikátoru potom bude mít podobu $MVEt/BVE$.

Vklady klientů (D). Přijímání vkladů jednak generuje výnosy z rozdílu mezi úrokovou sazbou z depozit a sazbou z úvěrů poskytnutých z depozitních prostředků a jednak výnosy z poplatků za služby poskytované vkladatelům. Přijímání vkladů je významnou činností každé retailové banky a ukazatel naznačuje potenciál banky na maloobchodním trhu. Výsledný vzorec pro výpočet multiplikátoru potom bude mít podobu $MVEt/D$. Tento multiplikátor měří hodnotu banky na korunu klientských depozit.

Celková aktiva (TA) jsou měřítkem velikosti celé banky. Patří mezi ně mj. poskytnuté úvěry a investiční cenné papíry. Výsledný vzorec pro výpočet multiplikátoru potom bude mít podobu $MVEt/TA$. Multiplikátor MVE/TA měří tržní hodnotu na korunu aktiv.

Provozní zisk (OI) je měřítkem ziskovosti před započtením daní a rezerv a je definován jako čistý úrokový výnos plus výnosy z poplatků, provizí, obchodních a investičních operací plus jiné provozní výnosy. Od této sumy se pak odečtou provozní náklady bez vlivu rezerv. Ukazatel provozní výnosy je zde používán pro eliminaci vlivu tvorby rezerv a daní, které se ve vybraných lokalitách mohou lišit. Výsledný vzorec pro výpočet multiplikátoru potom bude mít podobu $MVEt/OI$. Tento multiplikátor měří tržní hodnotu připadající na korunu provozních výnosů.

Za účelem zjištění generátorů hodnoty byly využity konsolidované účetní výkazy sestavené podle mezinárodních účetních standardů k poslednímu dni roku, který předcházela roku uskutečnění dané transakce. Výkazy byly získány z veřejně dostupných výročních zpráv jednotlivých bankovních ústavů.

Kritéria pro výběr srovnatelných transakcí

Pro výběr srovnatelných transakcí byla stanovena následující kritéria:

- *vybranými podniky budou výhradně komerční banky* – podnikání bank je natolik specifické, že v podstatě nelze najít nebankovní subjekt, který by mohl být předmětem srovnání v rámci této metody. Podmínka, aby se jednalo o banky komerční a ne o banky čistě investiční je dána zaměřením zkoumaných bank na retail.
- *vybrané banky budou ze zemí bývalého „východního bloku“* – za účelem dostatečného počtu srovnatelných transakcí byly hledány podobné transakce i v zahraničí, aby byl rozšířen soubor srovnatelných transakcí a byly tak potlačeny mimořádné aspekty jednotlivých transakcí na zkoumaný soubor, přičemž zaměření na země bývalého „východního bloku“ je vedeno jejich podobnou hospodářskou i politickou minulostí.
- *rozptyl HDP na obyvatele u vybraných zemí 70 - 130% HDP na obyvatele České republiky* – obecně se předpokládá, že výše HDP na obyvatele má u regionálních bank objektivně vliv na výši jejich tržní hodnoty (vyšší bohatství obyvatel dané země zakládá předpoklad vyššího využívání bankovních produktů). Interval v rozmezí 70 - 130% úrovně České republiky je poměrně široký a byl zvolen za účelem dostatečně velkého vzorku srovnatelných bank.
- *transakce byly provedeny v období mezi 01.01. 1998 do 31.12. 2002* – ekonomická situace se ve vybraných zemích v devadesátých letech bouřlivě vyvíjela a záměrem je tyto skutečnosti eliminovat volbou krátkého časového intervalu pro výběr transakcí. Proto byl časový interval zvolen rok před privatizací první banky a rok po privatizaci poslední banky¹⁶.
- *objem srovnatelné transakce bude vyšší než 30% podíl akcií na základním kapitálu* – akciový podíl, který umožňuje jeho majiteli prosazovat základní strategický směr a účinně ovlivňovat řízení společnosti se označuje jako významný (kontrolní) podíl na společnosti. Velikost významného podílu může být různá a je ovlivněna velikostí společnosti a historickým vývojem kapitálových trhů v daném regionu.¹⁷ S ohledem na uvedené skutečnosti byl využit ke stanovení hladiny významnosti český právní řád, který definuje podstatný vliv (20-50% podíl na základním kapitálu společnosti) a rozhodující vliv (více jak 50% podíl na základním kapitálu společnosti) a stanoven 30% podíl na základním kapitálu společnosti jako hodnota představující významný podíl na společnosti.
- *hodnota vlastního kapitálu vybrané banky je vyšší než 100 mil. USD* – toto kritérium vyloučí zkresení, které by mohly přinést transakce s menšími bankami.

¹⁶ Privatizace tří českých bank (ČSOB, ČS, KB) proběhly v letech 1999-2001

¹⁷ Např. největší akcionář společnosti Microsoft William H. Gates III., o jehož významném vlivu na společnost nelze pochybovat, vlastní 9,2% akcií této společnosti

- vybraná banka neprošla v minulosti nucenou správou - bankovní podnikání je do značné míry založeno na důvěře klientů v bankovní instituci. Pokud se banka dostane do obtíží, které mají za následek uvalení nucené správy, pak důvěra klientů se ztrácí a hodnota banky významně klesá.

Výběr srovnatelných transakcí

Pro výběr jednotlivých zemí je v souladu se stanovenými kritérii sestavena následující tabulka:

Tabulka 6: Přehled HDP na obyvatele u zemí „východního bloku“

Země	HDP na obyvatele USD			poměr k HDP v ČR		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Slovensko	10 633	10 846	9 704	177,35%	187,14%	178,95%
Česká republika	5 995	5 796	5 423	100,00%	100,00%	100,00%
Maďarsko	4 658	4 773	4 698	77,70%	82,36%	86,64%
Polsko	4 441	4 339	4 423	74,08%	74,86%	81,57%
Chorvatsko	4 891	4 486	4 145	81,58%	77,39%	76,43%
Estonsko	3 980	4 040	3 992	66,38%	69,70%	73,61%
Slovensko	4 124	3 780	3 752	68,79%	65,22%	69,20%
Litva	3 126	3 076	3 300	52,14%	53,07%	60,86%
Lotyšsko	2 733	3 009	3 295	45,59%	51,91%	60,76%
Makedonie	1 782	1 817	1 761	29,72%	31,36%	32,47%
Rumunsko	1 886	1 608	1 676	31,45%	27,75%	30,90%
Bulharsko	1 585	1 612	1 581	26,43%	27,81%	29,15%
Bělorusko	1 503	1 208	1 277	25,08%	20,84%	23,55%
Albánie	814	1 017	1 086	13,57%	17,55%	20,03%
Srbsko a Černá Hora	1 709	1 220	1 031	28,50%	21,05%	19,02%
Ukrajina	834	633	632	13,92%	10,92%	11,66%
Moldavsko	465	321	354	7,75%	5,54%	6,52%

Zdroj: databáze Mezinárodního měnového fondu¹⁸

Stanovenému kritériu odpovídá Maďarsko, Polsko, Chorvatsko, Estonsko a Slovensko. Ze souboru bylo vyřazeno Chorvatsko, a to kvůli nestabilitě způsobené válkou na Balkáně v letech 1991-1995 a válkou v sousedním Kosovu v roce 1999.

¹⁸ <<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/data/index.htm>>>

Z vybraných zemí odpovídaly dalším zvoleným kritériím následující banky¹⁹:
Česká republika – Československá obchodní banka, Česká spořitelna, Komerční banka

Maďarsko - nebyla zjištěna žádná transakce odpovídající kritériím, jelikož privatizace v maďarském bankovním sektoru proběhla dříve a realizované transakce byly provedeny před vymezeným časovým intervalem

Polsko - Bank Handlowy (BH), Bank Pekao (BPO), Bank Zachodni (BZ), Bank Przemyslowo-Handlowy (BPH)

Estonsko - byla zjištěna banka Eesti Ühispank, která splňuje kritérium časového filtru, ale jelikož nesplňuje kritérium výše vlastního kapitálu (min. 100 mil. USD), nebyla do vzorku zařazena

Slovensko – Slovenská spořitelna (SLSP), Všeobecná úverová banka (VUB)

Tabulka 7: Přehled vybraných bank pro Multiples

Název	Země	Datum transakce	Vel. podílu	VK v mil. lokální měny	Směnný kurz ²⁰	VK v mil USD
Česká spořitelna	ČR	2.2.2000	52,07%	23 390	35,84	653
ČSOB	ČR	31.5.1999	65,69%	26 509	30,19	878
Komerční banka	ČR	28.6.2001	60,00%	21 165	37,81	560
Bank Handlowy	Polsko	15.5.2000	56,00%	3 139	4,15	756
Bank Pekao	Polsko	23.6.1999	52,09%	3 714	3,51	1 058
Bank Zachodni	Polsko	24.6.1999	80,00%	679	3,51	193
Bank Przem.- Handl.	Polsko	7.10.1998	36,70%	1 183	3,50	338
Slovenská spořitelna	Slovensko	11.1.2001	87,00%	10 277	47,39	217
VÚB	Slovensko	21.11.2001	94,50%	14 241	47,39	301

Výpočet transakčních multiplikátorů

Nejprve byly provedeny výpočty multiplikátorů jednotlivých bank ze zkoumaného souboru jako podílu tržní hodnoty vlastního kapitálu banky zjištěné z realizované transakční ceny a příslušného generátoru hodnoty. Tímto způsobem byly zjištěny multiplikátory pro jednotlivé banky a následně spočítány multiplikátory pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu každé ze tří českých bank zařazených v souboru, a to ve dvou variantách. V první

¹⁹ Pro nalezení srovnatelných transakcí byla využita Thomsonova databáze světových fúzí a akvizic

²⁰ Bloomberg Market Data, je používán kurz platný poslední den v roce předcházející roku transakce

variantě jako průměr multiplikátorů ostatních bank zařazených v souboru, ve druhé jako jejich medián.²¹

Tabulka 8: Přehled generátorů hodnoty a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraných bank

Generátory hodnoty a tržní hodnota v mil. lokální měny	ČS	ČSOB	KB	BH	BPO
BVE (book value of equity)	23 390	26 509	21 165	3 139	3 714
D (Deposits from custom.)	317 358	122 017	279 510	8 734	38 922
TA (Total Assets)	377 868	245 503	409 090	19 160	54 602
OI (Operating Income)	6 010	7 415	8 469	740	1 012
MVE (Market Value of Equity)	37 219	60 964	66 693	4 895	8 140
generátory hodnoty a tržní hodnota v mil. lokální měny	BZ	BPH	SLSP	VÚB	
BVE (book value of equity)	679	1 183	10 277	14 241	
D (Deposits from custom.)	6 162	6 258	158 006	125 017	
TA (Total Assets)	7 739	9 469	184 452	165 287	
OI (Operating Income)	339	506	1 459	1 173	
MVE (Market Value of Equity)	2 856	5 638	21 034	24 974	

Tabulka 9: Přehled multiplikátorů vybraných bank

Multipl.	ČS	ČSOB	KB	BH	BPO	BZ	BPH	SLSP	VÚB
MVE/BVE	1,59	2,30	3,15	1,56	2,19	4,21	4,77	2,05	1,75
MVE/D	0,12	0,50	0,24	0,56	0,21	0,46	0,90	0,13	0,20
MVE/TA	0,10	0,25	0,16	0,26	0,15	0,37	0,60	0,11	0,15
MVE/OI	6,19	8,22	7,87	6,61	8,04	8,43	11,14	14,42	21,29

Tabulka 10: Multiplikátory pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu českých bank zjištěné jako průměr a medián multiplikátorů ostatních bank v souboru

²¹ Ve výpočtu multiplikátorů pro zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu zkoumaných bank byly vždy vynechány multiplikátory banky, jejíž tržní hodnota se zjišťuje.

multiplikátory	ČS	ČSOB	KB	ČS	ČSOB	KB
	průměrné hodnoty			mediánové hodnoty		
MVE/BVE	2,75	2,66	2,55	2,25	2,12	2,12
MVE/D	0,40	0,35	0,39	0,35	0,22	0,34
MVE/TA	0,26	0,24	0,25	0,21	0,16	0,20
MVE/OI	10,75	10,50	10,54	8,32	8,23	8,32

Výpočet hodnoty zkoumaných bank pomocí multiplikátorů k datu jejich akvizice

Výpočet byl proveden tak, že generátor hodnoty zkoumané banky byl vynásoben průměrnou nebo mediánovou hodnotou příslušného multiplikátoru. Hodnoty jednotlivých zvolených generátorů hodnoty byly podle účetních výkazů banky k poslednímu dni roku předcházejícímu datu transakce následující:

Tabulka 11: Přehled generátorů hodnoty k poslednímu dni roku předcházejícímu datu transakce a hodnota bank zjištěná zrealizované transakční ceny

generátory hodnoty v mil. Kč	ČS	ČSOB	KB
BVE (book value of equity)	23 390	26 509	21 165
D (Deposits from custom.)	317 358	122 017	279 510
TA (Total Assets)	377 868	245 503	409 090
OI (Operating Income)	6 010	7 415	8 469
MVE (Market Value of Equity)	37 219	60 964	66 693

Tržní hodnoty vlastního kapitálu zkoumaných bank zjištěné podle jednotlivých multiplikátorů a generátorů hodnoty potom jsou následující:

Tabulka 12: Tržní hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěné podle jednotlivých multiplikátorů a generátorů hodnoty k datu jejich akvizice

multiplikátory	tržní hodnoty podle průměru multiplikátorů v mil. Kč			tržní hodnoty podle mediánu multiplikátorů v mil. Kč		
	ČS	ČSOB	KB	ČS	ČSOB	KB
MVE/BVE	64 247	70 467	54 009	52 527	56 178	44 853
MVE/D	127 144	43 052	107 742	111 414	27 316	94 007
MVE/TA	96 614	58 173	101 297	77 718	38 559	81 698
MVE/OI	64 629	77 857	89 291	50 025	61 058	70 493

Z tržních hodnot vlastního kapitálu zjištěných prostřednictvím průměrných a mediánových hodnot jednotlivých multiplikátorů a jednotlivých generátorů hodnoty byly potom zjištěny tržní hodnoty vlastního kapitálu jednotlivých bank jako průměr a medián hodnot uvedených v předcházející tabulce.

Tabulka 13: Tržní hodnoty vlastního kapitálu bank k datu jejich akvizice

Hodnota banky	ČS	ČSOB	KB
zjištěná průměrná hodnota v mil. Kč	88 159	62 387	88 085
zjištěná mediánová hodnota mil. Kč	65 122	47 368	76 095

5.2.3 Diskuze nad výsledky Multiples

Z tržních hodnot zjištěných pomocí multiplikátorů byla vybrána hodnota více odpovídající hodnotě zjištěné z realizované transakční ceny. V případě České spořitelny a Komerční banky se jednalo o hodnoty zjištěné pomocí mediánu, v případě Československé obchodní banky o hodnoty zjištěné průměrováním:

Tabulka 14: Srovnání tržní hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěné z realizovaných transakcí a pomocí transakčních multiplikátorů

tržní hodnota vlastního kapitálu v mil. Kč:	ČS	ČSOB	KB
zjištěná pomocí multiplikátorů	65 122	62 387	76 095
zjištěná pomocí realizovaných transakcí	37 219	60 964	66 693
procentní rozdíl	74,97%	2,33%	14,10%

Z tabulky č. 14 plynou rozdíly mezi hodnotou zjištěnou prostřednictvím multiplikátorů a realizované transakční ceny. Největší rozdíl byl zjištěn u České spořitelny a signalizuje, že banka byla prodána za cenu, která byla o 74,97% nižší než tržní hodnota vlastního kapitálu zjištěná pomocí multiplikátorů. V případě Komerční banky činí tento rozdíl 14,10% a v případě Československé obchodní banky jsou hodnoty téměř stejné. Co je příčinou uvedených rozdílů?

Účetní výkazy

Metoda Multiples eliminuje rozdíly ve výšce účetních položek (generátorů hodnoty), které mají určitou pozitivní spojitost s tržní hodnotou vlastního kapitálu banky, když platí, že čím vyšší je hodnota generátoru hodnoty, tím vyšší je i tržní hodnota vlastního kapitálu banky a naopak. Generátory hodnoty jsou údaje, které vychází z účetních výkazů bank a zahrnují v sobě bilance bank, stejně jako jejich ekonomickou výkonnost. S ohledem na specifčnost bankovního podnikání reflektují předpisy a regulace stanovené pro bankovní sektor. Banky jsou povinně auditovány a podléhají kontrole České národní banky. Z toho důvodu lze považovat data, které jsou z těchto výkazů čerpána za věrohodná a odrážející všechny skutečnosti a rizika k datu jejich zpracování. Problémem by mohla být kvalita jednotlivých položek bilancí z hlediska jejich bonity a rizika. Nicméně všem třem bankám byla před privatizací poskytnuta státní pomoc formou odkupu nebonitních pohledávek a garancí. Tyto státní

subvence měly za cíl zkvalitnit bilanci bank tak, aby odpovídaly příslušným bankovním předpisům a splňovaly standardní ukazatele sledované v bankovním sektoru. Z uvedeného plyne, že by kvalita bilancí bank neměla být důvodem uvedených rozdílů v hodnotách.

Postavení na trhu

Zkoumané banky patřily v době akvizice k největším v České republice. Tržní postavení v rámci zvolených generátorů hodnoty promítá do odhadů ukazatel depozita. Přijímání vkladů jednak generuje výnosy z rozdílu mezi úrokovou sazbou z depozit a sazbou z úvěrů poskytnutých z depozitních prostředků a jednak výnosy z poplatků za služby poskytované vkladatelům. Přijímání vkladů je významnou činností každé retailové banky. Proto tento ukazatel naznačuje potenciál banky na maloobchodním trhu. Otázkou může být schopnost banky plně využít svého ziskového potenciálu z depozit vybudováním odpovídajícího úvěrového portfolia, jelikož umístění prostředků z depozit v portfoliu aktiv s nižšími výnosy generuje i nižší výkonnost.

Použití generátoru depozita tedy ovlivňuje odhadovanou tržní hodnotu vlastního kapitálu banky, což je zřejmé jak u ČS tak i u KB, u kterých existuje rozdíl mezi realizovanou cenou a zjištěnou tržní hodnotou a kde je hodnota generovaná depozity vyšší než hodnoty generované ostatními ukazateli. Pokud by byl generátor hodnoty depozita z výpočtu vyřazen, činili by odhadnuté tržní hodnoty vlastního kapitálu ČS 52,5 mld. Kč a KB 70,5 mld. Kč.

Lze tedy konstatovat, že vysoká hodnota depozit spolu s problémy s jejich využitím k vybudování odpovídajícího portfolia by mohla být paradoxně jedním z důvodů nižší transakční ceny banky.²²

Realizace transakcí akciových podílů bank

Dalším z důvodů uvedených rozdílů v hodnotách mohl být postup při sjednávání podmínek transakcí. Zatímco v případě Komerční banky a Československé obchodní banky se jednalo o víceméně standardní postupy při výběru zájemce a sjednávání obchodní transakce, v případě České spořitelny tomu tak nebylo²³.

Výsledkem je, že realizovaná hodnota ČSOB je v podstatě shodná s hodnotou odhadní. V případě KB je rozdíl mezi hodnotami vyšší a bude dále ověřen pomocí regresní analýzy. Případ ČS ukazuje možnost, že transakční cena byla buď výrazně podhodnocena vůči hodnotě banky, nebo další podmínky prodeje, které nelze empiricky ocenit, měly hodnotu cca 75% transakční ceny, popř. kombinaci obojího. Tyto skutečnosti znehodnocují vypovídací schopnost realizované transakce s ČS, k čemuž bude v dalším textu přihlíženo.

²² *Jedná se pouze o vyslovený předpoklad, jehož kvantifikace překračuje rozsah této disertační práce a vyžadoval by další podrobné údaje z bankovních ústavů.*

²³ *Blíže popsáno v kapitole 5.2.1.*

5.2.4 Ověření tržní hodnoty KB regresní analýzou

Vzhledem k rozdílu hodnoty KB zjištěné z realizované transakční ceny a hodnoty zjištěné pomocí multiplikátorů, je zde nyní proveden kontrolní odhad hodnoty KB za účelem ověření výsledku metody Multiples. Alternativou k analýze multiplikátorů může být regresní analýza, která zprostředkovává flexibilnější vztah mezi tržní hodnotou vlastního kapitálu a faktory, které ji ovlivňují.

Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu bank regresí je založen na předpokladu, že tržní hodnota vlastního kapitálu banky je funkcí generátoru hodnoty. Hodnoty koeficientů v odhadované regresní rovnici jsou odvozeny ze statistických analýz generátorů hodnoty bank ze srovnávacího vzorku a jejich tržních cen. Za předpokladu, že použitý soubor bank je reprezentativním vzorkem trhu, dá tento postup spolehlivý odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu banky.

Vymezující předpoklady

Vzhledem k tomu, že regresní analýza je citlivější na objem dat vstupujících do výpočtu, byl srovnávací vzorek bank rozšířen. Pro vytvoření většího souboru transakcí byl do původního souboru zahrnut širší výběr evropských zemí, které měly v roce 2000 podobné HDP na obyvatele, jako Česká republika. Jak již bylo uvedeno, HDP na obyvatele dosahovalo v roce 2000 v České republice úroveň přibližně 5 423 USD. Pro rozšíření výběru byl vybrán soubor 12 evropských zemí s HDP na hlavu v rozmezí 3 000 až 12 000 USD. Soubor tvoří Lotyšsko, Litva, Slovensko, Estonsko, Polsko, Maďarsko, Česká republika, Slovinsko, Malta, Řecko, Portugalsko a Kypr. Ze souboru bylo opět vyřazeno Chorvatsko.

Tento soubor zemí byl vybrán ze dvou důvodů. Prvním z nich je, že Česká republika se nachází uprostřed tohoto rozpětí, soubor obsahuje dalších 5 zemí s vyšším a 6 s nižším HDP na obyvatele. Za druhé, v datech se nacházejí přirozené dělicí body: další zemí pod úrovní HDP poslední země v souboru, Lotyšska, je Makedonie, jejíž HDP na obyvatele ve výši 1 761 USD je výrazně nižší, než lotyšské. Další zemí nad úrovní Kypru, který má v souboru HDP nejvyšší, je Španělsko, které s 14 515 USD na obyvatele výrazně vyčnívá nad hodnotou Kypru.

Ze souboru 12 zemí byly vybrány následující banky:

Tabulka 15: Přehled souboru bank pro odhad ceny KB regresní analýzou

Banka	BVE mil. USD	D mil. USD	TA mil. USD	OI mil. USD	MVEt* mil. USD
Česká spořitelna	653	8 855	10 543	168	1 014
Československá obchodní banka	878	4 042	8 132	246	1 690
Bank Handlowy	756	2 105	4 617	178	1 091
Bank Pekao	1 058	11 089	15 556	288	2 077
Bank Zachodni	193	1 756	2 205	97	729
Bank Przemyslowo- Handlowy	338	1 788	2 705	145	1 640
Eesti Uhispank	48	370	728	22	193
Bank of Crete	156	1 169	1 438	14	314
Ionian Bank	250	4 471	6 749	63	1 762
Macedonia-Thrace Bank	92	1 392	1 755	18	201
Macedonia-Thrace Bank	191	1 381	2 275	20	1 120
Xiosbank	104	1 396	1 819	37	913
Latvijas Unibanka	51	281	420	15	104
Vilniaus	41	291	459	18	172
Banco Pinto & Sotto Mayor	1 383	19 790	27 451	343	3 780
Banco Tatta e Acores	925	14 170	18 804	279	1 681
Slovenská spořitelna	217	3 334	3 892	31	444
Všeobecná úverová banka	301	2 638	3 488	25	527

*tržní hodnota vlastního kapitálu bank byla zjištěna z transakčních cen realizovaných transakcí

Vysvětlující proměnné

Vysvětlující proměnné jsou generátory hodnoty, které byly popsány v předcházejících kapitolách. Jedná se tedy o

- účetní hodnota vlastního kapitálu (BVE)
- vklady klientů (D)
- celková aktiva (TA)
- provozní zisk (OI)

Za účelem zjištění generátorů hodnoty srovnatelných transakcí, resp. bank, se kterými proběhly srovnatelné transakce, byly využity konsolidované účetní

výkazy k poslednímu dni roku, který předcházel roku uskutečnění dané transakce sestavené podle mezinárodních účetních standardů. Výkazy byly získány z veřejně dostupných výročních zpráv jednotlivých bankovních ústavů. Informace o HDP byly čerpány z databází Mezinárodního měnového fondu²⁴. V případě kurzových přepočtů je použit kurz platný poslední den v roce, předcházející roku transakce, zjištěný z databáze Bloomberg Market Data.

Odhad regresní funkce

Lineární regresi lze matematicky vyjádřit následovně:

$$y = \eta + \varepsilon \quad (5.1)$$

Regresní funkci η lze pak vyjádřit ve tvaru

$$\eta = b_0 + b_1 x \quad (5.2)$$

kde α a β jsou neznámé parametry a x je vysvětlující proměnná.

Parametr ε vyjadřuje nahodilé odchylky, které lze interpretovat jako důsledek působení nahodilých vlivů včetně eventuální nedokonalosti zvolené regresní funkce. O nahodilé odchylce zde předpokládám, že její střední hodnoty jsou nulové a že jsou korelačně nezávislé, což znamená, že náhodná porucha nezávisí na poruše v minulém okamžiku ani neovlivňuje vznik a velikost poruchy v okamžiku následujícím

Odhadnutou regresní funkci pak lze napsat ve tvaru

$$Y = b_0 + b_1 x \quad (5.3)$$

a vzorec pro výpočet odhadu tržní hodnoty KB má podobu:

$$MVE_{KB} = b_0 + b_1 VD^{25} \quad (5.4)$$

Regresní analýza je provedena prostřednictvím přirozených logaritmů (ln) pro generátory hodnoty a tržní hodnotu vlastního kapitálu. Použití přirozeného logaritmu je běžnou regresní technikou, pokud je vztah mezi nezávislými proměnnými a proměnnou závislou procentní povahy. Regrese používající přirozený logaritmus specifikují vztah mezi procentní změnou vysvětlujících proměnných a procentní změnou proměnné vysvětlované.

Výsledná regresní funkce má potom následující tvar

²⁴ <<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/data/index.htm>>>

²⁵ VD – generátor hodnoty

$$\ln MVE_{KB} = b_0 + b_1 \ln VD \quad (5.5)$$

Tabulka 16 znázorňuje souhrnné výsledky vybraného modelu lineární regrese pro každý generátor hodnoty.

Tabulka 16: souhrnné výsledky lineární regrese pro každý generátor hodnoty

VD	F-stat.	R ²	b ₀		b ₁	
			Koef.	T-stat.	Koef.	T-stat.
BVE	49,532024*	0,76	2,2112	3,4958*	0,7895	7,0379*
D	38,714436*	0,71	1,2963	1,5083	0,6833	6,2221*
TA	52,62251*	0,77	0,6272	0,7565	0,7338	7,2541*
OI	38,502906*	0,71	3,5924	7,1908*	0,7250	6,2051*

* značí statistickou významnost na hladině 5 %

F-statistika²⁶ měří celkovou statistickou významnost regresního modelu. Všechny regresní modely jsou statisticky významné s F-statistikou dosahující hodnot od 38,50 do 52,62, tj. vysoko nad hranicí hodnoty 4,45, která značí statistickou významnost na hladině 5 %.

T-statistika²⁷, která měří statistickou významnost koeficientů, vykazuje významnost koeficient b₁ u všech vysvětlujících proměnných. Hodnota t-statistiky u koeficientu b₁ se pohybuje v rozmezí 6,20-7,25, což je nad hodnotou 2,46²⁸ která značí statistickou významnost na hladině 5 %. Pro konstantu (b₀) je hodnota t-statistiky statisticky významná na hladině 5 % pouze pro vysvětlující proměnné vlastní kapitál (BVE) a provozní zisk (OI). U zbývajících generátorů hodnoty už statistická významnost na této hladině neexistuje.

Skutečnost, že zvolené modely lineární regrese nesplnily podmínky testování statistické významnosti, byla důvodem k použití metod nelineární regrese. Nelineární regresi zde vyjádříme rovnicí:

$$Y = b_0 b_1^x \quad (5.6)$$

Zvolená regresní funkce má potom tvar

$$\ln MVE_{KB} = b_0 b_1^{\ln VD} \quad (5.7)$$

²⁶ Jedná se o hodnoty Fisher-Snedecorova rozložení

²⁷ Hodnota Studentova t pro požadovanou hodnotu pravděpodobnosti (tzv. hladinu významnosti)

²⁸ Všechny statistické závislosti s t-statistikou nad touto hodnotou lze považovat za statisticky významné na hladině významnosti 5 %. Tzn. že existuje pravděpodobnost menší než 5 %, že příslušná vysvětlující proměnná má na proměnnou vysvětlovanou nulový vliv.

