

Úvod do finančního řízení

Seminář 2

Otázka 1 Uveďte zda se jedná o finanční nebo reálná aktiva:

- patent
- akcie společnosti Apple
- stroj na výrobu kovových součástek
- zlato
- FedEx ve své úspěšné reklamní kampani přesvědčil potenciální zákazníky, že dokáže doručit zásilky rychle a spolehlivě
- směnka
- goodwill
- zůstatek na běžném účtu

Řešení:

- patent (reálné, nehmotné)
- akcie společnosti Apple (finanční, hmotné)
- stroj na výrobu kovových součástek (reálné, hmotné)
- zlato (finanční nebo reálné, záleží na předmětu podnikátní firmy, hmotné)
- FedEx ve své úspěšné reklamní kampani přesvědčil potenciální zákazníky, že dokáže doručit zásilky rychle a spolehlivě (reálné, nehmotné)
- směnka (finanční, hmotné)
- goodwill (reálné, nehmotné)
- zůstatek na běžném účtu (finanční, nehmotné)

Otázka 2 Jaké jsou dva základní typy rozhodování, které řeší finanční řízení? Uveďte příklady.

Řešení:

- Kapitálové rozpočtování - rozhodování o tom, kam investovat, např. zda rozšířit výrobní závod
- Způsob financování (kapitálová struktura) – jak získat prostředky na investice a rozvoje firmy, dluhové financování, emise akcií atd.

Otázka 3 Rozhodujete se o plánování vaší budoucí spotřeby. V současné době nepotřebujete více peněz pro svou vlastní spotřebu, ale budete čelit nákladům na školné v roce 2030. Měli byste se vyhnout investicím do akcií, které vyplácejí vysoké dividendy? Vaši odpověď zdůvodněte.

Řešení: Není žádný důvod vyhýbat se dividendovým akciím. Hlavní otázkou zůstává očekávaný zisk a riziko investice. Pokud vybraná akcie vyplácí vysoké dividendy, vždy je možnost reinvestovat získané prostředky do stejné nebo jiné investice. Výplata dividend neovlivní schopnost naplánovat budoucí spotřebu investovaných prostředků na plánované školné.

Otázka 4 Proč finanční manažer zohledňuje náklady příležitosti kapitálu? Jak určíte náklady příležitosti kapitálu pro bezpečnou investici?

Řešení: Finanční manažer bude zvyšovat hodnotu firmy pouze v případě, že bude vybírat jen investice s vyšším výnosem než jsou náklady příležitosti kapitálu. Pokud budou investice dosahovat nižších výnosů než je tato sazba, tak investoři začnou prodávat akcie a investovat jinde. Cena akcií dané společnosti tak poklesne.

Pro určení nákladů příležitosti bezpečné investice se lze dívat na nějaké bezpečné státní dluhopisy odpovídající doby splatnosti.

Otázka 5 Firma ABC má příležitost začít nový projekt, pro který bude potřebovat nakoupit palladium za cenu \$100 000. Tato investice přinese následující dodatečné příjmy ve výši \$112 000. Očekávaný zisk z této investice je tedy 12%. Palladium se obchoduje na komoditní burze a finanční ředitel firmy ABC na základě své analýzy odhaduje, že investoři na trhu drahých kovů mohou příští rok dosáhnout zisku 15%. Jaké jsou náklady příležitosti kapitálu? Je uvedená investice pro firmu ABC vhodná? Odpověď zdůvodněte.

Řešení: Protože investor může očekávat 15% zisk z ostatních investic na trhu palladia, firma ABC by tuto hodnotu měla považovat za náklady příležitosti kapitálu k plánované investici. I když by byla plánovaná investice zisková, očekávaný profit je pouze 12%. Firma by tedy neměla do tohoto projektu investovat, když investoři mohou se **srovnatelným rizikem** sami dosáhnout vyššího zisku. Pokud neuvažujeme, že riziko z obou příležitostí je srovnatelné, pak se odpověď může lišit.

Otázka 6 Jaký je rozdíl mezi kapitálovým rozpočtováním (capital budgeting) a kapitálovou strukturou (capital structure)?

Řešení: Oba pojmy souvisí s dlouhodobým plánováním firmy. Kapitálové rozpočtování řeší, do jakých reálných aktiv investovat. Kapitálová struktura je důležitá pro dlouhodobé financování těchto investic a snaží se vybrat nejvhodnější kombinaci dluhového financování, financování z vlastních zdrojů a případně emise akcií.

