

Firemní finance pro PH

Přednáška 11

9. EXTERNÍ ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODNIKU

9.1 Charakteristika a struktura

Ve srovnání s interními zdroji (spojené s „vnitřními“ činnostmi podniku) jsou to všechny ostatní zdroje.

Určení:

financování přírůstkem kapitálu \Leftrightarrow rozšíření majetku firmy (**dlouhodobé potřeby**).

Struktura:

a) vklady vlastníků – akcie (kmenové, prioritní)

b) všechny dluhy (zvl. dlouhodobé – nad 5 let) = **NÁVRATNÉ ZDROJE**

- obligace
- bankovní úvěry (finanční)
- dodavatelské úvěry
- zálohy odběratelů
- směnky

} x

= **DLUHOVÉ (NÁVRATNÉ) FINANCOVÁNÍ = FINANCOVÁNÍ Z CIZÍCH ZDROJŮ**

x – i pro financování krátkodobých potřeb

c) všechny dotace

Význam:

- menší část zdrojů (obvykle), zvl. v případě přírůstku investičního majetku
- co do forem rozmanitější než interní zdroje \Leftrightarrow **inovace na kap. trzích**
- spojeno s využíváním cizích zdrojů (dluhové či návratné financování)
- obvykle slouží k financování dlouhodobých potřeb podniku (investice)

9.2 Financování kmenovými akciemi

Specifika:

- cenné papíry s pohyblivým výnosem (právo na výplatu dividend nedefinované výše)
- spojeny s hlasovacím právem
- předkupní právo na nové akcie (zachování původního podílu na majetku)
- reziduální forma vlastnictví (až po uspokojení státu, věřitelů a prior. akciích)
- trvalá forma externího financování (především investic) – NEJSOU SPLATNÉ na rozdíl od obligací a některých prioritních akcií
- třídy kmenových akcií \neq f (hlasovacího práva)
 - USA: třída A – bez hlasovacího práva, resp. s omezenými
 - třída B – s plnohodnotným hlasovacím právem
- ŠTĚPENÍ AKCIÍ = snižování ceny (2:1), často se zvýšením dividendy
- AKCIOVÉ DIVIDENDY, místo dividendy vyplácené v penězích => pokles tržní ceny akcie
- ZPĚTNÝ NÁKUP (odkup) akcií – zadržené akcie
 - v ČR povinný odkup od zaměstnanců, kteří odešli nebo zemřeli
 - snaha o zvýšení tržní ceny atd.

Výhody (výběr):

- pevné závazky na výplatu dividend neexistují => větší flexibilita financování x x POLITIKA STABILIZACE DIVIDEND
- řízení ceny kapitálu (poměr vlastní : cizí)

Nevýhody (výběr) :

- riskantnější než obligace či prioritní akcie \leq vyšší výnosnost
- dividendy nejsou odpočitatelnou položkou => vyšší náklady na získání kapitálu
- relativně vysoké emisní náklady

9.3 Financování prioritními akciemi

Specifika:

- část vlastního kapitálu (stejně jako kmenové akcie)

- priorita před kmenovými akciami při:
- výplatě dividend
- podílu na likvidačním výnosu firmy
- bez hlasovacího práva (s možností výjimky), v ČR do 50% akciového kapitálu
- často s nulovým emisním ážiem \leq menší zájem o tyto akcie
- výnos prioritních akcií může být pohyblivý
- kumulace (meziroční) dividend
- možnost konverze (na kmenové)
- právo (emitenta) na odkup (za stanovenou cenu)
- používáno především (praxe USA) ve:
 - veřejně prospěšných podnicích (daňové zvýhodnění)
 - firmách s vysokou investiční expanzí (bez možnosti využití dluhů a kmenových akcií)
 - velké komerční banky (60. léta)

Výhody:

- stabilita dividend (relativní)
- růst kapitálu, bez omezení vlivu kmenových akcií
- lepší než dluh (při nemožnosti výplaty dividend nastupuje jejich kumulace)
- levnější (než kmenové akcie)

Nevýhody:

- dividendy nejsou odpočitatelná položka => prioritní kapitál dražší než dluh
- relativně stabilní dividendy (i při poklesu zisku)

9.4 Financování obligacemi

Významné v USA, v Evropě méně (v ČR jen 0,2% z celkových dlouhodobých dluhů firem).