Souhrnné výsledky vybraného modelu nelineární regrese pro každý generátor hodnoty jsou uvedeny v tabulce 17.

Tabulka 17: souhrnné výsledky nelineární regrese pro každý generátor hodnoty

VD	F-stat.	R ²	b ₀		b ₁	
			Koef.	T-stat.	Koef.	T-stat.
BVE	47,7937*	0,76	3,2478	31,7476*	1,1336	62,4821*
D	37,8401*	0,71	2,8060	20,2945*	1,1148	63,1017*
TA	50,1295*	0,77	2,5284	18,7601*	1,1235	68,3205*
OI	34,2900*	0,71	4,0701	49,0421*	1,1204	57,7224*

* značí statistickou významnost na hladině 5 %

Z tabulky plyne, že modely nelineární regrese splnily podmínky testování statistické významnosti a byly dále využity pro výpočet hodnoty KB. Ze statistických hodnot dále plyne, že ukazatel vysvětlující síly regresní analýzy R² se pro zvolené regresní rovnice nachází mezi 71% až 77%²⁹. V závislosti na regresi pak lze interpretovat, že 71-77% rozptylu přirozeného logaritmu tržních hodnot vlastního kapitálu vybraného souboru bank z dvanácti zemí je vysvětleno přirozeným logaritmem generátoru hodnoty.

Tabulka 18: souhrnné výsledky nelineární regrese pro každý generátor hodnoty

VD	b ₀	b ₁	generátory hodnoty KB v mil. USD	hodnota KB v mil. USD	směnný kurz	hodnota KB v mil. Kč
BVE	3,2478	1,1336	560	1 316,12	37,81	49 762
D	2,8060	1,1148	7 392	1 616,44	37,81	61 117
TA	2,5284	1,1235	10 820	1 731,52	37,81	65 469
OI	4,0701	1,1204	224	1 861,05	37,81	70 366

Z hodnot zjištěných podle jednotlivých generátorů hodnoty byla potom zjištěna výsledná hodnota KB jako medián³⁰ jednotlivých cen dle VD, ve výši 63 203 mil. Kč.

²⁹ R² měří procento výběrového rozptylu, závislé proměnné (v tomto případě přirozeného logaritmu tržní hodnoty vlastního kapitálu), které je vysvětleno proměnnou nezávislou (v tomto případě je to přirozený logaritmus generátorů hodnoty).

³⁰ Za vhodnější považují mediánové odhady místo odhadů pomocí průměru, protože jsou méně ovlivněny extrémními pozorováními

Diskuze nad výsledky regresní analýzy

Vypočtený medián tržních cen vlastního kapitálu KB podle VD ve výši 63 203 mil. Kč se blíží transakční ceně státního podílu v Komerční bance „zespodu“, resp. takto zjištěná hodnota KB je o 5,10% nižší než hodnota zjištěná z realizované transakční ceny.

K dispozici jsou nyní následující tři hodnoty KB v době realizace akvizice:

Tabulka 19: přehled zjištěných hodnot KB

Použitá metoda	Hodnota KB v mil. Kč
Multiples	76 095
Z transakční ceny	66 693
Regresní analýza	63 203

Z výsledků uvedených v tabulce plynou dvě otázky:

Proč jsou rozdíly v hodnotě zjištěné z realizované ceny a v hodnotách odhadnutých pomocí oceňovacích metod?

Proč jsou rozdíly v hodnotě zjištěné pomocí Multiples a hodnotě zjištění prostřednictvím regresní analýzy?

Odpovědí na první otázku je struktura tržní hodnoty vlastního kapitálu. Již v předcházejícím textu bylo vysvětleno, že tato hodnota zahrnuje vnitřní hodnotu a prémii, jejíž existence vyplývá zejména z toho, že podstatný nebo kontrolní balík akcií umožňuje investorovi se aktivně podílet na řízení společnosti a na její případné restrukturalizaci včetně využívání synergických efektů mezi nabyvatelem podstatného nebo kontrolního podílu a přebíranou společností. V případě odhadu hodnoty pomocí zvolených oceňovacích metod byly pro výpočet čerpány transakční ceny ze srovnatelných transakcí a je zřejmé, že kupci těchto bank měli rozdílné priority v synergických efektech, stejně jako měli rozdílnou averzi k riziku, z čehož plyne rozdílné ocenění premie za kontrolu u jednotlivých kupujících. I když jsou tyto rozdíly vyhlazovány dostatečným množstvím srovnatelných transakcí, je málo pravděpodobné, že by se odhadnutá hodnota rovnala zcela přesně hodnotě transakční.

V případě druhé otázky je důvodem to, že v metodě Multiples byla použita data z transakcí striktně vymezených tak, aby odpovídaly co nejpřesněji podmínkám akvizic v této disertační práci zkoumaných. Regresní analýza sice zprostředkovává flexibilnější vztah mezi zkoumanými hodnotami, nicméně aby bylo dosaženo statistické významnosti zvolených regresních metod, musel být srovnávací vzorek rozšířen o další transakce.

Je nutné si uvědomit, že jak metoda Multiples, tak i regresní analýza zde byly použity za účelem ověření korektnosti hodnoty KB zjištěné z transakční ceny.

Jelikož se tato hodnota pohybuje v intervalu vytvořeném hodnotami zjištěnými pomocí oceňovacích metod, lze konstatovat, že bylo prokázáno, že transakční cena za prodej KB odpovídala hodnotě banky v době prodeje státního podílu a lze ji dále pro účely této disertační práce používat.

5.3 Analýza růstu kapitálových výnosů převzatých bank

V předcházejících částech kapitoly 5 byl nejprve popsán vývoj českého bankovníctví po roce 1989. Následovala analýza realizovaných akvizic. V rámci této analýzy proběhl výběr vhodné oceňovací metody, pomocí níž potom byly zjištěny tržní hodnoty bank. Výsledkem bylo zjištění, že tržní hodnoty KB a ČSOB v době akvizice odpovídaly hodnotě z realizované transakční ceny (kupní ceny). V případě ČS byly zjištěny podstatné rozdíly mezi těmito hodnotami.

V této části disertační práce je analyzován růst kapitálových výnosů zkoumaných bank pro akcionáře, přičemž růst kapitálových výnosů se zde zjišťuje pomocí vývoje hodnoty banky. Hodnota banky je zjišťována pomocí transakčních multiplikátorů. Současně se práce nezabývá problematikou vyplacených dividend, jelikož předpokládá, že v realizovaných transakčních cenách, ze kterých jsou počítány multiplikátory a následně roční hodnoty bank, již byla distribuce zisku prostřednictvím dividend zahrnuta.

Tímto postupem bude zjištěno, zda došlo k růstu či poklesu kapitálových výnosů u zkoumaných bank.

5.3.1 Základní předpoklady a omezení pro výpočet kapitálových výnosů

Pro výpočet kapitálových výnosů banky je v disertační práci použita hodnota banky k datu akvizice zjištěná z realizovaných transakčních cen a hodnota banky k 31.12. 2008 zjištěná metodou Multiples, respektive rozdíl těchto hodnot.

Pro realizaci odhadu hodnoty bank v roce 2008 je nutné přijmout předpoklad, že pomocí multiplikátorů zjištěných na základě realizované korektní transakční ceny a generátorů hodnoty k datu transakce lze stanovit hodnotu banky i v jiném časovém úseku než byl termín realizace transakce. Ověření korektnosti transakčních cen proběhlo v předcházejícím textu, a rovnici pro stanovení hodnoty v roce 2008 lze napsat následovně:

$$MVE_{m2008} = MVE_t / VD * VD_{2008} \quad (5.8)$$

MVEm₂₀₀₈ – tržní hodnota vlastního kapitálu banky zjištěná k 31.12. 2008 pomocí Multiples

MVEt – tržní hodnota vlastního kapitálu banky zjištěná pomocí realizovaných transakčních cen k datu realizace transakce

VD – generátory hodnoty k poslednímu dni roku předcházejícímu datu realizace akvizice

VD₂₀₀₈ - generátory hodnoty k poslednímu dni roku 2008

5.3.2 Výpočet hodnoty bank v roce 2008

Pro výpočet hodnoty bank v roce 2008 je nutné stanovit generátory hodnoty a hodnotu banky zjištěnou z transakční ceny.

V předcházejících oddílech této disertační práce se potvrdila vhodnost použití následujících položek z účetních výkazů jako generátorů hodnoty pro stanovení hodnoty banky metodou transakčních multiplikátorů:

- účetní hodnota vlastního kapitálu (BVE - book value of equity)
- vklady klientů (D - Deposits from customers)
- celková aktiva (TA - Total Assets)
- provozní zisk (OI - Operating Income)

Data jsou čerpána z konsolidovaných účetních výkazů sestavených podle IAS/IFRS³¹.

Hodnoty vlastního kapitálu banky zjištěné z realizovaných transakčních cen byly ověřeny jako korektní u KB a ČSOB. U ČS nebyla hodnota vlastního kapitálu zjištěná z realizované transakční ceny jako korektní a pro další výpočet bude u ČS uvažována tržní hodnota jejího vlastního kapitálu zjištěná pomocí metody Multiples.

Následující tabulka zachycuje generátory hodnoty bank a hodnoty bank zjištěné z transakční ceny.

Tabulka 20: Generátory hodnoty bank v době realizace akvizice a hodnoty vlastního kapitálu bank zjištěné z realizovaných transakčních cen v mil. Kč

banka	vlastní kapitál BVE	vklady D	aktiva celk. TA	provozní zisk OI	hodnota bank MVEt
KB	21 165	279 510	409 090	8 469	66 693
ČS*	23 390	317 358	377 868	6 010	65 122

³¹ Jedná se o zachování konzistence, jelikož postupy ověřující korektnost realizovaných transakčních cen vycházeli také z konsolidovaných účetních závěrek sestavených podle mezinárodních účetních standardů.

ČSOB	26 509	122 017	245 503	7 415	60 964
------	--------	---------	---------	-------	--------

*U ČS je použita z důvodu nemožnosti ověření korektní transakční ceny hodnota zjištěná pomocí Multiples

Podílem hodnoty banky a generátorů hodnoty dostaneme hodnoty multiplikátorů k datu realizace akvizice.

Tabulka 21: Multiplikátory zjištěné z hodnot vlastního kapitálu bank zjištěných z realizovaných transakčních cen

banka	MVEt /BVE	MVEt /D	MVEt /TA	MVEt /OI
KB	3,15	0,24	0,16	7,87
ČS	2,78	0,21	0,17	10,84
ČSOB	2,30	0,50	0,25	8,22

V následující tabulce jsou uvedeny generátory hodnoty bank v roce 2008.

Tabulka 22: Generátory hodnoty bank v roce 2008 v mil. Kč

banka	vlastní kapitál	vklady	aktiva celk.	provozní zisk
KB	62 974	554 570	699 044	19 207
ČS	65 369	642 504	862 230	23 171
ČSOB	55 955	649 371	824 485	4 161

Vynásobením multiplikátorů uvedených v tabulce 21 a příslušných generátorů hodnoty z tabulky 22 dostaneme hodnoty bank dle jednotlivých generátorů hodnoty v roce 2008. Výsledná hodnota r. 2008 je pak zjištěna jako medián jednotlivých hodnot.

Tabulka 23: Hodnoty bank v roce 2008 v mil. Kč

banka	MVE _{mBVE}	MVE _{mD}	MVE _{mTA}	MVE _{mOI}	MVE_{m2008}
KB	198 437	132 324	113 964	151 254	141 789
ČS	182 000	131 843	148 598	251 074	165 299
ČSOB	128 682	324 449	204 738	34 211	166 710

5.3.3 Výpočet kapitálových výnosů bank

Akvizice bank proběhly v rozmezí let 1999-2001³². V té době již byl posílen kapitál bank a banky byly očištěny od problematických úvěrů. Zda došlo k růstu či poklesu zjistíme pomocí výpočtu čisté současné hodnoty (NPV) následně:

³² ČSOB-1999, ČS-2000, KB-2001

$$NPV = MVE_{m2008} / (1+r)^n - MVE_t \quad (5.9)$$

MVE_t – tržní hodnota vlastního kapitálu banky zjištěná z transakční ceny realizované akvizice, v případě ČS bude tato hodnota, z důvodů nemožnosti její verifikace, nahrazena tržní hodnotou vlastního kapitálu v roce akvizice zjištěnou pomocí Multiples³³

MVE_{m2008} – tržní hodnota vlastního kapitálu v roce 2008 zjištěná pomocí Multiples

n – počet let

r – diskontní sazba

Tržní hodnoty byly zjištěny a ověřeny v předcházejících oddílech, hodnota n je počet let mezi rokem realizace akvizice a rokem 2008.

V případě, že bude výsledná hodnota NPV kladná, byl realizován kapitálový výnos.

Stanovení diskontní sazby

Diskontní sazbu r lze definovat jako náklady vlastního kapitálu. Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Jako teoretické východisko pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je zde použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Princip modelu CAPM je založen na předpokladu, že očekávaná míra výnosnosti E(r) jakéhokoliv obchodovaného cenného papíru je rovna součtu bezrizikové úrokové míry r_f (obvykle je používána úroková míra státních dluhopisů) a tržní rizikové prémie MRP [E(r_m) - r_f] vynásobené velikostí systematického rizika cenného papíru, které měří koeficient beta (β). Beta může být také interpretována jako změna očekávaného výnosu individuálního cenného papíru, odpovídající 1% změně zvolené referenční hodnoty (benchmark).

$$E(r) = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta \quad (5.10)$$

Stanovení bezrizikové úrokové míry

Pro vyjádření bezrizikové úrokové míry nejčastěji uvádí odborná literatura výnosy státních obligací [26]. Obvykle jsou doporučovány dlouhodobé státní obligace. V souladu s předpokladem, že podnik je založen na going concern principu, by měla teoreticky nejlépe vyhovovat obligace s 30 letým časovým

³³ Předpokládejme, že ve zbytku roku, ve kterém byla realizována akvizice a kdy probíhaly volby nových orgánů společnosti a vstup nového investora do společnosti, neměla tato akvizice ještě vliv na hodnotu banky. Hodnota banky v roce akvizice tedy bude považována za hodnotu zdravé banky před akvizicí.

horizontem splatnosti. V tomto případě se ale dostaneme do problému odhadu kupní síly v době její splatnosti. K využití se nabízejí i státem emitované krátkodobé cenné papíry (státní pokladniční poukázky), problém zde ovšem nastává s vysokou citlivostí takto zjištěné bezrizikové úrokové míry na pohyby krátkodobých úrokových měr. V souladu s tím zde byly použity výnosy střednědobých státních dluhopisů ČR. Průměrný roční výnos 10-letého státního dluhopisu činil v roce 1999 6,34%, v roce 2000 7,38%, v roce 2001 5,43%³⁴.

Stanovení tržní rizikové prémie

Tržní riziková prémie představuje očekávanou výnosnost tržního portfolia s ohledem na jeho riziko, oproti očekávané výnosnosti bezrizikových aktiv. Jedná se tedy o rozdíl výnosnosti tržního portfolia (akcií na kapitálovém trhu) a průměrné výnosnosti státních dluhopisů. Výnosnost akcií na kapitálovém trhu lze stanovit podle průměrné historické výnosnosti zvoleného akciového indexu. Tento postup je v České Republice značně limitován z důvodu relativně krátké historie kapitálového trhu a jeho velikosti, jelikož statistická data jsou dostupná od 05.04.1994³⁵.

To je důvodem volby metody pomocí ratingových hodnot pro stanovení tržní rizikové prémie v této disertační práci. Ratingové agentury přiřazují jednotlivým zemím rating, který má různé stupně vyjádřené celkovou premií za riziko. Tato celková prémie za riziko se potom skládá ze základní prémie a dodatečné prémie, přičemž státy s nejvyšším ratingem mají dodatečnou premii rovnu nule (např. USA), čili v jejich případě je celková prémie za riziko rovna základní premii. Základní prémie se zjišťuje jako geometrický průměr pozorování výnosů mezi akciemi a treasury bills³⁶ a treasury bonds³⁷ měřených na americkém kapitálovém trhu. Data byly čerpány z ratingové agentury Moody's.

*Tabulka 24: Hodnoty celkové prémie za riziko stanovené ratingovou agenturou Moody's.*³⁸

Země	Rating	Základní prémie	Dodatečná prémie	Celková prémie za riziko
USA	Aaa	5,51%	0,00%	5,51%
Česká republika	Baa1	5,51%	1,20%	6,71%

³⁴ www.cnb.cz, *Databáze časových řad ARAD» Statistika finančních trhů»Kapitálový trh» Výnosy státních dluhopisů*

³⁵ *Údaje, které se takto zjišťují například v USA, vycházejí z amerického akciového indexu S&P 500, který je zveřejňován od roku 1926 a vychází z pěti set velkých amerických firem, což umožňuje vyloučit specifické výkyvy a získat spolehlivější data.*

³⁶ *Státní obligace se lhůtou splatnosti do 1 roku*

³⁷ *Státní kupónové obligace se lhůtou splatností delší než 7 let*

³⁸ *Zdroj: Damodaran, A., <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>*

Pro zjednodušení přijmeme předpoklad, že investor zvolil tržní rizikovou prémii shodnou s ČR. Rating ČR byl v době realizace akvizic stejný, čili tržní riziková premie je stanovena na 6,71%.

Stanovení systematického rizika - koeficient beta

Klíčem ke správnému použití principu CAPM jsou koeficienty beta. Ty vyjadřují vztah výnosu každé akcie k výnosu trhu a pokud má investor jejich hodnoty k dispozici, může předpovědět očekávaný výnos pro každý cenný papír. Beta v sobě nese dva spojené významy: vyjadřuje, jak se mění očekávaný výnos akcie v závislosti na očekávaném výnosu trhu a slouží také jako základní indikátor rizikovosti cenných papírů. Koeficient beta vyjadřuje, o kolik se změní výnos akcie, změní-li se výnos benchmarku o 1%. Hodnota koeficientu není teoreticky nijak ohraničena, ale hodnoty pod 0,5 a nad 2 jsou považovány za neobvyklé a dlouhodobě neudržitelné.

Koeficient beta lze vypočítat podle následujícího vztahu:

$$\beta = \sigma_{im} / \sigma_m^2 \tag{5.10}$$

kde

σ_{im} – kovariance mezi výnosností i-té akcie a výnosností tržního portfolia

σ_m^2 – rozptyl tržního výnosu

Výpočet je v poměrech České republiky poměrně problematický s ohledem na velikost kapitálového trhu v ČR a poměrně krátkou historii (krátkou časovou řadu). O určitý výpočet se pokusil ve své práci M. Sommer [48], kdy spočítal oborový koeficient za období 1994-1995 β pro peněžnictví 0,87, přičemž v sektoru bylo obsaženo pět podniků.

S ohledem na dobu výpočtu a počet vzorků nepovažuji pro účely disertační práce tuto hodnotu za relevantní a čerpám ze zahraničních datových zdrojů, kdy Damodaran³⁹ odhadoval pro rok 1999 koeficient beta v sektoru bankovníctví ve výši 0,81 (při využití dat z 189 bank), pro rok 2000 ve výši 0,78 (170 bank) a pro rok 2001 ve výši 0,67 (446 bank).

Tabulka 25: Hodnoty diskontní sazby

banka	r_f	MRP	β	E(r)
ČSOB	6,34%	6,71%	0,81	11,78%
ČS	7,38%	6,71%	0,78	12,61%
KB	5,43%	6,71%	0,67	9,93%

Výpočet NPV

Rovnici pro výpočet NPV lze uvést ve tvaru:

³⁹ Damodaran, A., <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

$$NPV = PV_{MVE2008} - MVE_t \quad (5.11)$$

kde

$PV_{MVE2008}$ – hodnota banky v roce 2008 diskontovaná na současnou hodnotu k roku realizace akvizice.

Výsledné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 26: Čistá současná hodnota

banka	MVE _t	MVE ₂₀₀₈	d	n	PV _{MVE2008}	NPV
ČSOB	60 964	166 710	11,78%	9	61 215	251
ČS*	65 122	165 299	12,61%	8	63 905	-1 217
KB	66 693	141 789	9,93%	7	73 105	6 412

*U ČS je použita z důvodu nemožnosti ověření korektní transakční ceny cena zjištěná pomocí Multiples

Z tabulky je zřejmé, že po akvizicích došlo k růstu kapitálových výnosů u KB a ČSOB. V případě ČS je NPV záporné, což značí, že k růstu kapitálových výnosů nedošlo. Je nutné si ovšem uvědomit, že NPV spočtená v tabulce 26 je pouze relativní hodnota. Podstatou výpočtu čisté současné hodnoty (zde kapitálových výnosů) je otázka rizika, které je ochoten investor podstoupit, což znamená, že pro investory s různou averzí k riziku, mohou být hodnoty NPV různé. V rámci této disertační práce byl zvolen konzervativní přístup k riziku. Některým „adrenalinovým“ investorům s nízkou averzí k riziku (např. hedge fondy) nemusí tržní riziková přírážka na úrovni ratingu ČR stát ani za úvahu a stavějí ji např. na úroveň průměrné výnosnosti čínského akciového indexu. V tom případě by vyšlo NPV záporně u všech bank.

5.4 Analýza vlivu realizovaných akvizic na růst kapitálových výnosů

V rámci této kapitoly bude analyzováno, zda měly realizované akvizice u zkoumaných bank vliv na růst kapitálových výnosů. Analýza bude provedena z hlediska synergických efektů.

Nejprve bude srovnáván **podíl na trhu**, respektive trendy jeho vývoje ve dvou časových obdobích s milníkem v roce, kdy byla realizována akvizice. Jsou zvoleny ukazatele s významným vlivem na hodnotu banky a srovnávány s benchmarkem ve formě těchto ukazatelů na úrovni celého bankovního trhu. Vyhodnocení se opírá o předpoklad, že pokud zůstane po akvizici zachován trend vývoje těchto ukazatelů vůči benchmarku, popř. bude lepší než trend před

akvizicí, byla akvizice přínosem. Tento předpoklad je postaven na skutečnosti, že objem bankovního trhu je z více než 60% v rukou bank tzv. „velké čtyřky“ G4⁴⁰. U všech těchto bank došlo k jejich akvizici zahraničními bankovními ústavami, tedy strategickým partnerem a u všech by se měly projevit její efekty. Řízení bank se ujali zkušení zahraniční manažeři a z toho důvodu udržení trendu tržního podílu lze považovat za přínos.

V případě vývoje tržního podílu je nutné poukázat i na určitá rizika. V některých případech může M&A vytvořit na daném trhu či území natolik silný subjekt, který bude schopen účtovat vyšší ceny služeb a nabízet menší úročení vkladů. Taková tržní nerovnováha je pozitivní jen z hlediska akcionářů společnosti, ale ne z hlediska ekonomiky a společnosti jako celku. Např. K. Simons a J. Stavins [47] zjistily na příkladu 499 fúzí a akvizic ve Spojených státech (1986-1994) podobný vývoj u fúzí relativně velkých bank a dopad na jejich politiku depozitních úrokových sazeb byl pro vkladatele nepříznivý. Současně zjistily krátkodobost tohoto efektu díky tržnímu působení dalších subjektů, kterým se za těchto podmínek vyplatilo vstoupit na trh.

Dále budou analyzovány a porovnávány dosažené **úspory provozních a finančních nákladů**. V případě provozních nákladů jde především o úsporu nákladů díky konsolidaci. Vzhledem k tomu, že prostý vývoj provozních nákladů nereflktuje rozvoj banky, je v tomto případě analyzován poměrový ukazatel, který zohledňuje velikost banky, vyjádřený jako podíl provozních nákladů na bilanční sumě. Vývoj a trend ukazatele je analyzován jak v čase, tak i porovnáním s benchmarkem, kterým je celý bankovní trh. V oblasti finančních nákladů jsou analyzovány nákladové úroky, respektive průměrná úroková sazba, kterou banka hradí za získání finančních zdrojů.

Následovat bude analýza **vývoje efektivity a produktivity** zaměřená na vývoj a trend poměrových ukazatelů, jako jsou podíly bilanční sumy, úvěrů, vkladů a čistého zisku připadající na jednoho pracovníka. I tato analýza bude prováděna v kontextu celého bankovního trhu.

Jedním z předpokládaných efektů přínosů fúzi a akvizic je i přínos nových znalostí a postupů (know-how), což by se mělo projevit i v oblasti **řízení rizik**. I když považuji za vhodné se touto záležitostí zabývat, nebude v této disertační práci analyzována. Důvodem je skutečnost, že rizika vznikají především v oblasti poskytování úvěrů a do úvah je nutné zahrnout, že banky před akvizicí byly většinou vlastněny státem, a především v první polovině 90. let nebyly často poskytovány úvěry na základě systému řízení rizik, ale na základě politických tlaků, což dospělo k tomu, že musely být státem sanovány. Z toho

⁴⁰ Dle informačních zdrojů ČNB

důvodu jsou hodnoty před a po akvizici natolik rozdílné, že jejich porovnávání ztrácí relevantní vypovídací schopnost.

5.4.1 Analýza tržního podílu

Základními a nejvýznamnějšími aktivitami bank je příjem depozit (vkladů) a poskytování úvěrů. Úvěry a vklady představují nejvýznamnější položky aktiv a pasiv a zároveň jsou i klíčovými generátory hodnoty

Přirozeným benchmarkem se zde jeví celý bankovní trh, tzn. porovnávat objem úvěrů či vkladů poskytnutých zkoumanými bankami s celkovými poskytnutými úvěry či vklady na bankovním trhu. Tímto způsobem lze zjistit podíl úvěrů či vkladů jednotlivých bank na celkovém trhu úvěrů a vkladů. I když se jedná nepochybně o zajímavá čísla, je jejich vypovídací schopnost omezena, jelikož postrádají souvislost s celkovým vývojem ekonomiky. Obecně platí, že s růstem ekonomiky daného státu roste i jeho bankovní trh. Nejčastěji je růst ekonomiky popisován vývojem hrubého domácího produktu. Za účelem postižení růstu tržního podílu banky s růstem ekonomiky jsou v disertační práci sestaveny ukazatele, které vliv vývoje ekonomiky reflektují. Jedná se ukazatele poměrové a to podíl úvěrů či vkladů jednotlivých zkoumaných bank na HDP v daném roce a podíl úvěrů či vkladů celého bankovního trhu na HDP v daném roce. Z porovnání jejich trendu vývoje je potom odvozována úspěšnost akvizice.

Podstatný pro vyhodnocení je trend vývoje jednotlivých ukazatelů. V této části disertační práce byl zvolen lineární trend, který je vhodný pro určení základního směru vývoje časové řady. Trendová přímka je vyjádřena ve tvaru:

$$T_t = \beta_0 + \beta_1 t \quad (5.12)$$

kde

t = časová proměnná (1, 2, 3, n)

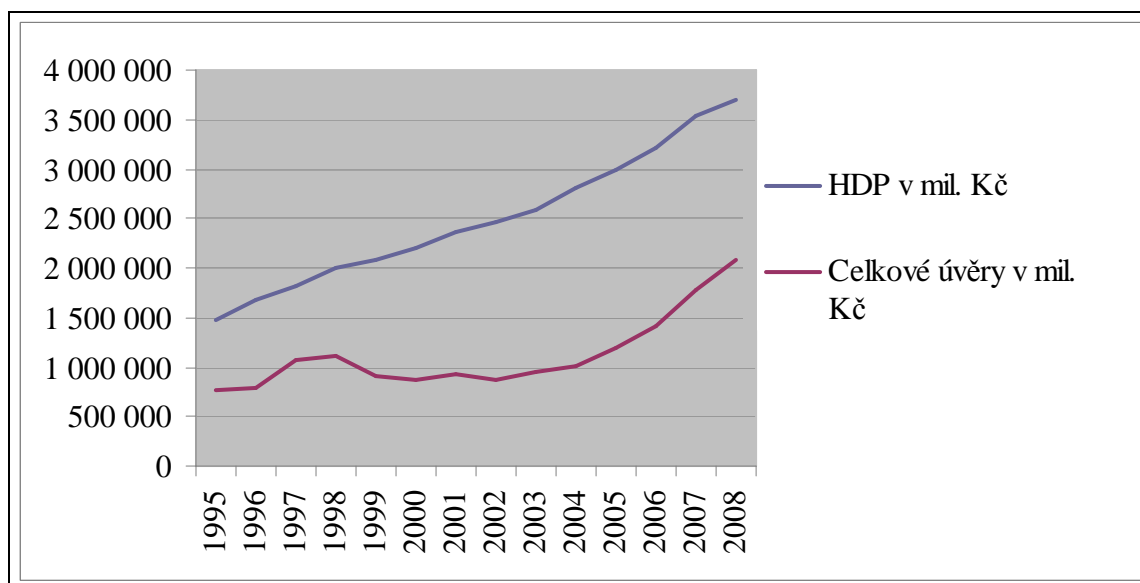
β_0, β_1 = neznámé parametry

K odhadu neznámých parametrů je použita metoda nejmenších čtverců a je řešena rovnice

$$\sum y_t = n\beta_0 + \beta_1 \sum t \quad \text{a} \quad \sum ty_t = \beta_0 \sum t + \beta_1 \sum t^2 \quad (5.13)$$

operátor \sum znamená vždy součet t od 1 do n .