Otázka 7 Co je to akciová společnost? Jaké další druhy vlastnických struktur znáte?

Řešení: Je to právnická osoba, jejíž základní jmění je rozvrženo na určitý počet akcií o určité jmenovité (nominální) hodnotě. Společnost ručí za své závazky celým svým majetkem. Akcionář neručí za závazky společnosti. Jediné, co akcionář riskuje svým vstupem do a. s. je ztráta hodnoty akcií.

Další typy firem (obchodních společností): veřejná obchodní společnost, komanditní obchodní společnost, společnost s ručením omezeným, akciová společnost

Otázka 8 Jaké jsou výhody a nevýhody akciové společnosti?

Řešení: Hlavní výhodou je oddělení managementu a vlastníků. Firma tak dokáže plynule existovat, i když se mění vlastníci nebo management. Další výhodou může být i omezené ručení akcionářů. Společnost má také přístup na kapitálové trhy. Nevýhodou může být dvojí zdanění, kdy jsou zdaněny příjmy společnosti a pak ještě případné dividendy. Mohou vznikat také velké náklady na administrativu (hlavně u menších korporací).

Otázka 9 Jaké jsou výhody a nevýhody ostatních typů firem?

Řešení: Nevýhodou může být u některých typů neomezená odpovědnost, omezená životnost firmy, potíže s převodem vlastnictví, obtížné získávání kapitálových fondů. Mezi výhody lze obecně zařadit jednodušší založení a administrativa, menší regulace, vlastníci jsou také správci, někdy jsou sazby daně lepší než sazby daně z příjmu právnických osob.

Otázka 10 Jaký by měl být hlavní cíl firem a jejich managementu?

Řešení: Maximalizovat fundamentální hodnotu (fundamentální cenu akcie) vlastního kapitálu společnosti (ať už je veřejně obchodovatelný či nikoli)

Otázka 11 Jak se změní cíl firmy pokud budeme uvažovat neziskovou organizaci?

Řešení: Tyto organizace často sledují různé sociální cíle, takže si lze představit mnoho různých cílů. Jedním z často uváděných cílů je minimalizace výnosů; tj. poskytovat jakékoli zboží a služby nabízené společností za nejnižší možné náklady. Lepším přístupem by mohlo být zjištění, že i nezisková společnost má vlastní kapitál. Jednou z odpovědí tedy je, že vhodným cílem je maximalizovat hodnotu vlastního kapitálu.

Otázka 12 Vysvětlete, proč následující cíle nemusí být pro firmu vhodné: a) zvýšení tržního podílu b) minimalizace nákladů c) nabízet nižší cenu než konkurence d) zvýšit zisk

Řešení: a) Zvýšení podílu na trhu může být nevhodným cílem, pokud vyžaduje snížení cen do takové míry, že by to mohlo firmu finančně poškodit. Zvýšení podílu na trhu může být součástí dobře odůvodněné strategie, měli byste si však vždy pamatovat, že podíl na trhu není cílem sám o sobě. Majitelé firmy chtějí, aby manažeři dlouhodobě maximalizovali hodnotu jejich investice do dané firmy.

b) Minimalizace nákladů může být také v rozporu s cílem maximalizace hodnoty. Předpokládejme například, že firma obdrží velkou objednávku na produkt. Firma by měla být ochotna platit mzdy za přesčasy a nést další náklady za splnění objednávky, pokud může prodat další produkt za cenu vyšší, než jsou tyto náklady. I když se náklady na jednotku výstupu zvyšují, pro firmu to stále může být výhodné, pokud souhlasí s vyplněním objednávky.

c) Politika nabízení nižších cen než jakákoliv konkurence může vést firmu k prodeji zboží za cenu nižší, než je cena, která by maximalizovala její hodnotu. V některých situacích může mít tato strategie opět smysl, ale neměl by to být konečný cíl firmy.

d) Zvyšování zisku je špatně definovaný cíl firmy minimálně ze tří důvodů:

(i) Pomocí účetnictví lze ovlivnit zisk v jednom roce na úkor druhého roku. Například odepsání špatné investice může snížit letošní zisky, ale zvýšit zisky v budoucích letech. Zisky kterého roku by měly být maximalizovány?

ii) Firma může nadměrně investovat, což sice zvyšuje zisky, ale návratnost není dostatečně vysoká, aby danou investici obhájila z hlediska maximalizace hodnoty firmy (moc vysoké náklady příležitosti kapitálu). Více investic tedy může zvyšovat zisky, ale současně snižovat cenu akcie.

