

Kapitálová struktura versus rating[#]

(Diskuse k článku: Kisgen, Darren J.: *Credit Ratings and Capital Structure*.
Journal of Finance, 2006, roč. 61, č. 3, s. 1035-1072.)

Pavel Marinič^{*}

Darren J. Kisgen v článku *Credit Ratings and Capital Structure* reflektuje současnou praxi a zabývá se vlivem důsledku ratingového hodnocení na kapitálovou strukturu firem. Úroveň ratingového hodnocení ovlivňuje rozhodování investora o alokaci investice tím, že poskytuje informaci o kvalitě investiční příležitosti.

Paradoxně kvalitativně lepší hodnocení vede v důsledku zájmu investorů, ale i věřitelů k intenzivnějším kapitálovým tokům do lépe hodnoceného subjektu. Tato skutečnost značně ovlivňuje rozhodování managementu o celkové struktuře kapitálu v řízených firmách, což se projevuje ve změně kapitálové struktury buď v prospěch vlastního kapitálu, nebo ve vyšší míře zadlužení.

Tlak investorů a akceptace dodatečného kapitálu ze strany managementu kromě změny kapitálové struktury mívá za důsledek změnu výše průměrných kapitálových nákladů a dále „překapitalizování“ firmy, které v případě, že rentabilita vlastního kapitálu nepokryje jeho náklady:

$$ROE < r_e, \quad (1)$$

přičemž

$$r_e = r_f + \beta \cdot (E \cdot (r_M) - r_f) + RP. \quad (2)$$

kde ROE = rentabilita vlastního kapitálu,
 r_e = náklady vlastního kapitálu,
 $E \cdot (r_M) - r_f$ = riziková premie trhu,
 RP = různé rizikové premie.

RP snižuje výdělek investorů a projevuje se na snížení výsledného hodnocení firmy a následně může vést často bez racionálního důvodu k odlivu spekulativního kapitálu, případně ke snížení intenzity zájmu investorů o alokaci kapitálu v takové firmě.

Na druhé straně „podkapitalizování“ firmy,

$$ROE > r_e \quad (3)$$

nemusí dostatečně indikovat skutečný potenciál firmy a když neúměrně zvyšuje vnitřní hodnotu (intrinsic value) firmy.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903.

^{*} Ing. Pavel Marinič, Ph.D., M.B.A. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <marinic@vse.cz>.

Vyvstává otázka, čím se má investor řídit aby jeho chování bylo racionální a efektivní a nezpůsobovalo zbytečné ztráty v důsledku zbytečných transferů kapitálu a jak na chování investora a transfer kapitálových toků má reagovat management.

Odpověď není jednoduchá, přesto je možno vymezit několik pravidel, které by měly být respektované, aby bylo chování investora racionální a jeho rozhodování minimalizovalo riziko z dané investice a umožňovalo by managementu přijmout adekvátní rozhodnutí.

Řídit se výlučně hodnocením na základě ratingu je nedostatečné, je nezbytné hodnotit výkonnost a chování firmy v delším časovém horizontu a hlavně komplexně. Zkušenost každodenní reality potvrzuje, že:

- Schopnost nejvíce zhodnotit vložený kapitál a zvyšovat hodnotu firmy ve stále sílící hospodářské soutěži má jenom firma s adekvátní výkonností, která dosahuje lepší finanční výsledky než konkurence.
- Nezbytným předpokladem vysoké výkonnosti firmy je vůdcovství v hospodářské soutěži, které nelze na trhu docílit bez převahy nad rivaly.
- Jedním z nejdůležitějších akceleratorů (value driver) je tedy konkurenční výhoda, kterou disponuje firma nabízející lukrativní a zákazníky (trhem) nejvíce žádané produkty, vyráběné s nižšími náklady než konkurence, což jí v konečném důsledku umožňuje stanovení výhodnější konečné ceny.
- O úspěchu firmy rozhoduje úspěšnost produktu (výrobku, služby) na trhu (u zákazníků) a v konečném důsledku především jeho cena a kvalita vnímaná zákazníkem.

Základní rozhodnutí musí vycházet z kalkulace **tržní hodnoty firmy**, podle známého konceptu:

$$H_B = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T} \quad (4)$$

kde $PH = FCF / (WACC - g)$
 FCF = volný peněžní tok.
 $WACC$ = průměrné náklady kapitálu.

na bázi tempa růstu **budoucích příjmů, peněžních toků, vnitřní hodnoty případně udržitelné míry růstu** odvozených na základě předpokládaného **budoucího fungování firmy** v kontextu zvyšování tržní ceny, tržní přidané hodnoty firmy za současného snižování celkové zadluženosti, nákladů cizího kapitálu a odpovídající dynamiky vývoje tržeb, generovaných na základě konkurenční pozice firmy na trhu, pozice v tržním segmentu, jakož i z vývoje mikroekonomických a makroekonomických atributů. Tyto skutečnosti je nutno posuzovat nejenom na základě daného stavu věcí, ale především na základě dynamiky vývoje a vzájemné interakce. Pro predikci dynamiky rozvoje firmy v rámci komplexního měření výkonnosti firmy je nutno vzít v úvahu hodnocení intenzity a vnitřní kvality investičního procesu dané firmy a to nejenom do technologie, ale i do lidského faktoru.

