Mendelova univerzita v Brně
Provozně ekonomická fakulta

Tvorba a destrukce Shareholder value

Diplomová práce

Vedoucí práce:
Ing. Martin Širůček, Ph.D.

Tomáš Pešek

Brno 2016

Tímto bych rád poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Martinu Širůčkovi, Ph.D. za odborné vedení, velkou trpělivost, vstřícný přístup a cenné rady, které mi v průběhu psaní této práce věnoval.

Tomáš Pešek

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem práci: **Tvorba a destrukce Shareholder value**
vypracoval samostatně a veškeré použité prameny a informace uvádím v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací.*

Jsem si vědom, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 23. května 2016 _____

Abstract

Pešek, T. Creation and destruction of Shareholder value. Diploma thesis. Brno: Mendel University, 2016.
Introduction to shareholder value maximization theory as if it's still a current goal of company executives. Analysis of the possible method of capital allocation in terms of shareholder theory with goal to achieve the highest returns for shareholders.

Keywords

Shareholder theory, stakeholder theory, capital allocation, dividends, stock buybacks, investing.

Abstrakt

Pešek, T. Tvorba a destrukce Shareholder value. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016.
Představení teorie maximalizace shareholder value jako stále aktuálního cíle vedení společností. Analýza možných způsobu alokace kapitálu z hlediska shareholder theory s cílem nejvyšší návratnosti pro akcionáře.

Klíčová slova

Shareholder theory, stakeholder theory, alokace kapitálu, dividendy, odkup akcií, investování.

Obsah

1 Úvod a cíl práce 11

1.1 Úvod ... 11

1.2 Cíl práce ... 12

2 Shareholder theory 13

2.1 Představení ... 13

2.2 Historický vývoj ... 13

2.3 Argumenty pro a proti ... 15

2.4 Manipulace se ziskem ... 16

2.5 Motivace v opčních plánech ... 18

2.5.1 Moderní opční plány zaměřené na motivaci ... 19

2.6 Problém krátkého období ... 20

3 Tvorba shareholder value 21

3.1 1. Doporučení - Neřiďte příjmy a nevydávejte jejich očekávanou výšši pro další kvartál ... 21

3.2 2. Doporučení – Nebát se strategických rozhodnutí která maximalizují očekávanou hodnotu i za cenu krátkodobého snížení zisku ... 21

3.3 3. Doporučení – Podstupovat akvizice které maximalizují očekávanou hodnotu i za cenu krátkodobého snížení zisku ... 21

3.4 4. Doporučení – Ponechat si jen taková aktiva která přinášejí hodnotu ... 22

3.5 5. Doporučení – Rozdělení peněz mezi akcionáře pokud na obzoru nejsou žádné vhodné příležitosti pro investice zvyšující hodnotu ... 22

3.6 6. Doporučení – Ohodnotit vedení za dlouhodobé vyjímečné výsledky ... 23

3.7 7. Doporučení – Ohodnotit střední management za dlouhodobé vyjímečné výkony ... 23

3.8 8. Doporučení – Ohodnotit nižší management a samotné zaměstnance za dlouhodobé vyjímečné výkony ... 23

3.9 9. Doporučení – Požadovat vrcholný management nést rizika vlastnictví společnosti stejně jako její akcionáři ... 24

3.10 10. Doporučení – Poskytnout investorům relevantní informace týkající se hodnoty společnosti ... 24

4 Alokace kapitálu 28
4.1 Dividendy ... 28
4.2 Odkup akcií ... 29
4.3 Fůze a akvizice ... 30
4.4 Spinoffs ... 31

5 Způsoby měření Shareholder value 33
5.1 Ekonomická přidaná hodnota – EVA™ – Economic Value Added ... 33
5.2 Equity spread ... 34
5.3 Implied value ... 34
5.4 CFROI – Cash Flow Return on Investment ... 35
5.5 Total shareholder return ... 36

6 Praktická část 37
6.1 Metodika ... 37
6.1.1 Akciové společnosti v USA ... 37
6.1.2 Vnitřní hodnota ... 39
6.2 Představení modelu ... 41
6.3 Testování modelu ... 48
6.3.1 Vliv zadlužení a rentability aktiv na alokaci kapitálu ... 48
6.3.2 Vliv zadlužení a růstu zisku ... 51
6.4 Diskuze – Převod modelu do praxe ... 54

7 Závěr 56
7.1 Doporučení ... 57

8 Literatura 59

Seznam tabulek

Tab. 1 Model alokace kapitálu 43

Tab. 2 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě 49

Tab. 3 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě 49

Tab. 4 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě 50

Tab. 5 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě 50

Tab. 6 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě 51

Tab. 7 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku 51

Tab. 8 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku 52

Tab. 9 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku 52

Tab. 10 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku 53

Tab. 11 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku 53

1 Úvod a cíl práce

1.1 Úvod

Myšlenka maximalizovat shareholder value je v podobě shareholder theory na světě již od počátku akciových společností jako takových. Jejím hlavním bodem je cíl vedení podniku podřídit všechny zájmy společnosti jejím vlastníkům, akcionářům. Postupem času si, ale jako snad každá teorie, našla svoje odpůrce a dokonce vznikla i alternativní teorie, která prosazuje nejen zájmy akcionářů, ale také celé řady dalších zainteresovaných skupin. Obě teorie mají za sebou celou řadu výrazných podporovatelů, jak z řad ekonomů, tak i lidí, kteří tyto teorie v praxi praktikují. O to, která teorie je platná a přináší větší přínos se vedou stejně dlouhé a ustavičné spory jako ve střetech mezi intervencionisty a liberály v makroekonomii. O žádné z těchto teorií se tak nedá říct, že by byla vyloženě špatná, ale ani dokonalá. Jednoduše má každá z nich svá pro a proti.

S růstem sociálních faktorů a myšlení zákazníků je otázkou, zda maximalizace shareholder value ve skutečnosti společnosti neškodí v podobě odrazování svých zákazníků, kteří raději zvolí konkurenční produkt od společnosti, jejímž cílem je uspokojit všechny své stakeholdery, tedy mimo jiné i svou základnu kupujících. Otázkou tedy je, zda je v moderní společnosti ještě místo pro dvě století starý postup snažící se maximalizovat zisky. Po zodpovězení této základní otázky se práce bude dále věnovat dalším faktorům, které mají vliv jak na tvorbu, tak i destrukci shareholder value. Většinu z nich má v rukou management daného podniku, a to jak ve formě každodenních rozhodnutí týkajících se běžného chodu společnosti, tak i pomocí rozhodnutí dlouhodobých. V tomto případě jde především o různé způsoby alokace kapitálu, které nesou zřejmě největší podíl na potenciálu tvorby hodnoty pro akcionáře. Jaké tyto možnosti jsou a jak velký podíl na výsledku skutečně mají, i takové otázky bude v práce hledat odpovědi.

Jak již bylo řečeno, budoucnost shareholder value podniku je plně v rukou managementu společností prostřednictvím jejich rozhodnutí. A s touto mocí musí přijít i zodpovědnost a ta v řadě případů těmto lidem chybí. V práci bude popsáno, jak takovéto případy v praxi vypadají a pomocí jakých nástrojů jsou tito lidé schopni zneužít své postavení ve svůj prospěch na úkor těch, pro něž by měli vytvářet hodnotu. Je politováníhodné, že v mnoha případech nejde pouze o ohýbání pravidel, ale přímé porušování zákonů.

1.2 Cíl práce

Prvním cílem práce je odpovědět na otázku, zda je teorie maximalizace shareholder value stále aktuální a v praxi používanou. K tomu bude nutné uvést i způsoby, jakými je implementována v praxi společně s jejími výhodami a nevýhodami. Součástí této odpovědi bude i její představení a porovnání s konkurečními teoriemi. Paralelně bude popsán i historický vývoj takovýchto teorií. Na základě provedené literární rešerše bude sestavena metodika, která uvede a popíše ukazatele, které mají vliv na vznik shareholder value. Takto sestavená metodika bude sloužit jako základ pro konstrukci modelu, který se bude zabývat schopností různých druhů alokace kapitálu, na tvorbě nebo destrukci hodnoty. Ty budou následně aplikovány na množství rozdílných společností, s cílem získat poznatky, díky nimž budou moci být sestavena doporučení pro jednotlivé společnosti, jak co nejefektivněji alokovat kapitál, tak aby došlo k maximální tvorbě shareholder value.

2 Shareholder theory

Dříve než se podíváme na to, jak lze maximalizovat trřní hodnotu společnosti, je třeba odpovědět na několik otázek. Ty se týkají především toho, zda je teorie maximalizace tržní hodnoty stále aktuální teorií, jaký je její historický vývoj a popřípadě jaké jsou její alternativy.

2.1 Představení

Nejprve ale k samotné shareholder theory. Základní otázky, které si každý business musí na začátku své existence položit je: Co bude nabízet? Jak to bude nabízet? A komu to bude nabízet? Odpověď je víceméně ve všech případech motivována jedinou věcí – ziskem. Zisk je jasným cílem většiny podniků, pominemeli ty neziskové (non-profit). Bez něj totiž jen těžko mohou fungovat v delším období.

Po této deklaraci zisku jako hlavního cíle se nabízí otázka, zda je tu ještě jiný cíl(e), kterého by se měli podniky snažit dosáhnout. V případě shareholder theory (někdy též označovanou jako stockholder theory) je odpověď jednoznačné NE. Důvody proč se tato teorie zaměřuje pouze na jeden, spolu s jejími pro a proti, budou popsány v následujících kapitolách. Jediným cílem managementu a zaměstnanců je tak maximalizovat zisk, prostřednictvím něhož je možné zvyšovat hodnotu vlastníků - akcionářů.