(iii) Zisk může být ovlivněn nastavením účetních pravidel ve firmě. Stejně rozhodnutí může zvýšit nebo snížit zisk s ohledem na způsob účtování.

Otázka 13 Firmy jsou někdy kritizovány, že upřednostňují zisk v krátkodobém horizontu oproti dlouhodobé výkonnosti. Bude tento problém platit také pro firmu, která má za cíl maximalizovat fundamentální hodnotu svých akcií? Zdůvodněte.

Řešení: Zisk odráží výkon firmy pouze v aktuálním roce. Proto snaha o maximalizaci zisku bude mít tendenci preferovat rozhodnutí, která ovlivní firmu hlavně v krátkém období. Na druhou stranu cena akcií odráží hodnotu

současných i budoucích peněžních toků, které akcionáři obdrží. Proto snaha o maximalizaci ceny akcií musí brát v úvahu také dlouhodobý horizont (důležitý je ten dlouhodobý horizont, maximalizace tržní ceny akcií v krátkém období nemusí být ideální).

Otázka 14 Uveďte příklad činnosti firmy, která může zvýšit krátkodobé zisky, ale současně sníží cenu akcií a hodnotu firmy.

Řešení: Firma by mohla dramaticky snížit počet zaměstnanců, což by mohlo v krátkém období snížit náklady a zvýšit zisky. Z dlouhodobého hlediska by však firma nemusela být schopna dostatečně plnit své zakázky a také by mohla snížit morálku zaměstnanců. Pokud by se tak stalo, budoucí zisky se sníží a cena akcií také poklesne (investoři budou očekávat možné problémy).

Podobně může firma krátkodobě zvýšit zisky použitím méně kvalitních materiálů, i když to snižuje kvalitu produktu. Jakmile si toho zákazníci všimnou, poklesne prodej a sníží se budoucí zisky. Cena akcií klesne.

Z těchto příkladů vyplývá, že ceny akcií odrážejí nejen současnou, ale i budoucí očekávanou ziskovost firmy. Proto by firma maximalizující svoji hodnotu neměla upřednostnit vyšší krátkodobé zisky před dlouhodobou výkonností.

Otázka 15 Jsou následující rozhodnutí firmy v souladu s maximalizací hodnoty firmy v dlouhém období? a) Firma snížila dividendy a rozhodla se více reinvestovat. b) Firma koupila soukromé letadlo pro svoje své vedoucí pracovníky. c) Firma chce těžit ropu v odlehlém pralese. Šance najít ropu je pouze 1:5.

Řešení: a) Snížení dividend umožňující vyšší reinvestice může být v souladu s maximalizací současné tržní hodnoty. Pokud má firma atraktivní investiční příležitosti a chce ušetřit výdaje spojené s vydáváním nových akcií veřejnosti, pak by mohlo mít smysl snížit dividendu, aby se uvolnil kapitál pro další investice.

b) Podnikové letadlo by muselo generovat výhody převyšující jeho náklady, aby mohlo být považováno za investici zvyšující cenu akcií. Mezi tyto výhody mohou patřit časové úspory pro vedoucí pracovníky a větší pohodlí a flexibilita při cestování.

c) I když má zamýšlená investice nízkou pravděpodobnost na úspěch, může být dobrou volbou. Pokud je potenciální zisk při úspěchu dostatečně vysoký může být šance 1:5 přijatelná.

Otázka 16 Může náš cíl maximalizovat hodnotu firmy kolidovat s jinými cíli, jako třeba vyhnout se neetickému nebo nezákonnému chování? Myslíte, že do cíle maximalizace hodnoty firmy spadají také témata jako bezpečnost zákazníků a zaměstnanců, životní prostředí a obecné blaho společnosti, nebo jsou v zásadě ignorována? Přemýšlejte o některých konkrétních scénářích, která ilustrují vaši odpověď.

Řešení: Argument lze učinit oběma způsoby. V jednom extrému bychom mohli tvrdit, že v tržní ekonomice jsou všechny tyto věci obsaženy v cenách zboží a služeb. Takže optimální úroveň etického chování a všech dalších zmíněných věcí je již obsažena ve způsobu ocenění akcií, cenách produktů atd.