Úrokový daňový štít (jako i u jiných úroků):

Daňová úspora – ta část úroku, která dopadá na stát

$$U_{\xi} = U \cdot T$$

daňový koeficient (% / 100)
úrok [Kč]
úrokový daňový štít [Kč]

Příklad:

úvěr = 50 mil. Kč; T = 39%; úroková sazba = 21%

$$U_{\xi} = 0,21 \times 50 \times 39/100 = 10,5 \times 0,39 = \underline{4,095 \text{ mil. Kč}} = \text{daňová úspora}$$



Celkový dopad úroků na podnik = 6,405 mil. Kč

9.4.1 Emise obligací

Obdobně jako u akcií (emise soukromá a veřejná, s a nebo bez zprostředkovatelů)

Soukromá:

- pro menší počet věřitelů (institucionální investoři – banky, pojišťovny, investiční společnosti, penzijní fondy a jiné)
- větší riziko investorů => větší úrok
- levnější emise

- jednodušší dohoda o emisi, více specifická emise

Veřejná:

- určena všem zájemcům
- jménem emitenta => čistý výtěžek emitentovi
- jménem banky => čistý výtěžek bance

Emise jsou regulovány státem (MF a ČNB):

- zájmy drobných investorů
- důvěra drobných investorů v kapitálový trh

Nejvýznamnější faktory pro rozhodování o emisi:

- a) výnos z obligace (úrok)
- b) doba životnosti (dospělosti)
- c) bonita emitenta (rating)

9.4.2 Výnos z obligace

ad a) výnos z obligace

NOMINÁLNÍ VÝNOS = NOM. ÚROKOVÁ SAZBA = KUPONOVÁ SAZBA

- pevná úroková sazba = f (zdanění výnosu, úroky bank a spořitelen)
 - vliv podnikatelského rizika oboru či odvětví
 - vazba na inflaci a zisk (výhody a nevýhody pro emitenta)
- pohyblivá úroková sazba
 - obvykle ve vazbě na diskontní sazbu emisní banky, nebo na míru inflace
- hybridní obligace
 - fixní úroková sazba + prémie a nebo
 - fixní úroková sazba a pohyblivá úroková sazba
- nulové zúročení (cena nižší o diskont = Σ úroků); NE U NÁS
- metody určení (hodnocení) výnosů

- běžné výnosové % (málo přesné, nepřihlíží k reziduální době splatnosti) = ROČNÍ ÚROK : TRŽNÍ CENA
 - výnosové % do doby dospělosti obligace a nebo }
 • výnosové % po dobu držení
- ⇒ ZOHLEDŇUJÍ MIMO ČAS I ÚROKOVÉ PLATBY A ROZDÍL MEZI TRŽNÍ A NOMINÁLNÍ CENOU

Tyto alternativy dávají lepší výsledky než technika běžného výnosového procenta
(roční úrok : tržní cena)

Jsou obdobou techniky IRR:

$$\text{výnosové \%} = \text{úroková sazba, při níž } \Sigma \text{ diskontovaných úroků nominální} = \\ = \text{tržní ceně obligace}$$

9.4.3 Doba životnosti a splácení

ad b) doba životnosti (dospělosti) a způsob splácení

- typická splatnost: USA – 20 – 30 let (cca 10 let – vyšší inflace)
 ČR – 1 – 10 let (podstatně kratší)
- formy (způsob) splacení (umoření)
 - jednorázové splácení
 - úrok se vyplácí pravidelně (ročně, půlročně)
 - emise se splácí jednorázově (po uplynutí životnosti obligace)
 - dílčí splácení (rovnoměrné či nerovnoměrné)
 - splácí se průběžně nominální cena i úrok (nejčastěji anuitním způsobem)