Tento přístup je tak v přímém konstrastu s druhou teorií nazývanou Stakeholder theory. Zde je cílem podniku, respektive jejího managementu, maximalizovaní užitku všech zapojeným stran včetně vlastníků (Jawahar a McLaughlin, 2001). To znamená, že podnik je veden s ohledem na zaměstnance, odbory, vládu, věřitele, dodavatele, zákazníky i celou společnost. Freeman (1984) definuje stakeholdery jako skupinu či jednotlivce, který může ovlivnit nebo je ovlivněn dosaženými cíli organizace. Samozřejmě i tento přístup má velké množství svých kladných a záporných vlastností, které podrobně probereme v dalších kapitolách.

2.2 Historický vývoj

Nyní ale přejdeme k historickému vývoji obou směrů, který nám lépe objasní příčiny vzniku a následného vývoje obou teoretických přístupů.

Naši historickou exkurzi začneme v 17. století, které je spojené se vznikem mnoha obchodních společností. V předchozích letech vznikaly především neziskové organizace jako nemocnice a univerzity. První významnou společností byla Východoindická společnost (East India Company), založená britskými obchodníky, jejichž činnost byla schválena královskou listinou královny Elizabethy I v roce 1600. V době své největší slávy vládla pětině světové populace a to pomocí svých obchodních vazeb, ale i armádě čítající přes 250 000 vojáků (Keay, 1993).

Na stejném principu byly založeny i ostatní společnosti, vždy byl nutný královský dekret (royal charter) nebo tzv. private act (v podstatě na míru ušitý zákon pro vznik společnosti), bez něj se žádný větší podnik neobešel[1]. Toto povolení k činnosti bylo často i časově omezeno (např. po dokončení stavby, ukončení činnosti). S tímto postupem byly spojené i další povinosti, které z takovýchto dekretů vyplývaly. Například americké kolonie byly nuceny posílat suroviny zpět do Británie ke zpracování a poté zpětně odkupovat hotové produkty. Tyto praktiky byly jedním z mnoha důvodů Americké války o nezávislost, která probíhala mezi lety 1775 až 1783 (Harris, 1994).

Takzvaný Bubble act přestal platit až v roce 1825. Tento rok můžeme označit jako počátek deregulace podnikatelského prostředí ve Velké Británii. Její vrchol přišel v roce 1844 prosazením Joint Stock Companies Act[2] a Limited Liability Act 1855.

Ve spojených státech byla situace v první polovině 19. století velmi podobná. Stejně jako v Británii, bylo k založení akciové společnosti potřeba speciálního povolení v podobě zákona jednotlivého státu unie. Jediným cílem byl prospěch stakeholderů (Millon, 1990). Jakožto společnost založená státem (myšleno proces, ale mnohdy i vlastník), měla vykonávat sociálně responsibilní úkoly, po kterých byla veřejná poptávka a stát je měl zařazeny mezi svými cíli. Tato politika se začala postupně uvolňovat a s koncem století přišel velký růst v počtu akciových společností, které již byly vedeny za účelem vytváření zisku. Rozhodujícím bodem v tomto procesu bylo soudní řízení mezi Dodge v. Ford Motor Company. Henry Ford chtěl použít nakumulovaný nerozdělený zisk pro investice uvnitř podniku. Taková myšlenka se však nezamlouvala minoritním akcionářům, bratrům Dodgeovým. Ti zažalovali společnost z důvodu, že chce peníze použít ve prospěch svých zaměstnanců na úkor akcionářů. Soud jim dal za pravdu a svůj rozsudek zdůvodnil slovy, že akciová společnost je primárně provozována za účelem zisku pro své shareholdery (Sundaram, 2004). Nicméně rozmach této teorie byl zanedlouho zastaven Velkou depresí v roce 1929. Na univerzitní půdě se začaly hledat nové argumenty, které by veřejnost a především společnosti vedly zpět k uspokojování všech stakeholderů. S podstatným argumentem přišel Dodd (1932), který tvrdil, že je-li možné chápat společnost jako samostatnou jednotku (tj. vystupuje pod svým jménem, nese vlastní odpovědnost atd.), oddělenou od svých akcionářů, tak poté nese i odpovědnost vůči veřejnosti. Management by tak měl hledět nejen na zájmy vlastníků, ale všech stakeholderů. K těmto teoretickým tvrzením se přidaly i praktické nástroje, ve formě přijaté legislativy. Celkem bylo v tomto období přijato 32 různých zákonů, které tlačily na preferenci stakeholderů (Bradley, 1999).

---

[1] Tyto omezení byly nastaveny pomocí tzv. Bubble Act, přijatého v roce 1720. Ještě před zákazem vzniku akciových společností vedl tento zákon ke vzniku Královské burzy a Londýnské pojišťovací společnosti (McColloch, 2003).

[2] Umožnil registraci a vznik akciových společností. Ta měla dvě fáze a každá znich byla zpoplatněna 5 librami. Joint Stock Companies Act ještě stále neumožnoval vznik společností s ručením omezeným. To se změnilo až v roce 1855 s přijetím Limited Liability Act.

2.3 Argumenty pro a proti

Mnoho akademiků věří, že stakeholder theory je klíčem k efektivnější práci managementu (Mitchell, 1997). Společnosti, jež jsou v neustálém kontaktu se svými stakeholdery a spolupracují na základě vzájemné důvěry, by měly mít konkurenční výhodu oproti těm, kteří tak nečiní (Jones, 1995). Také se ukázalo, že mnoho členů vyššího managementu věří, že jejich zainteresovanost ve veřejných záležitostech a místních komunitách často přináší vznik konkurenční výhody (Altman, 1998).

Existuje však celá řada studijí, která výše uvedená tvrzení potvrzují jen z části, případně i kompletně rozporují. Pokud byla například nalezena alespoň nějaká souvislost mezi orientací managementu na stakeholdery a výkonem společnosti, pak se týkala pouze orientace na zákazníky a své zaměstnance (Berman, 1999). Další studie nenašly souvislostí žádné (Agle, 1999). Při vzevrubném výzkumu na 51 studiích napsaných v období 25 let nenašli Griffin a Mahon (1997) žádnou souvislost mezi finanční výkonností podniku a jejího sociálního programu. Naopak ve studii, kterou provedli Hillman a Keim (2001) vyšlo na jevo, že stakeholder theory je dobrým doplňkem pro tvorbu hodnoty pomocí shareholder theory. Dospěli k závěru, že: „Důraz na tvorbu shareholder value by neměl být na úkor zájmů ostatních důležitých stakeholderů."
Sundaran a Inkpen (2004) poté uvádí 5 důvodů, proč by měla být shareholder value relevatní a preferovaná.

1. Cíl maximalizace shareholder value má pozitivní dopady i na stakeholdery. Obě tyto skupiny mohou žít v symbióze a stakeholdři mohou težit s růstu dané společnosti. S jejím růstem bude přibývat potřeba zaměstnávat novou pracovní sílu, větší objem materiálu od dodavatelů, případně i platbu vyšších daní (Easterbrook a Fischel, 1983). Zároveň je třeba mít na paměti, že shareholdeři drží mnohem větší rizika, s vlastnictvím společnosti totiž není spojen žádný fixní příjem. Rovněž v případě investice do rozvoje podniku není návratnost pro investory jistá. Zatímco pro stakeholdery v podobě dodavatelů a zaměstnanců plynou jisté příjmy (Macey, 1989).
2. Maximalizace shareholder value vytváří motivační prostředí pro management, který je tak ochotný podstoupit jistá podnikatelská rizika. Pokud management přístoupí na vedení podniku ve prospěch svých stakeholderů, pak nebude schopný podstoupit jakkákoliv podnikatelská rizika a společnost tak nebude moci zvyšovat svoji hodnotu. Pouze bude docházet ke stabilizaci cash flow. Tento princip vyžadují všichni stakeholdeři, kterým plynou fixní příjmy od společnosti (věřitelé, zaměstnanci atd). Naproti tomu akcionáři podniku management plně podporují v podstupování podnikatelského rizika s vidinoiu dalšího růstu shareholder value (Sundaran a Inkpen, 2004). A jak již bylo zmíněno v prvním bodě, z tohoto růstu budou nakonec těžit i stakeholdeři, jejichž fixní příjem vzroste.
3. Víc než jeden hlavní cíl značně ztíží schopnost řídit podnik. Je prakticky nemožné dosáhnout maximalizace ve více směrech než jen jeden. V tom případě by tyto cíle musely být totožné. V praxi jsou požadavky různých skupin

stakeholderů naopak v přímém rozporu. A to jak mezi sebou navzájem, tak i oproti cílům shareholderů. Otázkou je, zda je vhodné dát managementu moc ve formě výběru, kterou skupinu v dosahování cílů upřednostnit. Jasnou výhodou shareholder theory je její jediný cíl, který se navíc dá jednoduše sledovat a měřit (Jensen, 2001).