Na druhou stranu lze argumentovat, že tyto ne-ekonomické jevy jsou lépe regulovatelné právním rámcem. Například firma zjistila, že může zvýšit bezpečnost jednoho z jejích produktů, ale bude to vyžadovat investici 30 milionů dolarů. Celková návratnost z této investice je však pouze 20 milionů. Co by měla firma udělat?

Otázka 17 Co znamená problém zastoupení?

Řešení: Náklady na problém zastoupení jsou způsobeny střety zájmů mezi manažery a akcionáři (vlastníky firmy). Ve většině velkých korporací si vlastníci najímají manažery, aby jednali jejich jménem a v jejich zájmu. Je však nereálné se domnívat, že kroky manažerů budou vždy v nejlepším zájmu vlastníků.

Otázka 18 Popište náklady problému zastoupení (agency problem) a 3 příklady kdy management nejedná v zájmu akcionáře.

Řešení: Manažer může mít nepřiměřenou averzi k riziku a bude ochoten více riskovat, než je v zájmu akcionáře. Manažer se snaží za každou cenu zvýšit tržní podíl firmy a ovládnout trh. Může se snažit dosáhnout nepřiměřeného zisku nebo si vyplácet vysoké odměny.

Otázka 19 Jakým způsobem lze předcházet problému zastoupení?

Řešení: Korporace používají četná ujednání ve snaze zajistit, aby jednání manažerů byla v souladu s cílem akcionářů. Náklady lze zmírnit také pomocí vhodného nastavení odměňování manažerů navázaného na výkonnost firmy nebo vytvořením konkurenčního prostředí, ve kterém mohou být manažeři snadno nahrazeni.

Otázka 20 Který z následujících způsobů odměňování nejlépe sladí zájmy manažerů a akcionářů? a) Fixní plat b) Plat navázaný na zisk firmy c) Plat, který je částečně vyplácen v akciích firmy

Řešení: a) Fixní plat znamená, že je (alespoň v krátkodobém horizontu) nezávislý na úspěchu firmy.

b) Mzda spojená se zisky spojuje odměnu zaměstnance s tímto měřítkem úspěchu firmy. Zisky však nejsou zcela spolehlivým způsobem, jak měřit úspěch firmy. Zisky podléhají odlišným účetním pravidlům a odrážejí spíše situaci v aktuálním roce než dlouhodobé vyhlídky společnosti.

c) Mzda, která se vyplácí částečně ve formě akcií společnosti znamená, že manažer vydělává nejvíce, když je maximalizováno bohatství akcionářů. Tato varianta se tedy jeví jako nejlepší. Možnost použít také třeba opce nebo warranty na dané akcie, aby se lépe zajistila maximalizace jejich hodnoty v dlouhém období.

Otázka 21 Jaké výhody a nevýhody může mít systém odměňování manažerů založený pouze na výkonu firmy?

Řešení: Zatímco plán odměňování, který závisí pouze na výkonu firmy, by motivoval manažery tvrdě pracovat, zároveň by je zatěžoval značným osobním rizikem spojeným s výkonem firmy. To by bylo pro manažery neatraktivní a mohlo by to vyvolat nadměrnou opatrnost při hodnocení obchodních příležitostí. Na druhou stranu to může způsobit i vysokou ochotu riskovat a snažit se dosáhnout na nejvyšší možnou odměnu.

Otázka 22 Pokud jsou akcie firmy drženy velkým množstvím akcionářů, nemusí se akcionářům vyplatit vynakládat čas na podrobné monitorování výkonu manažerů a případnou snahu je nahradit. Zdůvodněte proč? Myslíte si, že banka, která firmě půjčila velké množství peněz bude ve stejné situaci?

Řešení: I kdyby akcionář mohl sledovat a ovlivňovat výkon manažerů, a tím zvyšovat hodnotu firmy, výplata by pro něj byla malá, protože vlastnický podíl ve velké korporaci je velmi malý. Pokud například vlastníte 10 000 USD akcií GM a můžete zvýšit hodnotu firmy o 5 procent, což je velmi ambiciózní cíl, získáte pouze: $(0,05 * 10,000) = \$500$.

Naproti tomu banka, která poskytla firmě úvěr v hodnotě několika milionů dolarů, má větší motivaci kontrolovat firmu, aby úvěr zvládala splácet. Je zřejmé, že banka stojí za to vynaložit značné prostředky na monitorování firmy.

