

# Výnosy kapitálu

## Aby hotovost neležela ladem

Individuální investory zajímá především kalkulace míry výnosu jejich investovaného kapitálu. Kolik jsem investoval a kolik mi to přinese? Jak dlouho to bude trvat? Jaký bude můj výnos? Naproti tomu podniky, korporace, se dívají na spektrum výsledků, které jim investice přináší, poněkud odlišným způsobem. Z pohledu podniku jsou důležitější ukazatele jako míra využití kapitálu a hotovostních prostředků.

Jak individuální investoři, tak korporace chtějí maximalizovat kapitál, který mají k dispozici, a oba také zajímá rentabilita. Jako investor očekáváte, že váš kapitál bude růst díky zvětšené tržní hodnotě. U korporace je očekávání založeno na zisku, resp. ztrátě, a na tom, jak je výsledku dosaženo. Podnikové hodnocení a posuzování závisí na mnoha aspektech týkajících se zejména: konkurence, udržení nákladů pod kontrolou, identifikace různých produktových a geografických trhů a přesun na tyto trhy, udržování vhodné rovnováhy mezi vlastním kapitálem a debetní kapitalizací (vypůjčené peníze, dlužný kapitál). Korporace má za úkol nastavit a monitorovat tyto aspekty podnikových výnosů – a při tom využívá několik kalkulací, které se podstatně liší od kalkulací používaných individuálními investory.

### ■ Kalkulování výnosu z pohledu korporace

První otázka, kterou se bude analytik korporace zabývat, zní: Jak dobře má společnost uložený svůj kapitál – tak, aby generoval co nejvyšší zisk? Tuto analýzu provádí nejen interní účetní nebo finanční oddělení, ale také externí analytici a poradenské firmy, které radí klientům, zda kupovat akcie dané společnosti nebo nikoliv. Analytik tedy může na základě výborných výnosů jedné společnosti oproti jiné provádět doporučení klientovi.

Nejedná se o stejnou kalkulaci, jako je čistý výnos, která zahrnuje analýzu příjmů, nákladů a výdajů. V jedné z následujících kapitol, která bude věnována fundamentální analýze, najdete kompletní seznam kalkulací pro ohodnocení rentability na úrovni korporace. Nyní se zabýváme otázkou návratnosti kapitálu a jeho výnosnosti vyjádřené jako procento vlastního kapitálu korporace (equity). Korporace jsou zodpovědné svým akcionářům, kteří očekávají, že ze své investice získají lepší výnos, než jaký mají ostatní investoři z investic do konkurenčních společností.

Kdyby kalkulace měla zahrnovat pouze čistý zisk a základní akciový kapitál, pak by výnosnost kapitálu, přesněji *výnosnost vlastního kapitálu* (ROE, return on equity), nebylo těžké spočítat. Základní vzorec vychází z předpokladu, že a) absolutní hodnota kapitálu se v průběhu roku

nezmění, b) kalkulace se týká pouze vlastního kapitálu (tvořen zejména základním akciovým kapitálem společnosti). Výpočet výnosnosti pak vypadá takto:

**VZOREC: VÝNOSNOST VLASTNÍHO KAPITÁLU (ROE)**

$$\frac{Z}{K} = V$$

**Z** ... zisk za období jednoho roku

**K** ... vlastní kapitál akciové společnosti

**V** ... výnosnost vlastního kapitálu  
(*return on equity, ROE*)

Omezení tohoto vzorce spočívá v tom, co *nezahrnuje*. Předpokládá totiž, že hodnota vlastního kapitálu je na konci roku stejná jako na počátku roku. Ve skutečnosti se však základní akciový kapitál může měnit např. kvůli vydání nových akcií, stažení akcií, kdy společnost může koupit vlastní akcie na otevřeném trhu a trvale je držet jako formu tzv. akcií v pokladně (*treasury stock*) pro účely pozdější reemise apod., nebo v důsledku akvizic a fúzí.

Vzorec je dále omezen pouze na hodnotu vlastního kapitálu. Z pohledu akcionáře je to užitečná informace; ale výnosnost může zahrnovat také použití dluhu. Celková kapitalizace je součtem základního akciového kapitálu + akumulovaných zisků a dluhopisů či dlouhodobých směnek. Takže kromě výnosnosti vlastního kapitálu je také důležité spočítat *výnosnost celkové kapitalizace*. Ta zahrnuje jak vlastní kapitál, tak debetní kapitalizaci a poskytuje širší obraz. Vycházíme-li z toho, že společnosti financují své operace prodejem akcií a půjčováním peněz, může být tato kalkulace velmi užitečná zejména při hodnocení v průběhu více let.