4. Je jednodušší udělat ze stakeholderů shareholdery, než naopak. Neexistuje žádný zákon, který zabraňoval stakeholderům podílet se na vlastnictví společností. Právě naopak je tento systém podporován samotnými společnostmi ve formě opčních plánů pro zaměstnance, důchodových fondů atd. Vývoj v posledních letech dokonce vedl k tomu, že zaměstnanecké odbory drží velké podíly ve svých společnostech a aktivně se tak podílí na jejich řízení (Millstein a MacAvoy, 1998).
5. V případě porušení dohody či smlouvy se mohou stakeholdeři lépe bránit pomocí právních systémů. Na rozdíl od různých skupin stakeholderů, nemají akcionáři žádnou smluvně vymahatelnou ochranu, pouze právo na podíl na zisku společnosti. To zaměstnanci jsou chráněni na zdraví, stáří, proti diskriminaci atd. Vše pokryto v příslušných smlouvách a zákonech. Věřitelé mají podobně kryté zájmy. Veřejnost je kryta pomocí enviromentálních zákonů a vyhlášek. Samozřejmě investoři se mohou také bránit u soudu a často tak dělají. Ve většině případů (75+ %) je uzavřena mimosoudní dohoda v jejich prospěch (Romano, 1991). Avšak jak poukazuje Martin (1999) vyrovnání dosahuje pouze 13% výše z původní požadované částky.

Ve prospěch shareholder theory hovoří i studie provedené na evropském a asijském trhu, které jsou považovány za více nakloněné k uspokojování stakeholderů (Sundaran, 2004). Ty nenašly žádné důkazy, které by mohly vést k závěrům, že v těchto ekonomikách je menší riziko akciových bublin, podvodů ze strany managementu nebo že společnosti zde oplývají větší veřejnou zodpovědností (Bennet, 1998).

Ještě před tím než se podíváme, jakými způsoby lze tvořit shareholder value, je třeba se zaměřit i na způsoby a praktiky, které na trhu existují a potenciální investor by se společnostem, jež je provádějí, měl vyhnout.

2.4 Manipulace se ziskem

Je veřejným tajemstvím, že ve velké řadě společností probíhají do jisté míry úpravy v rámci účetních standardů, za jediným účelem – vylepšení obrazu před investory a celým trhem pomocí většího zisku. Rick Wayman (2016) ve svém článku představuje následujících 8 způsobů, kterými společnosti ovlivňují svůj vyhlašovaný zisk a jiné generátory hodnoty.

- Akcelerace tržeb – Jedním z uvedených způsobů, jak výrazně navýšit tržby v krátkém období, je uvést součet očekávaných příjmů za delší období v aktuálním roce. Jako příklad uvádí softwarové společnosti s dlouhodobým

odběrem. Správný postup by byl tyto tržby rozdělit rovnoměrně, tak jak budou realizovány, do následujících období. Druhý způsob je již dříve uvedený problém rozpoznávání tržeb. Společnost je schopna zaúčtovat odeslání dodávky jako tržby, ale ty ještě ve skutečnosti neproběhly a samotný distributor má právo neprodaný objem vrátit zpět.

- Odkládání výdajů – Tento postup je možný provést pomocí kapitalizace nákladů na dlouhodobé investice. Ty je poté možné v průběhu určeného období postupně odepisovat a rozložit tak jejich dopad na konečný zisk na delší časový horizont. Jako příklad tohoto postupu uvádí Wayman společnost AoL, která náklady na výrobu a distrubici svých CD nosičů prohlásila jako dlouhodobou investici a postupně je poté odepisovala.
- Nárůst výdajů před akvizicí – Společnost předplácí své výdaje ještě před provedením akvizice či fůze, aby po následném spojení byla čísla ve srovnání s těmi předcházejícími pozitivní. Pro investory tuto skutečnost nezachytí pak vzniká iluze, že fůze byla úspěšná a mezi těmito dvěma společnostmi musí existovat synergie, vzhledem k poklesu nákladů.
- Jednorázové výdaje (Non-recurring expenses) – Tato položka byla zavedena do účetníctví za účelem větší transparentnosti výdajů. Stala se však velmi oblíbeným nástrojem jak pod ni ukrývat různé opakující se výdaje, pouze pod jinými jmény (Leder, 2003). Michelle Leder uvádí hned 23 různých názvů, pod kterými se v podstatě skrývá pořád to stejné – opakující se náklady schované pod roušku jednorázových. Analytici často jednorázové náklady vyřazují ze svých výpočtů tak, aby daný ukazatel nebo finanční údaj takzvaně očistili. Předstírání, že běžné náklady jsou jednorázové, tak může mít velký dopad na konečný výsledek.
- Ostatní příjmy a výdaje – Zatímco myšlenka za vznikem jednorázových výdajů byla jejich ztransparentnění, položka ostatních příjmů a výdajů znázorňuje přesný opak. Tvoří tak výborné místo pro umísťování příjmů a výdajů, které chce společnost z nějakého důvodu zatajit (respektive ukrýt jejich původ či význam).
- Příspěvky do penzijních plánů – V případě že společnost vede svým zaměstancům penzijní plán[3] může jej využít k vylepšení vyhlašovaného zisku. Například pokud na trzích převládá dobrá nálada a rostou, může podnik použít příjmy z tohoto penzijního plánu, které přesahují jím nastavené očekávání jako tržby. Ty následně po zdanění zvýší i zisk. Je důležité mít na paměti, že je to právě vedení, které nastavuje očekávané příjmy penzijních plánů.
- Položky mimo rozvahu – Společnosti mohou vytvořit další právnické osoby, do kterých začnou umísťovat pasiva nebo výdaje, které z jakéhokoliv důvody nechtějí uvádět ve svých výsledcích. Tím, že to jsou oddělené společnosti, které

[3] Na rozdíl od penzijního systému v České republice, je ten americký daleko rozmanitější ale také komplikovanější. Pokud společnost má svůj penzijní plán, přispívá zaměstnancům na „jejich" individuální účet určitou částku, kterou následně investuje na kapitálových trzích (obvykle dluhopisy a akcie). Na oplátku za vedení tohoto plánu dostává daňové benefity.

často nejsou plně ve vlastnictví zakládajícího podniku, zmínka o nich nemusí být vůbec ve výsledcích uvedena. Kompletně se tak ztratí z dohledu investorů.

- Syntetický leasing – Jedná se o operační leasing strukturovaný takovým způsobem, že se neobjevuje v rozvaze jako pasivum, ale jako výdaj ve výkazu zisků a ztrát. Může být použit pro skrytí nákladů například na novou budovu po dobu jeho trvání. Po jeho ukončení je však společnost nucena tuto budovu koupit za předem určenou částku a bude tak vystavena určitému finančnímu tlaku, hlavně v případě změny její finanční situace, která v průběhu leasingu může nastat. To se pak může projevit i na velikosti zisku, který vyhlašuje.

2.5 Motivace v opčních plánech

Jak píše Mark Maremont a Charles Forelle v článku Bosses' Pay: How Stock Options Became Part of the Problem, opce na kmenové akcie se staly nejvíce populárními zhruba před dvěma desetiletími, kdy investorům, veřejnosti i akademické sféře docházela trpělivost s výškou platů, kterou za svou práci dostávali členové vysokého managementu. Na papíře je jejich výhoda jasná. Možnost nakoupit akcie zítra za jejich dnešní cenu. To bude mít pozitivní vliv na motivaci lidí ve vedení, protože jejich dobré výsledky povedou k růstu ceny akcie a oni tak budou za tuto tvrdou práci patřičně odměněni. Takový byl každopádně plán. A v některých společnostech tak opravdu funguje. Původní myšlenka však měla pomocí těchto opčích plánů nahradit štědrý systém bonusů a vysokých platů. Tomu se tak nestalo a přidělované opce tak ještě dále zvýšily příjmy vrchních členů vedení. Počet poskytovaných opcí se dále v čase jen zvětšoval. V roce 1992 byly mezi společnostmi vedených v indexu S&P 500 rozděleny opce o hodnotě 11 bilionů dolarů. O deset let později mezi stejnými společnostmi to už bylo 71 bilionů dolarů (Hall, 2003). Opce lze uplatnit ve většině případů v průběhu deseti let od jejich přidělení, ale toto se může lišit společnost od společnosti. Obvykle u nich existuje i období po které je naopak nelze uplatnit, opět nejčastěji jeden rok od jejich přidělení.

Dalším problémem je počet opcí, který je jednotlivým členům přidělován, přesněji jejich každoroční změna. Společnosti často při přidělování opcí v následujícím období nehledí na vývoj ceny akcií, ale spíše na počet opcí, které přidělovaly v minulém období. Při růstu ceny tak ještě dále roste odměna pro příjemce takovýchto opci. Nejlépe je to vidět na následujícím příkladě.

Společnost A odmění své CEO 1 milionem opcí na akcii, která je momentálně obchodovaná za cenu 10 dolarů. Pokud se společnosti nadstandartně daří a její cena akcie vzroste za rok o 50 %, CEO může uplatněním opcí a následným prodejem akcií vydělat 5 milionů dolarů. Pokud na konci tohoto roku dostane znovu dalších milion opcí a společnosti se znovu podaří zvýšit svoji cenu na trhu o dalších 50 %, ten samý CEO nyní již nevydělá potenciálních 5, ale rovnou 7,5 milionů. To znamená za stejný meziroční výsledek se mu zvýšila odměna o polovinu.