Poměr poskytnutých úvěrů k HDP



HDP v běžných cenách (zdroj ČSÚ-provedena korekce vlivu různého počtu pracovních dnů v jednotlivých obdobích)

Celkové úvěry poskytnuté v ČR bez rozpočtových úvěrů státním a obdobným orgánům (zdroj ČNB)

Obrázek 5: Vývoj HDP a celkových úvěrů v mil. Kč

Z grafu na obrázku je zřejmé, že od roku 1998 došlo k situaci, kdy začal pokles úvěrového trhu při růstovém trendu HDP. Trend vývoje objemu úvěrů kolísal a obrátil se až v roce 2003. Tato skutečnost odporuje obecně přijímanému předpokladu o růstu bankovního trhu s růstem ekonomiky. Analýzou důvodů, proč došlo k této odchylce jsem dospěl k následujícím příčinám, které souvisejí s transformační etapou ekonomiky ČR⁴¹

- Podstatná část úvěrového portfolia vznikla na podporu podnikatelských subjektů, které nedisponovaly dostatečným vlastním kapitálem v transformující se ekonomice. Bankovní sektor tak na jedné straně vytvořil podmínky umožňující rozvoj ekonomiky, na druhé straně se tím zvýšilo reálné riziko méně kvalitních úvěrů. Nepříznivé ekonomické podmínky podnikové sféry se významně promítly do pozice bankovního sektoru a zhoršení finanční situace významné části podniků stavělo úvěrové riziko na úroveň, kterou banky nebyly schopny akceptovat.
- Vysoké úvěrové zatížení podniků, neschopnost získat zdroje z kapitálového trhu nebo jiné levnější zdroje financování a pokračující pokles investiční aktivity omezily prostor pro zlepšení výkonnosti podniků a jejich schopnost splácet poskytnuté prostředky.

⁴¹ Informace byly čerpány z datových zdrojů bankovního dohledu

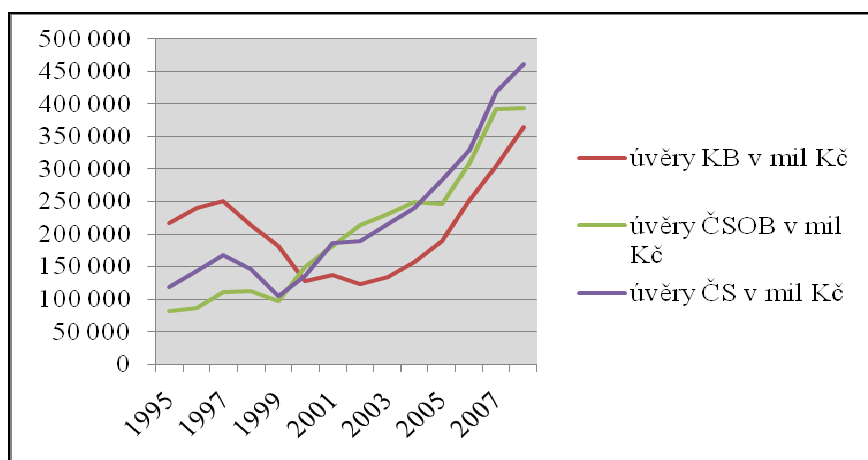
- Nedokonalé právní prostředí především z hlediska kvality výkonu práva v obchodních vztazích (průtahy soudních řízení, zvýhodňování dlužníků pomalost konkurzních řízení, nedostatečná úprava zajišťovacích práv, apod.).

V roce 1998 – 2000 tyto atributy společně s pokračováním nepříznivého vývoje projevujícího se poklesem průmyslové produkce a stavební výroby vedly ke zhoršení situace v řadě podniků, které nebyly schopny vyprodukovat dostatečné finanční prostředky ke splácení poskytnutých úvěrů. Na tuto skutečnost reagoval bankovní sektor přísnějším přístupem k nové úvěrové emisi ve snaze eliminovat možné budoucí problémy s nekvalitními aktivy. To vedlo banky k omezení nových úvěrových aktivit ve snaze snížit riziko možných nových ztrát a banky zaměřili svůj rozvoj na nové aktivity související především s mimobilančními operacemi. Pokles sazeb minimálních povinných rezerv sice zvýšil disponibilní zdroje bank, nepřispěl však k růstu jejich úvěrového portfolia, protože převážila obava z možných problémů při splácení nově poskytovaných úvěrů.

V roce 2001 došlo k nárůstu objemu úvěrů. Tento výsledek byl dán především změnou metodiky, kdy důsledkem transformace Konsolidační banky na nebankovní agenturu byly veškeré jí poskytnuté úvěry transformovány na úvěry poskytnuté nebankovními subjekty. Nefinanční sektor, tj. především soukromé podniky, byl na konci roku 2001 v souvislosti s pokračující privatizací a restrukturalizací ekonomiky nejvýznamnějším příjemcem úvěrů, ke kterému k 31. 12. 2001 směřovalo 56% všech poskytnutých úvěrů.

K dalšímu poklesu došlo v roce 2002, nicméně při porovnání dosažených hodnot na konci let 2001 a 2002 je nutné vyhodnotit výsledky roku 2001 jako mimořádné a jednorázové, kdy růst úvěrové emise v roce 2001 silně ovlivnila výše uvedená transformace Konsolidační banky.

V souladu s celkovým vývojem úvěrů probíhal i vývoj ve zkoumaných bankách, který je uveden v následujícím grafu.



úvěry klientům (konsolidované údaje podle IFRS)

Obrázek 6: Vývoj úvěrů u zkoumaných bank v mil. Kč

Z grafu je patrné, že největší propad postihl úvěry u KB, u které byl současně objem úvěrů nejvyšší a nejmenší propad lze sledovat u úvěrů ČSOB (nejnižší objem úvěrů). KB byla také bankou, která se podařilo zvrátit záporný trend nejpozději. ČS, která měla nejvíce zdrojů ve formě vkladů, zvrátila trend již v roce 2000. To samé se podařilo ČSOB, u které bylo důvodem převzetí IPB a zahrnutí jejich vybraných aktiv a pasiv do bilance.

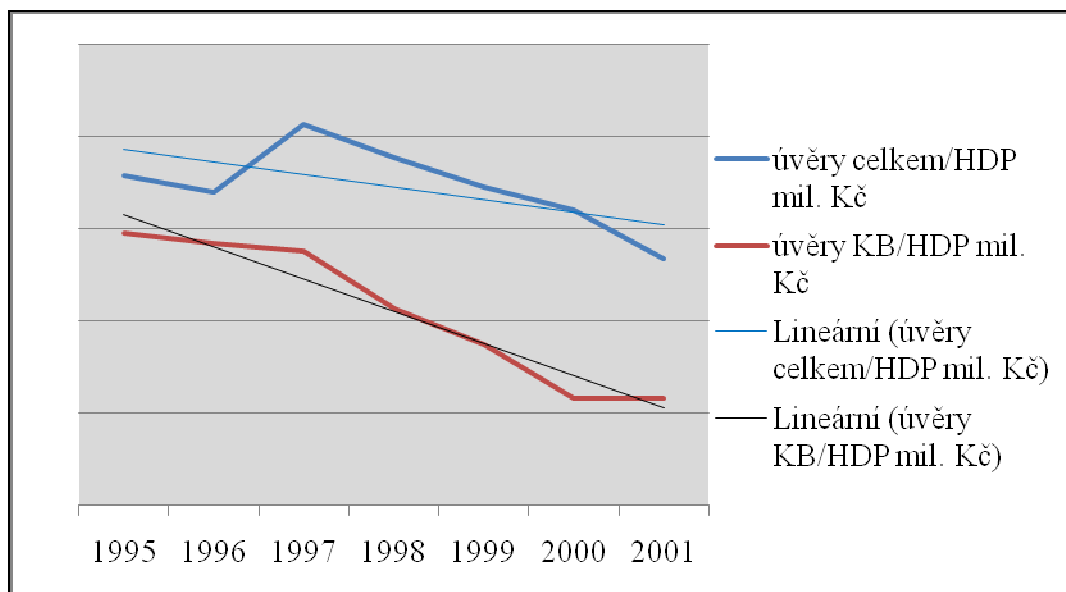
Jak již bylo uvedeno, vyhodnocení vývoje úvěrů zahrnuje i vazbu na růst HDP prostřednictvím poměrového ukazatele. Vývoj poměrových ukazatelů je uveden v následující tabulce.

Tabulka 27: Podíl úvěrů k HDP

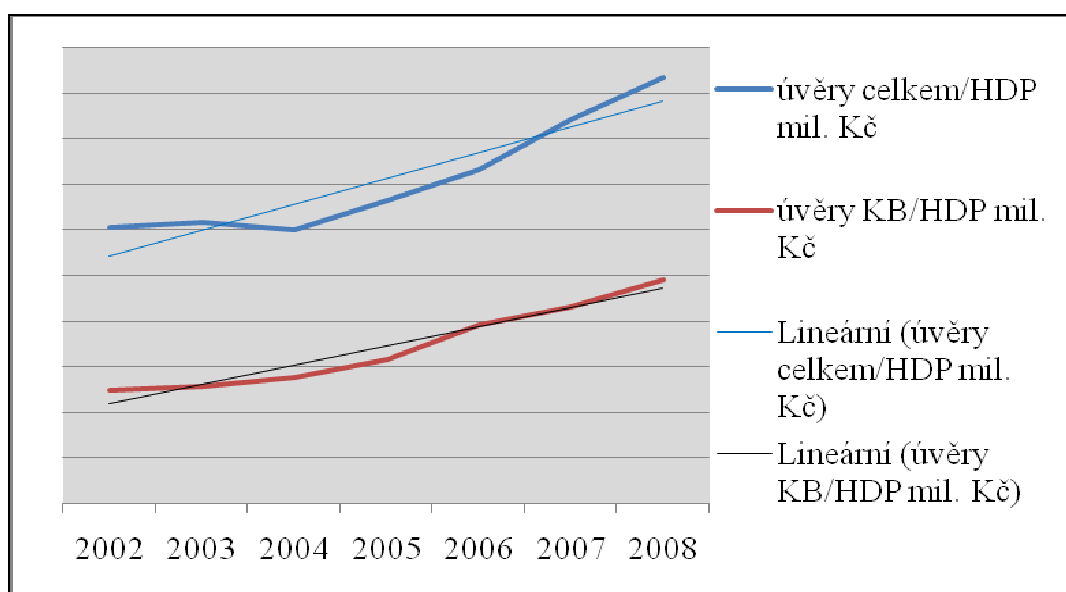
rok	úvěry celkem/HDP	úvěry KB/HDP	úvěry ČSOB/HDP	úvěry ČS/HDP
1995	53,56%	14,79%	5,52%	8,10%
1996	50,93%	14,22%	5,07%	8,53%
1997	61,98%	13,83%	6,13%	9,30%
1998	56,50%	10,67%	5,60%	7,34%
1999	51,76%	8,73%	4,67%	5,03%
2000	47,94%	5,81%	6,79%	6,15%
2001	40,10%	5,81%	7,71%	7,93%
2002	36,20%	4,99%	8,67%	7,67%
2003	36,88%	5,16%	8,93%	8,34%
2004	35,92%	5,56%	8,85%	8,51%
2005	39,75%	6,34%	8,24%	9,50%
2006	43,90%	7,85%	9,59%	10,22%
2007	50,49%	8,62%	11,09%	11,84%
2008	56,01%	9,82%	10,62%	12,45%

HDP v běžných cenách (zdroj ČSÚ-provedena korekce vlivu různého počtu pracovních dnů v jednotlivých obdobích)úvěry celkem -poskytnuté v ČR bez rozpočtových úvěrů státním a obdobným orgánům (zdroj ČNB) úvěry klientům (konsolidované údaje podle IFRS)

KB



Obrázek 7: Vývoj úvěrů KB k HDP před akvizicí



Obrázek 8: Vývoj úvěrů KB k HDP po akvizici

Na obrázku č. 7 je zobrazen vývoj poměru celkových úvěrů a úvěrů KB na HDP před akvizicí a na obrázku č. 8 po akvizici. Křivky grafu jsou proloženy lineárním trendem. Z grafů je patrný klesající trend úvěrů v období před akvizicí a naopak rostoucí trend v období po akvizici. V období před akvizicí má trendová přímka úvěrů KB strmější tvar než křivka celého trhu, což ukazuje neschopnost managementu před akvizicí udržet tržní podíl na trhu poskytnutých úvěrů. V období po akvizici mají lineární trendové křivky téměř shodný tvar, což signalizuje, že objem úvěrů KB k HDP se vyvíjel stejně jako objem celkových úvěrů k HDP.

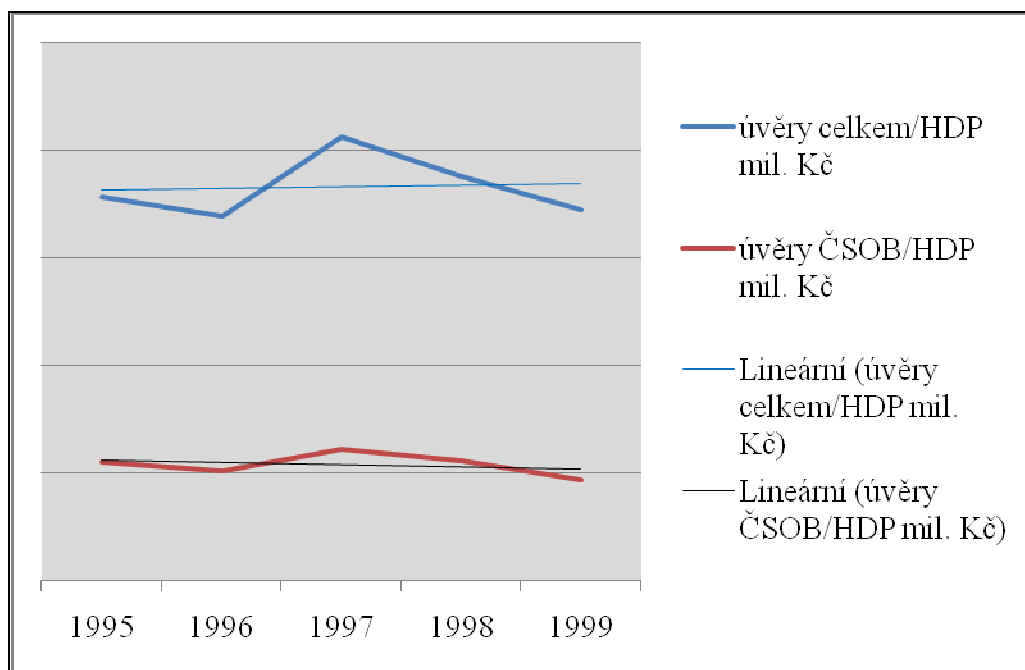
Toto konstatování, založené na optickém pozorování, je vhodné doplnit o statistický výpočet. Za tímto účelem se nabízí zjistit závislost pomocí koeficientu korelace⁴². Výpočtem zjistíme následující data:

Tabulka 28: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů KB k HDP

Časové období	1995-2001	2002-2008
Korelační koeficient	0,703	0,979

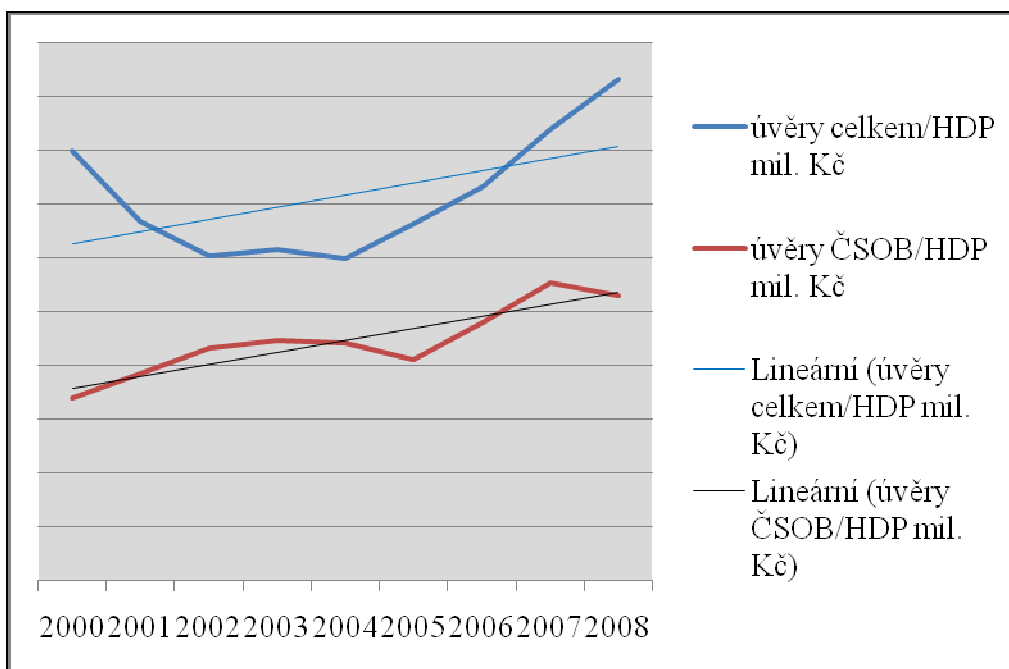
Korelační koeficienty doplňují předcházející závěr o vývoji úvěrů, kdy korelační závislost poměru úvěrů KB k HDP a poměru celkových úvěrů k HDP v období 2002 – 2008, tedy v období po akvizici, je velmi těsná (97,90 %), což vypovídá o tom, že po provedené akvizici dokázal nový management držet objem poskytnutých úvěrů k HDP na úrovni celkových poskytnutých úvěrů.

ČSOB



Obrázek 9: Vývoj úvěrů ČSOB k HDP před akvizicí

⁴² Koeficient korelace je mírou lineární závislosti mezi znaky X a Y . Čím je jeho hodnota bližší 1 anebo -1, tím je závislost těsnější a body (x_i, y_i) bližší přímce. Jeho kladná (záporná) hodnota odpovídá celkově rostoucí (klesající) závislosti mezi X a Y . Hodnota blízká 0 vyjadřuje, že závislost není lineární a může jít i o nezávislost mezi znaky X a Y .



Obrázek 10: Vývoj úvěrů ČSOB k HDP po akvizici

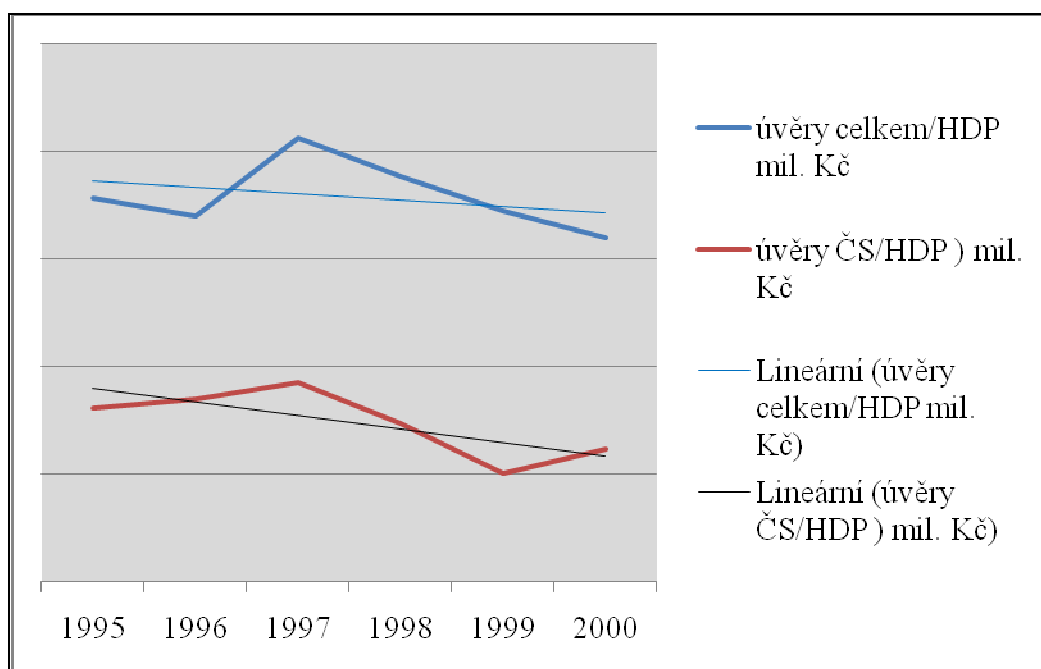
Z obou grafů je zřejmé, že managementy před akvizicí i po ní dokázaly udržet trend vývoje úvěrů ve shodě s celým trhem, přičemž ukazatele ČSOB vykazují hladší křivky, což znamená, že se dokázaly vyhnout extrémům a to jak v růstu, tak i v poklesu úvěrů.

Tabulka 29: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů ČSOB k HDP

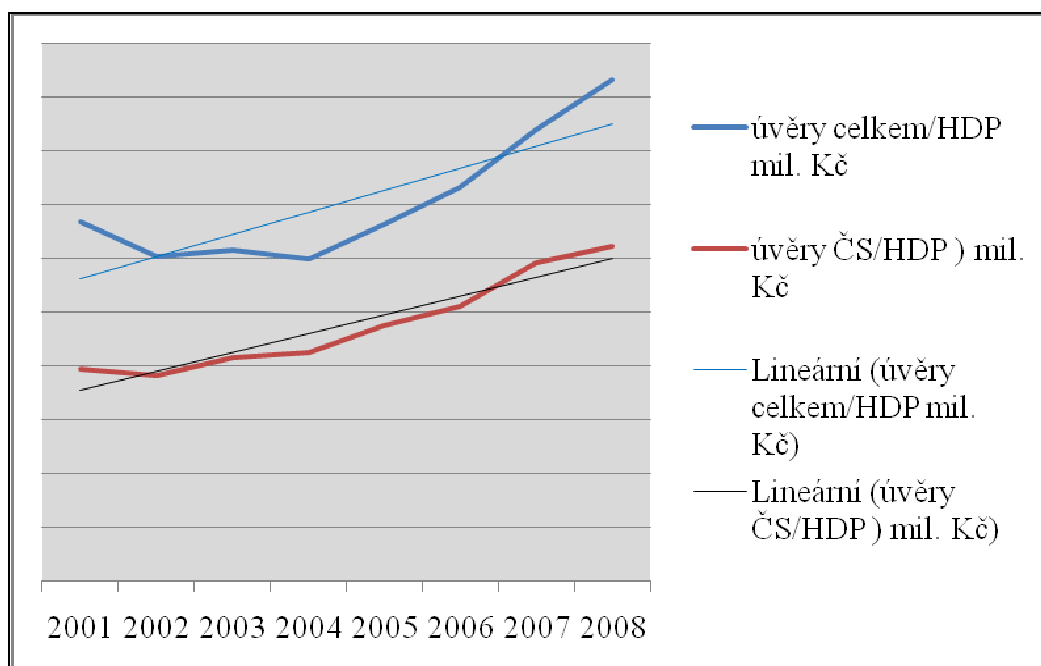
Časové období	1995-1999	2000-2008
Korelační koeficient	0,901	0,474

Z korelačních koeficientů je zřejmá vysoká těsnost ukazatelů před akvizicí a naopak poměrně nízká po akvizici. Tato skutečnost je dána tím, že po akvizici šel vývoj trendu úvěrů u ČSOB proti trendu u úvěrů celého trhu a lze ji vysvětlit tím, že jak již bylo v této disertační práci uvedeno, došlo v roce 2000 k převzetí IPB ze strany ČSOB, což se projevilo výrazně v bilanci ČSOB a tím i v ukazatelích tržního podílu. Za normálních okolností by bylo takto provedené převzetí, které za symbolickou cenu řádově změnilo parametry banky, připsáno k úspěchu poakvizičního managementu. Ale vzhledem k tomu, že průběh nucené správy a následné převedení IPB do ČSOB nelze považovat za transparentní proces uzavřený za obvyklých konkurenčních podmínek, je zde vyhodnocen přínos akvizice v oblasti úvěrů jako nulový.

ČS



Obrázek 11: Vývoj úvěrů ČS k HDP před akvizicí



Obrázek 12: Vývoj úvěrů ČS k HDP po akvizici

V případě ČS byl vývoj podobný jako v případě KB, o čemž svědčí i níže uvedené korelační koeficienty.

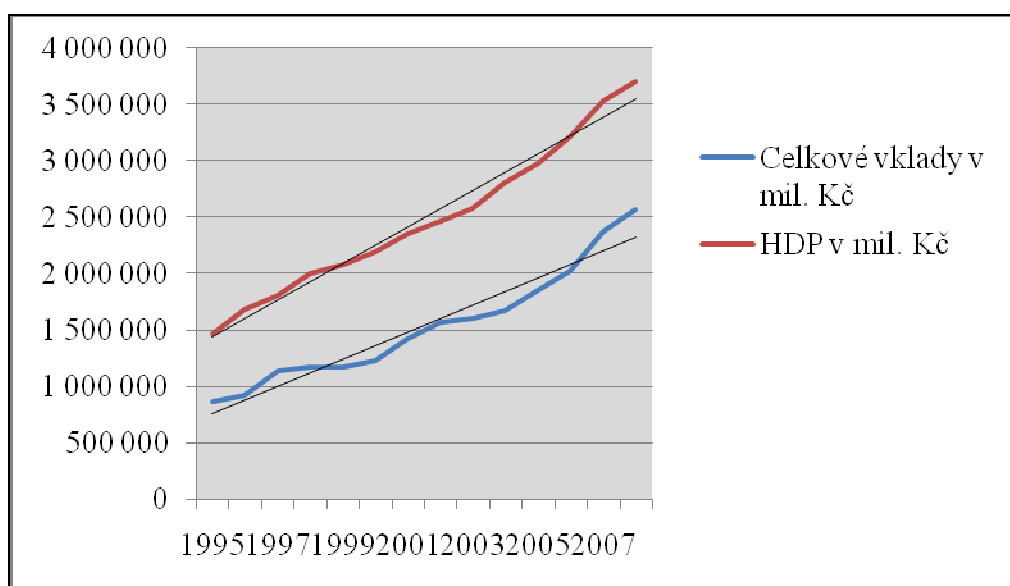
Tabulka 30: Korelační koeficienty poměrů celkových úvěrů a úvěrů ČS k HDP

Časové období	1995-2000	2001-2008
---------------	-----------	-----------

Korelační koeficient	0,619	0,949
----------------------	-------	-------

Z analýzy vývoje objemu poskytnutých úvěrů bylo zjištěno, že management po akvizici v případě KB a ČS byl úspěšnější v udržení trendu vývoje objemu poskytnutých úvěrů vůči trendu vývoje celého trhu v závislosti na vývoji ekonomiky ČR než management před akvizicí. V případě ČSOB byl přínos vyhodnocen jako nulový.

Poměr přijatých vkladů na HDP

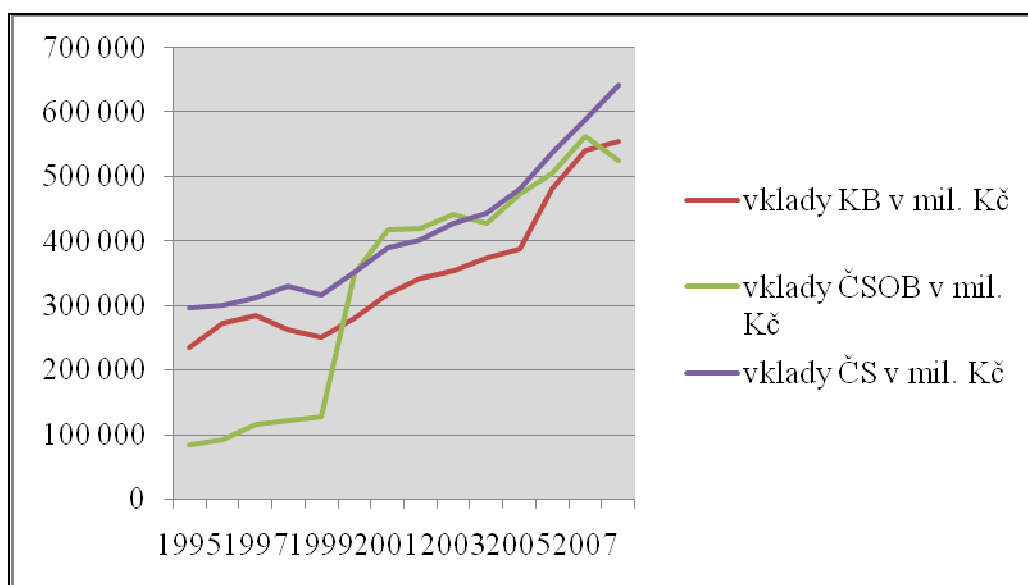


HDP v běžných cenách (zdroj ČSÚ-provedena korekce vlivu různého počtu pracovních dnů v jednotlivých obdobích).