Dalším ne méně důležitým aspektem rozhodování o alokaci kapitálu na straně jedné a kapitálové struktury na straně druhé v rámci již zmíněné kalkulace tržní hodnoty firmy je **zohlednění faktoru času a rizika** prostřednictvím diskontní míry ve které se promítají **náklady a struktura investovaného kapitálu**.

Celkové riziko cenného papíru je tvořeno dvěma složkami – rizikem tržním (systematickým) a jedinečným (nesystematickým). Celkové riziko cenného papíru možno vyjádřit vztahem:

$$\sigma_i = \sqrt{\beta_i^2 \cdot \sigma_M^2 + \sigma_{e,i}^2} . \quad (5)$$

Tržní (systematické) riziko vztahem:

$$\beta_i^2 \cdot \sigma_M^2 . \quad (6)$$

Jedinečné (nesystematické) riziko symbolem:

$$\sigma_{e,i}^2 . \quad (7)$$

Platí, že tržní riziko nelze diverzifikovat, jelikož se váže k pohybu celého tržního portfolia a je určeno koeficientem β . Nesystematické riziko je dáno jedinečností cenných papírů daného portfolia a tržní pohyby mají na něj vliv. Toto riziko lze diverzifikovat vhodnou volbou portfolia. Z toho lze odvodit, že pro identifikaci a měření rizika je důležitá stabilita koeficientu β v čase.

Celková hodnota parametru beta β_L je dána (Mařík – Maříková (2001, s. 18):

- velikosti systematického rizika dluhu (β_D)
- velikosti nezadluženého beta β_U ,
- poměrem úročených dlouhodobých dluhu D k hodnotě vlastního kapitálu E ,
- daňovou sazbou t .

potom platí vztah:

$$\beta_L = \beta_U \cdot \left[1 + \frac{(1-t) \cdot D}{E} \right] - \beta_D \cdot \frac{D}{E} . \quad (8)$$

Betu nezadluženou pak vyjadřuje vztah:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1-t) \cdot D} . \quad (9)$$

S růstem zadlužení roste hodnota celkové beta, vyšší daňová sazba tento nárůst zpomaluje v důsledku působení daňového štítu.

Hodnota firmy je potom nepřímo úměrná celkové výši průměrných kapitálových a je tedy nejvyšší při optimální kapitálové struktuře, kterou ovlivňují náklady celkového zadlužení a náklady vlastního kapitálu. Hodnota firmy je dále tím vyšší čím je nižší riziko vyjádřené koeficientem „ β “ a čím je nižší úroková míra a vyšší daňová sazba.

Závěr

Finanční rozhodování o alokaci kapitálu ve firmě musí být posuzováno ze širšího hlediska. Je nutné vycházet především z celkové finanční výkonnosti firmy a tvorby hodnoty a dále ze

známých a již osvědčených principů finančního řízení, které představují bezpečnostní polštář a kterými jsou následující podmínky:

- Rentabilita vlastního kapitálu musí být vyšší než bezriziková přírážka použitá k výpočtu nákladů vlastního kapitálu, zároveň musí být rentabilita vlastního kapitálu vyšší, než rentabilita celkového kapitálu a rentabilita celkového kapitálu vyšší než náklady celkového kapitálu:

$$ROE > r_f, ROE > ROA, ROA > N_{CK} . \quad (10)$$

- Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROIC) musí být větší než průměrné kapitálové náklady (WACC):

$$ROIC > WACC . \quad (11)$$

- Vyšší podíl vlastního kapitálu a vyšší WACC vede k nižší současné hodnotě výnosů a nižší hodnotě firmy.
- Kromě toho by měly být zachována zlatá pravidla – financování, zlaté pravidlo vyrovnání rizika, zlaté pari pravidlo a zlaté poměrové pravidlo o předstihu tempa růstu tržeb před tempem růstu investic.

Pokud pravidla stanovení rating respektují tyto skutečnosti, je možno takový rating akceptovat jako jedno z kritérií o alokaci kapitálu v podniku.

Literatura

- [1] Kisgen, D. J. (2006): *Credit Ratings and Capital Structure*. Journal of Finance, roč. 61, č. 3, s. 1035-1072.
- [2] Mařík M. – Maříková P. (2001): *Diskontní míra v oceňování*. Praha, Oeconomica, 2001.

Kapitálová struktura versus rating

Pavel Marinič

ABSTRAKT

Rozvoj podnikání a hlavně rozvoj finančních trhů vyžaduje nové formy financování s cílem zabezpečení efektivnosti investic za současné minimalizace rizika. Klíčovým faktorem při rozhodování o alokaci kapitálu je hledání takového nástroje, který by minimalizoval riziko investora a maximalizoval výnos. Jednou z možností je rozhodování pomocí ratingu, za předpokladu že je konstruován na základě širšího hodnocení výkonnosti firmy s důrazem na tvorbu hodnoty firmy.

Klíčová slova: Rating; Alokace kapitálu; Výkonnost firmy; Hodnota firmy; Průměrné kapitálové náklady; Beta koeficient; Riziko.

Capital Structure versus Rating

ABSTRACT

Economic rising request a new types and form and resources for financing needs and investing. Clear chance appears use of rating in financials decisions. Rating impacts capital structure and has influence final decision on acceptance of capital investment and capital structure. Anticipation of credit rating is possible in the case reflect the long-term development value of firm.

Key words: Risk; Capital investment; Value; Beta; Cost of capital; Efficiency.

JEL classification: G30.