

AKCIOVÉ FINANCOVÁNÍ

Dalším způsobem dlouhodobého financování je financování akciové. Financování z vlastních zdrojů je z hlediska firmy méně rizikové, ale z hlediska nákladů kapitálu je pro firmu nákladnější. Jestliže firma potřebuje nové finanční zdroje, musí se obrátit na kapitálový trh a přesvědčit potencionální investory, že investice do firmy je zisková. Akcionáři očekávají za své peníze odměnu ve formě dividend a kapitálového výnosu – růstu ceny akcií.

AKCIE

Majetkový cenný papír. Představuje podíl akcionáře na majetku podniku. Z vlastnictví akcie plynou akcionáři různá práva, zejména podílet se na vytvořeném zisku společnosti a účastnit se valné hromady a hlasovat, tj. spolurozhodovat o obsazení postů v představenstvu, dozorčí radě a o budoucích záměrech společnosti. Kromě kmenových akcií může společnost emitovat i prioritní akcie (v ČR se nevyskytují). Prioritní akcie zaručují fixní dividendu, proto se v určitém ohledu podobají tradičním obligacím. Někdy se řadí mezi hybridní cenné papíry.

ZÁKLADNÍ RYSY A CHARAKTERISTIKY KMENOVÝCH AKCIÍ

Kmenové akcie se liší od ostatních finančních instrumentů tím, že nemají den splatnosti, jsou v oběhu tak dlouho, jak existuje společnost. Kmenové akcie nemají horní limit výplaty dividend. Kmenoví akcionáři mají právo na reziduální podíl na příjmu společnosti poté, co jsou vyplaceni držitelé obligací a prioritních akcií. Představují podíl na majetku a aktivech společnosti a jejich vlastnictví je spojeno s omezeným ručením. Držitel akcií benefituje přímo z výplaty dividend a nepřímo z reinvestic. Společnost nerozděluje celý zisk v dividendách, ale část si ponechává na reinvestice. Reinvestování čistého zisku zvyšuje hodnotu firmy a její budoucí dividendy. Právo na reziduální příjmy zvýhodňuje kmenové akcionáře v tom smyslu, že potencionální zisk je neomezený. Kmenoví akcionáři mají také reziduální nárok na aktiva firmy v případě likvidace. Také v tomto případě musí být nároky všech ostatních investorů a věřitelů vypořádány před kmenovými akcionáři. Každá akcie má za normálních okolností jedno volební právo, s jehož pomocí může akcionář participovat na volbách do správní rady a rozhodovat o budoucích záměrech společnosti. V některých zemích je možné, aby firma vydala několik druhů kmenových akcií. Některé z nich mohou mít určité restriktce.

Omezené ručení akcionářů znamená, že akcionáři ručí za závazky podniku jen do výše svého vkladu. V případě, že se firma dostane do finančních potíží, akcionáři nejsou povinni vyrovnat její závazky. To znamená, že maximální částka, kterou mohou ztratit je investice do podniku.

OCENĚNÍ AKCIE

Pro investora je důležitá cena akcií, která je kotována na trhu, dividendy a nerozdělený zisk na akcii společnosti (EPS). Chování ceny akcie v minulosti může být vodítkem při oceňování akcie. O tuto filozofii se opírá tzv. technická analýza. Dalším vodítkem jsou výnosy podniku, zisk na akcii nebo výnosnost vlastního jmění. K odhadu ceny akcie existuje několik modelů. Akcie se oceňují jako diskontovaný hotovostní tok budoucích dividend. Některé akcie dividendy vůbec nevyplácejí a přesto jejich hodnota není nulová. Je to tím, že investoři při jejich oceňování berou kromě dividendového výnosu v úvahu kapitálový výnos. Vedle toho do hry vstupují budoucí záměry podniku, jeho postavení v odvětví atd. Základní způsob ocenění akcie je současná hodnota nekonečného proudu dividend.

Při předpokladu konstantních dividend a zisku bude cena akcie:

$$P_0 = D / r$$

Při předpokladu rostoucích dividend se používá Gordonův model rostoucí perpetuity, přičemž se předpokládá, že dividendy se každý rok zvyšují konstantním tempem g:

$$P_0 = D_1 / (r - g)$$

P_0	Cena akcie
D	Dividenda v letech
r	Diskontní sazba

V případě, že dividendy rostou rychleji než diskontní sazba, tedy že $g > r$, musí se jednotlivé hotovostní toky diskontovat samostatně, dokud se situace neznormalizuje.