**VZOREC: VÝNOSNOST CELKOVÉ KAPITALIZACE**

$$\frac{Z + U}{K + N} = V$$

**Z** ... zisk za období jednoho roku

**U** ... úrok placený z dlouhodobých obligací

**K** ... vlastní kapitál akciové společnosti

**N** ... nominální hodnota  
dlouhodobých obligací

**V** ... výnosnost celkové kapitalizace

Celková kapitalizace zahrnuje jak vlastní kapitál, tak závazky z dlouhodobých obligací, takže „výnos“ se skládá ze zisku z vlastního kapitálu plus úroků z obligací. Přestože tento úrok je pro společnost výdajem, pro držitele obligací je to příjem.

Paritní hodnota dlouhodobých obligací je nominální částka dluhu, což je také částka, kterou bude potřeba zaplatit v době splatnosti dluhopisů. Toto je potřeba rozlišovat, protože aktuální hodnota obligací může být tzv. pod nominále, tedy nižší než paritní hodnota, nebo nad nominále, tedy vyšší než paritní hodnota.

Tato kalkulace je složitější než prostý výnos investovaného kapitálu (vlastního kapitálu), a to kvůli vlivu úrokových nákladů jakožto formy „výnosu“. Kalkulace však zahrnuje obě strany

kapitalizační rovnice, a tak musí být brány v úvahu i obě formy výnosu. Rovnováha mezi vlastním kapitálem a debetní kapitalizací představuje pro vedení společnosti významný a trvalý problém. V dlouhodobém horizontu může rovnováha mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji – neboli mezi produkcí zisku a platbou úroků – rozhodnout o tom, zda si investoři zvolí konkrétní společnost nebo dají přednost jiné. Čím vyšší jsou úrokové výdaje (v důsledku silné debetní kapitalizace), tím nižší je čistý zisk. Pro akcionáře to také znamená, že bude v budoucích letech k dispozici méně hotovostních prostředků pro financování růstu operací a pro výplatu dividend.

## ■ Kalkulování průměrného čistého kapitálu

Kalkulování výnosu kapitálu se provádí snadno, pokud kapitálová hodnota zůstává v průběhu roku nezměněna. Výnos je roční záležitost; jinými slovy: zisky (nebo zisk + úrok) dosažené za období jednoho roku se jednoduše vydělí vlastním kapitálem (nebo vlastním kapitálem plus paritní hodnotou dlouhodobých obligací).

V praxi ale peněžní hodnota vlastního kapitálu nezůstává od začátku až do konce daného roku stejná. V důsledku toho by pak byla tato kalkulace nepřesná – omezovala by se totiž buď na počáteční zůstatek nebo závěrečný zůstatek kapitálu. Proto bude potřeba pro daný rok vypočítat *průměrnou* hodnotu vlastního kapitálu. Což ovšem nelze udělat tak, že by se pouze sečetl počáteční a konečný zůstatek a toto se vydělilo dvěma. Musíte spočítat vážený průměr na základě toho, kdy v průběhu roku ke změnám hodnoty kapitálu došlo.

Například pokud počáteční hodnota kapitálu činí 4 500 000 \$ a 1. března jsou vydány další akcie v hodnotě 1 200 000 \$, pak by průměrný čistý kapitál činil:

(2 měsíce · 4 500 000 \$ + 10 měsíců · 5 700 000 \$) : 12

(9 000 000 + 57 000 000 \$) : 12

5 500 000 \$

Obecný vzorec pro tento *vážený průměrný kapitál* je následující:

**VZOREC: VÁŽENÝ PRŮMĚRNÝ KAPITÁL**

$$\frac{(o^1 \cdot h) + (o^2 \cdot h)}{o^t} = K$$

$o^1$  ... období 1 (počet měsíců)

$o^2$  ... období 2 (počet měsíců)

$h$  ... hodnota

$o^t$  ... celkové období (počet měsíců v roce)

$K$  ... vážený průměrný kapitál

Pokud by se kapitál měnil ve více než dvou obdobích, všechny dílčí výpočty by se sečetly a součet by se vydělil celkovým počtem období neboli 12 měsíci. Například kdyby ve výše uvedeném příkladu společnost ještě provedla 31. října odkup vlastních akcií v hodnotě 360 000 \$, muselo by se toto snížení také vzít při kalkulaci v úvahu. Základní akciový kapitál 4 500 000 \$ z počátku roku tedy bude platit 2 měsíce, hodnota po nové emisi 5 700 000 \$ bude platit 8 měsíců a snížená hodnota 5 340 000 \$ bude platit zbývající dva měsíce:

$$\frac{(2 \cdot 4\,500\,000 \$) + (8 \cdot 5\,700\,000 \$) + (2 \cdot 5\,340\,000 \$)}{12} = 5\,440\,000 \$$$