Největší skandál týkající se odměňování pomocí opcí se odehrál v průběhu prvního desetiletí nového tisíciletí. Byl zapříčiněn i změnou zákona, která se týkala odepisování odměn managementu z daní. Tento zákon považoval jakékoliv odměny

nad milion dolarů za neopodstaněné a nedovoloval je tak použít jako náklady. Netýkal se však odměn založených na výkonosti, mezi které patří právě opční programy. Členové vrcholného managementu začali používat techniku, které se říká option backdating (Fried, 2008). V té době jim dohledový orgán nařizoval ohlašovat vydání opcí do měsíců od jejich přidělení. Společnosti tak čekaly na situaci, kdy během dvou měsíců cena akcií spadne a poté se znovu zvedne. Společnost pak přidělila opce k datu, kdy cena byla nejnižší. Tímto postupem tak byli okamžitě „na penězích" (in the money)[4] . V průběhu let bylo vypracováno několik studií a napsáno několik investigativních článků na toto téma. Celý skandál propukl na veřejnost až s velkým přispěním článků publikovaných ve Wall Street Journal, které později obdržely Pulitzerovu cenu za mimořádnou veřejnou službu. Podle SEC tyto praktiky sebou přinesly škodu ve výši 10 bilionů dolarů, způsobenou poklesem cen akcií a „ukradenými" kompenzacemi. Angažovaní manageři přišli o svá místa i pověst, zaplatili vysoké pokuty a společnosti musely zpětně upravovat své výsledky. Nyní regulátor přikazuje nahlásit přidělení opcí do dvou dní (McKenna, 2014).

2.5.1 Moderní opční plány zaměřené na motivaci

Typické opční plány přidělují opce s pevnou strike cenou. Stačí tedy, aby samotný trh rostl a s ním i společnost a management již může inkasovat zisk. Ten ale nemá základy v mimořádných výkonech společnosti, ale v pouhém tržním sentimentu, s kterým se společnost „svezla". Tento nedostatek se snaží vyřešit následující speciální opční plán.

Discounted Indexed Option plan

Diskontovaný indexovaný opční plán řeší nedostatky uvedené v předchozím příkladě pomocí každoročního (možné i jiné období, záleží na uzavření dohody) přepočtu strike ceny na základě zvoleného benchmarku, v tomto případě akciového indexu[5]. Vzroste-li index například o 10 procent, o stejnou výši se zvýší i strike cena. Zisk na opčním programu tak budou realizovat jenom opravdu ti, kteří dosahují nadprůměrných zisků. Donutit stávající management přejít na tento plán jistě není jednoduché a tak Alfred Rappaport navrhuje ještě následující změny. První z nich je navýšení počtu přidělovaných opcí, aby ti, kteří dokáží dosáhnout výsledků lepších než index byli opravdu řádně omezeni. Druhým bodem je pomalejší růstu strike ceny, pomocí mírného diskontování, než jakým roste samotný index tak, aby i ostatní členové vedení byli odměněni aspoň za výsledky dosahující průměru trhu.

Discounted Equity Risk Option plan

DERO je alternativou pro předcházející plán v případě, že společnost není schopna sestavit dostatečně reprezentující index na základě kterého by porovnávala svoji

[4] V případě call opcí (opce využívané v opčních programech) je to situace, kdy dohodnutá cena (strike price) je pod aktuální tržní cenou podkladového aktiva.

[5] Jde o individuálně sestavený index akciových společností podnikajících ve stejném odvětví.

výkonnost. V tomto případě se strike cena zvyšuje na základě velikosti úroku z 10ti letetých amerických pokladních poukázek. K těm je ještě přičtená opět jen část (discounted) rizikové přirážky. Ještě jsou odečteny vyplacené dividendy tak, aby nebylo vedení demotivováno k jejich vyplácení v období, kdy neexistuje lepší varianta alokace kapitálu.

2.6 Problém krátkého období

Pokud mluvíme o maximalizaci shareholder value, vždy uvažujeme o dlouhém období minimálně 5 let. Jak ale uvádí Rappaport (2006), realita je velmi často opačná. Převládá zaměření s délkou 1 roku a mnohem častěji i období, pouze do dalšího vyhlášení čtvrtletních výsledků. Tomuto zaměření na krátké časové období se nelze tolik divit, pokud si uvědomíme, že trh je z velké části ovládán agenty[6] ve vedení společností, kteří se starají hlavně o své vlastní zájmy (Jensen, 1976).

Jakkoliv je mezi profesionálními investory všeobecně uznávána metoda diskontovaných peněžních toků, soustředění se na čtvrtletní vyhlašování zisku stále převládá. Existuje totiž přesvědčení, že insideři mají daleko více informací a tak nemá cenu se zdržovat často náročným odhadem budoucích cash flow. Je pro ně tak daleko jednodušší soustředit se na predikce příjmů v krátkém období. Ostatně portfolio manageři, kteří tuto dovednost zdokonalili na úroveň, při které jsou jejich odhady dostatečně přesné, jsou schopni dosahovat nadprůměrných zisků (Hagin, 2004).

I CEO a ostatní členové managementu se často zaměřují na krátké období, jestliže čelí tlaku ze strany akcionářů, kteří tak smýšlejí. Pokud by tak neučinili, mohli by ve finální fázi přijít i o svá místa. Pak tu máme racionálního investora, který vidí, že jeho analýza cash flow na následujících několik let ve skutečnosti s cenou nijak nehýbe, ale že to jsou právě čtvrtletní zisky, které vyvolávají největší posuny. Obě skupiny se tak navzájem utvrzují v tom, aby výrazně upřednostnovaly výsledky v krátkém období před těmi dlouhodobými (Rappaport, 2006).

O výše zmíněném trendu hovoří i statistiky, vypovídající o délce držení akcií investičními fondy. Takzvaná holding period se zmenšila ze 7 let v šedesátých letech na dnešní necelý rok. To dokazuje hned několik průzkumů provedených v posledních letech. Například Ellis (2004) a Dow (2007). Tento trend vrcholí právě v posledních letech i s rozvojem technologií a možností instatní komunikace, které vedly k rozvoji tradingu na denní bázi.

[6] Agentem se v tomto případě myslí člověk ve vedení, jehož zájmy se liší s těmi od vlastníků společnosti. Vzniká tzv. Principal-Agent problém, tj. nesoulad zájmů mězi ředitelem (vlastníkem) a jeho zástupcem (management).

3 Tvorba shareholder value

Alfred Rappaport (2004) uvádí ve svém článku 10 způsobů a doporučení jak tvořit Shareholder value:

3.1 1. Doporučení - Neřiďte příjmy a nevydávejte jejich očekávanou výši pro další kvartál

Pokud se budeme držet našeho zaměření na americké trhy, je třeba mít na paměti odlišný účetní standard používaný v USA (US GAAP), který do jisté míry umožňuje provádět operace, které ovlivní výši ohlašovaného zisku. Příklady těchto operací uvádí například O'glove (1987) a Schilit (2008). Takovéto operace je však společnost schopna provádět jen krátkodobě. Proto musí po pár kvartálech přejít na jiný způsob manipulování s výsledným ziskem a nebo přiznat jeho skutečnou výši. Ta již bude pravděpodobně za očekáváním investorů, protože její samotné ovlivňování bylo uskutečňováno právě za účelem překonat tyto očekávání nebo je alespoň naplnit. Není rozhodně náhodou, že Rappaport uvádí toto doporučení jako první. Pokud totiž není splněno, stává se pro takto řízený podnik téměř nemožné plnit doporučení následující a to zejména kvůli vnějšímu tlaku očekávání.

3.2 2. Doporučení – Nebát se strategických rozhodnutí která maximalizují očekávanou hodnotu i za cenu krátkodobého snížení zisku

Již zde se ukazuje, proč je první princip tak důležitý. Bez schopnosti odtrhount se od řízení zisku není managment schopen zaměřit se na dlouhodobé projekty, které přinášejí pravou hodnotu akcionářům. Pokud společnost hodnotí přínosnost zamýšleného projektu na základě jeho dopadu na zisk v jednotlivých obdobích, namísto jeho dopadu na budoucí cash flow, může se připravit o realizaci projektu, který by maximalizoval budoucí hodnotu.

3.3 3. Doporučení – Podstupovat akvizice, které maximalizují očekávanou hodnotu i za cenu krátkodobého snížení zisku

Společnosti vytvářejí nejvíce své hodnoty pomocí svých každodenních operací. Zásadní akvizice ale může vytvořit velkou hodnotu, tak i stejně velkou hodnotu zničit, a to v poměrně krátkém čase. V současnosti mají společnosti ve svých rukou velké množství peněz[7] a i díky poměrně nízkému historickému zadlužení, vzniká úrodná půda pro množství akvizic (Zion, 2011).

[7] Společnosti S&P 500 měli na konci roku 2015 na svých účtech 1,44 trillionu dolarů. To je 31% nárůst oproti roku 2010, kdy měli společnosti na svých účtech 1,1 trillionu dolarů. V současnosti jenom Apple, GE a Microsoft drží dohromady necelých 500 billinu dolarů.

Nejpoužívanějším indikátorem při posuzování akvizic jak společnostmi, tak i investičními bankéři, jsou stále poměrové ukazetele cena/zisk (price/earnings multiples). Především pak zisk na akcii (EPS). Jeho zvýšení po akvizici je považováno za žádoucí a naopak. Pokud tedy společnost akvizuje jinou společnost s výšším EPS, jeho zisk na akcii roste. Pokud akvizovaná společnost má EPS nižší než společnost, která ji kupuje, výsledné EPS se snižuje. Ani v jednom případě nám vývoj zisku na akcii po akvizici neříká, jaký bude mít tento obchod dlohodobý dopad na hodnotu společnosti. Správný postup při hodnocení dopadu akvizice je v zaměření se na vývoj hodnoty a ne na okamžitou změnu zisku, případně poměrové ukazatele jej obshaující. Odhadem současné hodnoty budoucího zvýšení cash flow způsobéného akvizicí a následné odečtení ceny, která byla na tuto transakci vyčleněna, může management identifikovat kde, kdy a jak naplnit reálného zvýšení výkonosti a hodnoty.