$$A = N \cdot \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

A.....anuitní roční splátka obligace

N.....nominální (umořovací) cena obligace

i.....úroková míra

n.....doba životnosti obligace

- dispozice se získaným kapitálem se tedy průběžně snižuje
- iii umořování s využitím zvláštního fondu (umořovací fond, sinking fond)
- fond se naplňuje postupně (ročně, půlročně) a slouží ke zpětnému odkupu obligací
 - chrání firmu před soustředěním náporu na hotové peníze při jednorázovém splacení
- iv umoření pomocí výpovědi (odvolání)
- splatnost obligací před dobou splatnosti
 - vyšší flexibilita ve splácení dluhopisu (pokles úrokové míry proti úroku)
 - prémie za předčasný výkup (call premium)
- v povinný zpětný odkup nebo konverze
- zpětný odkup – pokud cena poklesne pod stanovenou hranici
 - konverze = výměna za nové obligace nebo akcie

9.4.4 Bonita emitenta

ad c) bonita emitenta

- riziko nákupu obligací / umístění na kapitálovém trhu = f (úvěruschopnosti = **rating**)
- rating = f (zadluženosti a zisku, vč. jeho dlouhodobého trendu – ziskové krytí úroků)

Příklad:

<u>fa</u>	<u>rating</u>	<u>dluhy v celk. kapitálu</u>	<u>zisk.krytí</u>
Johnson&Johnson	Aaa	32,4%	9,09
Campbell Soap	Aa	43,7%	5,11
Coca-Cola	A	60,6%	1,63
Black&Decker	Ba	81,9%	1,27
Fruit of the Loom	B	76%	2,05

- rating a ratingové společnosti

Moody's Investors Services

Aaa	nejvyšší kvalita	B	<u>nežádoucí</u> investice
Aa	vysoká kvalita	Caa	nízká kvalita
A	střední kvalita	Ca	vysoký stupeň spekulace
Baa	střední kvalita	C	nejnižší kvalita
Ba	spekulativní		

- slabší finanční pozice (vysoké zadlužení/nízké výnosy) vedou firmy k emisi obligací s vysokým úrokem – „RIZIKOVÉ“ či „PRAŠIVÉ“ (junk bonds)
Ba a nižší – 80. léta v USA (28%)

9.4.5 Další faktory

ad d) další faktory

i. ručení za obligace (úrok a úmor)

záruka – garantem

- majetkem emitenta

ii. omezující podmínky věřitelů

- minimální úroveň ziskového krytí

- minimální úroveň likvidity

- minimální úroveň dividend atd.

⇒ požadavek na okamžité splácení! ⇒ fin. tíseň emitenta

iii. kurs obligace

- ≡ s nominální cenou (začátek obligace)

- později kolísá okolo diskontovaného součtu úroku a nom. ceny

- kolísání není podstatné (x akcie)

9.5 Význam obligací, výhody a nevýhody

USA: 85 – 90% ext. dlouhodobého kapitálu je tvořen dluhem =

- akciový kapitál a

- dlouhodobé dluhopisy nad 10 let splatnosti = OBLIGACE

Dlouhodobé bankovní úvěry (nad 10 let) výjimečné

Obligace konvertují krátkodobé úvěry (vč. revolvingu) na dlouhodobý dluh

Výhody obligací:

- pevně stanovený úrok (pákový efekt)

- úrok = daňově uznatelný náklad => vznik ÚROKOVÉHO DAŇOVÉHO ŠTÍTU

- úrok < dividenda (kmenová)
- zůstává stávající kontrola vlastníků
- flexibilita kapitálové struktury

Nevýhody obligací:

- pevně stanovený úrok (i splátky)
- růst zadluženosti => růst nákladů na kapitál
- emisní náklady (x úvěr)
- omezující podmínky

⇒ **Vhodné jen pro některé firmy**

9.4.6 Refundace (výměna) obligací

Výměna (refundace):

- a) splacení před lhůtou splatnosti
- b) nová emise (s nižším úrokem)

Ekonomická výhodnost refundačních operací:

- i. vyčíslení nákladů
 - prémie za výpověď
 - náklady nové emise
- ii. vyčíslení přínosů
 - ze snížení úrokových sazeb
 - z okamžitého odepsání emisních nákladů staré emise
- iii. stanovení NVP refundační operace jako rozdílu
 - aktualizované příjmy
 - mínus
 - aktualizované výdaje

9.5 Financování dlouhodobými úvěry

9.5.1 Kategorie / terminologie

V Evropě (vč. ČR) a Japonsku převládají v návratném financování investic středně- a dlouhodobé úvěry.