V předchozích výpočtech výnosnosti kapitálu se pracuje s přesně spočítaným průměrným čistým kapitálem. Míra přesnosti, kterou vyžadujete, však závisí na množství změn, ke kterým v průběhu roku došlo. Kdyby například k převážnému množství změn docházelo vždy uprostřed měsíce, bude kalkulace váženého průměru na bázi 12 měsíců nepřesná. V takových případech pak můžete použít předpoklad, že všechny změny prováděné v určitém měsíci nastanou uprostřed měsíce a že rok se skládá z 24 shodných období. Pak by se v předchozí kalkulaci musel upravit výpočet období. V našem příkladu počáteční stav trval dva měsíce a změny nastaly ve třetím a desátém měsíci. Kdybychom zahrnuli celkový počet 24 „polovičních“ měsíců, vypadal by výpočet takto:

$$\frac{(4 \cdot 4\,500\,000 \$) + (15 \cdot 5\,700\,000 \$) + (5 \cdot 5\,340\,000 \$)}{24} = 5\,425\,000 \$$$

Jako vážený průměr by byl tento nižší výsledek přesnější, pokud změny ve skutečnosti nastaly ve dnech jiných, než je konec měsíce. Za předpokladu, že ke změnám dojde v polovině měsíce, se doba držení u každého měsíce zdvojnásobí, takže je tím dosaženo efektu zprůměrování a není nutno zavádět předpoklad, že změny musejí odpovídat standardu dvanáctiměsíčního roku. Potřeba této složitosti navíc bude ovšem záležet na velikosti skutečných změn a také na jejich četnosti.

To, do jakého detailu v kalkulaci váženého průměru půjdete, by mělo záviset na významu a na časovém rozložení změn. Průměr všeho by měl být vypočítaný tak, aby byl co nejpřesnější a nejrealnější. V případě základního akciového kapitálu může být nové vydání akcií nebo zakoupení vlastních akcií dost závažnou změnou, a tak je vhodné učinit opatření, aby byl průměr vypočten co nejpřesněji; to vysvětluje použití konceptu středů měsíce, kdy se rok rozdělí na 24 půlměsíčních období. Pokud však hodláte porovnávat vzorce mezi dvěma nebo více společnostmi, budete muset použít stejný vzorec váženého průměru ve všech případech.

V následující části si ukážeme jednoduchou formulaci váženého průměru v programu Excel. V příkladu použijeme stejný vážený průměr pro 24 půlměsíčních období, jako jsme si uvedli výše.

Zadejte informace do buněk takto:

A = období ve váženém průměru

B = počet měsíců

C = hodnota

**Programové vzorce:**

Buňka	Vzorec
B5	= SUM (B1 : B3)
D1	= SUM (B1 * C1)
D2	= SUM (B2 * C2)
D3	= SUM (B3 * C3)
D5	= SUM (D1 : D3)
D6	= SUM (D5 / B5)

Buňky D2 a D3 lze nastavit automaticky tak, že označíte buňku D1 a vložíte ji myší do buněk D2 a D3. Je to užitečné zejména tehdy, pokud budete mít v kalkulaci větší počet období.

Znaky použité ve vzorcích znamenají:

- : součet zadaného rozsahu buněk
- \* násobení
- / dělení

**Výsledek:**

A	B	C	D
1	4	4 500 000	18 000 000
2	15	5 700 000	85 500 000
3	5	5 340 000	26 700 000
4			
5	24		130 200 000
6			5 425 000

Buňka D6 zobrazuje vážený průměr. Když použijete tento excelový vzorec, zadáte pouze hodnoty do sloupce C a počet období ve sloupci B, a vážený průměr se automaticky spočítá. Takto můžete například snadno přejít zpátky ke 12 měsíčním obdobím. Ale protože vzorec je nastaven, můžete použít i mnohem podrobnější verzi, například počet dnů v 365denním poli. Použití excelového vzorce vám umožní celý proces výpočtu váženého průměru zjednodušit.

## ■ Čistý kapitál versus celková kapitalizace

Další skupina kalkulačí, která vypovídá o síle nebo slabosti určité společnosti, zahrnuje analýzu celkové kapitalizace. Kolik z celkového kapitálu připadá na dluh? To je důležitá otázka, kterou si investoři a analytici musí klást.

Pokud se úroveň dluhu v průběhu času zvyšuje, bude mít společnost povinnost nejen v budoucnu dluh splatit, ale také průběžně platit stále rostoucí roční úroky. Pro akcionáře to

znamená ohrožení budoucího růstu dividend a rovněž to brzdí schopnost korporace financovat svůj růst a rozvoj. Čím více zisku je nutno vynaložit na pokrytí trvale rostoucího dluhu, tím omezenější společnost v budoucnu bude.

