

VÝPOČET RIZIKOVÉ PRÉMIE KAPITÁLOVÉHO TRHU NA ZÁKLADĚ EVROPSKÝCH DAT[#]

Jan Marek*

Úvod

Tento článek se věnuje metodám výpočtu rizikové premie kapitálového trhu (angl. *equity risk premium, ERP*), výzvám, které je třeba zvážit při odhadu rizikové premie kapitálového trhu při ocenění českých společností, a popisu výpočtu rizikové premie určeného pro společnosti sídlící v České republice a rizikově srovnatelných evropských zemích, který je založen na lokálních evropských datech.

Hlavním přínosem tohoto článku je diskuze klíčových výzev při použití tradičních zdrojů dat, zejména z amerického trhu, které mohou vést ke zkreslení výsledků výpočtu rizikové premie. Článek představuje vlastní výpočet implikované rizikové premie založený na aktuálních datech evropských společností s podobným rizikovým profilem. Tento výpočet, prováděný *bottom-up* přístupem, odstraňuje potřebu dodatečných přírážek za riziko země a velikost společnosti.

Článek vznikl v návaznosti na konferenci *Czech Valuation Forum* konanou v květnu 2024 a prezentaci Jana Marka, jejímž tématem bylo představení současných problémů při odhadu rizikové premie pro Českou republiku a možných východisek.

Metody výpočtu rizikové premie kapitálového trhu

Odhad rizikové premie kapitálového trhu (angl. *equity risk premium, ERP*) lze v oceňovací praxi provést dvěma hlavními přístupy:

1. **Historický průměr** – Tento přístup vychází z historických dat akciového a dluhopisového trhu. Riziková premie je stanovena jako průměrný rozdíl mezi historickými výnosy akciového indexu a státních dluhopisů. Výpočet je založen výhradně na historických datech.
2. **Implikovaná premie** – Tento přístup vychází ze současných cen akcií (nebo akciového indexu) a očekávaných dividend či peněžních toků.¹

Vzhledem k rostoucí popularitě implikované premie a její schopnosti reflektovat aktuální tržní podmínky se tento článek zaměřuje právě na ni. Implikovaná premie vychází z rovnosti mezi hodnotou akcie (nebo akciového indexu) a očekávanými diskontovanými dividendami či peněžními

[#] Informace uvedené v tomto článku byly získány s maximální péčí ze zdrojů, které jsou považovány za spolehlivé, ale není zaručeno, že jsou úplné, správné nebo aktuální. Autoři článku a ani European Valuation Institute z.ú. se výslovně zříkají jakékoli odpovědnosti, včetně případných ztrát a následných škod, vyplývajících z použití tohoto materiálu, nebo jakýchkoli chyb či opomenutí, které v něm mohou být obsaženy.

* Mgr. Jan Marek, CFA – managing partner v European Valuation Institute, z.ú.

1 Konkrétní odhady implikované rizikové premie kapitálového trhu publikuje řada autorit, např. prof. Astwath Damodaran, European Valuation Institute, Evropská centrální banka, Fenebris, KPMG, Rabel & Partner nebo ValueTrust.

toky připadajícími na danou akcii (nebo index). Z této rovnice lze dopočítat implikované náklady vlastního kapitálu a z nich odvodit implikovanou rizikovou prémii kapitálového trhu.

Princip výpočtu implikovaných nákladů vlastního kapitálu popsal například Fišer (2023). Tento přístup zjednodušeně předpokládá, že dividendy rostou stabilně a konstantním tempem g :

Obr. 1: Princip výpočtu implikovaných nákladů vlastního kapitálu²

$$V_0 = \frac{D_1}{\boxed{r} - g}$$

↑
Neznámá v rovnici:
implikované náklady
vlastního kapitálu.

V tomto modelu lze implikované náklady vlastního kapitálu r vypočítat jako:

Obr. 2: Princip výpočtu implikovaných nákladů vlastního kapitálu

$$r = \frac{D_1}{V_0} + g$$

Z modelu vyplývá, že náklady vlastního kapitálu rostou s růstem očekávaných dividend nebo jejich tempa růstu, zatímco růst cen akcií je snižuje. Skutečnost je však složitější, a proto se v praxi často používají komplexnější modely.

Modely pro odvození implikované rizikové premie kapitálového trhu

Pro odhad implikované rizikové premie existuje řada metod. Mezi nejčastější patří:

1. **Dividendový diskontní model (DD)** – Tento model vychází z očekávaných budoucích dividend.
2. **Model diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu (FCFE)** – Zde se implikovaná riziková premie odvozuje z očekávaných budoucích volných peněžních toků.

Obr. 3: Dividendový diskontní model

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \frac{D_5}{(1+r)^5} + \frac{D_6}{(r-g) * (1+r)^5}$$

Obr. 4: Model diskontovaných peněžních toků vlastního kapitálu

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+r)^3} + \frac{FCFE_4}{(1+r)^4} + \frac{FCFE_5}{(1+r)^5} + \frac{FCFE_6}{(r-g) * (1+r)^5}$$

2 V_0 ...současná hodnota akcie

D_1 ...očekávaná dividenda v příštím období

g ...uvažované dlouhodobé tempo růstu

r ... implikované náklady vlastního kapitálu

Oba modely pracují s jedinou neznámou – implikovanými náklady vlastního kapitálu. Pokud nejsou zahrnuty další přírážky (např. za riziko země) a koeficient beta je roven 1, lze implikovanou rizikovou premii vypočítat jako:

Obr. 5: Výpočet implikované rizikové premie kapitálového trhu

Riziková premie kapitálového trhu = Náklady vlastního kapitálu – Bezriziková úroková míra

Modely lze aplikovat na různé úrovně dat. Pokud jsou použita data jednotlivých akcií, výsledkem je implikovaná riziková premie konkrétní společnosti (tzv. *bottom-up* přístup). Naopak, pokud jsou použita data akciového indexu, získáme implikovanou rizikovou premii celého trhu (tzv. *top-down* přístup). V praxi se častěji využívá *top-down* přístup, jelikož je metodicky i početně méně náročný.