Otázka 23 Představte si, že jste vlastníkem akcie společnosti, jejíž aktuální cena je \$25. Jiná firma oznámila, že všem zaplatí za tyto akcie \$35, protože chce získat celý vlastnický podíl a převzít firmu. Management vaší společnosti začne proti tomuto rozhodnutí bojovat a bude se tomu snažit zabránit. Je uvedené jednání managementu v zájmu akcionářů? Zdůvodněte.

Řešení: Cílem managementu by mělo být maximalizovat fundamentální cenu akcií pro současné akcionáře. Pokud se vedení domnívá, že dokáže zlepšit ziskovost firmy tak, aby cena akcií překročila \$35, pak by mělo bojovat s

nabídkou od externí společnosti. Pokud se vedení domnívá, že tento uchazeč nebo jiní potenciální uchazeči by byli ochotni zaplatit víc než \$35 za akcii, pak by se také měli snažit o tomuto převzetí firmy zabránit.

Pokud však současné vedení nedokáže zvýšit cenu akcie nad \$35 a ani není na obzoru žádná lepší nabídka, pak nejednají v zájmu akcionářů, když se snaží obchod překazit. Vzhledem k tomu, že současné vedení často v takové situaci přijde o práci, tak může být v jejich zájmu s nabídkou bojovat, i když to jde proti zájmu akcionářů.

Otázka 24 Korporátní vlastnictví se po celém světě liší. Historicky jednotlivci vlastnili většinu akcií ve veřejných korporacích ve Spojených státech. V Německu a Japonsku však většinu akcií ve veřejných korporacích vlastní banky, jiné velké finanční instituce a další společnosti. Ve kterých zemích bude převděpodobně větší problém zastoupení? Proč? V posledních letech se velké finanční instituce, jako jsou podílové fondy a penzijní fondy, stávají dominantními vlastníky akcií ve Spojených státech a tyto instituce se stávají aktivnějšími v oblasti korporátních záležitostí. Jaké jsou důsledky tohoto trendu na problém zastoupení a kontrolu společností?

Řešení: Očekávali bychom, že problém zastoupení bude méně závažný v zemích s relativně malým procentem osobního vlastnictví. Méně individuálních vlastníků by mělo snížit počet různorodých názorů na firemní cíle. Vysoké procento institucionálního vlastnictví může vést k vyšší míře shody mezi vlastníky a manažery ohledně rozhodnutí týkajících se rizikových projektů. Instituce mohou být navíc schopny lépe implementovat účinné monitorovací mechanismy pro manažery než jednotliví vlastníci, a to na základě lepších zdrojů a zkušeností institucí s jejich vlastním vedením. Nárůst institucionálního vlastnictví akcií ve Spojených státech a rostoucí aktivismus těchto velkých skupin akcionářů může vést ke snížení problému zastoupení amerických korporací a efektivnější kontrole.

Otázka 25 Existuje kritika, že nejvyšší manažeři v USA mají moc vysoké platy. Například, v jedné velké korporaci Occidental Petroleum získal manažer Ray Irani (jeden z nejlépe odměňovaných manažerů) 54.4 milionu USD v roce 2007. Celkově si za období 2003-2007 přišel na 550 milionu USD. Je taková odměna nepřiměřená? Bylo by vhodné usilovat o regulaci výše platů manažerů?

Řešení: Kolik je příliš mnoho? Nejjednodušší odpovědí je, že existuje trh pro vedoucí pracovníky stejně jako pro všechny druhy pracovních sil. Plat který dostávají, zajišťuje rovnováhu poptávky a nabídky. Totéž platí například pro sportovce, herce, umělce.

Hlavním důvodem, proč platy předních manažerů vzrostly tak dramaticky, je to, že společnosti stále více přecházejí na platy navázané na výkon akcie. Takový trend je zjevně v souladu se snahou lépe sladit zájmy akcionářů a managementu. V posledních letech však ceny akcií prudce vzrostly a někteří tvrdí, že velká část této odměny je jednoduše způsobena obecně rostoucími cenami akcií, nikoli výkonem manažera. Možná v budoucnu budou odměny a platy navrženy tak, aby odměňovaly pouze růst cen akcií nad rámec obecného zvýšení akcií na trhu.

Otázka 26 Na základě zadané četby vysvětlete následující pojmy: a) short-selling (Měla by se podle vás tato praktika zakázat?), b) corporate raiders (Zhodnoňte výhody a nevýhody této praktiky.), c) tax avoidance (Je tato praktika etická? Lze jí nějak zabránit?)

Řešení: Vše podstatné je uvedeno v zadané četbě.