*Koeficient dluhu* vyjadřuje procentní podíl dlouhodobého dluhu na celkové kapitalizaci. Představuje jeden z klíčových testů určité společnosti a přestože bývá často přehlížen, lze jej dobře použít pro porovnání společností mezi sebou navzájem. Počítá se takto:

**VZOREC: KOEFICIENT DLUHU**

$$\frac{D}{C} = K$$

D ... dlouhodobý dluh

C ... celková kapitalizace

K ... koeficient dluhu

Pokud například celková kapitalizace společnosti činí 23,6 mld. \$ a dlouhodobý dluh uváděný v rozvaze společnosti činí 4,7 mld. \$, pak bude koeficient dluhu:

$$\frac{4,7 \$}{23,6 \$} = 19,9 \%$$

Řekněme, že zvažujete investici do nějakého maloobchodního řetězce. Zřejmě budete analyzovat spoustu ukazatelů včetně koeficientu dluhu. Podle údajů ze září 2006 (Standard & Poor's Stock Reports) vypadají poslední roční koeficienty dluhu u čtyř vedoucích amerických řetězců takto:

Wal-Mart (WMT)	35,6 %
Federated (FD)	36,8 %
Target (TGT)	37,7 %
J. C. Penney (JCP)	39,4 %

Přestože se koeficient dluhu mezi jednotlivými společnostmi příliš neliší, určité rozdíly tu jsou. Je to tedy jeden z ukazatelů, který můžete použít ke stanovení „normální“ úrovně nebo dokonce k vyloučení některých kandidátů ze svého seznamu. Když se podíváme na koeficient dluhu u velkých korporací ze sektoru energetiky, zjistíme, že zde existuje celkově nižší úroveň dluhu, ale také větší rozptyl:

ExxonMobil (XOM)	4,4 %
BP (BP)	9,6 %
Chevron (CVX)	13,4 %
ConocoPhillips (COP)	14,1 %

Koeficient nám odhalí, že např. v případě ExxonMobil tvoří dluh (cizí zdroje) pouze 4,4 % celkové kapitalizace, zbytek představuje vlastní kapitál společnosti.

V celkové analýze společností bývá někdy koeficient dluhu přehlížený, více informací k tomuto problému uvádí kapitola o fundamentální analýze. Někteří investoři se například při hodnocení hotovostních toků společnosti zaměřují pouze na koeficient celkové likvidity (poměr současných aktiv a závazků). Avšak pokud společnost vykazuje čisté ztráty, je možné koeficient celkové likvidity vylepšit právě vyšší úrovní dluhu. Půjčené prostředky se prostě drží v hotovosti, a tak se například vyrovnají roční čisté ztráty společnosti. Ukazatel celkové likvidity zůstane nedotčen a investoři, jejichž analýza se omezuje pouze na tento test, budou mít zavádějící informace.

Řešením je kontrolovat *jak* koeficient celkové likvidity, *tak* koeficient dluhu. Pokud oba tyto ukazatele zůstávají z roku na rok konzistentní, podporuje to závěr, že společnost s penězi hospodářsky dobře. Účelem provádění jakýchkoliv testů ohledně vykazovaných aktiv nebo pasiv společnosti (stejně jako zisku) je identifikovat *trendy*. Jednotlivý trend však není vždy spolehlivým ukazatelem. Když společnost udržuje úroveň koeficientu celkové likvidity za cenu každoročního nárůstu dlouhodobého dluhu, vytváří tím budoucí problémy při uspokojování krátkodobých požadavků. Rozpoznání a potvrzení tohoto zjevného trendu je proto velmi důležité. Trendy týkající se hotovostních toků si potvrdíte tak, že zkoumáte jak koeficient celkové likvidity, tak koeficient dluhu. Podle stejného principu se kontroluje efektivnost interních řídicích mechanismů, kdy se porovnávají zvýšené tržby s úrovní nákladů, přičemž se doufá, že výsledkem bude zlepšení ziskové marže. Pokud však přitom zjistíte, že nárůst výdajů má stejné tempo jako vyšší tržby nebo dokonce vyšší, je to signál, že něco není v pořádku.

Všechny finanční testy lze potvrdit kontrolou nějakého dalšího indikátoru a vaše schopnost dojít ke kvalifikovaným závěrům se výrazně zlepší, pokud získáte širší pohled na finanční stav dané společnosti.

## ■ Neuvedená pasiva a základní čistý kapitál (core net worth)

K velkým problémům při provádění testů společnosti patří spolehlivost údajů. Jsou informace, které dostáváte, kompletní a přesné? V mnoha případech nejsou.

Alarmující skutečností ve vykazování finančních údajů společností je fakt, že některé závažné položky v nich prostě nejsou zahrnuty. Například podle amerických oficiálních účetních pravidel GAAP společnosti nemusejí jako pasiva vykazovat svůj dluh týkající se penzijních plánů. A ten bývá často podstatný. Například podle údajů za rok 2006 dlužila společnost General Motors (GM) na současných a budoucích nezajištěných penzích více, než činil její čistý kapitál. Kdyby se tato pasiva objevila v účetních knihách, vykazovala by společnost GM záporný čistý kapitál.