Klientské vklady rezidenti a nerezidenti celkem (zdroj ČNB, databáze ARAD)

Obrázek 13: Vývoj HDP a celkových vkladů v mil. Kč

Uvedený graf poskytuje informaci o vývoji HDP a celkových vkladů. Pokud křivky vývoje HDP a vkladů proložíme přímkou lineárního trendu, je zřejmé postupné „rozevírání nůžek“, způsobené především skutečností, že obyvatelům se postupně nabízely nové alternativy investování finančních prostředků, než pouhé ukládání na vkladové účty u bank.



Vklady klientů, konsolidované údaje podle IFRS.

Obrázek 14: Vývoj vkladů bank v mil. Kč

Z grafu na obrázku 14 je u KB a ČS patrný podobný vývoj jako u celého trhu s tím, že u KB došlo mezi lety 1998 – 2000 k poklesu objemu vkladů, u ČS byl pokles kratší (1999). V případě ČSOB se projevil v roce 2000 již zmiňovaný efekt převzetí IPB.

Tabulka 31: Podíl vkladů k HDP

rok	vklady celkem/HDP	vklady KB/HDP	vklady ČSOB/HDP	vklady ČS/HDP
1995	58,66%	15,99%	5,69%	20,24%
1996	54,74%	16,21%	5,38%	17,84%
1997	62,70%	15,70%	6,40%	17,27%
1998	58,28%	13,12%	6,11%	16,56%
1999	56,19%	12,10%	6,09%	15,28%
2000	55,71%	12,75%	15,91%	16,09%
2001	59,99%	13,52%	17,74%	16,60%
2002	63,61%	13,86%	16,96%	16,35%
2003	61,97%	13,72%	17,07%	16,63%
2004	59,33%	13,27%	15,15%	15,81%
2005	62,05%	13,03%	15,85%	16,15%
2006	62,92%	14,95%	15,67%	16,70%
2007	67,04%	15,29%	15,90%	16,66%
2008	69,27%	14,97%	14,17%	17,34%

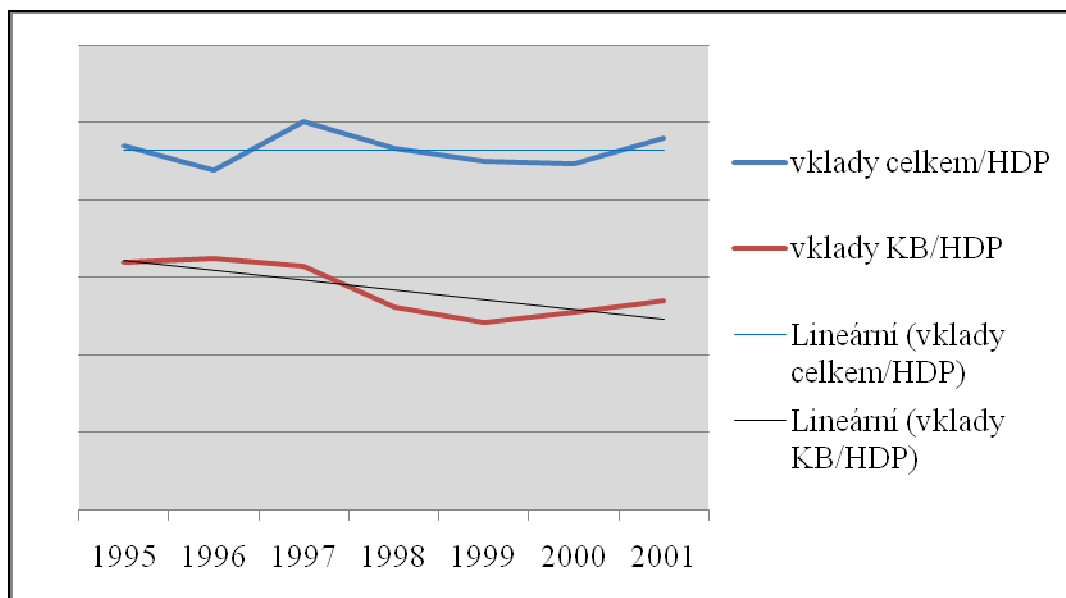
HDP v běžných cenách (zdroj ČSÚ-provedena korekce vlivu různého počtu pracovních dnů v jednotlivých obdobích).

Vklady celkem - klientské vklady rezidenti a nerezidenti celkem (zdroj ČNB, databáze ARAD).

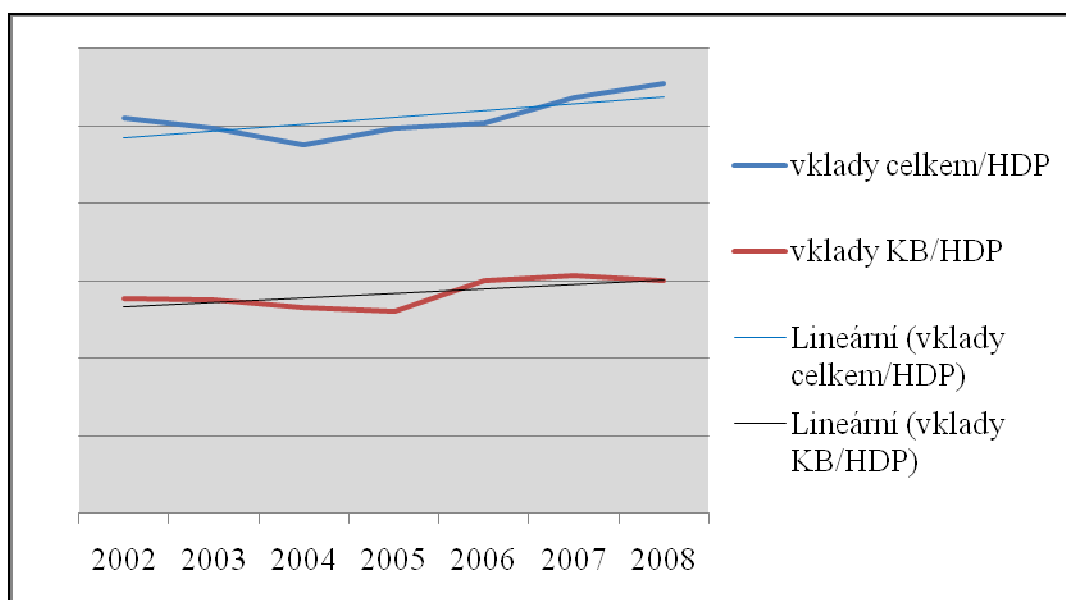
Vklady bank – vklady klientů (konsolidované údaje podle IFRS).

Stejně jako v případě poskytnutých úvěrů je výchozím podkladem při rozhodování o přínosech lineární trend vývoje poměru přijatých vkladů k HDP.

KB



Obrázek 15: Vývoj vkladů KB k HDP před akvizicí



Obrázek 16: Vývoj vkladů KB k HDP po akvizici

Z grafů je patrné, že trend celkových vkladů před akvizicí měl stagnující charakter, zatímco u vkladů KB to byl charakter klesající. Po roce 2001, kdy byla realizována akvizice, je zřetelný rostoucí trend jak u vkladů celkových, tak i u vkladů KB.

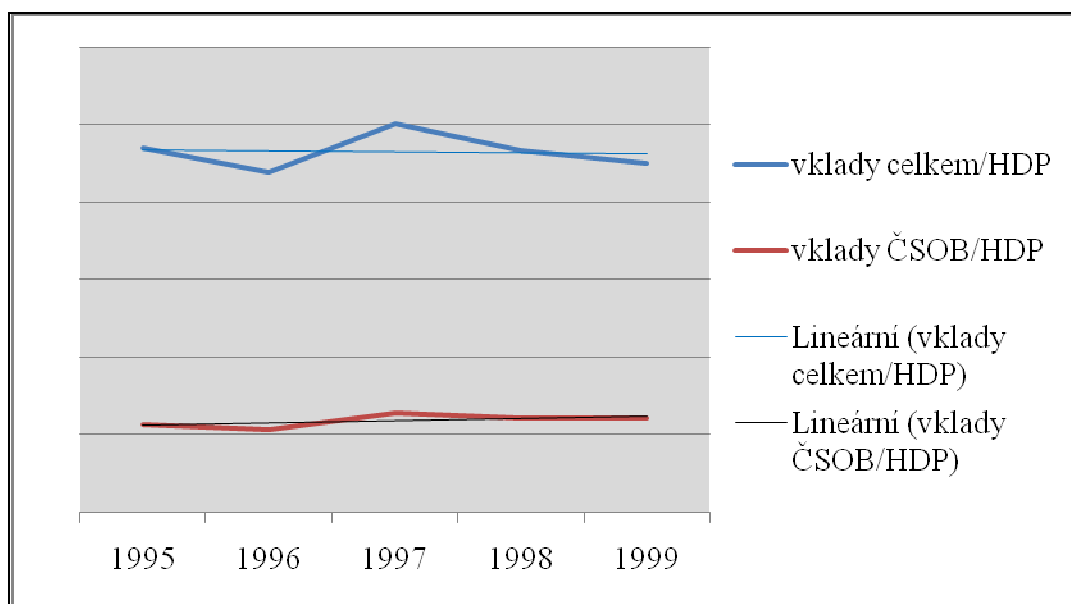
Tato skutečnost se ještě více projeví, pokud otestujeme těsnost vývoje poměru vkladů k HDP za daná období:

Tabulka 32: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů KB k HDP

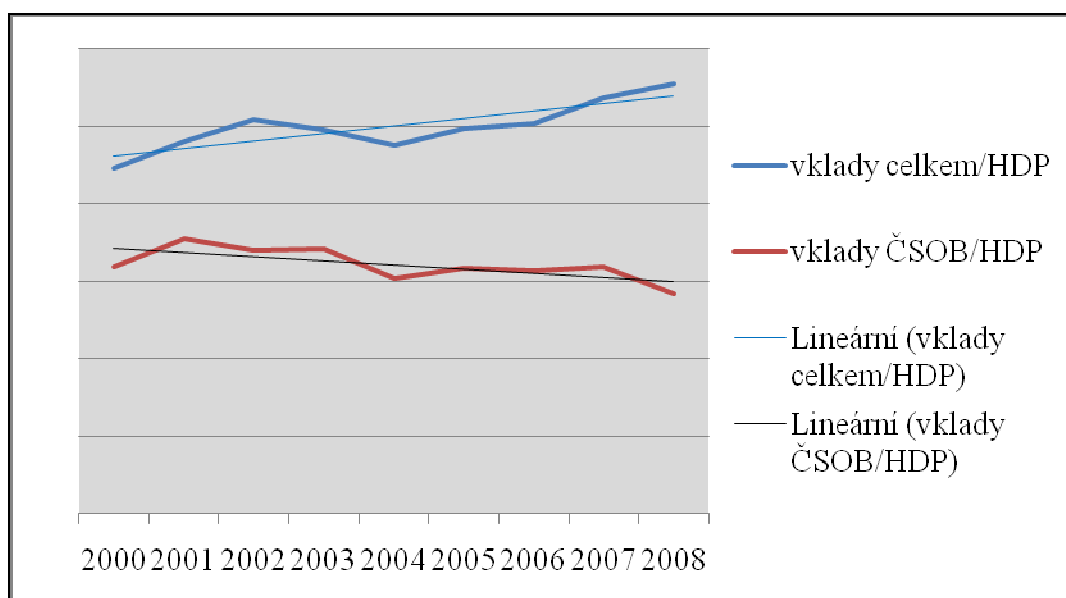
Časové období	1995-2001	2002-2008
Korelační koeficient	0,251	0,778

Z tabulky plyne, že v období před akvizicí byl korelační koeficient 25,10%, zatímco v období po privatizaci již 77,80%. Stejně jako v případě úvěrů se zde ukazuje, že management po akvizici byl úspěšnější z hlediska udržení pozice na trhu vkladů a lze považovat akvizici KB za přínos.

ČSOB



Obrázek 17: Vývoj vkladů ČSOB k HDP před akvizicí



Obrázek 18: Vývoj vkladů ČSOB k HDP po akvizici

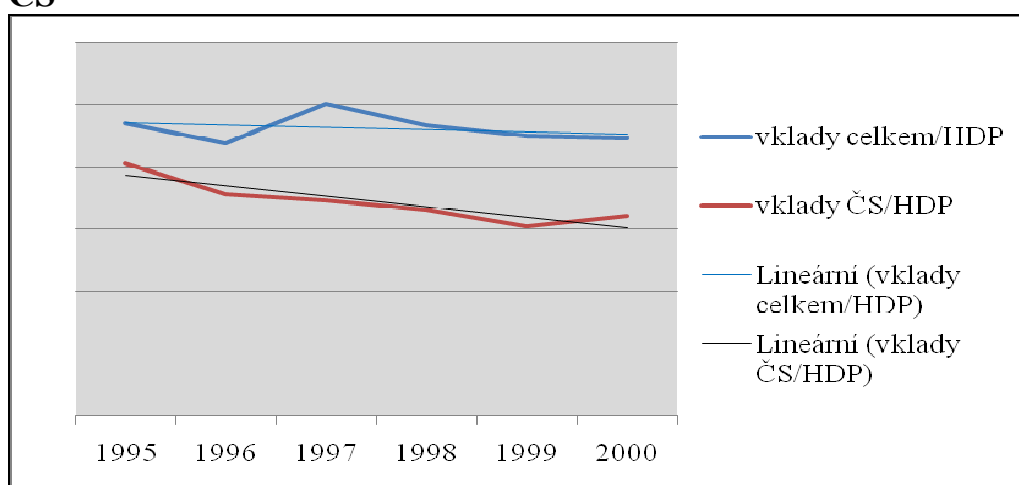
V případě ČSOB management před akvizicí dokázal držet trend vývoje objemu přijatých vkladů s trendem vývoje vkladů celkových, po akvizici došlo k opačnému vývoji trendů, kdy celkové přijaté vklady byly charakterizovány rostoucím trendem, zatímco přijaté vklady ČSOB klesajícím.

Tabulka 33: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů ČSOB k HDP

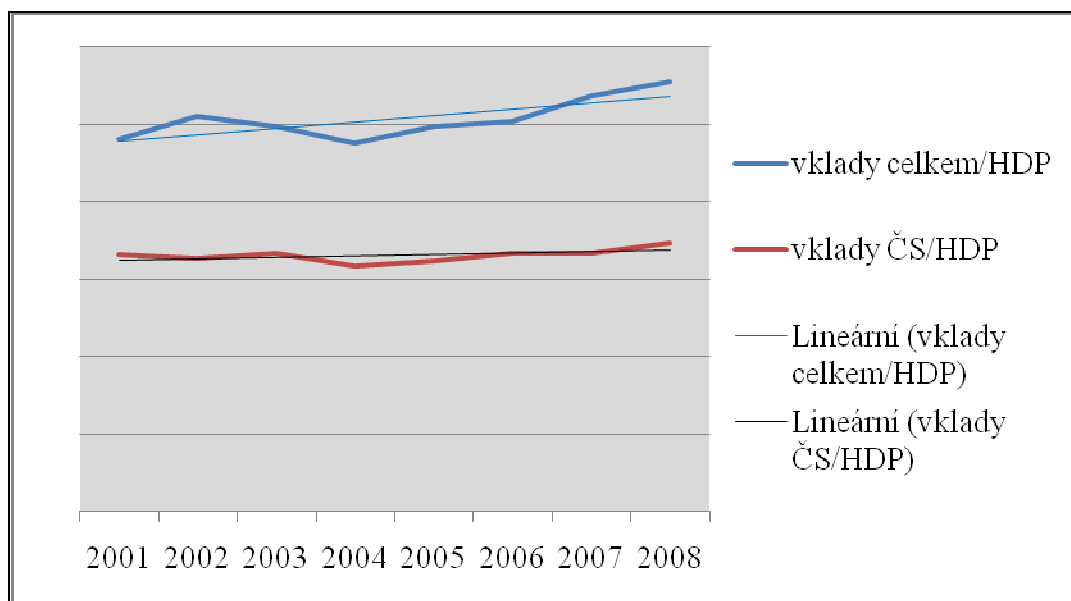
časové období	1995-1999	2000-2008
Korelační koeficient	0,747	-0,385

Tato skutečnost vypovídá o tom, že synergický efekt plynoucí z převzetí IPB zde patrně nefungoval nebo management reprezentující po akvizici nové vlastníky vývoj vkladů nezvládl dobře, čili přínos akvizice byl záporný.

ČS



Obrázek 19: Vývoj vkladů ČS k HDP před akvizicí



Obrázek 20: Vývoj vkladů ČS k HDP po akvizici

Vývoj u ČS je takřka totožný s vývojem KB, kdy jak trendy, tak korelační koeficienty dosahují velmi podobných hodnot.

Tabulka 34: Korelační koeficienty poměrů celkových vkladů a vkladů ČS k HDP

Časové období	1995-2001	2002-2008
Korelační koeficient	0,246	0,769

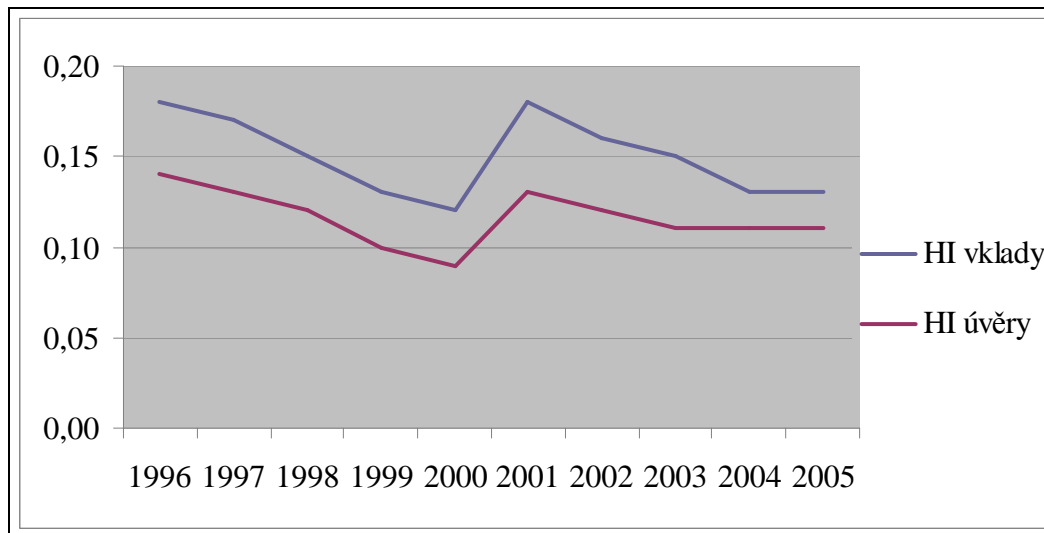
Z toho důvodu je možné konstatovat, že i v případě ČS byl management po akvizici podstatně úspěšnější z hlediska udržení pozice na trhu vkladů a lze považovat akvizici ČS za přínos.

Vzhledem k tomu, že se jednalo o banky z „velké čtyřky“, čili o banky na českém bankovním trhu rozhodující, je nutné na závěr posoudit, zda realizovanými akvizicemi nebyla narušena tržní rovnováha bankovního trhu. Z hlediska možnosti porušení tržní rovnováhy lze posuzovat transakce pomocí Herfindahlova indexu tržní konkurence (HI)⁴³.

⁴³ Herfindahlův index je součtem čtverců tržních podílů jednotlivých subjektů působících na daném trhu. Nabývá hodnoty mezi 0 a 1, přičemž čím více se hodnota blíží nule, tím je silnější konkurence na trhu. Za nízkou míru koncentrace trhu považuje ČNB hodnoty do 0,10; hodnoty 0,10-0,18 značí střední míru koncentrace a nad 0,18 se jedná o velmi koncentrovaný trh.

Tabulka 35: Vývoj Herfindahlova indexu tržní konkurence HI

HI	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
vklady	0,18	0,17	0,15	0,13	0,12	0,18	0,16	0,15	0,13	0,13
úvěry	0,14	0,13	0,12	0,10	0,09	0,13	0,12	0,11	0,11	0,11



Obrázek 21: Graf vývoje Herfindahlova indexu tržní konkurence

Z grafu je od roku 1995 patrný postupný pokles HI, což značí rostoucí konkurenci na bankovním trhu. V roce 2001 došlo ke zlomu a index výrazně vzrostl. Poté se opět vrátil k sestupnému trendu se stagnací v roce 2004 a 2005. Rozborem důvodů růstu indexu mohou konstatovat, že růst indexu (pokles konkurence) nebyl zapříčiněn akvizicemi bank, ale důvodem byla transformace Konsolidační banky na nebankovní subjekt, čímž ukazatele KoB vypadly z vyhodnocovaného koše. V souvislosti s tím je možné konstatovat, že realizací akvizice nedošlo k poruše tržní rovnováhy.

Analýzou tržního podílu zkoumaných bank v oblasti přijatých vkladů lze konstatovat, že v případě KB a ČS měla akvizice pozitivní dopad na vývoj tržního podílu těchto bank na bankovním trhu s vklady, zatímco v případě ČSOB se jednalo o dopad negativní.

Současně těmito procesy nedošlo k narušení tržní rovnováhy na bankovním trhu v ČR.

5.4.2 Analýza úspor

V této ČÁSTI jsou analyzovány a porovnávány dosažené **úspory provozních a finančních nákladů**. V souladu s odbornou literaturou [8] lze očekávat úspory provozních nákladů díky provedené konsolidaci a implementaci nových

firemních procesů, a dále úspory finančních nákladů díky využití know-how nového majitele.

Analýza úspor provozních nákladů

Významnou položkou celkových nákladů banky, u kterých mohou být sledovány synergické efekty, jsou provozní náklady. Prosté porovnávání vývoje provozních nákladů ovšem nemá samo o sobě žádnou vypovídací hodnotu, resp. nelze tvrdit, že absolutní úspora provozních nákladů je přínosem. Na jedné straně náklady meziročně rostou v důsledku růstů cen (inflace) a na straně druhé zase mohou klesat v důsledku vývoje stále sofistikovanějších produktů výpočetní techniky a automatizace. Nejpodstatnější vliv na náklady má ovšem růst banky, jelikož s růstem banky je přirozený i růst nákladů.

Velikost banky je obvykle měřena její bilanční sumou. Za účelem promítnutí růstu banky do vývoje provozních nákladů budeme vyhodnocovat poměrový ukazatel provozních nákladů banky vůči její bilanční sumě. V následující tabulce jsou uvedeny provozní náklady a bilanční sumy jednotlivých zkoumaných bank i celého bankovního trhu.

Provozní náklady obvykle zahrnují:

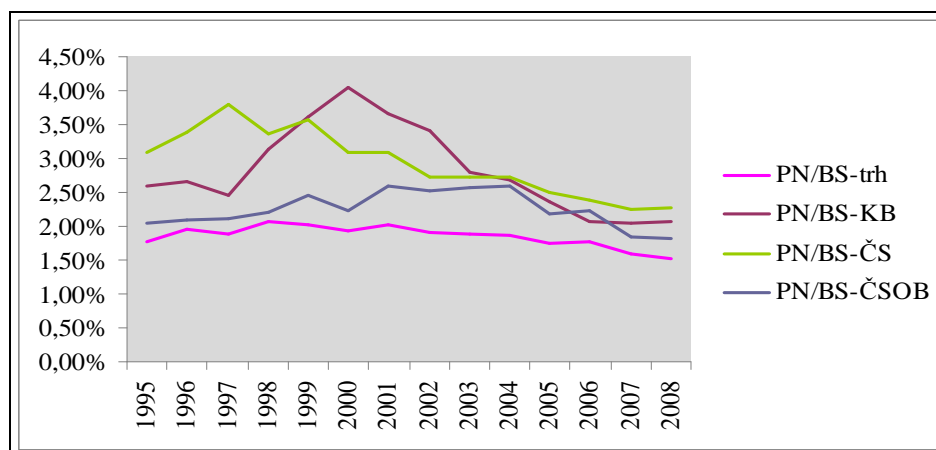
- personální náklady
- pojištění depozit a obchodů
- náklady na marketing a reprezentaci
- náklady na prodej a bankovní produkty
- nájmy
- náklady spojené s provozem majetku
- náklady spojené s IT podporou
- kancelářské potřeby a ostatní spotřeba
- telekomunikace, poštovné a ostatní služby
- externí poradenství
- ostatní náklady
- odpisy majetku

Tabulka 36: Vývoj provozních nákladů a bilančních sum

rok	bankovní trh celkem			KB		
	PN	BS	PN/BS	PN	BS	PN/BS
1995	32 751	1 852 236	1,77%	10 085	389 778	2,59%
1996	39 662	2 033 399	1,95%	11 962	448 449	2,67%
1997	43 855	2 335 037	1,88%	11 680	476 198	2,45%
1998	50 439	2 440 741	2,07%	13 377	426 620	3,14%
1999	51 149	2 533 895	2,02%	14 331	396 219	3,62%
2000	52 601	2 722 448	1,93%	16 550	409 090	4,05%

2001	56 236	2 783 158	2,02%	15 801	431 433	3,66%
2002	47 916	2 503 726	1,91%	15 211	446 092	3,41%
2003	47 513	2 527 701	1,88%	12 771	456 663	2,80%
2004	48 819	2 635 554	1,85%	12 383	460 269	2,69%
2005	51 786	2 954 369	1,75%	12 153	514 934	2,36%
2006	55 665	3 151 811	1,77%	12 418	597 555	2,08%
2007	59 713	3 747 467	1,59%	13 558	661 819	2,05%
2008	61 690	4 044 392	1,53%	14 507	699 044	2,08%
rok	ČSOB			ČS		
	PN	BS	PN/BS	PN	BS	PN/BS
1995	3 987	194 520	2,05%	10 809	349 091	3,10%
1996	4 365	208 747	2,09%	12 084	357 581	3,38%
1997	4 947	233 945	2,11%	14 659	386 024	3,80%
1998	5 435	245 503	2,21%	13 706	408 105	3,36%
1999	6 336	258 227	2,45%	13 441	377 868	3,56%
2000	11 975	535 707	2,24%	13 508	438 055	3,08%
2001	15 500	597 860	2,59%	15 224	491 605	3,10%
2002	15 054	597 044	2,52%	14 151	519 691	2,72%
2003	15 617	606 480	2,58%	15 073	554 048	2,72%
2004	15 822	613 281	2,58%	15 883	580 394	2,74%
2005	16 074	737 003	2,18%	16 395	654 064	2,51%
2006	17 033	762 301	2,23%	17 316	728 393	2,38%
2007	16 965	925 424	1,83%	18 349	814 125	2,25%
2008	15 014	824 485	1,82%	19 541	862 230	2,27%

V provozních nákladech bankovního trhu nejsou zahrnuty odpisy hmotného a nehmotného majetku.



Obrázek 22: Graf vývoje podílu provozních nákladů na bilanční sumě

Z tabulky i grafu plyne, že nejnižší poměr provozních nákladů vůči bilanční sumě vykazuje celý bankovní trh. Tato skutečnost je dána tím, že v provozních nákladech celého trhu nejsou zahrnuty odpisy hmotného a nehmotného majetku. Důvodem je způsob vykazování ČNB, kdy jsou odpisy uváděny společně s rezervami. Absence odpisů v provozních nákladech trhu ovšem není pro účely této disertační práce podstatná, jelikož je vyhodnocován a porovnáván trend vývoje, na který nemá tato skutečnost významný vliv.

V případě KB můžeme sledovat výrazný nárůst, jelikož vedení banky v červnu 2000 schválilo restrukturalizační plán, jehož hlavní část byla implementována v témže roce. V roce 2001 banka pokračovala v restrukturalizaci, proběhla zejména centralizace některých činností a služeb a jejich vyvedení do specializovaných dceřiných společností. Restrukturalizační náklady zahrnují náklady na redukci počtu zaměstnanců, náklady na prodej nevyužitých prostor a ukončení pronájmů a dále náklady zohledňující znehodnocení nevyužitých vlastních budov nebo technického zhodnocení najatých prostor banky. Po vstupu nového vlastníka vedení společností schválilo plán restrukturalizace a transformace konsolidační skupiny KB. Cílem transformace bylo revidovat a změnit činnosti a organizaci tak, aby odpovídala strategii přijaté majoritním vlastníkem KB. Restrukturalizační opatření banka implementovala v oblastech organizační struktury a řídicích nástrojů prodejní sítě, centralizace a racionalizace vybraných činností a celkové změny image. Racionalizace a centralizace činností zahrnovala snížení celkového počtu pracovníků spolu s náklady na odstupné pro zaměstnance

Česká spořitelna, i přes výkyvy v některých letech, vykazovala klesající trend v provozních nákladech. Tyto výkyvy jsou dány především zvýšenými náklady při řešení problematických pohledávek z poskytnutých úvěrů.