3.4 4. Doporučení – Ponechat si jen taková aktiva která přinášejí hodnotu

Toto doporučení se dále dělí na dvě části. V první by měly všechny hodnotově orientované podniky průběžně zjišťovat, zda a kolik jsou potenciální kupci schopni zaplatit navíc nad očekávané cash flow (premium) za jednotlivá střediska, značky, nemovitosti a jiné oddělitelné aktiva. Pro ty, jejichž výsledky naplňují očekávání nebo je dokonce překonávájí, bude nesmírně těžké zbavit se profitující části. Čísla v tomto případě hovoří jasně a odmítnutí takovéto nabídky můžeme výrazně negativně ovlivnit hodnotu akcionářů.
V druhé část mohou společnosti zmenšit kapitál, který obstarávají a zvýšit tak hodnotu pomocí dvou způsobů. Zaměřením se na vysoce hodnotu-přidávající aktivity, jako například výzkum a vývoj, design a marketing, v nichž disponují konkurenční výhodou. Málo hodnotu-přidávající procesy, jako je například výroba, mohou být outsourcovány, pokud dokážeme zajistit jejich stávající kvalitu za nižší ceny. Příkladem těchto procesů může být Apple, který navrhuje své produkty v Californii, ale o jejich samotnou výrobu se starají partneři v Asii. Ve Spojených státech probíhá i výzkum a vývoj a také zde vzniká marketing. Dalším příkladem jsou hotelové společnosti Hilton Hospitality a Marriott International, které hotely řídí aniž by je vlastnily.

3.5 5. Doporučení – Rozdělení peněz mezi akcionáře pokud na obzoru nejsou žádné vhodné příležitosti pro investice zvyšující hodnotu

Stále velmi aktuální doporučení v době, kdy společnosti disponují rekordními peněžními prostředky na svých účtech a kdy trh zažívá již 7 rok v řadě růst. Managment může přecenit své schopnosti a víru v to, že dokože najít vhodnou investici či kandidáta k akvizici a zbytečně tak sedět na nevyužitém polštáři peněz. Hodnotově orientovaní manageři společnosti s velkými zásobami volných

pěněžních prostředků v časech omezených investic s potenciálem zvyšovat hodnotu, přistoupí k takzvanému vracení peněz akcionářům ve formě vyplácení divident nebo zpětného odkupu akcií, případně jejich kombinace. To umožní akcionářům investovat do výnosnějších příležitostí, a také to sníží riziko špatného rozhodnutí vedení společnosti ve formě přeplacené akvizice.

3.6 6. Doporučení – Ohodnotit vedení za dlouhodobé vyjímečné výsledky

Společnosti potřebují efektivní motivační výplatní plány na každé úrovni pro dosažení maximálních potenciálních příjmů. Opční programy se staly standartním systémem pro odměňování managementu. Skrývají v sobě několik nedokonalostí, které vedou k nedostatečné motivaci za dosažením zvyšování hodnoty. Těmi jsou zejména myšleny poměrně krátká rozhodná období v průměru 3 až 4 roky a také sklon managmentu k co nejrychlejšímu vyplacení. Dalé je to hranice, od které jsou opce vypláceny, která se zdaleka nedá považovat za mimořádný výkon. Nakonec pokud cena akcií klesne, ztrácejí opce jakýkoliv motivační prvek. Východiskem může být použití alternativních opčních plánů, jako je například Discounted indexed option plan nebo Discounted equity risk option plan. Více o těchto alternativních opčích plánech v předcházejících kapitolách.

3.7 7. Doporučení – Ohodnotit střední management za dlouhodobé vyjímečné výkony

Na rozdíl od vrcholného managementu, který je zodpovědný za výkon společnosti jako celku a je pro něj tak vhodný opčí plán, pro střední a nižší management je potřeba jiná forma finační motivace. Pokles ceny akcií zapříčiněný špatnými rozhodnutími jiných středisek, by tak měl negativní důsledky i na ohodnocení dobře fungujícího střediska. Nastat by mohla i opačná situaci, kdyby cena akcií rostla i přes velmi špatné výsledky střediska, ale jeho management by díky opčímu programu byl i tak oceněn jako všechny ostatní. V ani jednom z těchto případů by opce nemotivovaly k dlouhodobým vyjímečným výkonům. Pouze v případě, že jsou jednotlivé úseky podniku přímo propojené a na sobě závislé, může takovýto plán správně fungovat. Společnosti nejčastěji k odměňovaní nižšího a středního managementu používají jak roční, tak i víceleté motivační plány, které odměňují vedení za překonání zadaných cílů ve formě finančních ukazatelů jako tržby a operační zisk, ale i některé nefinanční ukazatele.

3.8 8. Doporučení – Ohodnotit nižší management a samotné zaměstnance za dlouhodobé vyjímečné výkony

Ani pro tento stupeň zaměstnanců není opčí program vhodným řešením a proto se přistupuje spíše ke střednědobým motivačním plánům. Problém nastává v určení správných indikátorů, na kterých by takovýto program mohl být postaven. Tržby a

operační zisk, použité jako podkladové indikátory k ocenění výkonu, nejsou dostatečně konkrétní a neposkytují zpětnou vazbu zaměstnancům na denní bázi. Společnosti by v tomto případě měly vyvinout sobě vlastní indikátory, které dokáží kvantifikovat a jednoduše dovnitř komunikovat dosažení nastavených cílů.

3.9 9. Doporučení – Požadovat vrcholný management nést rizika vlastnictví společnosti stejně jako její akcionáři

Ve většině případů opční programy nebyly úspěšné ve sjednocení dlohodobých zájmů investorů a vrcholného managementu, protože ten pravidelně tyto opce uplatňuje a vybírá si tak peníze. Tato možnost dřívějšího prodeje akcií může ve skutečnosti motivovat management do více krátkodobého myšlení za účelem krátkobého zvýšení cen akcií, než do dlouhodobého tvoření hodnoty.

Pro účely vyrovnání se s tímto nedostatkem, zavedlo mnoho společností do svých stanov požadované množství akcií, které každý člen vedení musí držet. Tento počet je často vyjádřen jako násobek základního platu, který je následně převeden na počet akcií. Například CEO společnosti Ebay je povinnen vlastnit akcie v hodnotě minimálně pětinásobku jeho ročního platu. Pro ostatní členy vedení platí třínásobek. Dodatečným pravidelem je minimální počet akcií, které si musí ponechat při uplatnění opcí, vyjádřený procentuálně.

Ve většině případů však vlastnictví akcií nevystavuje management stejnému riziku jako jsou vystaveni obyčejní akcionáři. Některé společnosti jsou totiž ochotny prominout půjčky určené k nákupům akcií v případě, že cena akcií začne klesat. Jako důvod pak uvedou, že tato půjčka již nesplňuje motivační podmět, který původně zamýšlela.

Společnosti musí vždy hledat rovnováhu mezi výhodami, které pro ni přináší povinnost vedení držet určité množství akcií po určitou dobu a nevýhodami, které z těchto povinosti plynou samotnému managementu. Ať už se jedná o jejich vlastní likviditu nebo jejich nízkou diverzifikaci, která může vest k přílišné averzi k riziku. Dalšími možnostmi jak přiblížit zájmy obou skupin je prodloužení doby, po kterou není možné prodat akcie získané z uplatnění opcí a také přestat počítat restricted stock[8] do povinného minima počtu držených akcií.

3.10 10. Doporučení – Poskytnout investorům relevantní informace týkající se hodnoty společnosti

Poslední doporučení se týka komunikace s investory a to především pomocí povinných formulářů a hlavně finančních výkazů. Přesnější data a jejich vysvětlení

[8] Pod tímto názvem se skrývá akcie, která ještě není plně převedená, tj. je stále ve vlastnictví společnosti a to do té doby než jsou splněny určité podmínky. Ve většině případů je to období po které je je nutné držet. To zabraňuje insiderům předčasnému prodeji, který by mohl ovlivnit celou společnost. Nejčastěji je udělována po dokončení akvizic či fůzích. Řídí se speciální daňovou úpravou.

slouží investorům ke snížení jejich rizika, na základě kterého mohou snížit svoji rizikovou přirážku, pomocí niž tak vzorste cena akcie[9].
Rapaport navrhuje vypracování takzvaného Corporate performance statement ve kterém jsou uvedeny dodatečné informace, které nejsou dostupné v dosud vydávaných dokumentech. Mezi patří zejména následující ukazatele a údaje. Jasné oddělení dat v případě transakcí mezi obdobím, kdy je daná transakce zaúčtována a kdy jsou za ni skutečně obdrženy peníze. To umožní lepší analýzu doby splatnosti jednotlivých transakcí a jejich případné rozdělení rizikovostních tříd. Dalším bodem je detailní předpoklad a možná rizika pro každou položku, která představuje důležitý stavební kámen, který tvoří hodnotu společnosti.

Tyto data by neměl být problém pro společnosti získat, protože s nimi většina interně pracuje a spíše je nechce dát na oči své konkurenci. V případě, že taková data k dispozici nemá, měl by investor zvážit, zda management dělá svoji práci v jeho nejlepší prospěch. V době neustálého upravování finančních výsledků, ať už v rámci daných účetních standardů nebo dokonce mimo něj, není pro společnosti nic jednoduššího než výrazně zvýšit objem zveřejňovaných finančních i nefinančních dat a získat si tak svojí transparentností investory na svoji stranu.