Výzvy při odhadu implikované rizikové premie kapitálového trhu

Při odhadu implikované rizikové premie kapitálového trhu v rámci ocenění českých společností je nutné zvážit několik faktorů:

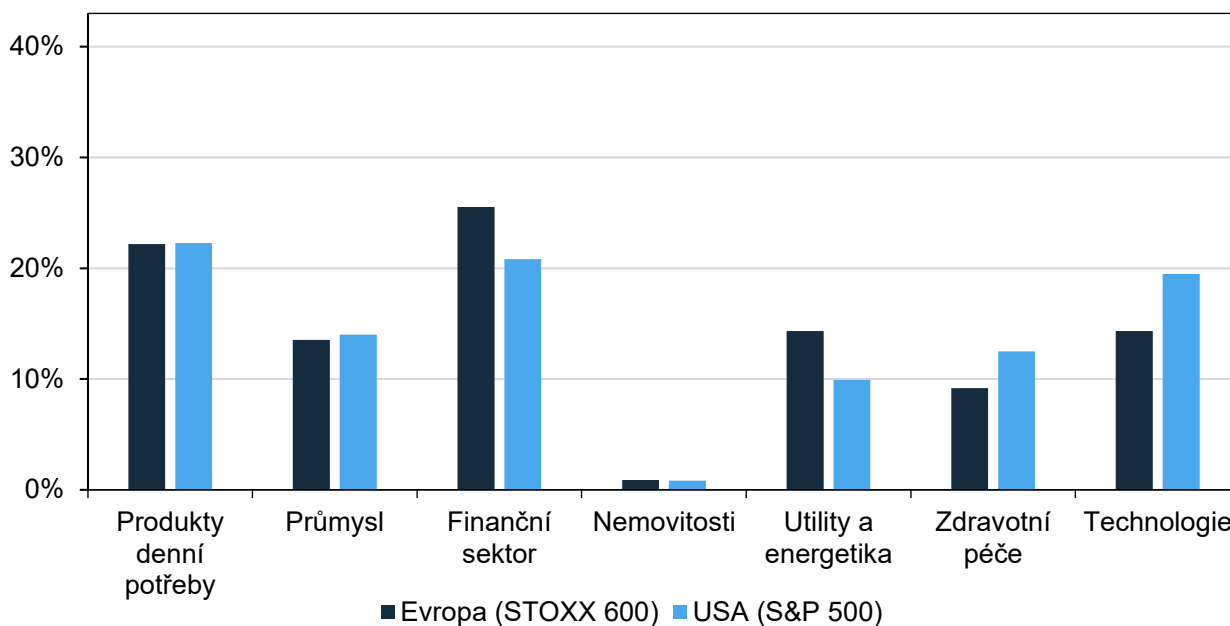
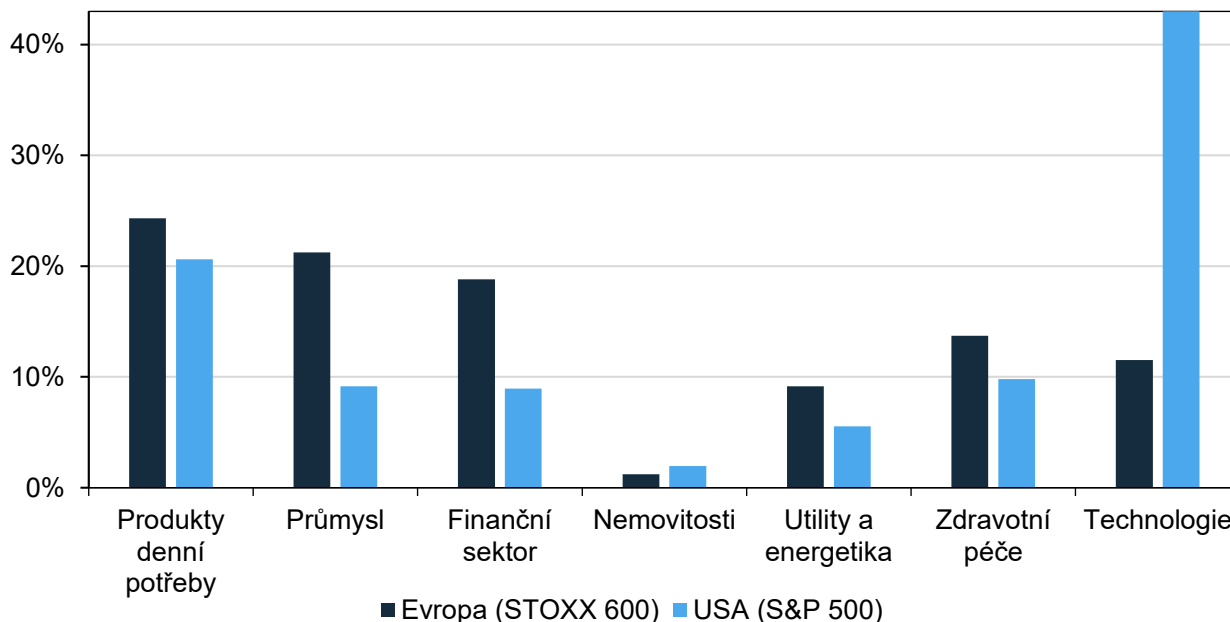
1. Vhodnost zdrojových dat mimo jiné z hlediska sektorové vyváženosti, rizika zkreslení způsobeného koncentrací trhu a podobnosti budoucích očekávání mezi zvolenými zdrojovými daty a oceňovanou společností.
2. Zkreslení rizikové premie vlivem jednotlivých společností.
3. Aktuálnost zdrojových dat.
4. Problematika rizika země.

Níže se těmto aspektům věnujeme podrobněji.

Vhodnost zdrojových dat pro ocenění společnosti

V české oceňovací praxi se odhad rizikové premie kapitálového trhu obvykle odvozuje z akciových trhů v USA nebo Evropě. Klíčovou otázkou pro oceňovatele je, zda jsou tyto trhy vhodné pro ocenění české společnosti a zda nedošlo ke strukturálním změnám, které by bylo nutné zohlednit. Pro srovnání evropského a amerického akciového trhu lze využít indexy STOXX 600 (600 největších veřejně obchodovaných společností v Evropě) a S&P 500 (500 největších veřejně obchodovaných společností v USA).

Grafy níže znázorňují sektorové rozložení indexů STOXX 600 a S&P 500 k 31. prosinci 2004 a 31. prosinci 2024. Z grafu vyplývá, že zatímco v minulosti bylo sektorové rozložení podobné, dnes se významně liší. Ke konci roku 2024 v evropském indexu STOXX 600 dominují společnosti ze spotřebního, průmyslového a finančního sektoru, v americkém indexu S&P 500 výrazně převažují technologické firmy.