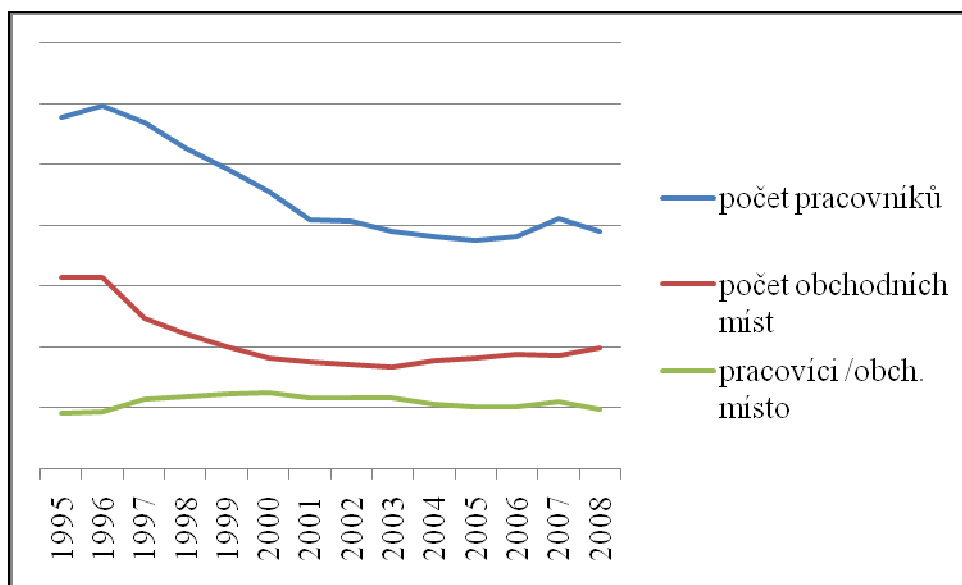
ČSOB měla do roku 2000 nejnižší podíl provozních nákladů na bilanční sumě, což bylo důsledkem toho, že byla ze všech zkoumaných bank nejméně zaměřena na retail, čili nezřizovala tolik poboček, které provozní náklady silně zatěžují. Po roce 2000 již podíl provozních nákladů na bilanční sumě, z důvodu převzetí retailové IPB, roste a dostává se na úroveň ostatních sledovaných bank.

Jak v případě všech zkoumaných bank, tak i v případě celého bankovního trhu je evidentní pokles provozních nákladů vzhledem k bilanční sumě. Tento vývoj je vyvolán jednak tlakem akcionářů bank na snižování nákladů, a jednak i implementací nových produktů výpočetní techniky, které dokážou uspořit lidskou práci a vedou tak k úspoře personálních nákladů (mzdy, odvody, benefity), které tvoří podstatnou část provozních nákladů.

V následující tabulce a grafu je zobrazen vývoj počtu pracovníků a obchodních míst bankovního trhu.

Tabulka 37: Vývoj počtu pracovníků a obchodních míst na bankovním trhu

rok	počet pracovníků	počet obchodních míst	pracovníci/obch. místo
1995	57 769	3 153	18
1996	59 739	3 151	19
1997	57 082	2 467	23
1998	52 760	2 220	24
1999	49 355	2 006	25
2000	45 512	1 809	25
2001	40 871	1 751	23
2002	40 625	1 722	24
2003	39 004	1 670	23
2004	38 160	1 785	21
2005	37 540	1 825	21
2006	38 232	1 877	20
2007	41 207	1 865	22
2008	39 003	1 993	20



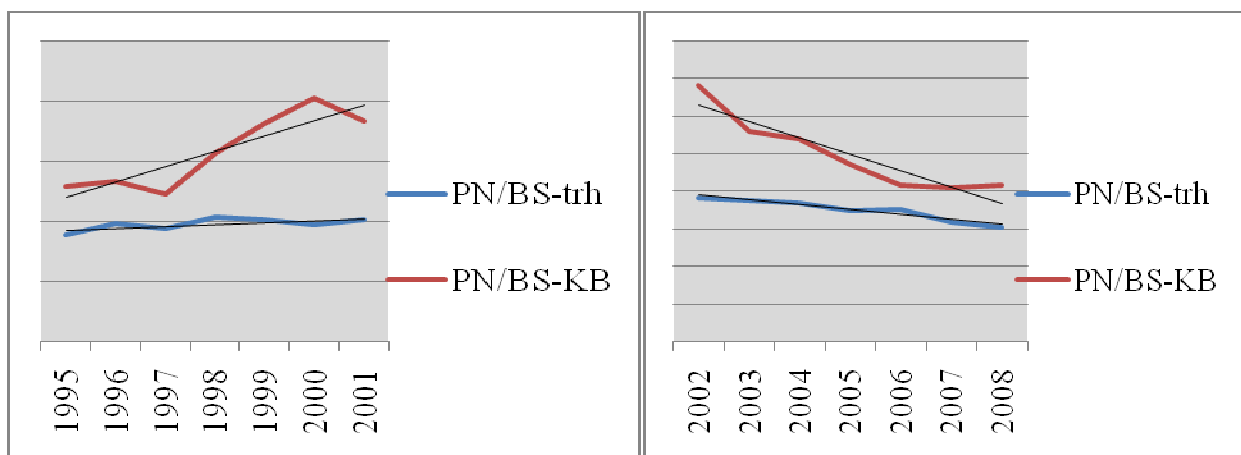
Obrázek 23: Vývoj počtu pracovníků a obchodních míst na bankovním trhu

Od roku 1996 je zřetelný pokles počtu pracovníků v bankovním sektoru a počtu obchodních míst. Tento trend byl v souladu se záměrem sladění potřeb celoplošné obsluhy segmentu drobné klientely s požadavky na racionalizaci činností a obchodní místa byla zřizována v místech, kde bylo možno docílit

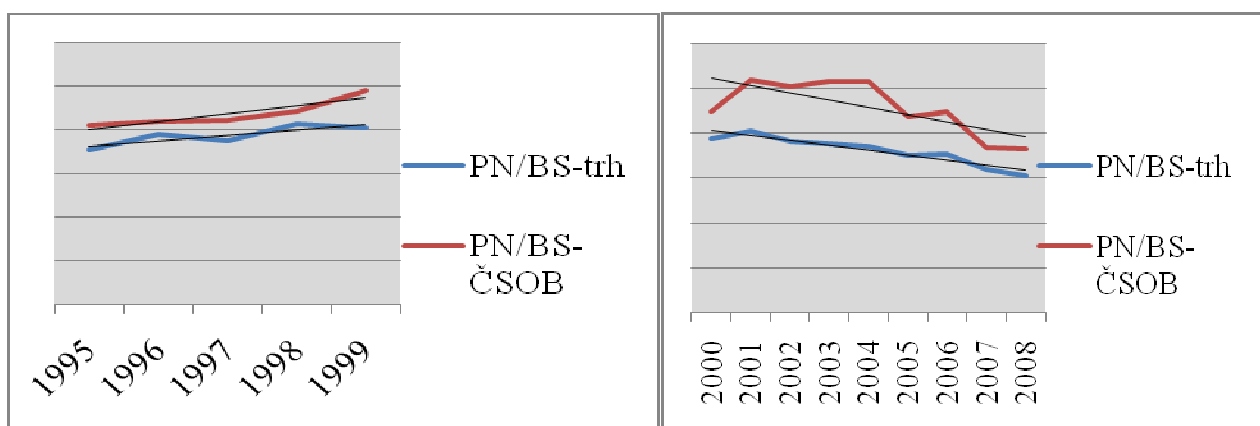
maximální efektivity prodeje produktů a služeb. Tomu odpovídal i charakter těchto obchodních míst a rozsah jimi nabízených služeb.

V závěru sledovaného období je vidět zvyšování počtu pracovníků a obchodních míst, což je vedeno snahou využít růstový potenciál podnikání v bankovníctví

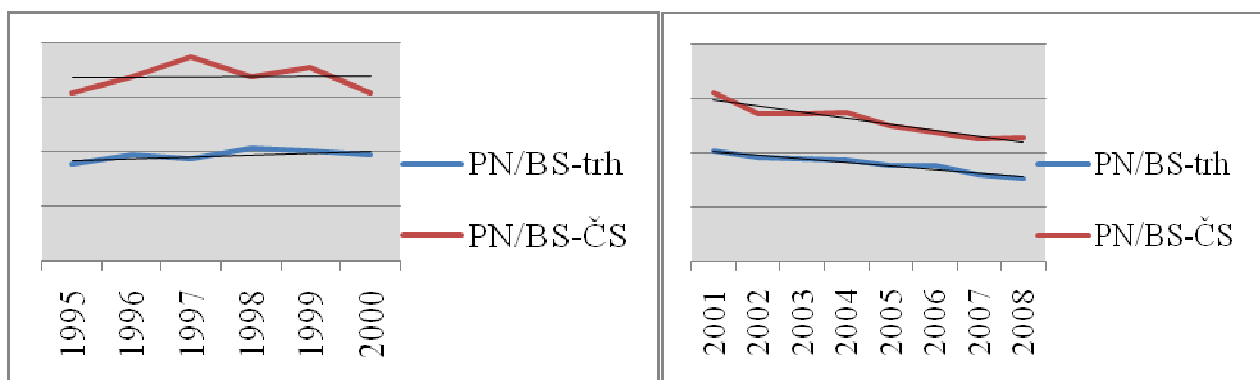
Podíly provozních nákladů na bilanční sumě bank jsou uvedeny v následujících tabulkách společně s vývojem celého trhu. Grafy jsou rozděleny na období před a po akvizici a proloženy lineární trendovou přímkou.



Obrázek 24: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy KB



Obrázek 25: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy ČSOB



Obrázek 26: Vývoj provozních nákladů a bilanční sumy ČS

Z tvarů trendových přímk uvedených v grafech plyne, že v případě ČSOB a ČS vykazoval podíl provozních nákladů na bilanční sumě před jejich akvizicí stejný rostoucí trend jako celý trh. Naopak po akvizicích došlo k trendu klesajícímu stejně jako trend trhu.

V případě KB ze zjištěných dat plyne, že v období před akvizicí měl podíl provozních nákladů k bilanční sumě také růstový trend. Je zřetelné, že trend růstu měl daleko vyšší dynamiku u provozních nákladů KB než trhu, z čehož plyne, že provozní náklady KB před akvizicí rostly rychleji než provozní náklady celého trhu. Naopak v období po akvizici podíl provozních nákladů k bilanční sumě klesá a to jak v rámci celého trhu, tak i v případě KB. Porovnáním trendových křivek vidíme rychlejší dynamiku poklesu u KB, z čehož plyne závěr, že po akvizici snižovala KB provozní náklady rychleji než bankovní trh.

Korelační koeficienty popisují těsnost vývoje následně:

Tabulka 38: Korelační koeficienty poměrů provozních nákladů trhu a bank

Korelační koeficient	KB	ČSOB	ČS
před akvizicí	0,54	0,67	0,25
po akvizici	0,82	0,89	0,94

Z uvedených grafů a tabulky korelačních koeficientů plyne, že i když managementy zkoumaných bank před i po akvizici dokázaly udržet trend vývoje poměru provozních nákladů vůči bilanční sumě v souladu s trhem, výrazně těsnější vztah mezi těmito ukazateli panoval po akvizici.

Tato skutečnost vede k závěru, že všechny zkoumané akvizice měly pozitivní vliv na uplatnění synergického efektu v oblasti úspory provozních nákladů.

Analýza úspor finančních nákladů

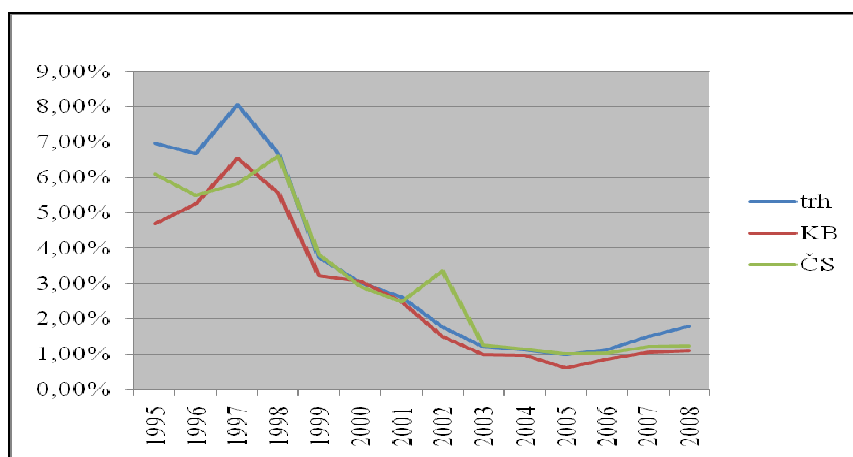
Složky účetní bilance jsou tvořeny aktivy a pasivy. Obecně lze charakterizovat aktiva jako majetek společnosti a pasiva jako zdroj jeho finančního krytí. Jelikož ziskovost banky závisí ve velké míře na rozdílu úrokových výnosů z poskytnutých úvěrů (aktiv) a úrokových nákladů ze získaných finančních zdrojů (pasiv), jsou pro banku mimořádně důležité úrokové sazby ze získaných finančních prostředků, na což bude zaměřena tato analýza. Jelikož izolované vyhodnocení vývoje úrokových sazeb nic nevyovídá o schopnostech managementu, bude jako benchmark použit vývoj úrokových sazeb celého bankovního trhu. Z údajů statistiky ČNB je k dispozici vývoj průměrných úroků z přijatých vkladů, což představuje průměrný roční úrok bankovního trhu hrazený za poskytnuté finanční prostředky od klientů. V rámci

bank je použit ukazatel průměrný roční úrok z přijatých vkladů, zjištěný z konsolidované účetní závěrky podle IFRS⁴⁴.

Vzhledem k problematickému srovnání a vykazování údajů ČSOB po převzetí IPB je analýza provedena pouze u KB a ČS.

Tabulka 39: Vývoj průměrných ročních úroků z přijatých vkladů

rok	průměrný roční úrok z přijatých vkladů		
	trh	KB	ČS
1995	6,95%	4,68%	6,09%
1996	6,68%	5,25%	5,48%
1997	8,05%	6,54%	5,83%
1998	6,66%	5,56%	6,60%
1999	3,74%	3,22%	3,81%
2000	3,02%	3,06%	2,90%
2001	2,61%	2,47%	2,47%
2002	1,76%	1,50%	3,34%
2003	1,21%	0,97%	1,25%
2004	1,13%	0,95%	1,15%
2005	0,99%	0,60%	1,01%
2006	1,12%	0,85%	1,04%
2007	1,51%	1,05%	1,21%
2008	1,80%	1,09%	1,24%

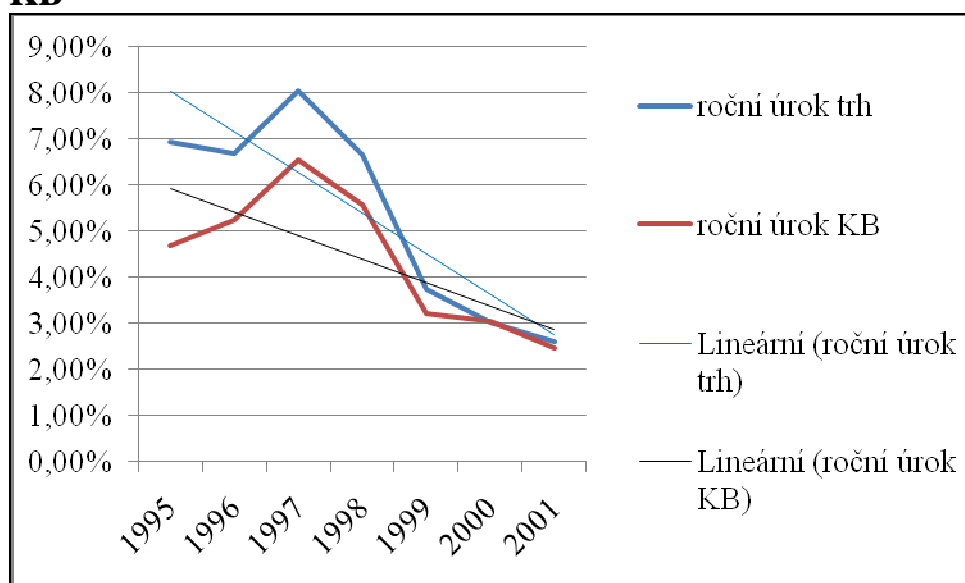


Obrázek 27: Graf vývoje průměrných ročních úroků z přijatých vkladů

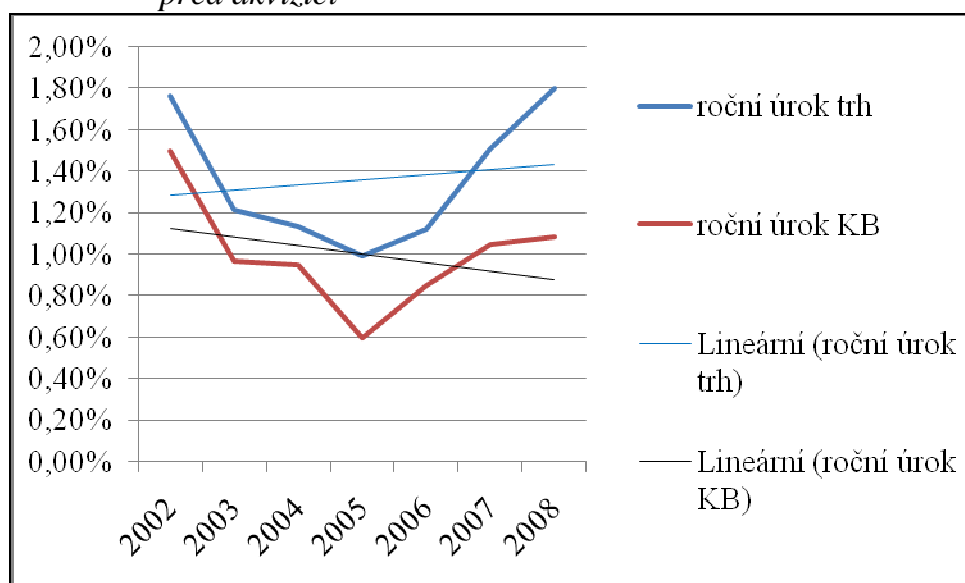
⁴⁴ Hodnoty byly získány ve většině případů přímo z výročních zpráv bank. V případě, že nebyly hodnoty k dispozici, byly dopočteny z příslušných účetních výkazů.

Z tabulky a grafu vyplývá, že úroková sazba z přijatých vkladů KB byla nižší než úroková sazba celého trhu a v podstatě kopírovala jeho vývoj. Úroková sazba ČS byla po většinu sledovaného období na úrovni sazeb celého trhu, pouze v roce 2002 došlo k růstu úrokových sazeb, zatímco trh i KB klesaly. Hlavním důvodem byl nucený převod vkladů z anonymních vkladních knížek, v čemž byla ČS historicky hegemonem, který v roce 2002 ustanovila novela zákona o bankách. Tento nárůst není způsoben činností nového managementu, ani jím nemůže být ovlivněn. Z toho důvodu bylo pro další výpočet odhadnuto a provedeno vyhlazení křivky v daném roce. Pro porovnání schopností managementu před a po akvizici vycházíme z níže uvedených grafů, které ukazují vývojové trendy.

KB



Obrázek 28: Trend vývoje průměrných ročních úroků KB z přijatých vkladů před akvizicí

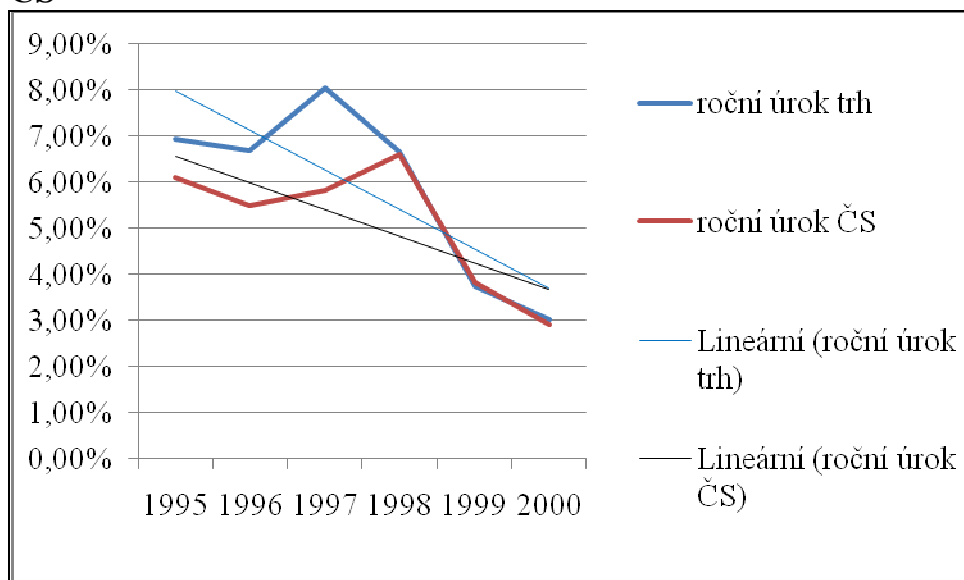


Obrázek 29: Trend vývoje průměrných ročních úroků z přijatých vkladů po akvizici

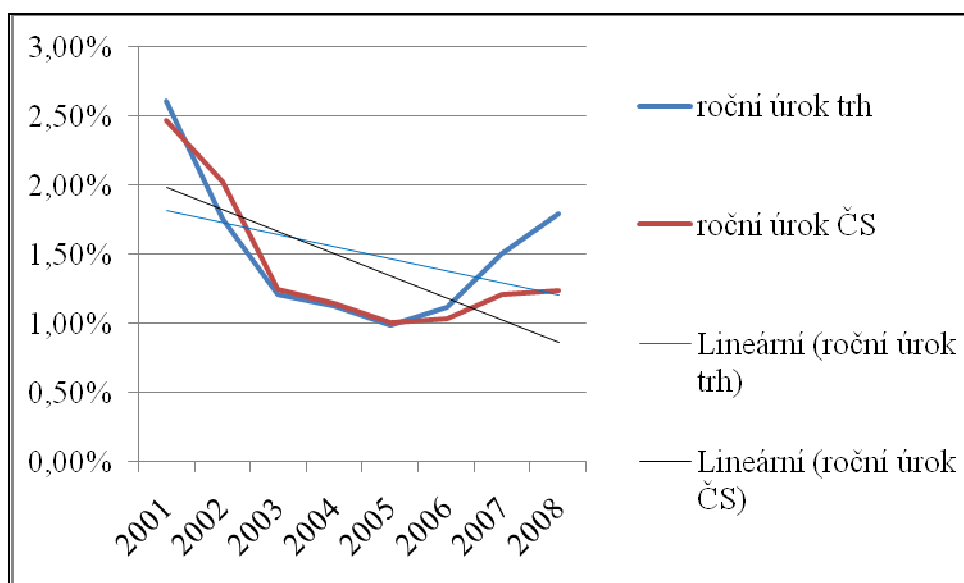
Z grafů je patrné, že v období před akvizicí měly obě trendové křivky klesající charakter, přičemž ke konci sledovaného období je trendová křivka popisující úroky trhu strmější než trendová křivka KB, což ukazuje na rychlejší trend snižování úroků z přijatých vkladů na bankovním trhu než u KB.

V období po akvizici KB je zřetelný odklon vývoje trendů, kdy trendová přímkou trhu má rostoucí charakter, zatímco trendová přímkou KB klesající. V souladu s tímto vývojem, kdy před akvizicí byl pokles úrokových sazeb KB z přijatých vkladů pomalejší než pokles sazeb celého trhu a po akvizici byl klesající trend sazeb KB zachován, zatímco u sazeb celého trhu došlo k růstu, lze konstatovat, že akvizice byla pro KB přínosem.

ČS



Obrázek 30: Trend vývoje průměrných ročních úroků ČS z přijatých vkladů před akvizicí



Obrázek 31: Trend vývoje průměrných ročních úroků ČS z přijatých vkladů po akvizici

V případě ČS byl vývoj před akvizicí shodný s vývojem KB. Po akvizici došlo u úrokových sazeb z přijatých vkladů v daném časovém úseku k poklesu sazeb jak u ČS, tak i u celého bankovního trhu, přičemž pokles trendové přímky u ČS je výrazně strmější, což svědčí o schopnosti ČS snižovat úrokové sazby z přijatých vkladů rychleji než bankovní trh. I v tomto případě se prokazuje, že akvizice byla přínosem, respektive, že vývoj tohoto ukazatele byl po akvizici lepší než před ní.

Závěrem lze konstatovat, že všechny zkoumané akvizice měly pozitivní vliv na uplatnění synergického efektu v oblasti úspory provozních nákladů a jak v případě KB tak i ČS byl po akvizici vývoj úrokových sazeb z přijatých vkladů vůči celému trhu lepší než před akvizicí, z čehož plyne, že v obou případech byla akvizice přínosem.

5.4.3 Analýza vývoje efektivity a produktivity

Hodnocení přínosu akvizice z hlediska efektivity a produktivity je v této disertační práci posuzováno prostřednictvím ukazatelů ROA⁴⁵ a ROE⁴⁶. Vzhledem k tomu, že banky často vykazují ve svých výročních zprávách ukazatele ROAA⁴⁷ a ROAE⁴⁸, které nejsou uváděny ve výkazech ČNB za celý trh, nebyly ukazatele čerpány přímo z datových podkladů bank, ale byly vypočteny z účetních výkazů. Jelikož všechny zde zkoumané banky mají sídlo v České republice a tím pádem neexistuje riziko zkreslení prostřednictvím různých daňových předpisů a sazeb, byl pro výpočet použit čistý zisk. Stejně jako v předcházejících analýzách bude porovnáván vývoj ukazatele před a po akvizici a srovnáván s vývojem benchmarku, kterým je ukazatel celého bankovního trhu v ČR.

Vzhledem k tomu, že především hodnoty ukazatele ROE vykazují velkou rozkolísanost, byl pro porovnání trendu v tomto případě zvolen polynomický trend, který umožňuje najít trendovou funkci, která má extrém.

Polynomický trend je vyjádřen ve tvaru

$$T_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 t^2 \quad (5.14)$$

⁴⁵ ROA (Return on Assets) - ukazatel návratnosti (výnosnosti, rentability) aktiv rovnající se podílu zisku a celkových aktiv (bilanční sumy banky)

⁴⁶ ROE (Return on Equity) - ukazatel návratnosti (výnosnosti, rentability) vlastního kapitálu rovnající se podílu zisku a vlastního kapitálu

⁴⁷ ROAA (Return on average Assets) – rentabilita průměrných aktiv, ukazatel je vyhodnocen z údajů od počátku roku a přepočten na roční základ

⁴⁸ ROAE (Return on average Equity) – rentabilita průměrného vlastního kapitálu, ukazatel je vyhodnocen z údajů od počátku roku a přepočten na roční základ

a jsou řešeny tři následující rovnice

$$\sum y_t = n\beta_0 + \beta_1 \sum t + \beta_2 \sum t^2 \quad (5.15)$$

$$\sum y_t t = \beta_0 \sum t + \beta_1 \sum t^2 + \beta_2 \sum t^3 \quad (5.16)$$

$$\sum y_t t^2 = \beta_0 \sum t^2 + \beta_1 \sum t^3 + \beta_2 \sum t^4 \quad (5.17)$$

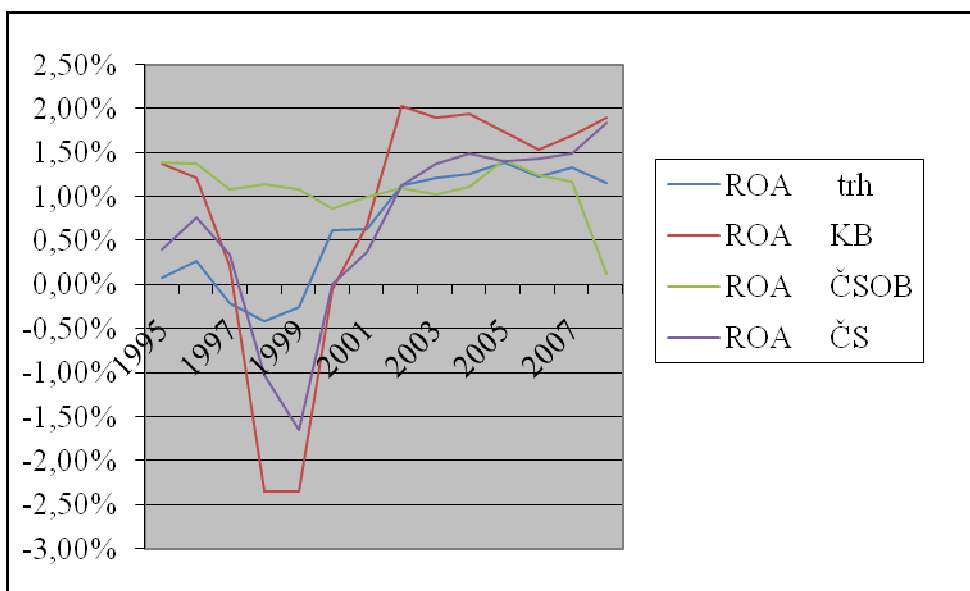
Byl použit polynomický trend druhého stupně, jelikož v případě vyšších stupňů již funkce značně kolísá.