Rapapport si poté klade otázku zda tyto doporučení vedou k dlouhodobému naplňování zájmů investorů. A odpověď je jednoznačné ano. Pouhé následování principu o oddalování hodnoty-přinášejících investic za účelem dosáhnutí očekávaných čtvrtletních zisků může způsobit výrazný rozdíl. Dalším znatelným krokem může být upuštění od současné praxe rozpoznávání tržeb v aktuálním období[10] a odkládání nákladů do období následujících. Tento postup zakládá na velké problémy v budoucnu, kdy již nebude možné vykazované výsledky tímto způsobem zkrášlovat a přijde nevyhnutelný pád cen akcií v důsledku výrazného zaostání za očekávanými finančními hodnotami. Skutečný rozdíl pro investory však nastává, pokud společnost přijme orientaci na shareholder value jako svoji dlouhodobou růstovou strategii.

Pro většinu organizací je hodnototvorný růst strategickým oříškem a pro její naplnění a úspěch musí často přicházet na trh s novými byznysy. Hlavním důvodem je cena, která již zahrnuje očekávaný růst společnosti. Pokud společnost tedy dosahuje na tyto očekávání, akcionáři se dočkají pouze „normálních“ (očekávaných) příjmů. K dosažení lepších příjmů musí společnost pravidelně dosahovat nadočekávaných příjmů, což se časem stane čím dál tím těžší, protože i samotná očekávání porostou. Druhou možností je pak již zmíněný vznik nových unikátních

[9] Pokud například používají metodu Discounted Cash Flow, kde různá rizika vstupují do rovnice přes diskontní sazbu, kterou jsou všechny budoucí pěněžní toky upraveny na současnou hodnotu. Snížením rizik tak obecně vede k poklesu výše diskontní sazby a tím i růstu hodnoty oceňovaného aktiva.

[10] Společnosti nejsou nijak zásadně omezeny ve způsobu, jakým rozpoznávají své tržby. Vždy ale daný způsob musí uvést v patřičné části svých výsledků. V praxi se tak používá rozpoznávání tržeb ve formě odeslání k prodeji, nikoliv realně prodaných výrobků. Tento způsob je velmi často využíván například výrobci mobilních telefonů.

byznysů, které umožní společnosti dále růst. Pokud má management historii v přícházení s novými myšlenkami na trh, a ten s tím již do budoucna počítá a zahrunuje je do očekávání, pak nezbývá managmentu nic jiného, než se soustředit tato očekávání naplňovat.

Pokud se management soustředí pouze na naplňování krátkodobých očekávání, dostává se do pasti, z které nelze vytvářet hodnototvornou růstovou strategii, protože se neustále musí věnovat svému stávajícímu podnikání na rozdíl od hledání nových příležitostí, které by mohl využít ke vstupu na nový trh.

Čím taková společnost prochází pokud se v budoucnu dostane do nevyhnutelné krize popsali Clay Christensen a Michael Raynor (2003) ve své knize The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth.

Společnosti se nedaří udržovat růst tržeb a klesají jí její marže v hlavním a ve většině případů jediném odvětví působnosti. Přesto je na něj management plně soustředěn a dál do něj investuje na místo prozkoumávání nových příležitostí. Ani tyto investice však nedokáží naplnit očekávání trhu a investorů, což se projeví na ceně akcie. Za účelem zastavení poklesu ceny akcií oznámí společnost velmi optimistické cíle, které ve skutečnosti není schopna pomocí svého hlavního byznysu naplnit. Společnost tak dále omezuje prostředky na nadějné projekty, které by ale nepřinesly dostatečný zisk v požadovanou dobu, tj. skoro okamžitě a dále tak investuje do současných struktur, případně vstupuje na již rozvinuté trhy s potenciálem generovat dostatečně velké prostředky téměř okamžitě. Pro vstup na takový trh je však třeba ze začátku vynaložit podstatné prostředky aniž by byl realizovat zisk. A jelikož jsou tyto velké trhy již velmi konkurenční, je velmi pravděpodobné, že takto rychlý a dlohodobě neplánovaný vstup nepřinese dodatečné požadované prostředky. To povede k dalšímu propadu ceny , který bude stát místo současného CEO. Jeho nástupce přijde do společnosti, která nemá žádné nové projekty k realizaci a nezbyde mu nic jiného, než se soustředit na hlavní byznys, který ještě přináší určitý zisk. Společnost se tak vrátí znovu na počátek, tentokrát již s výrazně nižší hodnotou.

Společnosti, které se soustředí na maximalizaci shareholder value v dlouhém období a odprostí se tak od neustálého honění se za čtvrtletními výsledky, mají velkou šanci se výše zmíněným problémům vyhnout. Nebudou na nic čekat a pokud se jim do rukou dostane vhodná příležitost, která v dlouhém období bude mít pozitivní vliv na hodnotu, i za cenu krátkodobého nenaplnění očekávání, dá takovémuto projektu zelenou. Tato vlastnost z nich ve většině případů udělá inovátory nebo společnosti, které nové trhy spíše vytvářejí. A pokud je tato strategie aplikovaná managementem dostatečně dlouho, jejich dovednosti ve vyhledávání a hodnocení příležistostí se budou jen zvyšovat.

Při aplikaci zmíněných postupů neleží úplně všechna zátěž jen na společnosti samotné. I investoři musí pochopit, o co se vedení snaží a následně podle toho upravit svůj investiční plán. Stejně jako společnost změní svoji filozofii a začne pronásledovat dlouhodobé cíle i investoři by měli upravit svůj investiční horizont. Pokud by toho nebyli schopni a začali hromadně prodávat, nízká cena akcie může způsobit problémy z hlediska atraktivity nejen pro investory ale i zaměstnance, dodavatele a odběratele. Situace se může dostat až do takového extrému, že nebude

mít dostatek prostředků jak kompenzovat svůj vlastní management, který se právě na dlouhodobou strategii zaměřil.

4 Alokace kapitálu

Nyní se pojďme zaměřit na akce, které může management provádět s nerozděleným ziskem na konci účetního období tak, aby maximalizoval dlouhodobou shareholder value. Představíme si pět nejzásadnější možnosti plus jednu bonusovou, která přímo se ziskem nesouvisí, ale přesto patří do stejné kategorie. Těmi možnostmi tedy jsou investice do rozvoje, výplata dividend, zpětný odkup akcií, splácení dluhu a fůze a akvizice (M&A). Speciálním případem je pak spinoff (odštěpení části společnosti do nového subjektu).

4.1 Dividendy

Společnost vyplácející dividendu komunikuje směrem ke svým akcionářům schopnost dobrého finančního hospodaření[11] a alespoň základní snahu tvořit hodnotu pro své akcionáře. Tato „zpráva" nabývá na hodnotě, pokud je tato dividenda vyplácena dlouhodobě, bez přerušení, a management je schopen ji i v čase navyšovat.
Jak, kolik a jestli vůbec vyplácet dividendu často velmi závisí na fázi životního cyklu, v kterém se podnik nachází. Na začátku cyklu, či stále v jeho růstové fázi, bude společnost chtít co nejvíce kapitálu reinvestovat, protože tímto způsobem je schopna vytvořit větší hodnotu pro své akcionáře. Ale v momentě, kdy přijde o vhodné investiční příležitosti a začnou se jí hromadit peníze na účtech bez pořádného využití, může přistoupit k jejich rozdělení akcionářům. Ti tak dostanou příležitost zhodnotit tyto „své" peníze lepším způsobem, tj. s větším zhodnocením, než toho je momentálně schopna jimi vlastněná společnost. A pro tyto investory není nutně zapotřebí hledat novou příležitost daleko, protože samotný start vyplácení zvýší atraktivitu společnosti a může vést i ke zhodnocení její ceny, respektive to je ve většině případů cílem této operace.

Pozor si musí dávát investor pokud společnost vyplácí dividendu, na kterou ve skutečnosti nemá a bere si na ni úvěr. Takovýto postup dlouhodobou hodnotu nevytváří, ale naopak ji spíše ničí. Existuje zde i opačné riziko a to, že společnost drží velké množství peněz a neustále jej dále hromadí aniž by jej rozpustilo mezi akcionáře. Studie dokázaly, že v takovýchto případech s množstvím držených peněz roste riziko, že společnost výrazně přeplatí za příští provedenou akvizici a znovu tak dojde k destrukci shareholder value. Další riziko, na které je třeba myslet, je znovu možný střet zájmů managementu. Jelikož ti patří již ze stanov mezi velké akcionáře, výplata dividendy ve výšši jimi určená i jim samotným výrazně přilepší. A pokud je ostatní akcionáři nebudou mít patřičně pod dohledem, mohou tímto způsobem výrazně poškodit celý podnit k jejich vlastnímu prospěchu.

[11] Před rokem 1934 to byl dokonce jeden z mála opravdových signálů finančního zdraví akciových společností v USA. Až s příchodem Securities and Exchange Act of 1934 se zvýšila transparentnost hospodaření jednotlivých subjektů.

Jako příklad tohoto vývoje můžeme uvést společnost Microsoft. Ta v období svého největšího růstu a rozvoje v osmdesátých a devadesátých letech reinvestovala veškerý svůj zisk do dalšího rozvoje. Až po splasknutí internetové bubliny na přelomu tisiciletí a ústálení portfolia a s ním souvisejícího vývoje přišel čas tvořit hodnotu pro akcionáře i jinými způsoby. Od roku 2004 tak nepřetržitě vyplácí dividendu, která postupně narostla z původních 8 centů až na dnešních 36[12].