Podobné mezery v systému, které umožní, aby se tak velká pasiva nedostala do rozvahy společností, by měly každého investora zajímat. Z analytického hlediska to také znamená, že je velmi obtížné používat publikované rozvahy ke spolehlivým kalkulacím výnosnosti kapitálu, koeficientu dluhu a souvisejících testů síly či slabosti korporace. Pokud se vyloučí nebo vykážou nepřesně nějaké malé položky, nebude to mít velký vliv. Ale například u penzijních dluhů GM se jednalo o více než 10 miliard amerických dolarů. A situaci ještě zhoršoval fakt, že koeficient dluhu u GM činil 91 %, tzn. že společnost je z 91 % financována pomocí dluhu a pouze z 9 % vlastním kapitálem.

Přesné určení toho, jaké úpravy je nutno provést, aby finanční výkazy byly korektní, je velmi náročný požadavek. Většina investorů není schopna a ochotna procházet ve výročních zprávách někdy i více než stostránkové vysoce odborné poznámky pod čarou, aby uvedli všechny úpravy, které by bylo potřeba udělat. A i když se o to pokusí, není jisté, že investor, který není profesí účetní, bude schopen údaje v poznámkách dešifrovat.

I přes legislativu, jejímž cílem je učinit finanční vykazování společností co nejprůhlednější, je současný formát výkazů nespolehlivý a nelze na něj při kalkulaci hodnověrných ukazatelů a trendů spoléhat. Abyste došli k reálné hodnotě čistého kapitálu společnosti, tzv. základnímu čistému kapitálu, je nutno upravit vykazované hodnoty u aktiv i pasiv. To může zahrnovat velké množství podrobností, ale obvykle bude stačit identifikovat pouze zásadní úpravy. Vzorec pro výpočet *základního čistého kapitálu* je následující:

#### VZOREC: ZÁKLADNÍ ČISTÝ KAPITÁL

$$K + (-) A + (-) P = Z$$

K ... vykázaný čistý kapitál

A ... úpravy vykázaných aktiv

P ... úpravy vykázaných pasiv

Z ... základní čistý kapitál

Možná sami nebudete schopni zjistit různé potřebné úpravy a budete se muset spolehnout na radu nějakého finančního profesionála nebo finanční služby, kteří vám pomohou určit, jakou míru úprav je potřeba provést.

Pokud se vám nepodaří upravit vykazovaný čistý kapitál, může vám být útěchou, že nekonzistentnosti a výjimky účetních pravidel platí průběžně pro všechny roky a pro všechny společnosti. Trendy je totiž nutno hodnotit nejen v aktuálním roce, ale jako součást průběžného trendu zahrnujícího mnoho let. Například z hodnocení výkazů společnosti GM ohledně ceny akcií, koeficientu dluhu, obratu a zisků za minulých 10 let vyplyne výrazný pokles ve výsledcích, i když vykazovaný čistý kapitál není zdaleka přesný.

Obdobný problém s úpravou vykázaných údajů na reálné nastává při hodnocení zisku společnosti. Lze předpokládat, že u společností s velkými úpravami zisku (tj. úprav vykazovaných zisků na reálné, tzv. základové zisky) bude také vyšší pravděpodobnost nutnosti úprav základního čistého kapitálu. Také přijdete na to, že obecně platí, že společnosti s relativně malými úpravami na základové ukazatele mají tendenci u svých akcií vykazovat nižší cenovou volatilitu (kolísavost) pásma obchodování. Fundamentální (finanční) volatilita, která se odráží v těchto úpravách, se promítá do odpovídající vyšší nebo nižší úrovně volatility v ceně akcií; a ta je sama o sobě klíčovým indikátorem. Zjišťováním základových zisků a kolísavosti ve finančních zprávách se budeme podrobněji zabývat v kapitolách o fundamentální analýze; pro kalkulování výnosnosti kapitálu z toho plyne závěr, že tyto kalkulace mohou být někdy velmi problematické.

To vyvolává další otázku: i když přijmete vykazovanou hodnotu čistého kapitálu jako přesnou, jaký údaj byste měli použít pro čistý zisk? Většina analytiků jednoduše vezme vykázaný čistý zisk z pravidelného výkazu zisků a ztrát dané společnosti. Porovnání mezi jednotlivými společnostmi bude však mnohem přesnější a spolehlivější, pokud namísto toho použijete vykázaný *základní*



*zisk společnosti\**, tj. koncept *core earnings*, který pracuje pouze s příjmy společnosti z jejich hlavních a opakovaných operací. (Nejsnáze tento údaj najdete ve zprávách S&P Stock Reports; analytická společnost Standard & Poor's koncept *core earnings* vytvořila a udává tuto hodnotu ve výkazech pro jednotlivé společnosti, které analyzuje.)