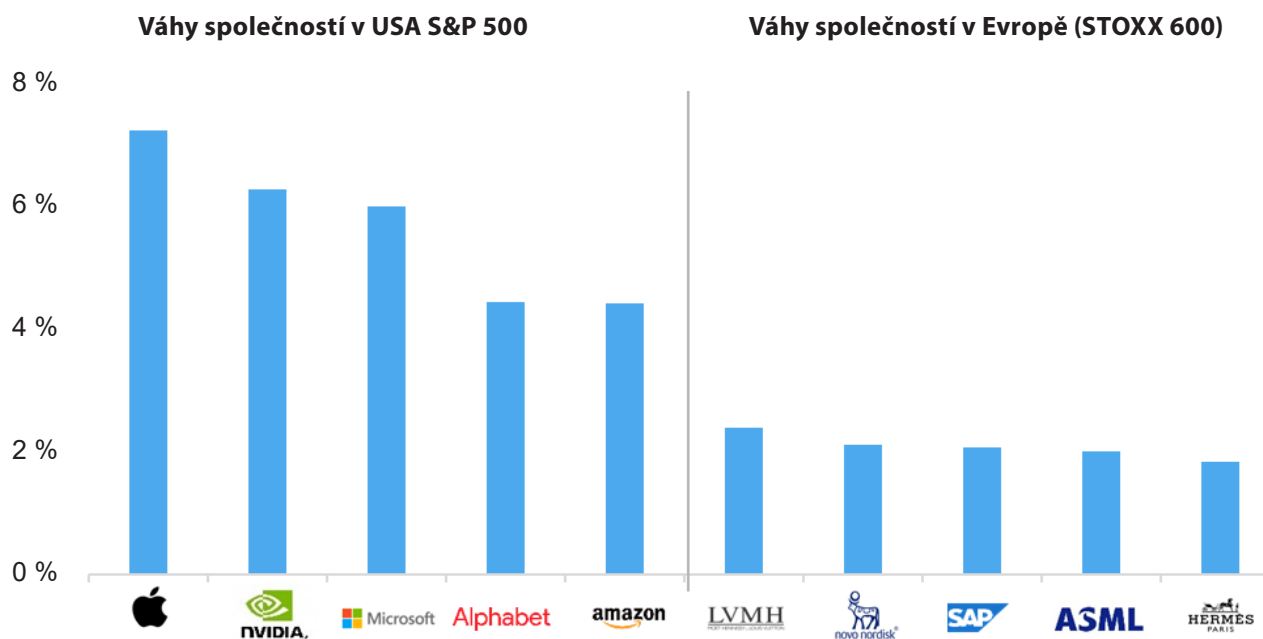
Obr. 6: Sektorové rozdělení akciových indexů STOXX 600 a S&P 500 k datu 31. prosince 2004**Obr. 7: Sektorové rozdělení akciových indexů STOXX 600 a S&P 500 k datu 31. prosince 2024**

Riziková premie odvozená z amerického indexu proto může být výrazně ovlivněna rizikovými premii v technologickém sektoru. Naopak evropský index je vyváženější, což snižuje riziko zkreslení při ocenění české společnosti.

Dalším důležitým faktorem je koncentrace trhu. Největší americká společnost v indexu S&P 500 (Apple Inc.) má přibližně trojnásobnou váhu oproti největší evropské společnosti v indexu

STOXX 600 (LVMH – Moët Hennessey Louis Vuitton SE). Pět největších společností v indexu S&P 500 tvoří přibližně 28 % celkové tržní kapitalizace, zatímco v evropském indexu jen 10 %.³ Vyšší koncentrace amerického trhu zvyšuje riziko zkrácení vypočtené premie specifiky několika velkých společností.

Obr. 8: Váhy pěti největších společností akciových indexů S&P 500 a STOXX 600 k datu 31. prosince 2024 pohledem tržní kapitalizace



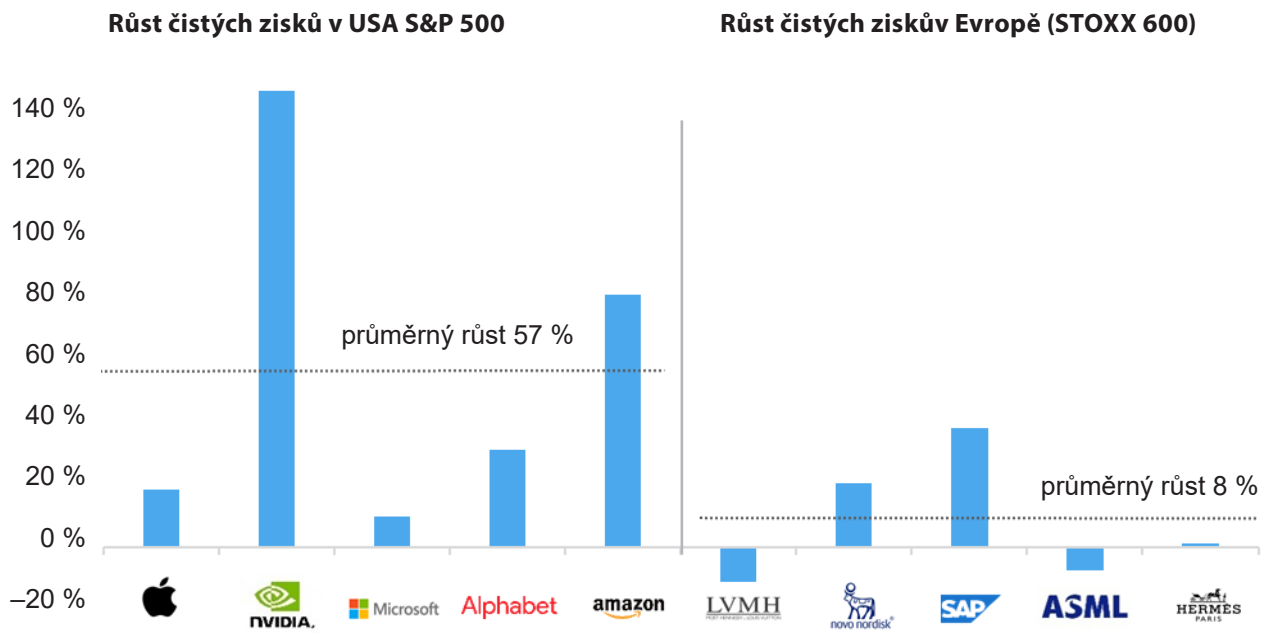
Další důležitou charakteristikou, kterou je třeba zkoumat, jsou očekávání ohledně budoucího růstu a vnímané riziko investory. V následujícím grafu porovnáváme růst čistého zisku očekávaný pro příští rok u pěti největších společností indexů STOXX 600 a S&P 500. Z grafu vyplývá, že čisté zisky největších amerických společností v indexu S&P 500 mají výrazně vyšší dynamiku růstu než zisky největších evropských společností v indexu STOXX 600.