Výplata dividendy je, ze zde představovaných možností, vskutku unikátní možností především díky své univerzalitě. Lze k ní totiž sáhnout kdykoliv, kdy má společnost volné peněžní prostředky, k nimž nemá lepší uplatnění. Nemusí tak čekat, až se jí naskytne vhodná příležitost, tak jak je tomu u investic nebo až cena akcie bude pod vlastní hodnotou společnosti, tak jako tomu je u zpětného odkupu akcií. Šance na fůze a akvizice, které by skutečně zvyšovaly hodnotu přicházejí jen zřídka. V tomto případě je pak důležité zvolit vhodný způsob výplaty. Na trh a investory samotné totiž působí negativně, pokud společnost po 8 kvartálech dividendu přestane vyplácet. Proto je zde lepší použít jednorázovou výplatu ve vyšší hodnotě.

V neposlední řadě je třeba mít na paměti i daňové zvýhodnění, které výplata dividendy přináší, respektive její příjem (15 % USA, ČR).

4.2 Odkup akcií

Odkup vlastních akcií (stock buyback) je další formou, jak lze zvýšit shareholder value. Princip jeho fungování je v celku prostý. Společnost nakupuje na trhu svoje vlastní akcie, z kterých se tak stávají tzv. tresury stocks. Jelikož nemůže být sama sobě akcionářem, jsou tyto akcie absorbovány. Na trhu je tak méně akcií a současným vlastníkům se tak zvýšil podíl na společnosti. Z toho plynou vyšší příjmy z dividend a případně i zhodnocení samotné ceny. Tento přístup také ovlivňuje některé zásadní ukazatele, které mají zprostředkovaně vliv na cenu samotnou. Nejzářnějším příkladem může být ukazatel zisk na akcie (EPS). Zisk zůstává stejný, ale nyní se dělí na měnší počet akcií a tak hodnota ukazatele roste, což je žádoucí a pozitivní jev.

Momentálně společnosti na americkém trhu nakupují zpět své akcie v rekordních objemech. Jen za rok 2015 byly nakoupeny akcie za 560 bilionů dolarů. O rok dříve to byl zhruba stejný objem, ale v roce 2013 to bylo jen 420 bilionů. Samotné rekordní objemy indikují, že se společnosti snaží těmito programy zhodnotit cenu svých akcií. Nacházíme se již několikátý rok v řadě na býčím trhu a pomalu dochází prostor na růst pomocí akvizic, protože ty se stávájí velmi drahými. Proto se management dost často uchyluje k těmto programům na odkup akcií. Problém však nastává hned ve dvou hlediscích.

[12] Microsoft vyplatil první dividendu v roce 2003 ale nejednalo se nepřetržitou výplatu. Na konci roku 2004 pak vyplatil jednorázově 3,08 dolarů, což v té době představovalo více něž 11 % tržní kapitalizace společnosti.

Aby zpětný odkup akcií měl pozitivní vliv na cenu akcie a pomohl tak dosáhnout zhodnocení pro akcionáře, musí společnost vykoupit výrazně více akcií než jich za daný rok vydá. To se stává velkým problémem díky zavedeným opčím programům pro management, které vyžadují stále nové akcie. Obvzláště v období růstu, kdy jsou tyto odměny ještě vyšší než obvykle. Společnost tak sice může vyhlásit program na zpětný odkup akcie s obrovskou dedikovanou částkou, ale ve finále se reálný počet akcií na trhu nezmění a tento program nebude mít žádný vliv na podíl jednotlivých akcionářů na společnosti, což by mělo být jeho hlavním cílem.

Druhým problémem je samotná cena, za kterou společnosti vlastní akcie pořizují. Zde je důležitým měřítkem vnitřní hodnota akcie. Pokud jsou akcie nakupovány za cenu vyšší než je jejich vnitřní hodnota, dochází k destrukci shareholder value. A naopak čím nižší je cena oproti vnitřní hodnotě tím větší hodnota je tvořena. V realitě, a lze to tak vyčíst i z přiloženého grafu, se společnosti často uchylují k této technice v časech růstu, kdy je cena jejich akcií vysoko nad vnitřní hodnotou. V tomto období mají na rukou spoustu volných peněžních prostředků. Naopak v dobách krize, kdy zpětný odkup umožnuje přidat nejvyšší hodnotu, mají společnosti strach z budoucího vývoje a raději drží peníze (viz. Graf 2008, 09, 10).

Ve studii provedené Credit Suisse se ukázalo, že 128 společností vedených v indexu S&P 500 dokázalo zpětnými odkupy akcií zajistit roční zhodnocení pro své investory přesahující 10 %. Naopak 154 společností ze stejného indexu dokázalo pomocí tohoto programu dosáhnout ročních ztrát přesahujících 21 %. Například Citigroup ve zkoumaném období zaplatila za své akcie částku 21 bilionů, ty ale podle Credit Suisse měli ve skutečnosti hodnotu jen 1,2 bilionu. Tato čísla znovu jasně dokazují, že ne každý stock buyback program vytváří skutečnou hodnotu pro akcionáře a že je vždy třeba porovnávát výkupní cenu s její vnitřní hodnotou.

Posledním způsobem, jak je možné zničit hodnotu pomocí odkupu akcií je, když společnost nepoužije své vlastní peněžní prostředky, ale půjčí si na ně. Jediný možný ospravedlnitelný čas na tento postup je v dobách krize, kdy si je společnost jista, že je výrazně trhem podhodnocena (nejčastěji následkem negativního sentimentu na celém trhu) a sama nebo dostatečné prostředky na velký odkup. Problém je najít v takové době vhodného věřitele, který je ochoten poskytnout přijatelný úrok na takovouto operaci.

4.3 Fůze a akvizice

Pod slovním spojením fůze a akvizice se často zařazují ještě akce jako konsolidace, tender offer (nabídkové řízení na odkup akcií), akvizice samotných aktiv a akvizice managementem. První tři možnosti se především liší v tom, jaká společnost na konci zůstane, případně vznikne. Při fůzi dojde ke sloučení společností do jedné stávající, při akvizici zůstanou nezměněné, jen se změní vlastník a při konsolidaci se společnosti sloučí do nově vzniklého subjektu.

Společnosti kupují jiné podniky pro celou řadu účelů. Jako úspěšnou fůzi nebo akvizici ale můžeme považovat jen takovou, při které dojde k několika synergiím a

kombinace těchto podniků přinese zvýšení čistého cash flow nad úroveň jejich pouhé kombinace.
Marvin Dumon přidává hned několik možných synergií, které je možné použít pro růst hodnoty podniku.

- Možnost růstu tržeb díky zvýšenému počtu potenciálních zákazníků
- Zlepšený produkt, služba, technologie nebo značka, která bude lépe sloužit jeho zákazníkům
- Rozšíření geografického rozsahu, což umožňuje jak nové možnosti co se prodeje týče, tak také nové možnosti v nákupech materiálů a služeb potřebných k provozu podniku
- Nové distribuční a marketingové kanály, které poskytují možnosti jak získat nový podíl na trhu
- Více efektivní prodej, výzkum a vývoj a tvorba nových produktů
- Na konec i možnost nákladově zefektivnit celou strukturu, počínaje sloučením či zrušením duplicitních středisek

Panos Mourdoukoutas pak uvádí hned několik praktických ukázek, jak lze pomocí fůzí a akvizic vytvořit, ale také zničit velkou část shareholder value. Vše přitom záleží při jaké ceně k těmto obchodům dojde. Mezi pozitivní příklady lze zařadit společnosti IBM a Oracle, které ve velkém skupovaly softwarové podniky, aby mohly lépe čelit rostoucí poptávce po výhradně podnikových programech a řešeních. Tento řetězec nákupů přinesl akcionářům mimořádné dlouhodobé zhodnocení založené na zdravých základech úspěšných akvizic. Na druhé straně spektra stojí společnosti, jako je například Cisco systems, jejichž akviziční šňůra v devadesátých letech čítající více než 70 podniků způsobila značný pokles v celkové shareholder value. Hlavním důvodem byly opět ceny, které Cisco Systems bylo ochotné platit. Jako poslední, ale rozhodně ne konečný příklad, si můžeme uvést Hewlett Packard. Ten pod vedením, letošní neúspěšné kandidátky na americkou prezidentku, Carly Fioriny sérií neperspektivních akvizic ztratilo nejen výraznou část své shareholder value, ale i postavení na trhu. Tento propad byl ještě zesílen časem a cenou za kterou byly tyto operace prováděny, a to na vrcholu internetové bubliny v letech 2000 a 2001.

Studie KMPG prováděná na velkém vzorku proběhlých akvizic mezi lety 2007 a 2009 ukázala, že ve 44 procentech všech transakcí bylo dosaženo žádných, nebo jen zanedbatelného počtu synergií. Velmi podobných závěrů dosáhla i studie provedená Kengelbachem a Rossem z Boston Consulting Group. Na základě těchto tvrdých dat se pak nelze příliš divit, že velký počet těchto operací končí opětovným odprodejem akvizované společnosti.