Použití základových zisků namísto vykazovaných zisků také ovlivní to, jak se bude kalkulovat výnos. Vedlejší (jiné než základové) příjmy společnosti mohou být velmi významné ve smyslu zisku, ale nelze se na ně spoléhat dlouhodobě. Z jejich definice vyplývá, že nemusí být opakovatelné a často se mění jejich ohodnocení v návaznosti na změny v účetních předpokladech. Pokud tedy analýzu omezíte na základové zisky, měli byste pro výpočet výnosnosti použít tyto upravené vzorce:

#### VZOREC: ZÁKLADOVÁ VÝNOSNOST VLASTNÍHO KAPITÁLU

$$\frac{Z}{K} = V$$

Z ... základový zisk za období jednoho roku

K ... vlastní kapitál

V ... základová výnosnost vlastního kapitálu

#### VZOREC: ZÁKLADOVÁ VÝNOSNOST CELKOVÉ KAPITALIZACE

$$\frac{Z + U}{K + N} = V$$

Z ... základový zisk za období jednoho roku

U ... úrok placený z dlouhodobých obligací

K ... vlastní kapitál

N ... nominální hodnota dlouhodobých obligací

V ... základní výnosnost celkové kapitalizace

## ■ Prioritní akcie jako smíšená kapitalizace

Na složitosti výpočtu výnosnosti kapitálu je dobře vidět problém, kterému čelíte: najít prostředek pro konzistentní a přesné ohodnocení základní hodnoty společnosti není vůbec jednoduchá záležitost.

I kapitalizace samotná představuje pro lidi, kteří nejsou účetní, dost nejednoznačný koncept. Přestože znáte význam termínu *kapitál*, rozdíl mezi vlastním kapitálem (tzv. equita) a dluhem společnosti (dluhopisy, obligace) není vždy zřejmý. Pokud si však uvědomíte, že vlastní kapitál je prostředek vlastnictví s dlouhodobými vlastnostmi co se týče rizika / odměny (tj. dividendový příjem a zvýšená tržní hodnota), bude rozdíl jasnější. Držitelé dluhopisů nemají v plánu realizovat kapitálové zisky – spoléhají na úrok a také na splátky jistiny.

\* základní zisk společnosti = zisk z hlavní podnikatelské činnosti společnosti

Další faktor rizika souvisí s prioritou splatnosti. V nejhrošším scénáři, tj. když společnost zkrachuje, kdo bude vyplacen jako první? Vzhledem k tomu, že dluhopisy jsou kontrahované a mají přednost před běžnými akciemi, jsou držitelé dluhopisů vypláceni před držiteli akcií. Jeden druh akcií se však jejich držitelům vyplácí ještě před dluhopisy: jsou to tzv. prioritní akcie a nazývají se tak proto, že v případě úplné likvidace společnosti se vyplácí jako první. Pořadí priorit je pak obvykle následující: a) držitelé prioritních akcií, b) držitelé dluhopisů, c) držitelé kmenových akcií.

Některé typy prioritních akcií se popisují jako „povinně umořitelné“, což znamená, že držitel akcií bude vyplacen v neurčité době v budoucnu a k dispozici není žádná volba. O prioritních akciích se často hovoří jako o hybridní (smíšené) investici, protože má znaky jak vlastního kapitálu, tak dluhu. Povinné umoření činí z tohoto typu akcie dluh. Držitelům prioritních akcií jsou však vypláceny dividendy, které mají většinou fixní výši. Stejně jako držitel dluhopisu obdrží úrok o pevné výši, i dividendy u prioritních akcií jsou obvykle stanoveny předem.

Prioritní akcie mohou představovat značnou část celkové kapitalizace, ale obvykle jsou jen malým procentním podílem celkového kapitálu. Na základě sledování tohoto faktoru (podílu na celkové kapitalizaci) lze identifikovat způsob, jak společnosti využívají hybridní investice. Pokud *koeficient prioritních akcií* v průběhu času roste, může to naznačovat, že se společnost snaží udržet koeficient dluhu na nízké úrovni a současně akumulovat určitou formu akcií (prioritních), která má spíš charakter dluhu než vlastního kapitálu.

#### VZOREC: KOEFICIENT PRIORITNÍCH AKCIÍ

$$\frac{P}{C} = K$$

P ... prioritní akcie

C ... celková kapitalizace

K ... koeficient prioritních akcií

Vzpomeňte si, že celková kapitalizace se skládá z dlouhodobého dluhu plus prioritních a kmenových akcií; všechny tři položky jsou zde zahrnuty.

Skutečná konfigurace „akcií“ může být velmi složitá, neboť obsahuje různé druhy akcií: jak prioritní, tak kmenové. Kromě toho je nutno brát v úvahu, že „celkový kapitál“ neobsahuje pouze akcie, ale také rezervní fondy a nerozdělený zisk z předchozích období. Tento kapitál se pak snižuje o částku dividend, která je deklarována a vyplacena. Takže z „celkového kapitálu“ by se pro účely různých výpočtů výnosnosti měly vyloučit zisky za daný rok a zahrnout do něj nerozdělený zisk minus dividendy.