Vyšší očekávaný růst, odlišná odvětvová struktura a preference investorů se promítají do různých ocenění amerických a evropských akcií. To je dobře patrné například při srovnání PE ratio,⁴ které je u STOXX 600 k datu 31. prosince 2024 rovno 16,6, zatímco u S&P 500 dosahuje hodnoty 30. PE ratio odráží očekávání budoucího růstu, vnímanou rizikovost a individuální faktory, které se liší mezi těmito trhy. Tyto odlišnosti by měly vést oceňovatele k zamyšlení, zda je vhodné použít data z amerického trhu pro odhad rizikové premie při ocenění české společnosti.

3 Váhy jednotlivých společností v akciových indexech se mění průběžně každý den, nicméně rozdílná koncentrace v rámci indexu S&P 500 oproti STOXX 600 přetrvává. V posledních letech dlouhodobě dochází spíše ke zvětšování tohoto rozdílu.

4 PE ratio akciového indexu je spočteno jako součet tržní kapitalizace všech společností v indexu / součet posledních zveřejněných čistých zisků všech společností v indexu.

Obr. 9: Růst čistých zisků pěti největších společností akciových indexů S&P 500 a STOXX 600 k datu 31. prosince 2024



Zkreslení rizikové premie vlivem jednotlivých společností

Jak již bylo zmíněno v teoretickém úvodu, implikovanou rizikovou premii lze odhadnout pomocí dvou přístupů: *bottom-up* (na základě jednotlivých akcií) a *top-down* (na základě akciového indexu). Při použití *top-down* přístupu není možné analyzovat jednotlivé společnosti a zjistit, zda jejich specifika nezkrslují průměrnou rizikovou premii. Může se například jednat o společnosti s vysokou tržní kapitalizací, jejichž předpovědi budoucího vývoje ukazují na záporné zisky nebo volné peněžní toky. Naopak mohou být nalezeny i společnosti s nižší tržní kapitalizací a vysokými předpokládanými zisky. Takové společnosti mohou způsobit nesmyslné hodnoty rizikové premie (záporné, blízké nule či příliš vysoké), což výrazně ovlivňuje celkový výpočet.

Aktuálnost zdrojových dat

Při posuzování vhodnosti implikované rizikové premie je nutné zohlednit i aktuálnost použitých dat. Pokud jsou zdrojová data zastaralá (například neaktualizované predikce čistých zisků nebo dividend), může to vést k nepřesnému odhadu rizikové premie, který neodráží skutečná tržní očekávání k danému datu.

Problematika rizika země

Při výběru vhodného odhadu rizikové premie je také důležité zkontrolovat, zda je riziko země správně zohledněno. Je třeba se ujistit, že riziko země není podhodnoceno ani nezapočítáno dvakrát při výpočtu diskontní míry.

Shrnutí analýzy výzev

Analýza výše ukazuje hned několik zásadních výzev, kterým čelí oceňovatel při výběru rizikové premie kapitálového trhu pro ocenění české společnosti. Vzhledem ke strukturálním změnám na akciových trzích je nezbytné pečlivě volit vhodné zdroje dat pro odhad rizikové premie kapitálového trhu při ocenění české společnosti. Americký akciový index S&P 500 je například významně ovlivněn několika největšími technologickými společnostmi, což může vést ke zkreslení výsledků. Oproti tomu evropský index STOXX 600 nabízí vyváženější sektorovou strukturu a jeho použití snižuje riziko, že výpočet rizikové premie bude ovlivněn specifiky několika dominantních firem. Další významné rozdíly lze pozorovat v očekávání růstu a následného nacenění akcií na americkém a evropském trhu. Použití *top-down* přístupu navíc přináší riziko zkreslení výsledku kvůli extrémním hodnotám diskontních měr některých specifických firem. Dalším problémem může být zastaralost dat – bez pravidelných aktualizací se přesnost odhadu rizikové premie výrazně snižuje. V neposlední řadě je v celkovém výpočtu diskontní míry nutné zajistit správné zohlednění rizika země.

Výpočet rizikové premie kapitálového trhu pro společnosti sídlící v České republice a rizikově srovnatelných evropských zemích

Výše uvedené výzvy představují pouze některé z problémů, kterým oceňovatel čelí při odhadu rizikové premie kapitálového trhu v českých podmínkách. Vzhledem k tomu, že považujeme některé z nedostatků současných, nám známých zdrojů odhadu rizikové premie za zásadní, rozhodli jsme se vypracovat vlastní výpočet rizikové premie, který vychází z obecně uznávaného principu výpočtu implikované rizikové premie kapitálového trhu. Aby tento výpočet vždy odrážel aktuální rizikovou premii kapitálového trhu, je pravidelně aktualizován každý měsíc.

Náš výpočet rizikové premie je navržen tak, aby byl použitelný pro stanovení nákladů vlastního kapitálu u společností nejen v České republice, ale také v dalších evropských zemích s podobným rizikovým profilem. Riziková premie je stanovena jako implikovaná a v maximální možné míře odráží pohled investora, který pro hodnocení své investice využívá model diskontovaných peněžních toků (*DCF*). S ohledem na výše zmíněné výzvy, které je třeba zohlednit při ocenění českých společností, náš výpočet splňuje následující kritéria:

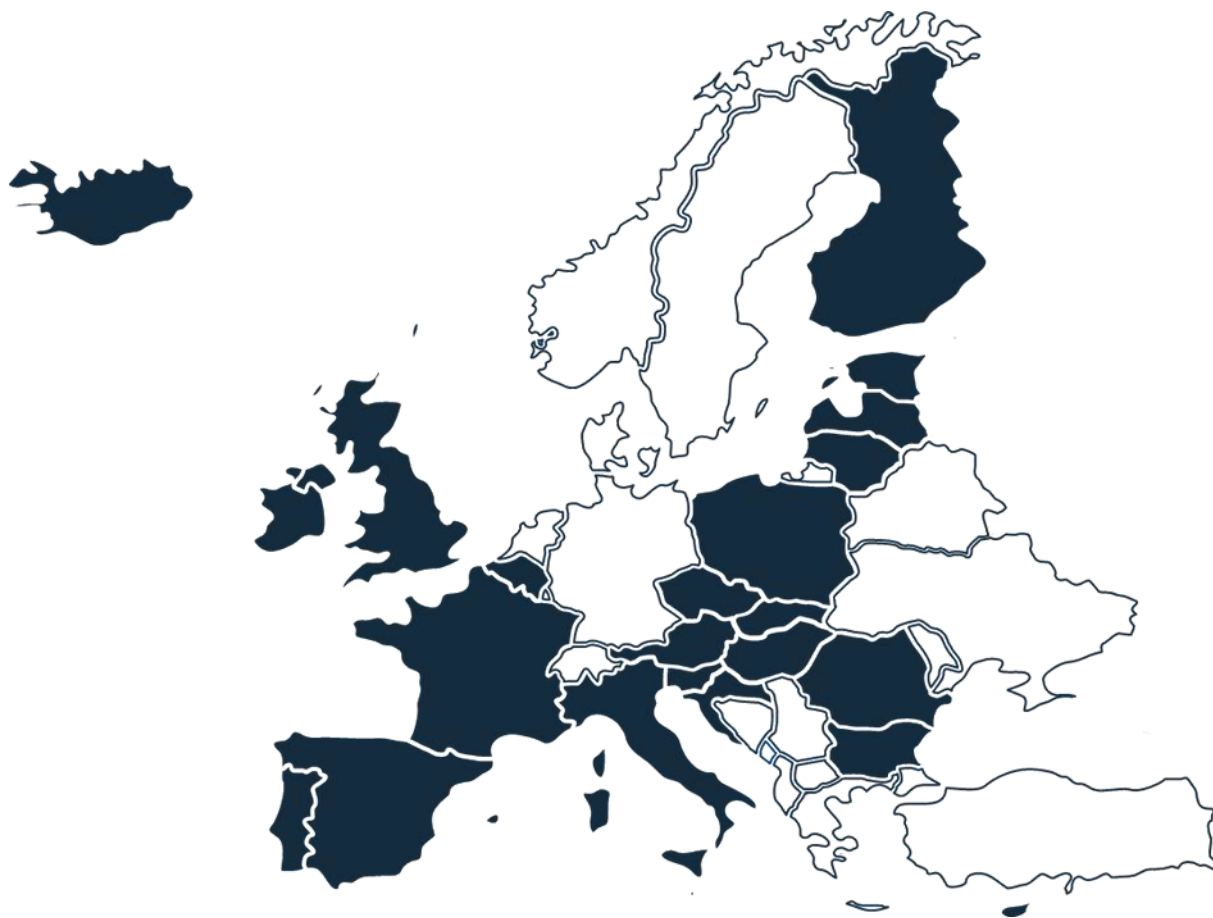
1. vychází z dat evropských společností,
2. je prováděn *bottom-up* přístupem, kdy nejprve spočítáme implikovanou rizikovou premii pro jednotlivé společnosti, z níž je následně odvozena výsledná riziková premie,
3. je založen na aktuálních datech, která jsou k dispozici k danému datu,
4. zohledňuje riziko země, protože vychází z dat společností sídlících v České republice a dalších evropských zemích s podobným rizikovým profilem.

Následující části podrobně popisují jednotlivé kroky výpočtu rizikové premie kapitálového trhu. Je však důležité si uvědomit, že tento odhad nelze vnímat izolovaně, ale vždy v kontextu odhadu ostatních složek nákladů vlastního kapitálu.

Krok 1: Výběr společností vstupujících do odhadu rizikové prémie kapitálového trhu

V rámci odhadu je vycházeno z dat evropských veřejně obchodovaných společností sídlících v evropských zemích s investičním kreditním ratingem s výjimkou Aaa ratingu.⁵ Uvažovány jsou tak veřejně obchodované společnosti sídlící v evropských zemích s ratingem Aa1 až Baa3. Následující mapa znázorňuje geografii uvažovaných veřejně obchodovaných společností.

Obr. 10: Geografie veřejně obchodovaných společností uvažovaných ve výpočtu rizikové prémie kapitálového trhu



Z výpočtu jsou vyloučeny společnosti, pro které nejsou dostupné potřebné údaje pro výpočet implikované rizikové prémie kapitálového trhu (např. tržní cena akcie k datu výpočtu, potřebné predikce a další položky vstupující do výpočtu volných peněžních toků), a společnosti, pro které nelze sestavit smysluplné plánované peněžní toky (např. společnosti, které mají v posledním roce projekci záporný zisk). Aby nebyla výsledná hodnota zkreslena jednotlivými společnostmi, jejichž implikovaná riziková prémie dosahuje nesmyslných hodnot, jsou vyloučeny rovněž společnosti, u nichž výsledná implikovaná riziková prémie kapitálového trhu dosahuje záporných hodnot či hodnot vyšších než 20 %.