VÝNOSY AKCIE

Akcie poskytuje svému držiteli dva druhy výnosů:

- dividendový výnos (poměr dividendy k ceně akcie)
- kapitálový výnos (pohyb ceny akcie během určitého období)

Součet dividendového a kapitálového výnosu je celkový výnos. Celkový výnos je roven diskontní sazbě, tedy vyžadovanému výnosu akcie:

$$r = D_1 / P_0 + (P_1 - P_0) / P_0$$

PŘEDKUPNÍ PRÁVO

Společnost může emitovat nové kmenové akcie dvojím způsobem. Buď veřejnou nabídkou na kapitálovém trhu novým akcionářům, nebo dosavadním akcionářům pomocí předkupních práv. Předkupní právo je instrument, jehož účelem je udržet existující zastoupení akcionářů ve firmě. Když se vydávají nové akcie, mají dosavadní akcionáři právo se jako první rozhodnout, zda nakoupit další kmenové akcie, nebo zda své právo postoupí jinému zájemci o akcie firmy. To znamená, že jestliže akcionář vlastnil 10 % akcií společnosti, společnost mu při nové emisi přednostně nabídne, aby nakoupil 10 % z emise nových akcií za předem stanovenou subskripční cenu. Subskripční cena je stanovena pod běžnou tržní cenou akcií, aby se celá emise umístila na trhu. Subskripční práva se obchodují spolu s akciemi asi 2 až 10 týdnů před vlastní emisí. Práva jsou nejprve součástí ceny akcie, ale potom se od akcie odpojí a obchodují se samostatně.

Jejich cena se určí:

$$R = (P_{on} - S) / (N + 1)$$

nebo

$$R = (P_{ex} - S) / N$$

R	Hodnota předkupního práva
P_{on}	Cena akcie s připojeným právem
S	Subskripční cena
N	Počet práv, které jsou potřeba ke koupi jedné nové akcie
P_{ex}	Cena akcie bez předkupního práva

Platí rovněž: $R = P_{on} - P_{ex}$

Při koupi jedné nové akcie musí vždy investor předložit požadovaný počet předkupních práv a zaplatit subskripční cenu. Kolik práv je potřeba předložit při koupi nové akcie, záleží na poměru existujících akcií v oběhu a velikosti nové emise.

VÝHODY A NEVÝHODY SUBSKRIPČNÍCH PRÁV

Právo je vlastně krátkodobá opce call, při výpočtu se nebere v úvahu časová hodnota, ale jen vnitřní hodnota. Skutečná hodnota práva se může od teoretické ceny lišit z několika důvodů. Jedním z nich jsou transakční náklady, které snižují jeho hodnotu, další mohou být upisovací náklady, zejména u menších emisí. Výhodou upisování nových akcií prostřednictvím předkupních práv je, že se zvýší pravděpodobnost úspěšného umístění, protože dodatečná hodnota, kterou práva představují, musí být včas uplatněna. Investor je musí buď sám uplatnit nebo prodat jinému zájemci. Mnohé společnosti se domnívají, že vydávání dodatečných akcií prostřednictvím předkupních práv je levnější, protože společnost nemusí platit za stand-by agreement o odkoupení emise investiční bankou. Avšak obecně řečeno se emise pomocí práv vyplatí tam, kde má společnost

malý okruh akcionářů, jinak rostou administrativní náklady na zorganizování distribuce předkupních práv. V některých případech je pro společnost levnější jít prostřednictvím normálního upisovacího procesu. Takže přestože předkupní práva nemusejí mít přímou hodnotu pro investory, mohou někdy nabízet výhody finančnímu managementu firmy.

PRIORITNÍ AKCIE

Prioritní akcie se někdy řadí mezi hybridní finanční instrumenty, protože mají společné rysy s akciemi i s obligacemi. Podobají se kmenovým akciím v tom, že jsou majetkový cenný papír a mají nekonečnou splatnost, a jestliže společnost nevyplatí prioritní dividendu, nemohou ji prioritní akcionáři přinutit k bankrotu. Dividendy se neodčítají od daňového základu. Na druhé straně mají prioritní akcie určité znaky stejné jako dlužní instrumenty, protože vyplácejí konstantní a předem známý cash flow. Velikost dividendy se stanoví jako procento nominální hodnoty instrumentu.

OCENĚNÍ PRIORITNÍ AKCIE

Ocenění prioritní akcie probíhá podle modelu perpetuity

$$P_0 = D / r$$

P_0	Cena prioritní akcie
D	konstantní dividendy v letech
r	požadovaná diskontní sazba

Jak je vidět, cena není závislá na čase, protože se jedná o perpetuitu. Cena prioritní akcie je citlivá na diskontní sazbu a výši dividend. Citlivost na pohyb úrokových sazeb je vysoká, protože jde o nekonečný proud plateb, a profil závislosti ceny na úrokových sazbách se podobá profilu dlouhodobých obligací.