Budeme-li uvažovat, že se dividendy vyplácejí čtvrtletně, bude potřeba najít vhodný vážený průměr. Pro zjednodušení můžeme zavést předpoklad, že roční výnos by měl být vytvořen výhradně na základě zůstatku sekce čistého kapitálu v rozvaze z počátku roku. Tento předpoklad nám sníží složitost výpočtu a vyhneme se otázce stále se měnícího vlastního kapitálu kvůli výplatě čtvrtletních dividend a vydávání nových druhů akcií.

Když společnost vydá nový druh prioritních akcií, je užitečné si zhodnotit jejich znaky. Například pokud se jedná o povinně umořitelné akcie, je to v podstatě forma dluhu. Takže jestliže budeme chtít přesně vypočítat koeficient dluhu v případě, že byly v průběhu roku

vydány povinně umořitelné akcie, bude vhodné výpočet koeficientu dluhu změnit na výpočet *upraveného koeficientu dluhu*.

#### VZOREC: UPRAVENÝ KOEFICIENT DLUHU

$$\frac{D + A}{C} = K$$

D ... dlouhodobý dluh

A ... povinně umořitelné prioritní akcie

C ... celková kapitalizace

K ... upravený koeficient dluhu

Existují i argumenty pro to, aby do této kalkulace byly zahrnuty veškeré prioritní akcie. Pokud budete stejné pravidlo aplikovat konzistentně, z roku na rok a pro všechny porovnávané společnosti, můžete tento koeficient používat i na takto upravené bázi (tj. se započítáním všech prioritních akcií). Pokud se rozhodnete jako součást dluhu počítat některé (nebo všechny) prioritní akcie, změní se tím také výpočet výnosnosti vlastního kapitálu (ROE).

#### VZOREC: ČISTÁ VÝNOSNOST VLASTNÍHO KAPITÁLU

$$\frac{Z}{K - A} = V$$

Z ... zisk za období jednoho roku

K ... vlastní kapitál akciové společnosti

A ... povinně umořitelné prioritní akcie

V ... čistá výnosnost vlastního kapitálu (čistý ROE)

Snížením vlastního kapitálu tak, aby zahrnovalo pouze nehybridní formy, se koeficient dluhu i výnosnost vlastního kapitálu stane konzistentnějším a spolehlivějším. Pokud totiž prioritní akcie představují na celkovém vlastním kapitálu významný podíl, není kalkulace výnosnosti spolehlivá. Chce-li společnost používat prioritní akcie namísto dluhopisů (což je de facto forma dluhu), tradiční způsob kalkulace to zkreslí a pro sledování dlouhodobých trendů je nutno provádět úpravy.

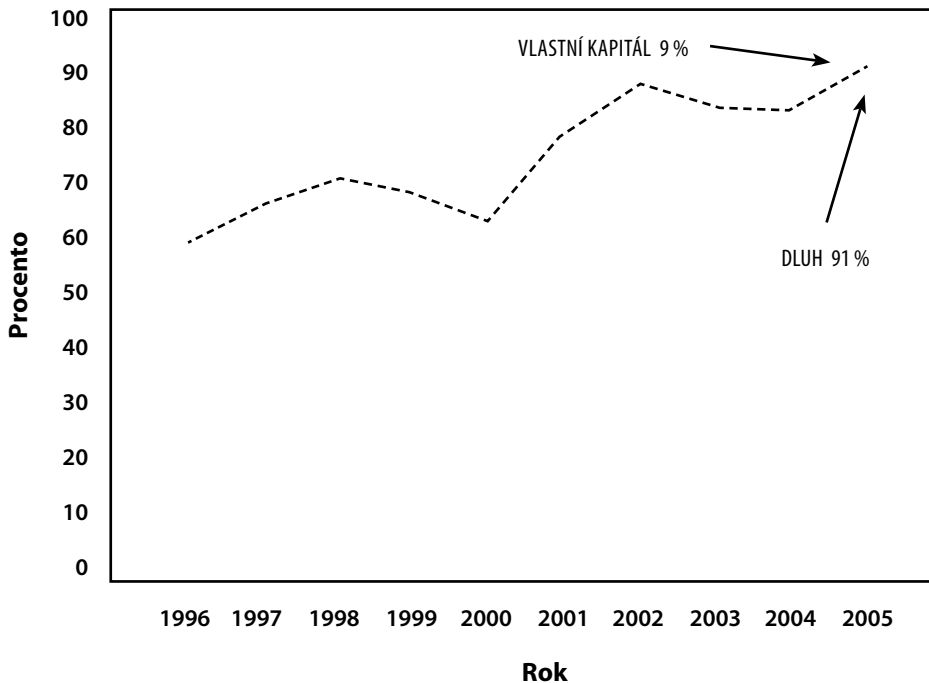
## ■ Význam ukazatelů použití kapitálu

Kalkulace návratnosti kapitálu a další testy kapitalizace je nevhodnější používat jako součást hodnocení trendů. Jednotlivý údaj v tomto trendu sám o sobě nemá takový význam, jako dlouhodobý směr, ve kterém se pohybuje. Uvažujte například, jaké následky má pro držitele akcií společnosti GM neustále rostoucí koeficient dluhu. Jak je znázorněno na obrázku 2.1, dluh za 10 let (od roku 1995 do roku 2005) vzrostl z 58 % z celkové kapitalizace na 91 %.