5 Metodologie ratingu dle ratingové agentury Moody's.

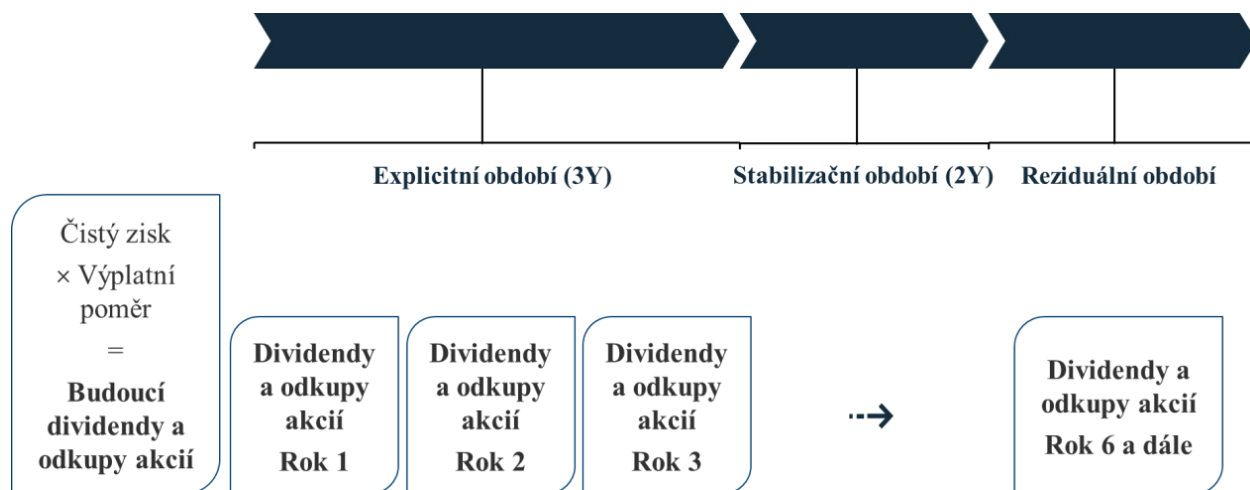
Krok 2: Stanovení očekávaných budoucích peněžních toků pro každou společnost

Očekávané budoucí peněžní toky jsou odvozeny z predikcí analytiků zveřejněných na platformě LSEG Workspace, jež obsahuje data z databáze I/B/E/S. Protože se v maximální možné míře snažíme reflektovat obvyklý pohled investora používajícího pro vyhodnocení své investice model diskontovaných peněžních toků (*DCF*), jsou peněžní toky všech společností kromě společností z finančního sektoru modelovány s použitím modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu (*FCFE*). Pro společnosti z finančního sektoru jsou peněžní toky modelovány s použitím dividendového diskontního modelu (*DD*). Budoucí peněžní toky v dividendovém diskontním modelu představují součet diskontovaných budoucích dividend a zpětných odkupů akcií. Budoucí peněžní toky v modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu představují součet diskontovaných volných peněžních toků spočtených jako čisté zisky minus čisté investice do dlouhodobého majetku minus investice do pracovního kapitálu plus čisté čerpání dluhu.

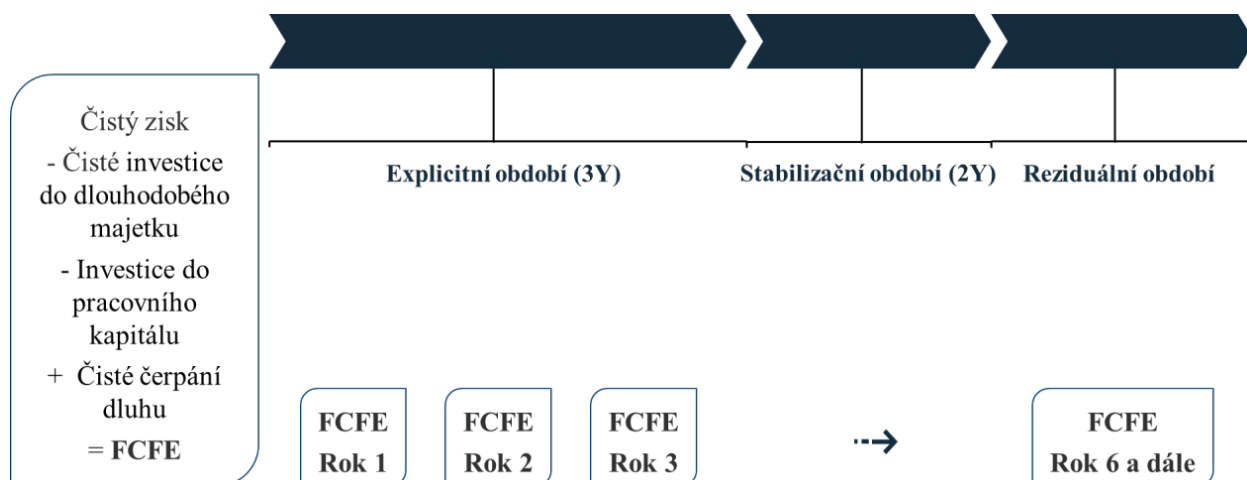
V dividendovém diskontním modelu i v modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu jsou očekávané budoucí peněžní toky modelovány ve třech fázích:

- explicitní období (3 roky), ve kterém jsou využity predikce analytiků (pokud jsou k dispozici),
- stabilizační období (2 roky) a
- reziduální období, ve kterém je aplikován Gordonův vzorec uvažující stabilní růst na úrovni dlouhodobé inflace.

Obr. 11: Stanovení očekávaných budoucích peněžních toků v dividendovém diskontním modelu (*DD*)



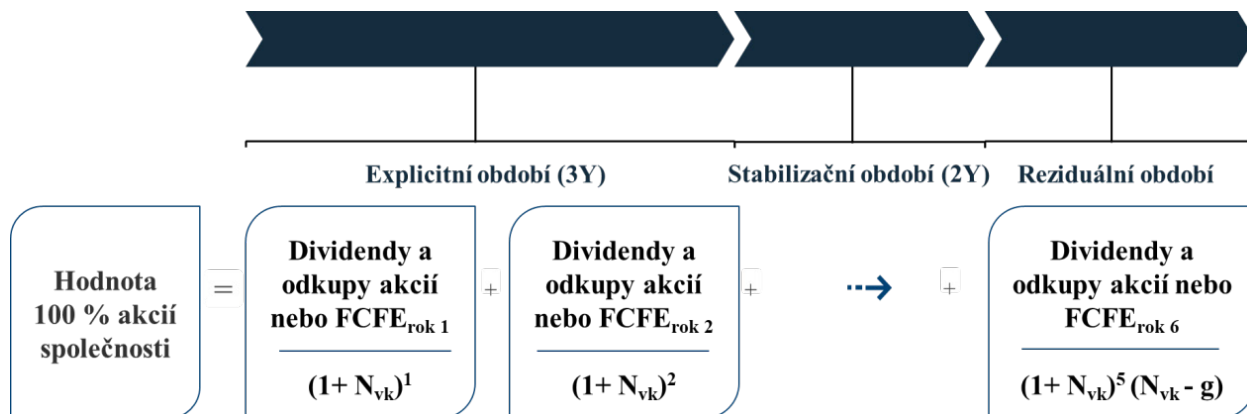
Obr. 12: Stanovení očekávaných budoucích peněžních toků v modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu (FCFE)



Krok 3: Výpočet implikované rizikové prémie kapitálového trhu pro každou společnost

Výpočet implikované rizikové prémie kapitálového trhu je proveden v souladu s výše uvedeným teoretickým rámcem, kdy je hodnota 100 % akcií společnosti⁶ (nebo akciového indexu) postavena do rovnosti s očekávanými diskontovanými dividendami či peněžními toky připadajícími na tyto akcie (či index). V takové rovnici je jedinou neznámou implikovaná diskontní míra (náklady vlastního kapitálu).