Dlouhodobé úvěry (ČR) – více než 1 rok.

Střednědobé – zpravidla 1 – 5 let.

Formy dlouhodobého úvěru:

- a) bankovní (finanční) úvěr, poskytovaný
 - komerčními bankami
 - pojišťovny
 - penzijními fondy atd.
 - b) dodavatelský úvěr
 - zpravidla pro dodávky fixního majetku
 - c) dlouhodobé zálohy od odběratelů
 - typické zejména pro stavebnictví (příklad na teritoriální specifika ČR x SRN)
 - d) vydané dlouhodobé směnky
-

Zobrazení návratných (dlouhodobých) zdrojů financování v ČR bilancích:

- i) dlouhodobé závazky
 - emitované dluhopisy
 - dlouhodobě přijaté zálohy
 - dlouhodobé směnky
 - ii) bankovní úvěry dlouhodobé
-

9.5.2 Dlouhodobý bankovní úvěr

- a) Poskytují:
 - banky, eventuelně

- jiné finanční instituce (pojišťovny, penzijní fondy atd.)

b) V podobě:

- termínované půjčky (investiční úvěry)
- hypotekární úvěr

i) termínované půjčky (určení)

- investiční úvěry převažují, ale i jako
- úvěry na trvalé rozšíření oběžného majetku (hlavně ZÁSOB), případně
- na pořízení NIM (licence), či na
- několikaleté rozlišování nákladů příštích období (povrchová skrývka v dolech) a nebo na
- nákup dlouhodobých cenných papírů

Specifika termínových půjček

- často anuitní splátky, v nichž
 - klesá podíl úroku a
 - stoupá podíl úmoru
- pevná úroková sazba $x f$ (prime rate) = pohyblivá úroková sazba
 - úrok > než z krátkodobých (riziko)
 - dtto ve srovnání s obligacemi
 - úrok z velkých úvěrů < než z malých (stejně fixní náklady a jiné důvody)
- podílová účast (termínované půjčky) na investici
 - u vysoce úvěruschopných firem do výše 100%
 - jinak nižší => **spoluúčast interních zdrojů!**
- závěrečné podmínky
 - záruka osobním pojištěním (závazek třetí osoby – holding, stát, banka, jiný podnik)
 - záruka reálná (dlužník předává bance zástavy
 - movité
 - nemovité)
- ochranná jednání (zvyšují účinnost záruk)
 - pozitivního typu – pojištění, fin. řízení
 - negativní – bez souhlasu banky nemožné aktivity (poskytování majetku jako záruky atd.)

- restriktivní – limity (mezd, dividend, dalších úvěrů).
- podmínky pro případ neplnění závazků (okamžité pro případ neplnění půjčky - **výjimečně**)

ii) hypotekární úvěr

- proti zástavě
 - pozemkového a bytového majetku
 - průmyslového majetku

Refinancováno emisí HYPOTEČNÍCH ZÁSTAVNÍCH LISTŮ (v ČR do výše 60% ceny zastavené nemovitosti – dnes již překonaný standard)

- obvykle pověří podnik banku správou hypotéky (vč. vyplácení úroků a nominální hodnoty zástavních / záložních listů)

Získávání hyp. úvěru

- zdlouhavější a složitější (prokazování vlastnictví)
- v ČR dosud ojedinělé

9.5.3 Dodavatelský úvěr

- cca 20x rozsáhlejší než podnikové obligace, ale podstatně nižší než bankovní úvěry
- objem (část) i splatnost (kratší než životnost dodávané investice)
- častější je refinancování prostřednictvím bankovních úvěrů