Analýza vývoje ROA

Ukazatel ROA je zde zjištěn jako podíl čistého zisku a celkových aktiv banky v daném roce.

Tabulka 40: Vývoj ukazatele ROA

rok	ROA trh	ROA KB	ROA ČSOB	ROA ČS
1995	0,09%	1,37%	1,40%	0,39%
1996	0,27%	1,21%	1,38%	0,75%
1997	-0,20%	0,21%	1,09%	0,34%
1998	-0,41%	-2,34%	1,14%	-1,02%
1999	-0,25%	-2,34%	1,09%	-1,65%
2000	0,62%	-0,05%	0,88%	0,01%
2001	0,64%	0,67%	1,00%	0,37%
2002	1,13%	2,02%	1,10%	1,12%
2003	1,21%	1,90%	1,03%	1,37%
2004	1,26%	1,93%	1,11%	1,49%
2005	1,39%	1,73%	1,43%	1,40%
2006	1,23%	1,53%	1,25%	1,43%
2007	1,33%	1,70%	1,17%	1,49%
2008	1,16%	1,89%	0,13%	1,83%



Obrázek 32: Vývoj ukazatele ROA

Z grafu je zřejmé, že ukazatel v případě KB, ČS a trhu značně kolísal a pohyboval se jak v záporných, tak kladných hodnotách. Pouze ukazatel ROA ČSOB těmito výkyvy netrpěl. Výjimkou byl rok 2008, kdy byl zisk ČSOB významně ovlivněn finanční krizí a výrazně klesl z důvodu nutnosti tvorby opravných položek k problematickým aktivům.

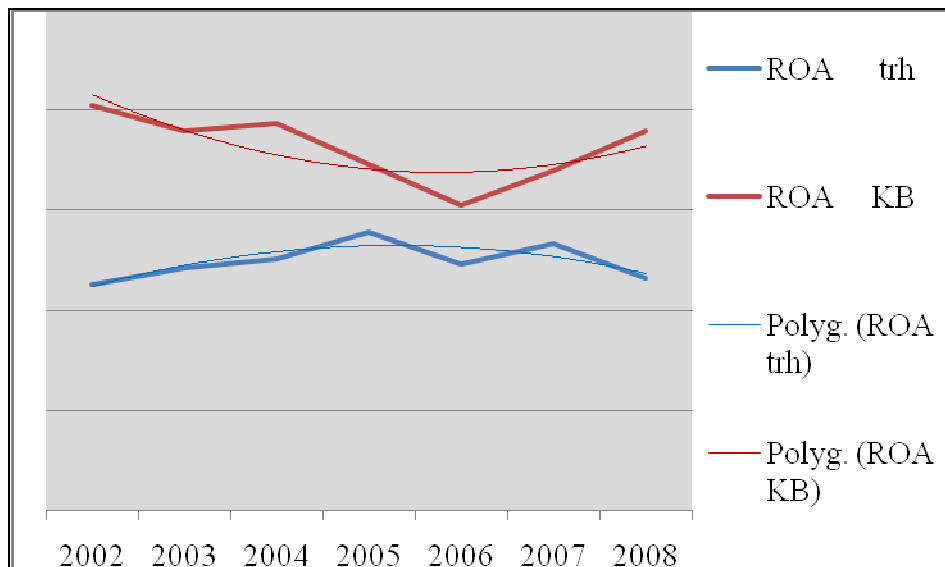
Z grafu je dále patrné, že mezi lety 1998 – 2000 vykazoval trh i KB a ČS záporné hodnoty ROA, což znamená, že banky vykazovaly ztrátu z hospodaření. Důvodem byla především vysoká tvorba opravných položek a rezerv ke krytí ztrát z úvěrového portfolia, která se nepromítly pouze do objemu čisté tvorby rezerv a opravných položek, ale i ve formě ostatních provozních nákladů, kde je zahrnuto přímé použití opravných položek k odpisu pohledávek.

KB



Obrázek 33: Vývoj ukazatele ROA KB před akvizicí

V případě KB lze před akvizicí sledovat podobnou trendovou křivku vývoje jako u celého trhu s tím, že před rokem 1997 dosahoval hodnota ROA KB vyšších hodnot než bankovní trh a naopak poté u KB následoval podstatně hlubší propad a hodnoty ROA KB a trhu se srovnaly až v roce 2001.



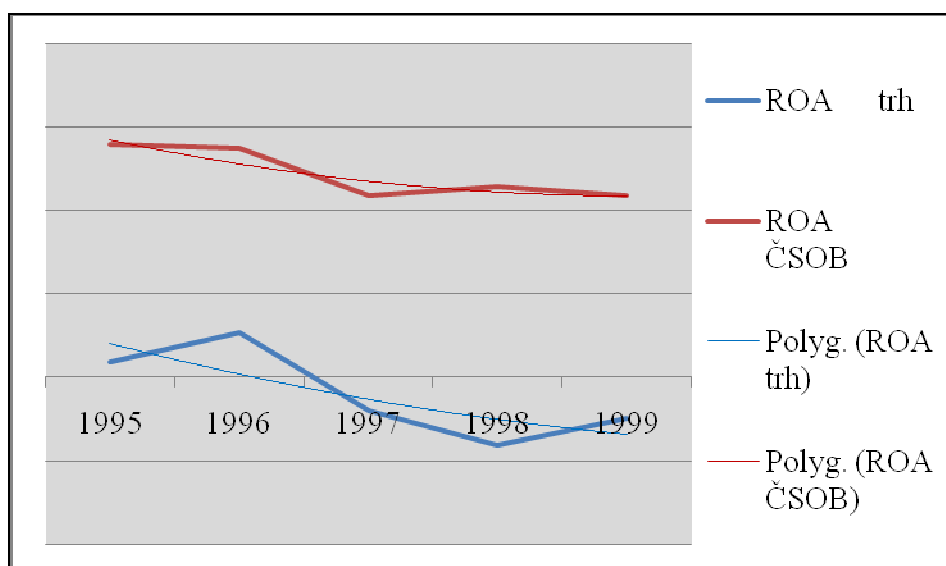
Obrázek 34: Vývoj ukazatele ROA KB po akvizici

Po akvizici dosahovala KB vyšších hodnot ROA než bankovní trh a tvary trendových křivek jsou různé.

Na základě vývoje ukazatele ROA u KB a trhu a jejich trendů lze konstatovat, že v období před akvizicí dosahoval hodnota ROA KB do roku 1997 vyšších hodnot, poté až do akvizice nižších než trh, přičemž směr trendový křivek byl shodný, ale u KB docházelo k extrémnějším hodnotám. Korelační koeficient ROA KB a trhu činil 0,63, což dokazuje střední závislost jednotlivých ukazatelů. Po realizaci akvizice dosahoval ukazatel ROA KB vždy vyšších hodnot než trh a trendy vývoje těchto ukazatelů měly opačný charakter, o čemž svědčí i korelační koeficient -0,53.

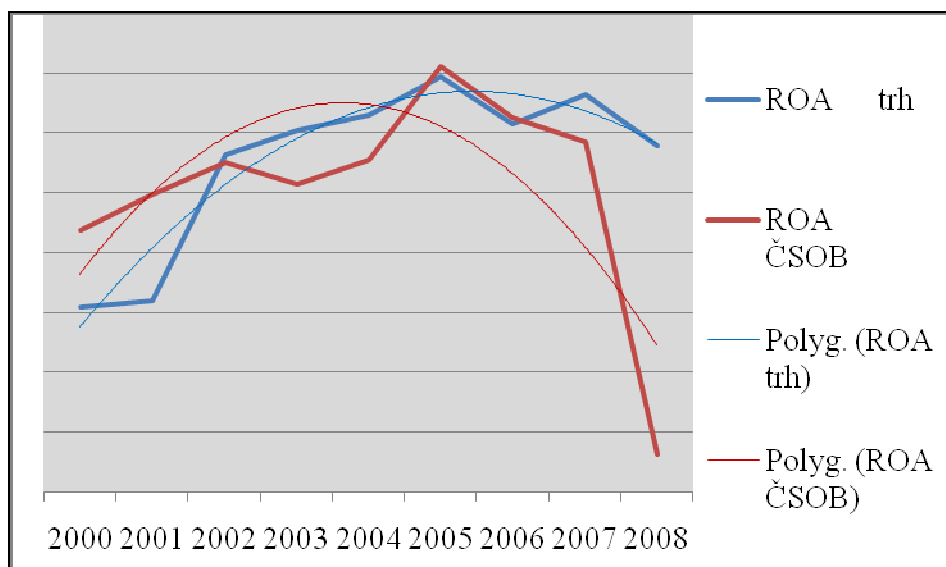
V souladu s těmito zjištěními je možné konstatovat, že vývoj ukazatele ROA po akvizici vzhledem k celému bankovnímu trhu byl lepší než před akvizicí, což značí přínos akvizice pro rentabilitu aktiv KB.

ČSOB



Obrázek 35: Vývoj ukazatele ROA ČSOB před akvizicí

Z grafu vývoje ROA ČSOB a trhu před akvizicí zřetelně plyne, že v té době dosahovala ČSOB výrazně vyšších hodnot tohoto ukazatele a trendy byly velmi podobné (korelační koeficient 0,87).



Obrázek 36: Vývoj ukazatele ROA ČSOB po akvizici

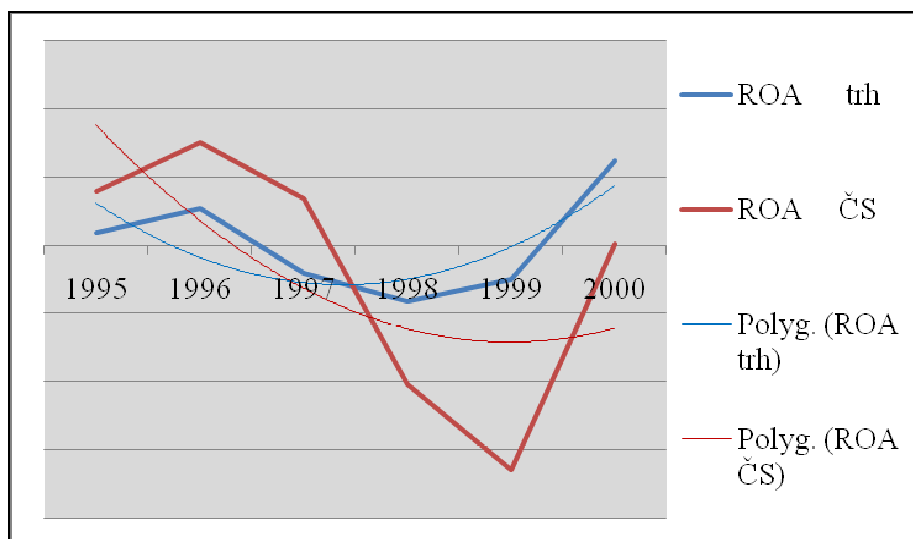
Po akvizici došlo ke zřetelnému zhoršení vývoje ROA ČSOB, který byl od roku 2002 pod úrovní, popř. na úrovni trhu. Z trendových křivek je zřetelné rozevírání nůžek mezi trendy.

V souladu s těmito zjištěnými údaji lze konstatovat, že ČSOB před akvizicí byla ve vývoji ukazatele ROA ve srovnání s celkovým trhem úspěšnější než po ní, čili akvizice v tomto případě nebyla přínosem. Na druhé straně je nutné

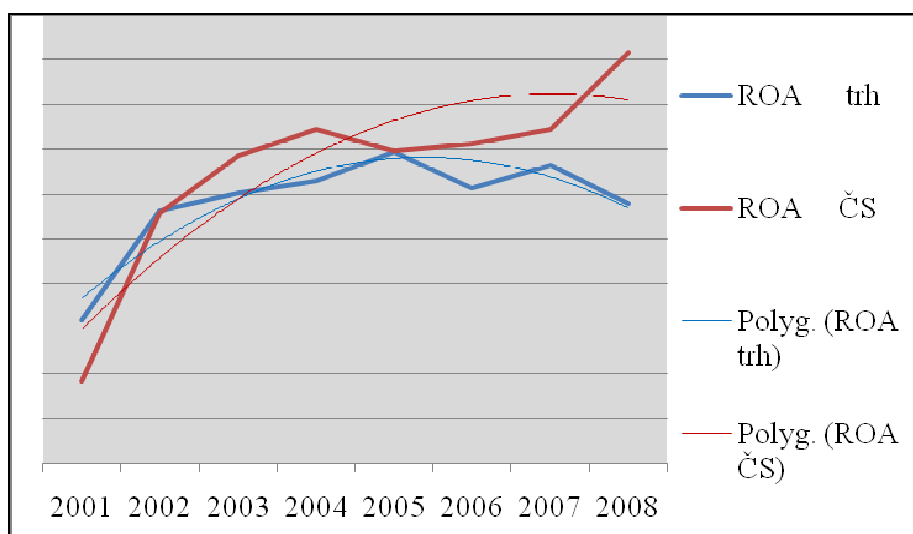
uvést, že v případě ČSOB nedošlo k tak razantní změně managementu jako u KB a ČS, ale ČSOB jako jediná ze tří sledovaných bank provedla po akvizici fúzi s další bankou (převzetí IPB). Tato skutečnost spíše nabádá k závěru, že ČSOB nezvládla zcela úspěšně rozšíření své bilance o aktiva IPB, respektive nedokázala jejich prostřednictvím vygenerovat takový zisk, aby byla rentabilita aktiv dlouhodobě na úrovni trhu, nebo ještě lépe nad ním.

Z grafu je zřejmý velký propad roku 2008, kdy ČSOB jako jedinou ze zkoumaných bank postihl obrovský propad zisku v souvislosti s problematickými aktivy. Nicméně i kdybychom provedli hodnocení bez roku 2008 byl by vývoj ROA ČSOB vůči trhu horší než před akvizicí a skutečnost, že ČSOB přišla v roce 2008 o více než 90% svého zisku díky investování do rizikových investičních instrumentů padá také zcela jistě na vrub vlastníka, který ČSOB ovládl.

ČS



Obrázek 37: Vývoj ukazatele ROA ČS před akvizicí



Obrázek 38: Vývoj ukazatele ROA ČS po akvizici

Vývoj ROA před akvizicí byl obdobný jako v případě KB s tím, že nedocházelo k tak extrémním výkyvům. Po akvizici ČS se její ukazatel ROA od roku 2002 vyvíjel lépe než ukazatel celého trhu. Trendové křivky měly podobný tvar a těsnost vývoje ukazatele ROA trhu a ČS měřený korelačním koeficientem vykazoval hodnotu 0,83.

V souladu s těmito zjištěními můžeme odvodit závěr, že na rozdíl období před akvizicí se po akvizici ukazatel ROA u ČS pohyboval v převážné míře na hodnotami ukazatele celého trhu, přičemž trend vývoje ROA ČS poměrně těsně kopíroval vývoj bankovního trhu, což ukazuje na přínos akvizice v této oblasti.

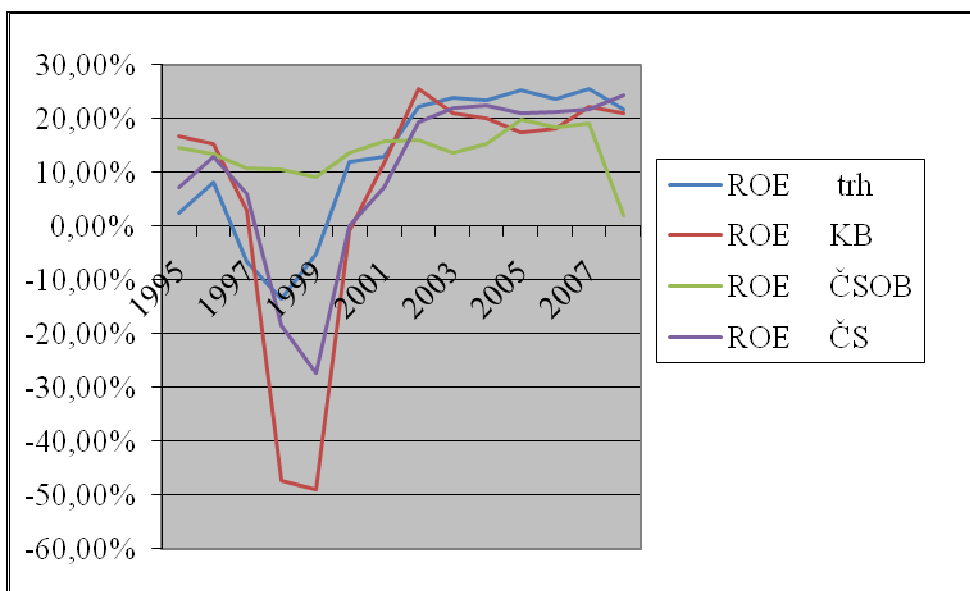
Z uvedené analýzy je patrné, že v případě KB a ČS byl přínos akvizice na vývoj ukazatele ROA pozitivní, v případě ČSOB negativní.

Analýza vývoje ROE

Ukazatel ROE je zde zjištěn jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu banky v daném roce a vyjadřuje jakým způsobem je zhodnocován majetek akcionářů. Vlastní kapitál zahrnuje zejména akciový kapitál akcionářů, rezervní fondy, nerozdělené zisky a podřízený dluh.

Tabulka 41: Vývoj ukazatele ROE

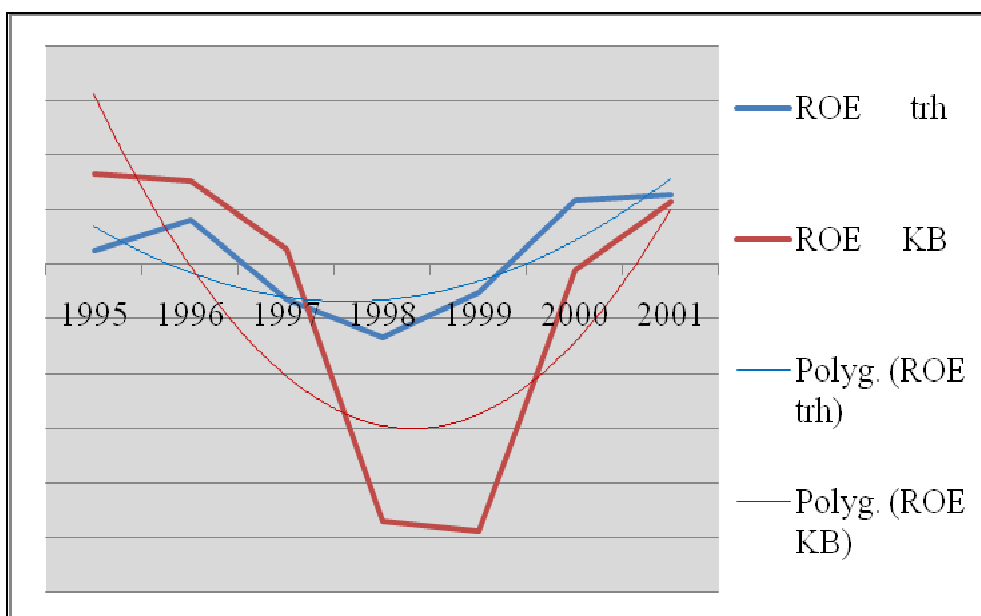
rok	ROE trh	ROE KB	ROE ČSOB	ROE ČS
1995	2,49%	16,67%	14,63%	7,38%
1996	8,15%	15,28%	13,41%	13,02%
1997	-6,52%	2,88%	10,64%	6,03%
1998	-13,44%	-47,29%	10,57%	-18,34%
1999	-5,27%	-49,06%	8,97%	-27,24%
2000	11,98%	-1,04%	13,66%	0,18%
2001	12,90%	11,65%	15,72%	7,35%
2002	22,05%	25,52%	15,97%	19,46%
2003	23,78%	20,94%	13,56%	22,13%
2004	23,35%	20,02%	15,20%	22,59%
2005	25,16%	17,36%	19,84%	21,08%
2006	23,41%	18,02%	18,30%	21,37%
2007	25,39%	22,16%	19,06%	21,86%
2008	21,61%	21,01%	1,85%	24,40%



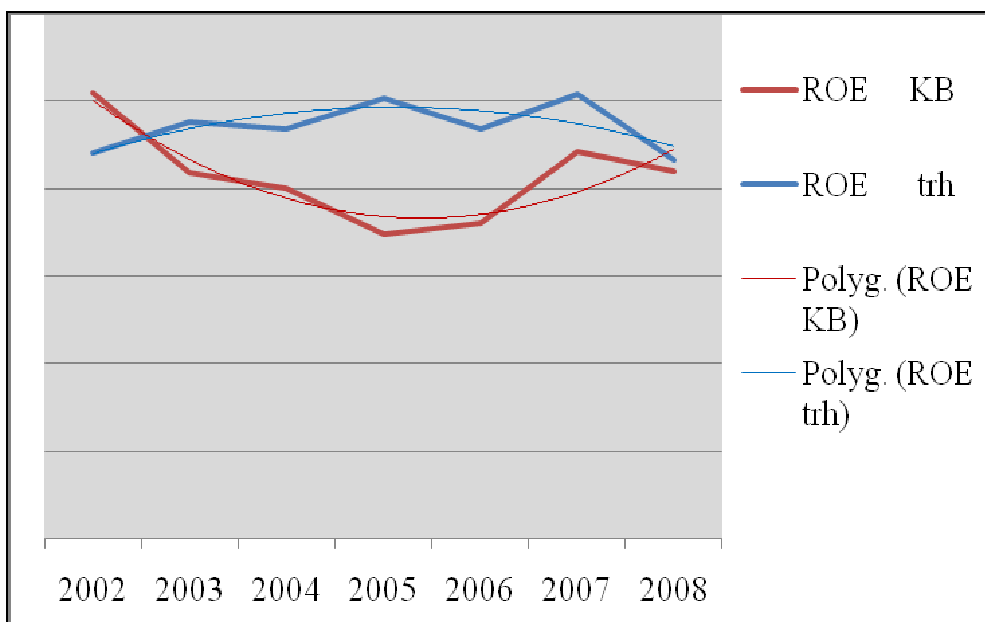
Obrázek 39: Vývoj ukazatele ROE

Vývoj ukazatele ROE byl obdobný jako v případě ukazatele ROA, důvody byly zmíněny v předcházející kapitole.

KB



Obrázek 40: Vývoj ukazatele ROE KB před akvizicí



Obrázek 41: Vývoj ukazatele ROE KB po akvizici

Před akvizicí KB se ukazatel ROE vyvíjel obdobně jako ukazatel ROA. Jiný vývoj proběhl po akvizici, kdy se opět trend KB vyvíjel opačně než trend trhu, ale hodnoty ROE KB byly pod úrovní hodnot trhu. Při hodnocení přínosu akvizice se můžeme opřít o skutečnost, že rozdíly mezi ROE KB a trhu byly před akvizicí větší než po ní, nicméně nepovažuji tento argument dostatečně silný pro tvrzení o přínosu akvizice pro vývoj ROE. Z toho důvodu bude následně analyzován vývoj vlastního kapitálu KB za účelem nalezení argumentu pro nebo proti přínosu akvizice.

Vlastní kapitál má v případě bank dvě důležité funkce. V první řadě podává informaci o majetku akcionářů a dále má regulační funkci, kdy je jeho minimální požadovaná výše stanovena podle pravidel kapitálové přiměřenosti jako procento z rizikově vážených aktiv banky.

V následující tabulce je uveden vývoj vlastního kapitálu KB

Tabulka 42: Vývoj struktury vlastního kapitálu KB v mil. Kč (konsolidované údaje dle IFRS)

rok	základní kapitál	fondy a nerozd. zisk*	zajišť. instrum.	rozdíly z přec.	přecenění realizov. fin. aktiv	menš. podíl	vlastní kapitál
1995	9 502	22 510					32 012
1996	9 502	26 076					35 578
1997	9 502	25 712					35 214
1998	9 502	11 613					21 115
1999	16 604	2 330					18 934
2000	19 005	2 160					21 165
2001	19 005	5 978		-56			24 927
2002	19 005	14 001	2 415	-55			35 366
2003	19 005	21 098	1 328	-30			41 401
2004	19 005	22 316	2 813	-31	348		44 451
2005	19 005	27 561	4 156	-38	619	24	51 327
2006	19 005	27 033	2 847	-57	1 190	580	50 598
2007	19 005	32 137	-791	-31	-726	1 060	50 654
2008	19 005	38 514	3 552	4	767	1 132	62 974

*zahrnuje povinné rezervní fondy, ostatní fondy ze zisku, nerozdělený zisk a emisní ážio ve výši 6 mld. Kč, které bylo v roce 2000 použito na úhradu ztrát

Z tabulky vývoje vlastního kapitálu KB jsou opět zřejmé problémy v letech 1998-2000, kdy došlo k výraznému poklesu VK a teprve od roku 2001 byl opět nastartován jeho růst. V tomto období se dostala KB do velmi kritické situace, která hrozila zavedením nucené správy ze strany ČNB, když kapitálová přiměřenost v předcházejících letech se dostala na úroveň minimální hodnoty 8% (v roce 1997 činila 8,65%). Na to reagoval stát, jako majoritní akcionář navýšením základního kapitálu⁴⁹ a masívním odkupem problematických aktiv⁵⁰.

Z hlediska míry zavinění této situace je zcela jistě část viny na straně managementu banky (mediálně nejznámější miliardové ztráty z úvěrových obchodů s firmami kolem podnikatelů Allona či Chvalovského), ale nelze

⁴⁹ Na valné hromadě v květnu 1999 bylo schváleno navýšení základního kapitálu KB o 9,5 mld. Kč, což bylo v letech 1999 a 2000, přes problémy ze strany menšinových akcionářů, realizováno

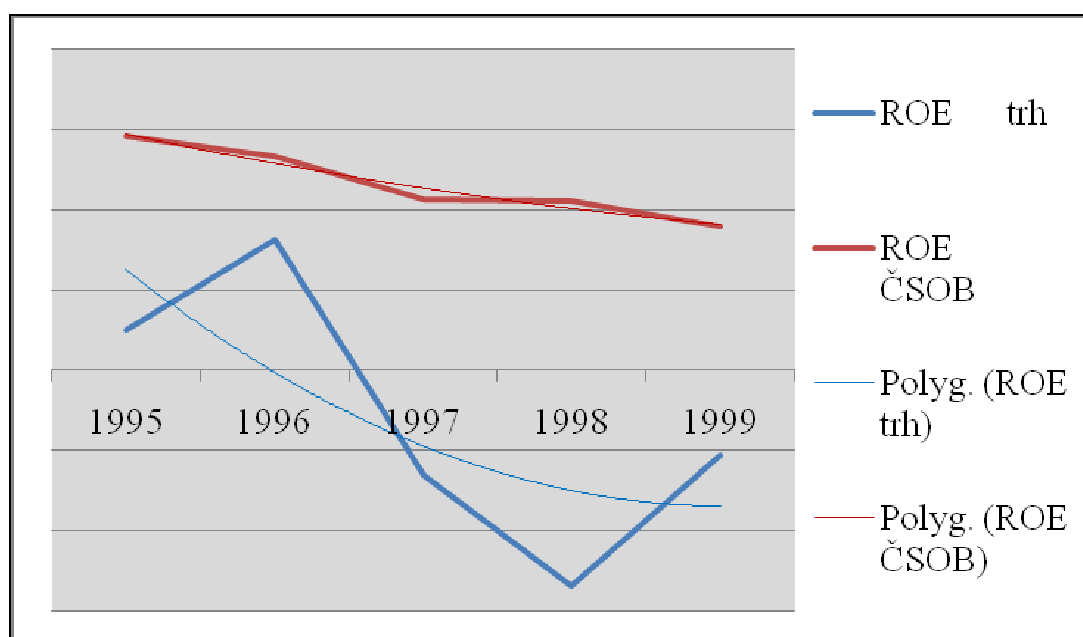
⁵⁰ Celková hodnota státní podpory pro KB v letech 1998 až 2000 včetně navýšení základního kapitálu činila 76,4 mld. Kč (podrobněji popsáno v kapitole 5.1.5.)

opominout i roli tehdejšího majoritního akcionáře (stát), který banku využil nejprve pro rozjezd malé privatizace a následně jejich finančních zdrojů využíval pro udržení ekonomicky nerentabilních podniků. Je zřejmé, že tento postup, který zajišťoval vyšší zaměstnanost a sociální smír, přinesl pro vládu ČR významné efekty, nicméně pro ekonomický život banky byl zničující.