Obr. 13: Ilustrativní výpočet implikovaných nákladů vlastního kapitálu⁷



6 V dividendovém diskontním modelu představuje hodnota 100 % akcií společnosti tržní kapitalizaci společnosti, v modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu je hodnota 100 % akcií společnosti rovna součtu tržní kapitalizace a hodnoty prioritních akcií společnosti.

7 Přesná délka diskontního období se liší pro každou společnost v závislosti na jejím fiskálním roku a na měsíci, kdy je prováděn výpočet. Příklad diskontování uvedený ve schématu je proto pouze ilustrativní.

N_{vk} ... náklady vlastního kapitálu

g ... dlouhodobý růst uvažovaný v reziduálním období

Po vypočtení implikovaných nákladů vlastního kapitálu konkrétní společnosti lze následně stanovit implikovanou rizikovou premii kapitálového trhu pro tuto společnost, a to jako rozdíl implikovaných nákladů vlastního kapitálu a výnosu lokálních státních dluhopisů. Pro účely odhadu rizikové premie kapitálového trhu jsou použity státní dluhopisy země, ve které daná společnost sídlí, s tenorem 10 let.

Krok 4: Stanovení rizikové premie kapitálového trhu

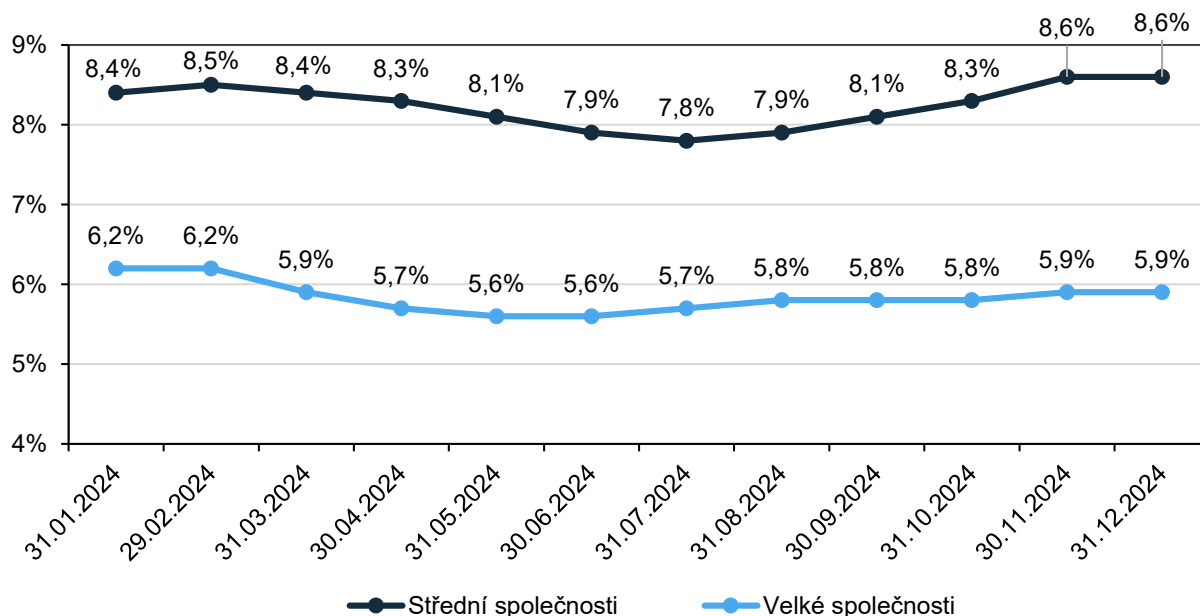
Odhad rizikové premie kapitálového trhu je proveden tzv. *bottom-up* přístupem, tedy je stanoven na základě odhadů rizikových premií jednotlivých společností. V našem přístupu jsou všechny společnosti, pro něž je možné provést výpočet rizikové premie a pro něž riziková premie dosahuje smysluplných hodnot, seřazeny dle tržní kapitalizace a rozděleny do dvou početně stejně velkých skupin. Je tak vytvořena skupina velkých společností a skupina středních společností.

Pro každou z těchto skupin je spočtena tržně vážená riziková premie kapitálového trhu. Výsledná riziková premie kapitálového trhu je pro každou ze skupin společností spočtena jako aritmetický průměr rizikových premií kapitálového trhu spočtených za období posledních 3 měsíců (např. riziková premie k 31. prosinci 2024 je vypočtena jako průměr rizikových premií vypočtených k 31. říjnu, 30. listopadu a 31. prosinci 2024).

Výsledky odhadů rizikové premie kapitálového trhu pro společnosti v České republice a rizikově srovnatelných evropských zemích

Výsledné výše rizikových premií kapitálového trhu pro výše popsané dvě skupiny evropských společností – skupinu velkých společností a skupinu středních společností – jsou pravidelně měsíčně zveřejňovány na stránkách European Valuation Institute (www.evalin.org).

Obr. 14: Odhady rizikové premie kapitálového trhu pro skupiny velkých a středních společností



K 31. prosinci 2024 je celkový počet společností, ze kterých jsou provedeny odhady rizikové prémie kapitálového trhu obou skupin společností, zhruba 1 100. Následující tabulka uvádí nejmenší, největší a průměrné tržní kapitalizace daných skupin společností. S ohledem na velikost společností v obou skupinách a obvyklou velikost českých oceňovaných společností, bude pravděpodobně v české praxi využívanější odhad rizikové prémie pro skupinu středních společností.