NĚKTERÉ SPOLEČNÉ RYSY PRIORITNÍCH AKCIÍ

Prioritní akcie mohou mít různé charakteristiky, ale některé z nich se vyskytují častěji.

Různé třídy:

- Společnost může například vydat několik tříd prioritních akcií, které mají různá práva a priority s ohledem na vypořádání při bankrotu
- Subordinované prioritní akcie se v případě bankrotu budou řadit až po seniorních prioritních akciích, a podobně subordinovaný dluh mají menší záruky, pokud se jedná o vypořádání

Pohyblivá dividendy:

- Některé prioritní akcie nemusí mít fixně stanovenou dividendu, ale dividendy se může odvíjet od tržní úrokové sazby – jedná se potom o prioritní akcie s pohyblivou sazbou
- Výše dividendy se například bude měnit čtvrtletně dle vzorce, který svazuje dividendu s diskontní sazbou nebo sazbou bankovních akceptací či depozitních certifikátů. Takový instrument je výhodný pro banky a jiné peněžní instituce, které mají příjmy závislé na úrokových sazbách. Často se stává, že prioritní akcie má stanovené dividendové pásmo, tj. horní a dolní limit, uvnitř kterého se dividendy může pohybovat. Důvod stanovení dividendy jako pohyblivé, je minimalizovat fluktuaci ceny prioritní akcie v období velkého pohybu úrokových sazeb

Konvertibilita:

- Mnoho prioritních akcií vydaných v poslední době je konvertibilních do kmenových akcií. Konvertibilita je žádaná z hlediska společnosti, protože po konverzi se sníží povinné finanční výdaje společnosti, navíc konvertibilita snižuje kapitálové náklady na prioritní akcie pro emitenta.

Kumulativní prioritní akcie:

- Prioritní akcie jsou někdy kumulativní. To znamená, že veškeré nevyplacené prioritní dividendy musejí být splaceny, než bude možné vyplatit dividendy z kmenových akcií. Důvodem tohoto opatření je

poskytnout dostatečné zajištění prioritním akcionářům. Bez tohoto opatření by se mohla společnost chovat k oběma skupinám akcionářů stejně.

Protektivní klauzule:

- po dobu, kdy není prioritním akcionářům vyplácena dividenda, získávají volební právo. Pomocí této klauzule, která je podobná restriktivním klauzulím u obligací, mohou prioritní akcionáři například omezit výplatu dividend v případě, že má společnost problémy s platbami do umořovacího fondu.

Participace na zisku:

- Není častý rys prioritních akcií. Znamená to, že pokud společnost vytvoří větší zisk, než se očekávalo, mohou prioritní akcionáři mimo to, že dostanou svou fixní dividendu, participovat na jeho rozdělení. To je rys, který je z hlediska prioritních akcionářů velice žádoucí, ale z hlediska společnosti prodražuje náklady financování prioritními akciemi.

PIK Preferred:

- Jsou prioritní akcie, které po dobu několika prvních let po emisi namísto hotovostní dividendy vyplácejí další prioritní akcie. Tento způsob financování se samozřejmě po několika letech změně na normální prioritní akcie vyplácející hotovostní dividendu.

Vykoupení prioritních akcií:

- Prioritní akcie jsou většinou perpetuity vyplácející dividendu donekonečna. V posledních letech se však některé společnosti rozhodly tyto instrumenty refinancovat při poklesu úrokových sazeb. Mnohé prioritní akcie mají proto připojenou opci call, takže jsou přivolatelné společností za určitých podmínek. V případě svolání musí společnost zaplatit prémii nad nominální hodnotu, podobně jako je tomu při přivolatelných obligacích.

VÝHODY A NEVÝHODY PRIORITNÍCH AKCIÍ

Prioritní akcie nepředstavují pro emitenta riziko bankrotu v případě nevyplacení dividendy. Dividendy mají většinou pevně stanovenou výši. Prioritní akcionáři většinou neparticipují na zisku společnosti. Prioritní akcie nemají volební práva kromě případů, kdy společnost neplatí prioritní dividendu.

Nevýhodou je, že dividendy prioritních akcií jsou pevně stanoveny, a proto jsou náklady financování vyšší než u obligací, protože ve většině jurisdikcí dividendy nesnižují daňový základ. Přestože prioritní dividendy nemusí být vždy vyplaceny, kumulativní opatření zaručuje, že někdy v budoucnosti je firma bude muset vyplatit.