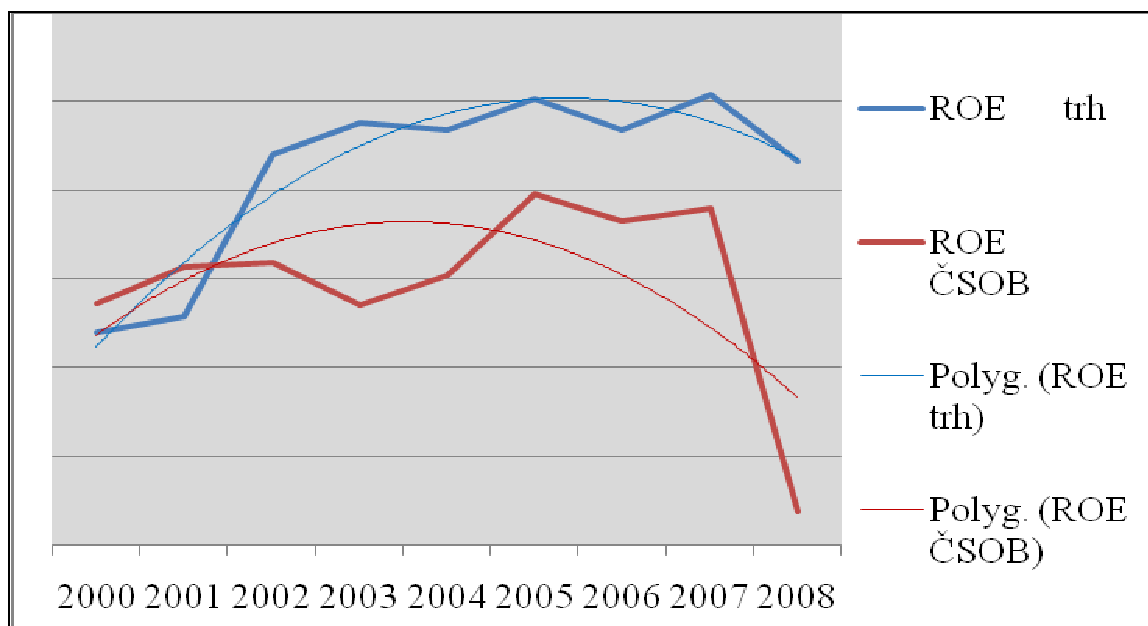
Jak již bylo uvedeno, proběhlo navýšení základního kapitálu společnosti, který se tak zdvojnásobil. Jelikož je základní kapitál významnou složkou vlastního kapitálu a přirozené požadavky akcionářů tlačí na neustálý růst zhodnocování jejich majetku, je tím současně vyvolán tlak na zvyšování zisku. Na druhé straně zvýšení vlastního kapitálu vytváří bance prostor pro zvyšování zisku, protože ji umožní investovat více do rizikovějších aktiv s vyšší mírou ziskovosti. V roce akvizice (2001) činila kapitálová přiměřenost KB 15,18%, což bylo výrazně nad požadovanou minimální 8% hranici.

Pokud se při hodnocení zaměříme na vývoj vlastního kapitálu KB, zjistíme, že po akvizici jeho objem stále rostl, aniž by docházelo k sanaci banky pomocí různých podpor. Jelikož základní kapitál, čili prostředky vložené akcionáři, se v tom období neměnil, zvyšovala se tím neustále hodnota majetku akcionářů. Jestliže v roce 2001 činil podíl vlastního kapitálu na jednu akcii (o nominální hodnotě 500,- Kč) 656,- Kč, v roce 2008 již činil 1 657,- Kč. Jelikož tak pozitivní vývoj nelze sledovat před akvizicí je možné učinit závěr, že akvizice KB byla v této oblasti pozitivní.

ČSOB



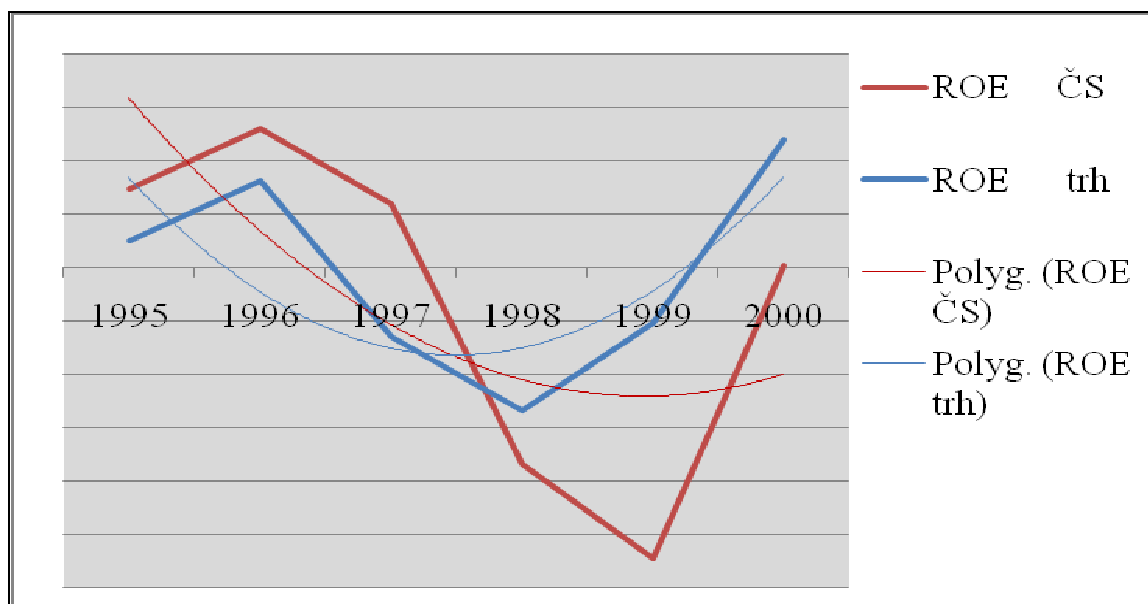
Obrázek 42: Vývoj ukazatele ROE ČSOB před akvizicí



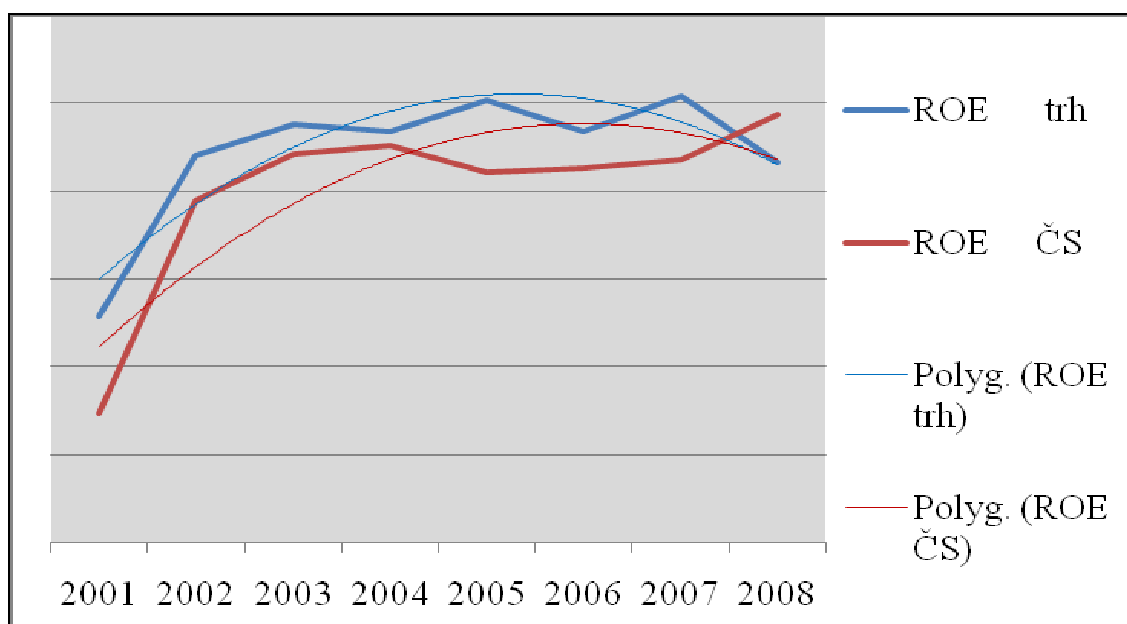
Obrázek 43: Vývoj ukazatele ROE ČSOB po akvizici

Ukazatel ROE měl v případě ČSOB obdobný vývoj jako ukazatel ROA, což vede k závěru, že ČSOB před akvizicí byla ve vývoji ukazatele ROE ve srovnání s celkovým trhem úspěšnější než po ní, čili akvizice v tomto případě nebyla přínosem.

ČS



Obrázek 44: Vývoj ukazatele ROE ČS před akvizicí



Obrázek 45: Vývoj ukazatele ROE ČS po akvizici

Z grafů vývoje ROE ČS, že do roku 1997 dokázala překonávat trh a držet podobný trend vývoje, nicméně poté se začali trendové křivky rozevírat ve prospěch trhu. Důvodem jsou obdobné skutečnosti jako byly uvedeny u KB. Po akvizici se trend ČS i trhu vyvíjel velmi podobně a hladina ROE ČS se začala přibližovat trhu až ji v roce 2008 překonala.

Tyto skutečnosti ukazují na to, že ČS po akvizici byla ve vývoji ukazatele ROE ve srovnání s celkovým trhem úspěšnější než před ní, čili akvizice v tomto případě byla přínosem.

Z uvedené analýzy je patrné, že v případě KB a ČS byl přínos akvizice na vývoj ukazatele ROA i ROE pozitivní, v případě ČSOB negativní.

6 SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ DISERTAČNÍ PRÁCE

6.1 Souhrn výsledků výzkumu

Tato disertační práce si vytkla jako základní cíl zkoumat přínos fúzí a akvizic k růstu kapitálových výnosů pro vlastníky společností. Jelikož se jedná o velmi široký okruh problémů, bylo v rámci disertační práce provedeno zúžení zkoumaných jevů tak, aby měl výzkum dostatečnou hloubku a k dispozici bylo relevantní množství dat, a aby přitom závěry z výzkumu měly obecnou platnost a přispěly k rozšíření teoretických i praktických poznatků v dané oblasti.

V souladu s tím bylo provedeno následující vymezení zkoumaného problému:

- Výzkum byl zaměřen do bankovního segmentu, tedy do oblasti z hlediska zkoumaného jevu (fúze a akvizice) dominantní, ve které probíhá největší objem M&A.
- V rámci segmentu bankovníctví byl zvolen český bankovní trh, jelikož na tomto trhu proběhlo v relativně krátkém časovém úseku (1999-2001) M&A všech čtyř největších českých bank (takzvané banky „G4“).
- V rámci zvoleného předmětu výzkumu byly zkoumány akvizice s horizontálním charakterem, čili případy, kdy došlo ke koupi kontrolního balíku akcií novým vlastníkem ze stejného oboru za účelem získání podílu na lukrativním bankovním trhu, ale již nebylo provedeno sloučení (fúze) kupující a kupované společnosti. K těmto transakcím došlo jak u Komerční banky, tak i u České spořitelny a Československé obchodní banky, což dalo základ pro porovnávací metody. Výjimku tvořila poslední banka z „velké čtyřky“ a to Investiční a poštovní banka, na kterou byla v roce 2000 uvalena nucená správa, a část aktiv IPB přešlo do bilance ČSOB. Tento případ disertační práce nezkoumala, a pokud se do průzkumu promítl, tak jen jako součást bilance ČSOB.

V rámci disertační práce byly nejprve formulovány cíle, jejichž dosažení bylo jejím předmětem a vysloveny hypotézy.

V kapitole 3 jsou popsány vědecké metody, jejichž základní principy byly při výzkumu použity.

Kapitola 4 se zabývá teoretickou částí zkoumaného problému. Nejprve jsou na základě literárních rešerší definovány pojmy fúze a akvizice a jejich očekávané přínosy. Tato oblast je již teoreticky dostatečně popsána, nicméně není díky rozvoji společnosti a techniky neměnná, ale rozvíjí se, čehož je důkazem nově definovaný síťový efekt [14].

Dále se tato kapitola zabývá definicí hodnoty společnosti a popisem a analýzou metod jejího stanovení. Problematika metod stanovení hodnoty společnosti je pro tuto disertační práci zásadní, jelikož výběr, popř. modifikace

metody, jejímž výstupem je korektní ocenění společnosti před a po akvizici, je nutnou podmínkou pro splnění cílů.

V poslední části této kapitoly je stručně popsán stav v oblasti M&A z hlediska objemů a segmentů. Dále zde jsou citovány závěry odborných studií a prací zaměřených na M&A ve finančním sektoru.

V kapitole 5 jsou prezentovány hlavní výsledky výzkumné práce. Základní koncepce výzkumu byla vytvořena následně:

- analyzovat vývoj bankovního segmentu v ČR a identifikovat realizované akvizice
- pomocí vhodné oceňovací metody odhadnout hodnotu banky k datu realizace akvizice a porovnat ji s realizovanou transakční cenou
- pomocí transakční ceny (pokud bude ověřena jako korektní) zjistit multiplikátory k datu realizace transakce a jejich aplikací na generátory hodnoty banky k 31.12.2008 odhadnout hodnotu banky ke konci roku 2008
- pomocí diskontovaného rozdílu hodnoty banky v roce 2008 a hodnoty k datu realizace zjistit zda byla akvizice pro akcionáře úspěšná či nikoliv
- analýzou synergických efektů odhadnout přínos nového vlastníka, respektive managementu dosazeného novým vlastníkem, k růstu či poklesu hodnoty banky

Nejprve bylo provedeno shrnutí vývoje bankovního trhu v ČR po roce 1989 včetně poskytnuté státní pomoci bankám.

Následuje analýza realizovaných akvizičních transakcí KB, ČS a ČSOB. V rámci této části jsou nejprve popsány jednotlivé akviziční transakce. Dalším krokem je přezkoumání realizovaných transakčních cen z hlediska toho, zda odpovídali hodnotě banky k datu realizace akvizice, což je současně ověřením použitelnosti a vhodnosti zvolené metody pro stanovení hodnoty banky. Za účelem výběru vhodné oceňovací metody byly vymezeny následující tři podmínky, které musí metoda splňovat, aby bylo dosaženo cílů této disertační práce:

- snadná dostupnost vstupních dat potřebných pro zvolenou metodu
- hodnota je zjišťována pro akcionáře (shareholders), kteří jsou vkladateli finančních zdrojů a nositeli rizika investice
- metoda je vhodná pro zjišťování hodnoty bank

Tyto podmínky splňovaly tři metody - diskontovaný volný finanční tok pro vlastníky (DFCFE), stanovení hodnoty pomocí cen akcií na veřejných trzích s cennými papíry a stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů (Multiples). Následně byla vyloučena metoda pomocí kurzů akcií na trzích s cennými papíry z důvodů celé řady neekonomických faktorů, které její tvorbu ovlivňují a

z důvodu, že ne všechny banky, respektive jejich akcie jsou obchodovány na veřejných trzích s CP. V závěru této části byla vedena diskuse o tom, zda je vhodnější využití často používané metody diskontovaného cash-flow či metody Multiples, jejímž závěrem bylo, při použití zásad „Occamovi břitvy“, že pokud jsou obě metody plnohodnotné, je lépe vybrat tu jednodušší. Jelikož metoda DFCFE kladla větší požadavky na množství informací nutných pro její aplikaci (predikce budoucích finančních toků, odhad dodatečné hodnoty), byla pro další výzkum zvolena metoda stanovení hodnoty pomocí multiplikátorů.

V dalším kroku následoval stručný popis metody Multiples a výběr generátorů hodnoty. Výběr generátorů hodnoty patří ke klíčovým rozhodnutím, jelikož zásadně rozhoduje o úspěšnosti této metody. Na základě teoretických poznatků z odborné literatury a vlastní analýzy byly zvoleny generátory hodnoty, které měří majetek akcionářů (vlastní kapitál), obchodní schopnosti na trhu (vklady klientů), velikost banky (celková aktiva) a její ziskovost (provozní zisk). Další výzkum a výpočty měli mimo jiné za cíl prokázat vhodnost výběrů generátorů hodnoty.

Principem metody Multiples je srovnávání jiných obdobných realizovaných transakcí a na jejich základě výpočet příslušných multiplikátorů jako podílu hodnoty zjištěné z realizované transakční ceny a generátoru hodnoty. Pro výběr srovnatelných transakcí byla nastavena řada omezujících faktorů ať již z hlediska velikosti ekonomiky státu, kde má banka sídlo dále z hlediska velikosti banky, doby transakce, velikosti transakce a politického a ekonomického vývoje na daném trhu.

Provedením příslušných propočtů bylo zjištěno, že realizovaná transakční cena u ČSOB je zhruba stejná jako tržní hodnota zjištěná pomocí Multiples (rozdíl 2,33%), v případě KB činí tento rozdíl 14,10% a v případě ČS 74,97%. V rámci diskuze na výsledky bylo konstatováno, že obrovská disproporce v případě ČS není dána nevhodně zvolenou oceňovací metodou, ale netransparentní konstrukcí transakční ceny, kdy kromě samotné kupní ceny existovala řada dalších podmínek, u kterých nelze ocenit jejich hodnotu. V souladu s tím se ukázala metoda Multiples, včetně výběru generátorů hodnoty, jako vhodná metoda, přičemž korektnost transakční ceny u KB byla ověřena ještě jiným způsobem.

Za tím účelem byla sestavena regresní funkce vycházející z předpokladu, že tržní hodnota vlastního kapitálu banky je funkcí generátoru. Vzhledem k tomu, že metoda regresní analýzy je oproti metodě transakčních multiplikátorů více náchylná na objem dat, které do výpočtu vstupují, byl rozšířen soubor srovnatelných transakcí. Takto zjištěná hodnota KB se lišila od transakční ceny o 5,10%, čímž byla potvrzena korektnost realizované transakční ceny. Vytvořený regresní model také potvrdil statistickou významnost zvolených generátorů hodnoty.

Následoval výpočet hodnoty zkoumaných bank v roce 2008. Výpočet proběhl tak, že prostřednictvím hodnoty vlastního kapitálu banky zjištěné z transakční

ceny a generátorů hodnoty v roce realizace transakce byly zjištěny příslušné multiplikátory a pomocí nich a generátorů hodnoty v roce 2008 byla zjištěna hodnota banky. Výjimkou byla ČS, u které byla zjištěna nekorektní (resp. netransparentní) transakční cena a pro výpočet byla použita hodnota zjištěná pomocí Multiples. Jakmile byly spočteny příslušné hodnoty zkoumaných bank, byl realizován výpočet jejich kapitálových výnosů. Pro výpočet byla použita metoda zjištění čisté současné hodnoty (NPV), kdy ke zjištěným hodnotám banky v roce realizace transakce a v roce 2008 byla odhadována diskontní sazba prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

V případě KB a ČSOB byla vypočtena kladná NPV, což značí, že banka od doby realizace akvizice do roku 2008 přinesla akcionářům kapitálové výnosy. U ČS byla NPV záporná, čili kapitálové výnosy nevznikly. Tato skutečnost znamená buď to, že akvizice nebyla přínosem nebo to, že nízká a netransparentní realizační cena akvizice byla ovlivněna ekonomickými faktory uvnitř banky, který znal jen úzký okruh osob, čímž tyto faktory nebyly zahrnuty do ocenění Multiples.

V závěrečné části této kapitoly byla provedena analýza vlivu realizovaných akvizic na růst kapitálových výnosů, tedy zkoumání toho, zda měla akvizice přínos z hlediska synergických efektů se zaměřením na:

- podíl na trhu
- úspory provozních a finančních nákladů
- vývoj efektivity a produktivity

Analýza byla provedena srovnávací metodou hodnot před a po akvizici. Je zřejmé, že prosté porovnání těchto hodnot nedává velký smysl, a proto bylo vřazeno do širšího kontextu za použití benchmarku, který tvořil bankovní trh v ČR. V případě, kde to bylo vhodné, byly dále vytvořeny poměrové ukazatele zahrnující velikost ekonomiky či velikost banky. Významnou součástí analýzy bylo srovnání trendů vývoje ukazatelů s vývojem celého trhu.

Pro analýzu tržního podílu byly zvoleny základní a nejvýznamnější podnikatelské aktivity bank, což je příjem depozit (vkladů) a poskytování úvěrů. V rozporu s obvyklou praxí, zde nebyly použity poměrové ukazatele zjištěné jako podíl banky k celému trhu. Důvodem je eliminovat při analýze vlivy související se vstupem ČR do EU, což znamenalo výrazné otevření trhu a daleko ostřejší konkurenci. Z toho důvodu byly sestaveny poměrové ukazatele reflektující růst tržního podílu banky s růstem ekonomiky. Jedná se o podíl úvěrů či vkladů jednotlivých zkoumaných bank na HDP v daném roce a podíl úvěrů či vkladů celého bankovního trhu na HDP v daném roce. U takto zjištěných hodnot byl potom zkoumán trend jejich vývoje, čili to zda management před a po akvizici dokázal držet trend vývoje s celým bankovním trhem, popř. ho překonávat nebo naopak nedosahovat, z čehož je následně odvozován přínos akvizice.

V rámci analýzy úvěrů bylo zjištěno, že u KB a ČS lze sledovat lepší vývoj

po akvizici, nicméně nejedná se o výrazný kvalitativní skok, který by naznačoval významný přínos akvizice. V případě ČSOB sice došlo ke kvantitativnímu zvýšení ukazatele po akvizici díky převzetí IPB, nicméně trend před i po akvizici byl v podstatě stejný, což ukazuje, že akvizice ČSOB byla v tomto směru neutrální.

V případě vkladů lze po akvizici pozorovat značné zlepšení u KB a ČS, čili v tomto případě byla akvizice přínosem. U ČSOB došlo naopak po akvizici ke zhoršení oproti trhu. Tato skutečnost vypovídá o tom, že synergický efekt plynoucí z převzetí IPB zde patrně nefungoval nebo management reprezentující po akvizici nové vlastníky vývoj vkladů nezvládl dobře.

Transakce byly zkoumány i z hlediska možnosti porušení tržní rovnováhy prostřednictvím Herfindahlova indexu tržní konkurence (HI), čehož závěrem je fakt, že akvizice tržní rovnováhu neovlivnili.

V případě provozních nákladů byly zvoleny poměrové ukazatele reflektující velikost banky z důvodu skutečnosti, že s růstem banky rostou i provozní náklady. Za ukazatel velikosti banky byla zvolena její bilanční suma a ukazatel byl zkonstruován jako poměr provozních nákladů k bilanční sumě. Za účelem eliminace různých vlivů, které mohly provozní náklady v bankovníctví ovlivnit, ale z prostého porovnání poměrového ukazatele banky před a po akvizici neplynou, byl zvolen jako benchmark opět celý bankovní trh, respektive poměr provozních nákladů celého bankovního trhu k jeho bilanční sumě.

Z tvarů trendových přímk vyplývá, že v případě ČSOB a ČS vykazoval podíl provozních nákladů na bilanční sumě před jejich akvizicí stejný rostoucí trend jako celý trh. Naopak po akvizicích došlo k trendu klesajícímu stejně jako trendu trhu, nicméně s těsnějším sepětím s trhem. Výsledkem tohoto pozorování je závěr, že akvizice ČS a ČSOB měla pozitivní vliv na vývoj jejich provozních nákladů. V případě KB je zřejmé, že management před akvizicí nedokázal udržet růst provozních nákladů na úrovni celého bankovního trhu a naopak management po akvizici dokázal snižovat provozní náklady razantněji než celý trh. Tato skutečnost vede k závěru, že realizovaná akvizice KB měla také pozitivní vliv na uplatnění synergického efektu v oblasti úspory provozních nákladů.

Analýza finančních nákladů byla zaměřena na úrokové sazby ze získaných finančních prostředků. Jelikož izolované vyhodnocení vývoje úrokových sazeb nic nevypovídá o schopnostech managementu, byl jako benchmark použit vývoj úrokových sazeb celého bankovního trhu. Z údajů statistiky ČNB byl k dispozici vývoj průměrných úroků z přijatých vkladů, což představuje průměrný roční úrok bankovního trhu hrazený za poskytnuté finanční prostředky od klientů. V rámci bank byl použit ukazatel průměrný roční úrok z přijatých vkladů, zjištěný z konsolidované účetní závěrky podle IFRS. Vzhledem k problematickému srovnání a vykazování údajů ČSOB po převzetí IPB byla analýza provedena pouze u KB a ČS.

V případě KB byl před pokles úrokových sazeb KB z přijatých vkladů pomalejší než pokles sazeb celého trhu a po akvizici byl klesající trend sazeb KB zachován, zatímco u sazeb celého trhu došlo k růstu. Lze tedy konstatovat, že akvizice byla pro KB přínosem.

V případě ČS byl vývoj před akvizicí shodný s vývojem KB. Po akvizici došlo u úrokových sazeb z přijatých vkladů v daném časovém úseku k poklesu sazeb jak u ČS, tak i u celého bankovního trhu, přičemž pokles trendové přímky u ČS je výrazně strmější, což svědčí o schopnosti ČS snižovat úrokové sazby z přijatých vkladů rychleji než bankovní trh. I v tomto případě se prokazuje, že akvizice byla přínosem, respektive, že vývoj tohoto ukazatele byl po akvizici lepší než před ní.

Hodnocení přínosu akvizice z hlediska efektivity a produktivity bylo posuzováno prostřednictvím ukazatelů ROA a ROE. Stejně jako v předcházejících analýzách byl porovnáván vývoj ukazatele před a po akvizici a srovnáván s vývojem benchmarku, kterým je ukazatel celého bankovního trhu v ČR.

V souladu se zjištěními je zřejmé, že u KB a ČS byl vývoj ukazatele ROA po akvizici vzhledem k celému bankovnímu trhu lepší než před akvizicí, což značí přínos akvizice pro rentabilitu aktiv KB a ČS. V případě ČSOB naopak došlo ke zhoršení, což značí, že akvizice nebyla přínosem.

V případě ukazatele ROE u KB nebyly nalezeny dostatečně silné argumenty, na základě kterých by bylo možno udělat jednoznačné závěry o tom, zda byla akvizice v tomto případě přínosem, či nikoliv, což vedlo k následné analýze vlastního kapitálu KB na jejímž základě byl vysloven závěr o přínosu akvizice. U ČS byla akvizice také přínosem, u ČSOB ne.

Přehled zjištěných kapitálových výnosů u zkoumaných bank

Tabulka 43: Kapitálové výnosy bank

banka	Kapitálový výnos
ČSOB	251
ČS	-1 217
KB	6 412

Přehled vlivů akvizic na synergické efekty u zkoumaných bank

Tabulka 44: Přínosy akvizic

banka	úvěry	vklady	PN	FN	ROA	ROE	Celkový přínos
KB	1	1	1	1	1	1	ano
ČSOB	0	-1	1	-	-1	-1	ne

ČS	1	1	1	1	1	1	ano
----	---	---	---	---	---	---	-----

Úspěšnost akvizic je zde vyhodnocena jako přínos akvizice u jednotlivých synergických efektů. V případě pozitivního přínosu je příslušnému synergickému efektu přiřazena hodnota 1, v případě nulového přínosu hodnota 0 a v případě negativního přínosu hodnota -1.

6.2 Vyhodnocení stanovených cílů

Hlavní cílem disertační práce bylo vyhodnocení akvizic akciových podílů velkých bank na českém bankovním trhu za účelem ověření jejich přínosu ke zvyšování hodnoty společnosti a současně ověřit použitelnost a vhodnost metod pro vyhodnocení M&A na základě veřejně dostupných informací.

Tohoto cíle bylo dosaženo následujícím způsobem:

- Byla provedena rešerše oceňovacích metod, za účelem výběru nejvhodnější metody pro ocenění bank. Na jejím základě byla zvolena jako nejvhodnější metoda Multiples jak pro ověření realizovaných transakčních cen jednotlivých akvizic, tak i pro odhad hodnoty v letech následujících po akvizici. Vhodnost výběru byla ověřena jak výpočty, tak i pomocí regresní funkce.
- Výpočet kapitálových přínosů byl proveden pomocí NPV.
- Přínos akvizice z hlediska synergických efektů byl proveden srovnáním vývoje trendů vybraných ukazatelů a benchmarku prostřednictvím trendových křivek, popř. korelačních koeficientů.
- Veškerá vstupní data pro tento postup vyhodnocování byla čerpána z veřejně dostupných datových zdrojů.