Parametry veřejně obchodovaných společností vstupujících do odhadu rizikové prémie kapitálového trhu k 31. prosinci 2024

Parametr	Střední společnosti	Velké společnosti
Tržní kapitalizace nejmenší společnosti	4 mil. EUR	1 081 mil. EUR
Tržní kapitalizace největší společnosti	1 081 mil. EUR	317 461 mil. EUR
Průměrná tržní kapitalizace	358 mil. EUR	15 308 mil. EUR

Závěr

S ohledem na strukturální změny na akciových trzích je stále důležitější pečlivě vybírat vhodná zdrojová data. V tomto článku jsme se proto zaměřili na výzvy, kterým čelí oceňovatel při odhadu rizikové prémie kapitálového trhu pro ocenění české společnosti. Použití dat z amerického akciového indexu dnes naráží na několik problémů, jako je dominantní vliv technologických společností a vysoká koncentrace trhu, stejně jako odlišná očekávání růstu a preference investorů. Výpočet rizikové prémie pomocí *top-down* přístupu může být dále zkreslen specifiky jednotlivých společností, aktuálností dat či nesouladem při zohlednění rizika země.

V druhé části článku jsme představili výpočet rizikové prémie kapitálového trhu, který je určen pro české společnosti a firmy z rizikově srovnatelných evropských zemí. Tento výpočet je prováděn *bottom-up* přístupem a aktualizován na měsíční bázi, přičemž reflektuje výše zmíněné výzvy, které je třeba zvážit při ocenění českých společností. Odhad je založen na datech evropských veřejně obchodovaných firem se stabilním investičním ratingem (s výjimkou Aaa ratingu). Při výpočtu jsou použity predikce analytiků zveřejněné na platformě LSEG Workspace. Abychom co nejvíce přiblížili náš přístup běžným investičním modelům, které se opírají o diskontované peněžní toky (*DCF*), jsou peněžní toky všech společností kromě finančního sektoru modelovány pomocí modelu diskontovaných volných peněžních toků vlastního kapitálu (*FCFE*). Pro společnosti z finančního sektoru využíváme dividendový diskontní model (*DD*). Implikovaná riziková prémie kapitálového trhu je určena jako rozdíl mezi implikovanými náklady vlastního kapitálu a výnosem lokálních státních dluhopisů. Společnosti jsou rozděleny do dvou skupin podle tržní kapitalizace, čímž vzniká skupina velkých a skupina středních společností. Pro každou z těchto skupin je spočítána tržně vážená riziková prémie kapitálového trhu. Výsledný odhad je průměrem rizikových premií za poslední tři měsíce.

Představený výpočet eliminuje identifikované klíčové problémy s nevhodným výběrem zdrojových dat, vysokou koncentrací trhu a odlišnými očekáváními a požadavky investorů při investicích do akcií mimo Evropu. Zároveň minimalizuje dopad případných specifik jednotlivých společností či neaktuálnosti dat. Vzhledem k tomu, že výpočet vychází z cen akcií obchodovaných

v zemích s podobným rizikem jako je Česká republika, zahrnuje výsledná riziková premie tržně oceněné riziko země, které investoři přirozeně zohledňují ve svém nacenění akcií. Výpočet navíc poskytuje i samostatný odhad pro středně velké společnosti s tržní kapitalizací v rozmezí zhruba 100 mil. Kč až 27 mld. Kč (4 mil. EUR až 1 081 mil. EUR). Při použití této premie pro ocenění středně velké české společnosti není nutné používat dodatečné premie, např. za riziko země či velikost společnosti. Lze tak použít původní CAPM model, kde jsou náklady vlastního kapitálu funkcí pouze bezrizikové úrokové míry, rizikové premie kapitálového trhu a koeficientu beta. Měsíční odhady vypočtené rizikové premie kapitálového trhu jsou a budou pravidelně zveřejňovány na stránkách European Valuation Institute (www.evalin.org).

Literatura:

- [1] Internetové stránky prof. Aswatha Damodarana, dostupné na: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [2] Internetové stránky European Valuation Institute, dostupné na: <https://www.evalin.org/data-odhad-vlastniho-kapitalu>.
- [3] Kapp, D. – Kristiansen, K. (2021): Euro area equity risk premia and monetary policy: a longer-term perspective. Evropská centrální banka, 2021, Working Paper Series, č. 2535.
- [4] Internetové stránky expertní skupiny Fenebris, dostupné na: <http://www.market-risk-premia.com/us.html>.
- [5] Internetové stránky KPMG, dostupné na: <https://kpmg.com/nl/en/home/topics/equity-market-risk-premium.html>.
- [6] Internetové stránky Rabel & Partner, dostupné na: <https://www.rabelpartner.at/en/focal-points/company-valuation/>.
- [7] Internetové stránky ValueTrust, dostupné na: <https://www.value-trust.com/en/news-publications/#studies-presentations>.
- [8] Fišer, R. (2023): Přístupy k odhadu implikovaných nákladů vlastního kapitálu. Oceňování, 2023, roč. 16, č. 1–2, s. 3–26.

Výpočet rizikové premie kapitálového trhu na základě evropských dat

Jan Marek

Abstrakt

Článek se věnuje odhadu rizikové premie kapitálového trhu pro ocenění společností v České republice a rizikově srovnatelných evropských zemích. Upozorňuje na klíčové výzvy při použití tradičních zdrojů dat, zejména z amerického trhu, které mohou vést ke zkreslení výsledků. Článek představuje vlastní výpočet implikované rizikové premie založený na aktuálních datech evropských společností s podobným rizikovým profilem. Tento výpočet, prováděný *bottom-up* přístupem, odstraňuje potřebu dodatečných přírážek za riziko země a velikost společnosti. Odhady implikované rizikové premie pro skupinu velkých a středních společností jsou pravidelně aktualizovány a zveřejňovány na stránkách European Valuation Institute (www.evalin.org).

Klíčová slova: Diskontní míra; Náklady vlastního kapitálu; Riziková prémie kapitálového trhu; Implikovaná riziková prémie kapitálového trhu; Ocenění podniku.

The equity risk premium calculation based on European data

Abstract

The article focuses on estimating the equity risk premium when valuing companies located in the Czech Republic and other European countries with comparable risk profiles. It highlights key challenges associated with traditional data sources, particularly from the U.S. market, which may lead to distorted estimates. The article presents a calculation of the implied equity risk premium based on current data from European companies with similar risk characteristics. This calculation, performed using the *bottom-up* approach, eliminates the need for additional premiums for country risk and company size. Estimates of the implied equity risk premium for large and mid-sized companies are regularly updated and published on the European Valuation Institute website (www.evalin.org).

Key words: Discount rate; Cost of equity; Equity risk premium; Implied equity risk premium; Company valuation.

JEL classification: G12, G32