Z tohoto trendu vyplývá rostoucí závislost na dluhu, což znamená požadavek každým rokem splácet půjčené peníze a také platit stále rostoucí úrok. Tím se do budoucna snižují zisky a degradují dividendy pro akcionáře.

OBRÁZEK 2.1

## VÝVOJ PODÍLU DLUHU – GENERAL MOTORS (GM)



*Pramen: Zpráva Standard & Poor's Stock Report.*

To nás přivádí k další důležité finanční otázce: použití kapitálu. Ať se kapitál odvozuje z vlastního kapitálu nebo dluhu, společnost se musí zabývat také ročními hotovostními toky. Pokud je 91 % kapitalizace reprezentováno dluhem, je zřejmé, že na použití kapitálu bude kladeno velké břemeno ve formě plateb ročních úroků. Nedosahuje-li organizace zisk, kde najde další peníze potřebné pro obnovu výrobního zařízení, rozšíření operací nebo vývoj nových produktů?

K nejlepším způsobům, jak hodnotit efektivitu podnikového managementu, patří právě použití kapitálu. Pokud vedení připustí, aby koeficient dluhu dlouhodobě rostl, jen obtížně si lze představit, jak by bylo vedení schopno zajistit silný a udržitelný růst v budoucnu. Stejně jako vlastníci domů nemohou očekávat, že si budou moci dovolit neustále rostoucí splátky hypoték, management v podnikovém prostředí nemůže spoléhat na nekonečné zisky, kterými bude financovat rostoucí dlouhodobý dluh.

Dlouhodobý trend, který ukazuje udržování dluhové kapitalizace na fixované úrovni, je jedním z nejlepších signálů, že management používá kapitál rozumně. Rozšiřování současných operací (kromě akvizic nebo vstupu na nové trhy) by mělo být realizováno z běžných zisků

společnosti. Ideálně by společnost měla být schopna vyplácet dividendy konkurenční úrovně, financovat růst a současné operace a zároveň udržovat pod kontrolou dlouhodobý dluh. Jako příklad si uvedme jednu z nejlépe řízených společností kótovaných na NYSE – společnost Altria, která prodává tabákové výrobky Philip Morris a potraviny značky Kraft Foods. Kombinované je Altria největší tabákovou společností a největším výrobcem potravin. V roce 2006 vyplácela společnost dividendy ve výši 4 %, což je zcela unikátní. Pohled na ukazatele této společnosti ukáže, že čistý výnos se každým rokem zvyšoval, zatímco dlouhodobý dluh klesal:

**(Údaje v milionech USD)**

Rok	Čistý výnos	Základní zisk	Dlouhodobý dluh	Koeficient dluhu (v procentech)
2005	10 668	10 766	17 868	24,8
2004	9 420	9 348	18 683	27,6
2003	9 204	9 348	21 163	33,0
2002	11 102	8 593	21 355	37,6
2001	8 566	7 959	18 651	35,3

*Pramen: Zprávy Standard & Poor's Stock Report a výroční zprávy společnosti na [www.altria.com](http://www.altria.com).*

Všechny tyto trendy jsou pozitivní, což potvrzují i víceleté indikátory. Jedinou položkou, která se jeví neobvyklá, je rozdíl mezi čistým výnosem a základovým ziskem v roce 2002. V tomto roce však Altria prodala svoji pivovarnickou divizi Miller Brewing a obdržela 3,4 miliard USD, což vysvětluje rozdíl mezi těmito dvěma údaji.

Je zřejmé, že Altria má dostatečný běžný výnos pro pokrytí dlouhodobého dluhu a výplatu mimořádně vysokých dividend, zároveň její tržby a zisky neustále rostou. Z pohledu investora tedy bude Altria atraktivní – díky individuálnímu výnosu (z dividend) i díky silné finanční pozici, zejména v porovnání s problematictějšími společnostmi, jako je například GM s koeficientem dluhu ve výši 91 %.

To neznamená, že půjčování finančních prostředků je obecně negativním znakem. Většina společností má půjčky. Ale pokud se dluh začne vymykat kontrole, věští to problémy do budoucna. Investoři mohou v tomto ohledu získat z podnikového světa cenné poznatky a využít chytře efektu finanční páky k tomu, aby zvýšili výnosnost svých investic. V další kapitole si tuto problematiku vysvětlíme podrobněji.