V rámci plnění hlavního cíle byla splněna také řada dalších cílů stanovených v této disertační práci. Byly zformulovány podstatné souvislosti v oblasti M&A s důrazem na jejich přínos pro zvyšování hodnoty podniků a na základě kritické literární rešerše popsány dosavadní výsledky výzkumu v oblasti M&A. Byl vytvořen a popsán proces, na základě kterého mohou běžní akcionáři, na základě veřejně dostupných informací, vyhodnotit potenciál M&A a požit jej pro své rozhodování.

Výsledkem výzkumu v rámci této disertační práce je závěr, že nelze potvrdit skutečnost, že by úspěšně provedené akvizice vždy přispívaly ke kapitálovým výnosům, nicméně lze na základě ekonomických metod popsaných v této disertační práci získat z veřejně dostupných dat velmi solidní podklad pro vyhodnocování M&A.

6.3 Ověření hypotéz

V rámci disertační práce byly formulovány dvě následující hypotézy:

Úspěšně provedené akvizice zvyšují hodnotu společnosti.

Bohatství země má vliv na tržní hodnotu banky působící na jejím bankovním trhu

Ověření formulovaných hypotéz je následně provedeno v prvním případě pomocí výsledků výzkumu disertační práce, ve druhém případě prostřednictvím vícenásobné regresní analýzy.

Úspěšně provedené akvizice zvyšují hodnotu společnosti

Tato hypotéza je ověřena pomocí výsledků disertační práce u zkoumaných bank tak, že nejprve je zjištěno, zda banky vykázaly po akvizici zvýšení hodnoty a následně zda lze u zkoumaných bank po akvizici sledovat pozitivní synergické efekty.

Data jsou čerpána z výsledků výzkumu a uvedena v tabulce.

Tabulka 45: Rozhodovací tabulka o platnosti hypotézy

banka	Kapitálový výnos	Přínos akvizice
ČSOB	ano	ne
ČS	ne	ano
KB	ano	ano

Z provedeného ověřování vyplynuly tři rozdílné výsledky:

1. V případě KB došlo k růstu kapitálových výnosů (růst hodnoty banky) a současně byly zjištěny pozitivní synergické efekty akvizice.
2. V případě ČSOB došlo k růstu kapitálových výnosů (růst hodnoty banky), ale nebyly zjištěny pozitivní synergické efekty akvizice.
3. V případě ČS nedošlo k růstu kapitálových výnosů (pokles hodnoty banky), ale byly zjištěny pozitivní synergické efekty akvizice.

Pokud bychom postupovali klasickou statistickou metodou pro ověřování hypotéz, formulovali bychom nyní nulovou hypotézu, která by popírala zde formulovanou hypotézu a nastavili hladinu významnosti (obvykle je používána hladina významnosti 0,05). Tento postup říká, že pokud je vyšší než 5% pravděpodobnost, že platí nulová hypotéza, tak se formulovaná hypotéza zamítá. V souladu s tímto postupem, na základě závěrů výzkumu, bychom museli formulovanou hypotézu zamítnout. Nicméně výsledky jiných výzkumných prací

naznačují, že by to nebyl nejvhodnější postup, což je podpořeno i skutečností, že hypotéza je ověřována na velmi malém vzorku výsledků zkoumaného jevu.

Z toho důvodu byl v této disertační práci přijat závěr, že na základě výsledků výzkumu v rámci disertační práce nelze hypotézu přijmout ani odmítnout a je nutné provést řadu dalších analýz realizovaných akvizic za účelem získání dostatečné vzorku výsledků pro ověření hypotézy.

Bohatství země má vliv na tržní hodnotu banky působící na jejím bankovním trhu

Výpočet hodnoty bank pomocí metody Multiples je založen na předpokladu, že některé položky bilance bank mají schopnost generovat její hodnotu (generátory hodnoty), což lze také vyjádřit tak, že tržní hodnota banky je funkcí generátoru hodnoty. Tato skutečnost byla ověřena jak empiricky při výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu banky pomocí metody Multiples, tak i teoreticky v kapitole 5.2.4. této disertační práce při výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu KB prostřednictvím regresní analýzy, kdy v odhadované regresní rovnici byly hodnoty koeficientů odvozeny ze statistických analýz generátorů hodnoty bank ze srovnávacího vzorku a jejich tržních hodnot vlastního kapitálu zjištěných z realizovaných tržních cen, a kdy byla testována statistická významnost koeficientů.

Formulovaná hypotéza, kterou označíme jako H_1 , rozšiřuje tento předpoklad o další faktor, kterým je bohatství státu, což se opírá o skutečnost, že bohatství státu vytváří prostor pro podnikání bank ve formě jak poptávky po úvěrech na rozvoj podnikání či spotřebu, tak i poptávky po produktech zhodnocujících úspory.

Pro testování hypotézy si zvolme nulovou hypotézu H_0 ⁵¹, která zní:

H_0 : Bohatství země nemá vliv na tržní hodnotu banky působící na jejím bankovním trhu

Dále zvolme hladinu významnosti na úrovni 0,05.

Nakonec zavedeme následující testovací kritérium:

Bohatství států lze měřit pomocí ukazatele hrubý domácí produkt na obyvatele (HDPO) a formulovanou hypotézu H_1 můžeme pro její statistické testování upravit do tvaru **Tržní hodnota banky je funkcí generátoru hodnoty a HDP na obyvatele země, v níž banka sídlí a vyjádřit regresní rovnicí**

⁵¹ Nulová hypotéza je obvykle opakem toho, co má být výzkumem prokázáno

$$\ln MVE = b_0 + b_1 \ln VD + b_2 \ln HDPO^{52} \quad (5.18)$$

Vícenásobnou lineární regresí budou odhadnuty koeficienty rovnice a zjištěna jejich statistická závislost pomocí t-statistiky. Hranice statistické významnosti pro tyto regresní funkce byla pro hodnotu t-statistiky stanovena na 2,12⁵³, což znamená, že všechny statistické závislosti s t-statistikou nad touto hodnotou lze považovat za statisticky významné na hladině významnosti 5 %, tedy že existuje pravděpodobnost menší než 5 %, že příslušná vysvětlující proměnná má na proměnnou vysvětlovanou nulový vliv.

V souladu s tím tedy nulovou hypotézu zamítneme za předpokladu, že t-statistika odhadnutých koeficientů HDPO (T_{HDPO}) bude vyšší než hodnota 2,12.

$$H_0: T_{HDPO} < 2,12$$

$$H_1: T_{HDPO} > 2,12$$

Na základě vytvořených testovacích kritérií byly provedeny vícenásobné regresní analýzy na souboru 18 vybraných bank uvedených v následující tabulce⁵⁴

Tabulka 46: Přehled souboru bank pro testování hypotézy

banka	BVE mil. USD	D mil. USD	TA mil. USD	OI mil. USD	MVEt* mil. USD	HDPO USD
Česká spořitelna	653	8 855	10 543	168	1 014	5 796
Československá obchodní banka	878	4 042	8 132	246	1 690	5 995
Bank Handlowy	756	2 105	4 617	178	1 091	4 339
Bank Pekao	1 058	11 089	15 556	288	2 077	4 441
Bank Zachodni	193	1 756	2 205	97	729	4 441
Bank Przemyslowo- Handlowy	338	1 788	2 705	145	1 640	4 059
Eesti Uhispank	48	370	728	22	193	3 514
Bank of Crete	156	1 169	1 438	14	314	11 238
Ionian Bank	250	4 471	6 749	63	1 762	11 236

⁵² MEV – tržní hodnota vlastního kapitálu, VD – generátor hodnoty, HDPO – hrubý domácí produkt na obyvatele. Regrese používající přirozený logaritmus (\ln) specifikují vztah mezi procentní změnou vysvětlujících proměnných a procentní změnou proměnné závislé.

⁵³ Bylo stanoveno jako hodnota Studentova t pro hladinu významnosti 0,05 a při počtu stupňů volnosti 16

⁵⁴ Výběr bank byl zdůvodněn v kapitole 5.2.4

Macedonia-Thrace Bank	92	1 392	1 755	18	201	11 238
Macedonia-Thrace Bank	191	1 381	2 275	20	1 120	11 236
Xiosbank	104	1 396	1 819	37	913	11 236
Latvijas Unibanka	51	281	420	15	104	2 509
Vilniaus	41	291	459	18	172	2 754
Banco Pinto & Sotto Mayor	1 383	19 790	27 451	343	3 780	12 185
Banco Tatta e Acores	925	14 170	18 804	279	1 681	11 262
Slovenská spořitelna	217	3 334	3 892	31	444	3 752
Všeobecná úverová banka	301	2 638	3 488	25	527	3 752

*tržní hodnota vlastního kapitálu byla zjištěna z transakčních cen realizovaných transakcí

Tabulka 47: výsledky vícenásobné regrese pro testování hypotézy

generátor hodnoty	F-stat.	R ²	T _{VD}	T _{HDPO}
BVE	29,99	0,80	6,6473	1,8182
D	18,65	0,71	5,1277	0,5450
TA	25,55	0,77	6,0982	0,6438
OI	34,59	0,82	7,1738	3,1171

Regresní funkce byly nejprve testovány F-statistikou, která slouží ke zjištění statistické významnosti všech koeficientů současně. Všechny regresní modely jsou statisticky významné s F-statistikou dosahující hodnot od 18,65 do 34,59, tedy vysoko nad hranicí hodnoty 3,63, která značí statistickou významnost na hladině 5 %.⁵⁵

T-statistika, která měří statistickou významnost vysvětlujících proměnných, značila vysokou významnost pro základní proměnné, kterými jsou vlastní kapitál, depozita, celková aktiva a provozní zisk, kdy se všechny hodnoty nacházely vysoko nad hranicí 2,12, která značí statistickou významnost na hladině 5 %, což potvrzuje skutečnosti zjištěné v kapitole 5.2.4.

Hodnota t-statistiky pro koeficient HDP na obyvatele byla na hladině 5 % statisticky významná pouze v kombinaci s generátorem hodnoty provozní zisk. S ostatními generátory hodnoty už statistická významnost na této hladině neexistuje. Tato skutečnost prozrazuje, že mezi HDP na obyvatele a tržní

⁵⁵ Soudobá literatura o lineární regresi uvádí, že hodnota statistiky F je určující pro významnost jednotlivých koeficientů a pokud nejsou koeficienty významné jako sada, je zbytečné zjišťovat významnost u jednotlivých hodnot.

hodnotou vlastního kapitálu neexistuje v souboru transakcí 18 bank těsný nebo přesně odhadnutelný vztah.

V souvislosti s výsledky statistického testování je nutné přijmout nulovou hypotézu a hypotézu formulovanou v této disertační práci - Bohatství země má vliv na tržní hodnotu banky působící na jejím bankovním trhu – zamítnout.

7 PŘÍNOS PRÁCE PRO VĚDU, PRAXI A VÝUKU

Základní přínosy disertační práce jsou následující:

Přínos pro teorii

- rozšíření metody oceňování společností pomocí multiplikátorů o využití historických multiplikátorů pro výpočet aktuální hodnoty
- rozšíření teoretických poznatků o přínosech akvizic
- testování závislosti hodnoty bank na velikosti ekonomiky země na jejímž trhu působí

Přínos pro praxi

- praktické využití a ověření metody oceňování bank pomocí transakčních multiplikátorů, vhodné pro soudní znalce
- kompilace metod pro odhad kapitálových přínosů akvizice z veřejně dostupných dat, možné vodítko pro rozhodování akcionářů

Přínos pro výuku

- souhrnná analýza vývoje bankovního systému po roce 1989
- ukázka výběru a praktického využití oceňovacích metod
- praktická ukázka využití vícenásobné regresní analýzy pro testování hypotézy

Disertační práce odpověděla na řadu otázek, ale na druhou stranu řadu nových otevřela pro další bádání a to především v rozšíření zkoumaného vzorku pro další aplikaci zde uvedených postupů a ověření formulovaných závěrů.

ZÁVĚR

V rámci své profesní kariéry jsem se prakticky i teoreticky zabýval poměrně širokou škálou ekonomických problémů. Od ekonomiky zahraničního obchodu jsem přešel k ekonomice veřejných financí, následně pronikl do oblasti kapitálových trhů a v současné době působím v oblasti ekonomiky průmyslu. Praktické poznatky z této oblasti společně s velmi solidní znalostí účetnictví se snažím doplňovat o nové teoretické poznatky tak, abych jejich kombinaci dokázal využít při výzkumné práci.

Svou výzkumnou činnost jsem zaměřil na oblasti fúzí a akvizic společností. Jedná se o problematiku, která je díky svému rozsahu a rozmanitosti velmi zajímavá, což na druhé straně klade poměrně značné nároky na badatele. Četnost a objem fúzí a akvizic v nynější globální ekonomice, která postrádá čas a trpělivost na postupný organický růst firem, neustále roste. Na této skutečnosti nezmění nic ani ekonomická krize, která začala v roce 2008, jelikož přechodné snížení aktivity v této oblasti bude nahrazeno boomem, kdy se cílem levného převzetí stanou společnosti oslabené ekonomickou krizí.

Manažerskou komunitou jsou obecně přijímány závěry o pozitivních přínosech fúzí a akvizic. I když tyto závěry tato disertační práce nepotvrdila, lze je chápat, jelikož fúze a akvizice mohou být jako pro manažery tak i pro akcionáře rychlým generátorem růstu moci a bohatství. Byl by ale velký omyl, nepoučit se ze současné ekonomické krize, kdy se ukazuje, že nekonečný dynamický růst není možný, pokud nejsou současně neustále budovány a rozšiřovány jeho fundamentální základy. Tato oblast otvírá celou škálu nových možností pro výzkum, jehož výsledky mohou být, po ukončení krize, sečtení škod a „vychladnutí“ hlav, důležité pro další vývoj ekonomiky a snad i obranou před případným fatálním kolapsem, což je nesmírně důležité, jelikož objektivní a diskutované závěry vědeckého výzkumu jsou pro rozhodování o dalším vývoji ekonomiky vhodnější než amatérské závěry politiků podléhajících náladám elektorátu.

Tato disertační práce je příspěvkem k výzkumu problematiky fúzí a akvizic. Jejím hlavním cílem bylo nastavit a verifikovat parametry pro vyhodnocování fúzí a akvizic a současně pomocí nich otestovat kapitálové přesuny na českém bankovním trhu. Další výzkum, při kterém budu používat tento teoretický i praktický aparát, bude postupně rozšiřovat zkoumanou problematiku.

LITERATURA

- [1] ALLEN, R.G.D. *Matematická ekonomie*, Praha: Academia, 1971, 782 s.
- [2] ALTUNBAŞ, Y., MARQUÉS, D. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*. May-June 2008, vol. 60, no. 3, p. 204-222. ISSN: 0148-6195.
- [3] AMEELS, A., BRUGGEMAN, W., SCHEIPERS, G. *Value-based management kontrol processes to create value through integration a literature review*. [on-line], 2003. [cit. 15.3.2006]. Dostupné na: <www.corporateddecisionmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf>.
- [4] ARZAC, E.R. *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*. Hoboken: John Wiley&Sons, 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7
- [5] BACIDORE, J.M., BOQUIST, J.A., MILBOURN, T.T., THAKOR, A.V. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, February 1998, p.11-20. ISSN 0015-198X.
- [6] BAKER, G. P., SMITH, G. D. *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts And The Creation Of Corporate Value*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998. 257 s. ISBN 0-521-64260-4.
- [7] BLÁHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. Jak posoudit finanční zdraví firmy. 2.dopl. vyd. Praha: Management Press, 1995. s. 159. ISBN 80-85603-80-2.
- [8] BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1993. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- [9] BRUNER, R, F. *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken: John Wiley&Sons, 2004. 1 029 s. ISBN 0-471-39506-4.
- [10] CLEMENTE, M. N., GREENSPAN, D. S. *Winning At Mergers And Acquisitions: The Guide To Market Focused Planning And Integration*. 1. vyd. New York: John Wiley & Sons, 1998. 331 s. ISBN 0-471-19056-X.
- [11] CONDON, J., GOLDSTEIN, J. Value based management - the only way to manage for value. *Accountancy Ireland*, October 1998, p. 10-12. ISSN 0001-4699.
- [12] COPELAND, T., KOLLER, T.; MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [13] COPELAND, T., KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3. vyd. New York: John Wiley & Sons, 2000. 490 s. ISBN 0-471-36190-9.
- [14] CYBO-OTTONE, A. DI NOIA, C., MURGIA, M. Recent Development in the Structure of Securities Markets. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*. 2000, p. 223-282. ISSN: 1098-3651.

- [15] DEPAMPILLIS, D. M. *Mergers, acquisition, and other restructuring activities*. Amsterdam: Academic Press, 2003. 774 s. ISBN 0-12-209552-9.
- [16] GALPIN, T. J., HERNDON, M. *The Complete Guide To Mergers And Acquisitions Process Tools To Support M&A Integration At Every Level*. 1. vyd. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1999. 240 s. ISBN 0-7879-4786-5.
- [17] HUIZING, H.P., NELISSEN J.H.M., VENNET, R.V. *Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions in Europe*. [on-line], 2001, Tinbergen Institute discussion papers, TI 2001 – 088/3. [cit. 25.9.2008]. Dostupné na: <www.tinbergen.nl/discussionpapers/01088.pdf>.
- [18] HUŠEK, R. *Ekonomická analýza*. Praha: EKOPRESS, 1999. 303 s. ISBN 80-86119-19-X.
- [19] JENSEN, M., MECKLING W. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976, p. 305 - 360. ISSN 0304 – 405X.
- [20] FIREŠ B. *Oceňování aktiv a dluhů v účetnictví*. 2. dopl. a rozš. vydání. Praha: Management Press, 1997. 175 s. ISBN 80-85943-24-7.
- [21] FRANK, H.R. *Mikroekonomie a chování*. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1995. 765 s. ISBN 80-205-0438-9.
- [22] GAUGHAN, P. A. *Mergers, acquisition, and corporate restructurings*. 3. vyd. New York: John Wiley&Sons, 2002. 612 s. ISBN 0-471-12196-7.
- [23] GIBSON, D. J. *The law and finance of corporate acquisition*. 2.vyd. New York: Foundation, 1995. 1603 s. ISBN 1-56662-067-8.
- [24] HAWK, B. E. *European Community Meger Kontrol:A Practitioner's Guide*. The Hague: Kluwer Law International, 1996. 511 s. ISBN 90-411-0255-8.
- [25] HRDÝ, M.: *Oceňování finančních institucí*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 216 s. ISBN 80-247-0938-4.
- [26] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vydání, Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [27] KWAN, S.H. *Banking Consolidation* .[on-line], 2004. FRBSF Economic Letter, Number 2004-15. [cit. 14.10.2008]. Dostupné na: <www.frbsf.org/publications/economics/letter/2004/el2004-15.pdf>.
- [28] LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 1999. 920 s. ISBN 80-7169-504-1.
- [29] LUŇÁK, J. Banky a měnová politika v období transformace československé, resp. české ekonomiky. *Finance a úvěr*. 1996, roč. 46, č. 3, s. 132-141. ISSN: 0015-1920.
- [30] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [31] MAŘÍK, M. *Koupě podniku jako součást podnikové strategie* .1.vyd. Praha: VŠE, 1997. 176 s. ISBN 80-7079-558-1.

- [32] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [33] MISHKIN, F.S. *The economics of money, banking, and financial markets*. 8. vyd. Boston : Pearson : Addison Wesley, 2007. 660 s. ISBN 9780321287267.
- [34] MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958, no. 48, p. 261-297. ISSN 0002-8282.
- [35] MYERS, S. C., MALUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 1984, no. 13, p. 187-221. ISSN 0304 – 405X.
- [36] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Využití teorie hodnoty v praxi podnikání. *Moderní řízení*. Červen 2000, s.75-78. ISSN 0026-8720.
- [37] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [38] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., DROBNÝ, J.G. Measuring A Company's Performance: Economic Value Added in Comparison with Traditional Performance Measures. In *Conference Proceedings ANTEC 2004*. May 2004, Chicago (Illinois, USA). ISBN 0-9753707-1-5.
- [39] PILOFF , S.J. , SANTOMERO, A.M. *The value effects of bank mergers and acquisitions*. [on-line], 1996. [cit. 6.1.2009]. Dostupné na: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/97/9707.pdf>>.
- [40] POHL, O. *Úloha Státní banky československé v národním hospodářství*. Praha: Státní nakladatelství politické literatury, 1960. 239 s.
- [41] POLÁCH, J. , KOŘENÁ, K. *Peněžní a kapitálové trhy*. Zlín: UTB, 2002. 362 s. ISBN 80-7318-084-7.
- [42] ROOSENBOOM, P. , VAN DER GOOT, T. *Takeover defense and IPO firm value in the Netherlands*. [on-line], 2003. [cit. 18.2.2009]. Dostupné na: <http://publishing.eur.nl/ir/repub/asset/433/ERS-2003-049-F%26A.pdf>
- [43] SAMUELSON, P. A., NORDHAUS W. D. *Ekonomie*. 2.vydání. Praha:Nakladatelství Svoboda, 1991. 1011 s. ISBN 80-205-0494-X.
- [44] SAUNDERS, P. Jr. *Control Premiums And Minority Discounts*. [online], 2004, Dostupné na: <www.philipsaunders.com/control.htm>.
- [45] SCHARF C. A., SHEA E. E., BECK, G. C. *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts, And Takeovers: A Handbook With Forms*. 4. vyd. New Jersey: Prentice Hall, 1991. 560 s. ISBN 0-130-05596-4.
- [46] SHARPE, W.F. , ALEXANDER, G.J. *INVESTICE*. 4. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994. 810 s. ISBN 80-85605-47-3.
- [47] SIMONS, K. , STAVINS, J. *Has Antitrust Policy in Banking Become Obsolete?* [on-line], 1998. [cit. 14.4.2009]. Dostupné na: <www.bos.frb.org/economic/neer/neer1998/neer298b.pdf>.

- [48] SOMMER, M. Fundamentální a technické aspekty rozvoje českého akciového trhu. *Finance a úvěr*. 1997, roč. 47, č. 5, s. 272-287. ISSN: 0015-1920.
- [49] SOUKUP, J. *Mikroekonomická analýza*. 3. vyd. Praha, MELANDRIUM, 2003. 256 s. ISBN 80-86175-30-8.
- [50] SOUKUPOVÁ, J. a kol. *Mikroekonomie*. 2. vyd. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2000. 548 s. ISBN 80-7261-005-8.
- [51] SYNEK, M. *Manažerská ekonomika* .1.vyd. Praha: Grada Publishing, 1996. 455 s. ISBN 80-7169-211-5.
- [52] ŠANTRŮČEK, J. *Fúze a akvizice*. 1.vyd. Praha: VŠE, Institut oceňování majetku, 2001. 129 s. ISBN 80-245-0235-6.
- [53] VOMÁČKOVÁ, H. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí*. 2.vydání. Praha:Polygon, 2004. 500 s. ISBN 80-7273-108-4.
- [54] WESTON J. F., SIU J. A., JOHNSON, B. A. *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*. 3. vyd. New Jersey: Prentice Hall, 2000. s. 689. ISBN 0-130-26505-5.
- [55] WESTON, J. F., WEAVER, S. C. *Mergers And Acquisitions*. 1. vyd. McGraw-Hill Text, 2001. s. 256. ISBN 0-07-136432-3.

Internetové adresy:

www.bloomberg.com

www.cnb.cz

www.czso.cz

www.damodaran.com

www.imf.org

www.mfcr.cz

www.mpo.cz

www.pse.cz

www.pwc.com

www.sternstewart.com

www.shareholdervalue.com

<http://thomsonreuters.com>

www.valuebasedmanagement.net

PUBLIKAČNÍ A ODBORNÁ ČINNOST

Publikace:

- [1] HEGER, R. Podpora vybraných podnikatelských aktivit soukromého sektoru formou ručení majetkem města za bankovní úvěry. *Ekonom*, 1993.
- [2] HEGER, R. Fúze nejen pro velké hráče. *Sborník příspěvků z mezinárodní konference „Finance a výkonnost firem ve vědě, výuce a praxi“*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. ISBN 978-80-7318-536-7.
- [3] HEGER, R. Omyl státní regulace. *TERRA LIBERA*. 2008, roč. 9, červenec – srpen 2008.
- [4] HEGER, R. Použití regresní analýzy pro odhad hodnoty bank. *Sborník příspěvků z evropské vědecké konference posluchačů doktorského studia „MendelNet PEF 2008“*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, 2008. ISBN 978-80-87222-03-4.
- [5] HEGER, R. Privatizace bank v ČR aneb byla cena korektní? *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků*. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2008. ISBN 978-80-7248-504-8.

Odborné práce:

- [1] HEGER, R. *Stanovení tržní ceny a ceny obvyklé akcií společnosti Mittal Steel Ostrava a.s., se sídlem Ostrava, Kunčice, Vratimovská č.p. 689, PSČ 707 02, IČ: 451 93 258*. VŠE Praha, Národohospodářská fakulta, 2007. Znalecký posudek č. 2/2/2007.
- [2] HEGER, R. *Posouzení obchodů s cennými papíry mezi podílovými fondy Šrejberovy investiční společnosti, s.r.o. a společností Šrejber Tennis Investing, a.s. a přezkoumání znaleckých posudků ve věci trestního řízení proti Milanu Šrejberovi*. VŠE Praha, Národohospodářská fakulta, 2007. Znalecký posudek č. 6/04/2007.
- [3] HEGER, R. *Stanovení peněžité hodnoty odpovídající ceně obvyklé v regionu Severní Moravy a ve střeoevropském regionu dodávek tekutého ocelárenského surového železa uskutečněných společností VYSOKÉ PECE Ostrava, a.s. pro společnost OSINEK, a.s. v období od 1.1. 2003 do 30.6.*

2004. VŠE Praha, Národohospodářská fakulta, 2007. Znalecký posudek č. 7/9/2007.

- [4] HEGER, R. *Posouzení bodů I. a III. obžaloby podané Vrchním státním zastupitelstvím v Praze pod číslem 2 VZV 18/2002 – 1958 podle § 176 odst. 1 tr. řádu a vyjádření k souvisejícím znaleckým posudkům ve věci obžaloby manažerů IPB, a.s.* VŠE Praha, Národohospodářská fakulta, 2007. Znalecký posudek č. 11/10/2007.
- [5] ZAJÍČEK, M., HEGER, R., KOPLÍK, M., JOHANIS, M. *Stanovení hodnoty koncernu IPB a.s., tj. Investiční a Poštovní banky a.s. a osob s ní tvořících koncern a hodnoty cenných papírů IPB a osob s ní tvořící koncern ke dni 18. června 2000.* VŠE Praha, Národohospodářská fakulta, 2008. Znalecký posudek č. 21/11/2008.

CURRICULUM VITAE

RADEK HEGER

Moravcova 250/8, Kroměříž 737 01
mobil: 737 207 786; e-mail: heger@tomaas.cz
OSOBNÍ ÚDAJE

- **Datum a místo narození:** 21.12. 1966 Kroměříž
- **Národnost:** česká
- **Rodinný stav:** ženatý

VZDĚLÁNÍ

2004 – dosud UTB, FaME Zlín

doktorské studium (kombinované)
obor: management a ekonomika
školitel: doc. JUDr. Vladimír Vrecion, CSc.

téma disertační práce:

Fúze obchodních společností a jejich přínos z hlediska zvyšování konkurenceschopnosti podniků a růstu kapitálových výnosů.

1994 Složení makléřské zkoušky, získání licence k výkonu činnosti makléře s cennými papíry Praha

1985 – 1989 VUT, fakulta strojní Brno

inženýrské studium
specializace: ekonomika a řízení strojírenské výroby

téma diplomové práce:

Prognóza rozvoje národního podniku n.p. Technoplast Chropyně s ohledem na rozvoj ekologické lokality

1981 – 1985 Gymnázium Kroměříž Kroměříž

1973 – 1981 Základní škola Chropyně Chropyně

PRŮBĚH ZAMĚSTNÁNÍ

TOMA, a.s. Otrokovice

1999 – dosud

pracovní zařazení:

2001 – dosud Generální ředitel

1999 – 2000 *Ekonomický ředitel*

Vysoká škola ekonomická

Praha

2008

pracovní zařazení: asistent na katedře hospodářské a sociální politiky Národohospodářské fakulty VŠE, částečný pracovní úvazek

GRÁL Kroměříž, a.s.

Kroměříž

1994 – 1998

pracovní zařazení: Ředitel

Městský úřad Kroměříž

Kroměříž

1992 – 1993

pracovní zařazení: Vedoucí finančního odboru

Technoplast Chropyně a.s.

Chropyně

1989 – 1991

pracovní zařazení:

1989 – 1990 Referent přípravy a realizace investic

1991 - vedoucí ekonomického oddělení útvaru marketingu a zahraničního obchodu

JAZYKOVÉ ZNALOSTI

anglický jazyk, německý jazyk, ruský jazyk – pasivně

VÝUKA

VŠE, Národohospodářská fakulta

Praha

říjen 2007 - dosud

Monopoly a státní regulace (přednášky)