4.4 Spinoffs

Jedná se v podstatě o opak fůzí a akvizic, kdy společnost sama zakládá nový podnik a umísťuje do něj část svých aktiv a pasiv. Lze ji také pojmenovat jako speciální případ divestice. Mnoho studií i samotných investorů potvrdilo, že investice do takto stvořených celků, a tedy i tyto společnosti samotné, přinášejí vyšší návratnost pro investory, protože dokáží dlouhodobě vytvářet vyšší hodnotu.

Po uvedení několika příkladů a názorných ukázek se s těmito fakty může ztotožnit každý. Jako první důvod můžeme uvést zvýšenou pozornost, kterou management bude nově vzniklé společnosti věnovat. Může se totiž soustředit jen na ni, na menší celek. Stejně tak i původnímu vedení ubyde patřičný podíl práce s odštěpeným celkem. Ruku v ruce se vznikem nového celku jdou i štědré motivační odměny pro nový management. Ten tak má motivaci i potřebnou svobodu pro agresivnější rozvoj včetně akvizic, která může přinést růst shareholder value.

Druhým důvodem je změna v chování investorů, respektive jejich reakce na změny, které sebou spinoffy přináší. Takto rozdělené subjekty mají mnohem vyšší šanci přilákat potenciální investory už jen díky mnohem čitelnějším výkazům, které po rozdělení produkují. Jakožto jeden z mnoha celků ve velké společnosti, nemusí mít nyní samostatný podnik ani samostatně uvedené výsledky a je jen zahrnut do výsledku za celou strukturu. To snižuje jeho potenciální hodnotu, protože si o něm potencionální a ani stávající investoři nemohou udělat obrázek a správně ho poté ocenit. Toto je často důvod, proč management přichází s iniciativou provést spinoff. Je to na základě jejich dojmu, že daný celek není investory řádně doceněn a tímto krokem se u něj takzvaně snaží odemčít hodnotu.

Jako příklad nedávno provedeného odštěpení za účelem odemčení potenciální hodnoty můžeme uvést Twenty-First Century Fox Inc., který od sebe oddělil vydavatelský byznys News Corporation. Tím se zbavil sektoru, který mnoho investorů považovalo za zastaralý a zdržovali se tak investic do Twenty-First Century Fox. Naopak nově vzniklá vydavatelská společnost je příležitostí pro ty, kteří hledají čistě tuto formu podnikání.

5 Způsoby měření Shareholder value

Stejně jak dlouho existuje corporátní strategie maximalizace shareholder value, ať už v jakékoliv podobě, existují i různé způsoby jak tuto hodnotu, respektive její změny, měřit. V této kapitole se zaměříme na ty nejvýznamější z nich a uvedeme si jejich pro a proti, případně jaké výhody a rizika tyto metody sebou přináší.

5.1 Ekonomická přidaná hodnota – EVA™ – Economic Value Added

V 80 letech byla zkratka EVA™ zaregistrována americkou poradenskou společností Stern Stewart & Co. Poté, co byla těžce marketingově propagována pro svoje jedinečné charakteristiky ve měření výkonnosti, začala být implementovaná ve většině velkých společnostech.

Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme vypočítat jako čistý provozní zisk po zdanění mínus náklady na kapitál vynásobený ekonomickým kapitálem.

$$EVA = NOPAT-(C*WACC)$$

NOPAT je anglická zkratka pro čistý provozní zisk po zdanění. Je v něm zahrnut nejen výsledek hospodaření z hlavní činnosti ale i zisk nebo ztráta z prodeje dlouhodobého majetku a zásob z mimořádné činnosti, která není hlavní činností podnikání. K tomu je dále nutné přičíst další zisky, popřípadě ztráty, z finanční činnosti a ostatní náklady či výnosy mimořádného charakteru, které jsou z účetního pohledu považovány za provozní.

Další dílčí položkou je Investovaný zpoplatněný kapitál. Marek Vochozka uvádí dvě možnosti jeho interpretace, respektive výpočtu. První způsob pomocí provozního hlediska je součet dlouhodobých provozních aktiv v zůstatkových cenách a pracovního kapitálu. Druhou možností tentokrát z finančního hlediska přes pasiva je součtem sumy účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročených závazků.

Poslední složkou vzorce jsou průměrné vážené náklady na kapitál. Jejich velikost závisí především na způsobu jejich využití a také z jakých zdrojů jsou čerpány. Její velikost lze částečně ovlivnit správným řízením využívání vlastních a cizích zdrojů, především jejich poměru ve vztahu na jejich náklady.

Ekonomická přidaná hodnota by měla vycházet kladná. Právě tak můžeme pomocí tohoto ukazatele potvrdit, že dochází ke vzniku hodnoty. Kislingerová ještě dodává, že zde existuje závislost mezi ekonomickou přidanou hodnotou a čistou současnou hodnotou. Lze tedy dosáhnout ekonomické přidané hodnoty, pokud se podnik řídí pravidly čisté současné hodnoty a dbá na optimalizaci kapitálové struktury.

5.2 Equity spread

Hodnotu měřící model equity spread je na budoucnost orientovaný, účetně založený model. Byl vyvinut s velkým přispěním konzultační společnosti Marakon Associates, která jej poté i patřičně prosazovala ve své poradenské činnosti s hlavním cílem růstu shareholder value svých klientů. Založená v roce 1978, byla v jeden čas považována za jedno z nejlépe střežených tajemstvých v konzultačním odvětví (KEULENEER, 2005). Jeho původ lze nalést v Gordonově modelu, který zkoumá poměrový ukazatel market to book ve vztahu k efektivním trhům za předpokladu neomezeně dlouhého konstatního růstu a dvou dalších závislých proměných, které si přivlastníl model equity spread, a to RoE a náklady na vlastní kapitál. Samotný Equity spread vypočítáme jako rozdíl právě mezi ukazateli rentability vlastního kapitálu a samotnými náklady na něj.

Pozitivní rozdíl nám indikuje vznik shareholder value v daném období a naopak negativní výsledek značí, že došlo k její destrukci. Samozřejmě čím větší tento rozdíl je, tím větším temptem shareholder value vzniká, respektive zaniká. Největším rozdílem mezi Equity spread a Ekonomickou přidanou hodnotou, ale zdaleka ne jediný, je v použití výpočtu nákladů na kapitál. Zatímco Ekonomická přidaná hodnota počítá s váženým průměrem nákladů, tj. jak s cizím tak i s vlastním, Equity spread pracuje čistě jen s vlastním kapitálem. Výsledek se tak výrazně liší, protože financování pomocí cizího kapitálu je obecně levnější než využití kapitálu vlastního (Pratt, 2014).

5.3 Implied value

Implied value můžeme považovat za souhrný termín, pod kterým si lze představit metody výpočtu čisté současné hodnoty a jím podobné způsoby (Jog, 1997). Pro účely výpočtu je třeba přijít s odhady budoucích hodnot cash flow ve vhodně zvoleném časovém horizontu v budoucnu. Dále je potřeba pro stejný časový úsek i hodnota nákladů na kapitál a také konečná hodnota společnosti (terminal value). Budoucí pěněžní toky poté diskontujeme, abychom obdrželi čistou současnou hodnotu. K obdržení implikované hodnoty ještě musíme odečíst veškerý dluh, který má společnost ve svých výkazech. Tak dostaneme konečnou implikovanou hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Pokud chceme pomocí tohoto ukazatele zjistit, zda management za dané období vytvořil nějakou shareholder value, musíme vypočítat Implied value na začátku našeho zkoumaného období a porovnat ji s výslednou hodnotou na jeho konci. Tento výsledek je ještě nutný upravit o případné dividendy, které byly vyplaceny. Pokud je rozdíl pozitivní, společnost úspěšně vytvořila shareholder value.

Tato metoda měření shareholder value se od předchozích liší ve dvou základních hlediscích. Prvním z nich je časový rámec. Implied value vychází z dlouhodobého pohledu na podkladovou společnost a k jejímu výpočtu jsou použity odhady budoucích peněžních toků. To je také důvodem, proč se mohou výrazněji lišit její výsledky oproti metodám představeným dříve. Použití výpočtů

diskontovaného cash flow a čisté současné hodnoty sebou přináší i jejich nedostatky, které tyto metody sami o sobě mají. Pokud tedy není nastaven jasný způsob výpočtu s důvěryhodnou kontrolou, je možné výsledky manipulovat pomocí vhodně zvolených vstupních údajů. To může být problém například pokud je pomocí této metody nastaveno odměňovaní managementu.

V druhém případě, ve kterém se liší, je možné využití odhadů trhu na implied value jako kontrolu případně upozornění před chybami v našich odhadech. Subjekty pohybující se na akciovém trhu by měly přijít ke stejným výsledným hodnotám, pokud budou mít k dispozici podobné odhady. Díky tržním mechanismům tak bude ržní hodnota odpovídat té implikované. Pokud tomu tak není, je potřeba zjistit, co stojí za touto mezerou mezi těmito hodnotami (Jog, 1997).

Navzdory výše popsaným rozdílům zůstává princip všech těchto metod velmi podobný a stejně tak úkol, který z nich vyplývá pro vedení společností. Tj. tvořit hodnotu pomocí generování cash flow ve výši, která přesahuje náklady na kapitál v dlouhém období.

5.4 CFROI – Cash Flow Return on Investment

Soustředění pozornosti na cash flow je jednou z podmínek, kterou stále vetší počet investorů vyžaduje po managementu společností, do kterých mají zájem investovat. Schopnost generovat peníze je pro ně zásadním měřítkem hodnoty a vedení pomáhá koncetrace na ni v přiblížení se myšlení investorů (Madden, 1999). CFROI podobně jako EVA a mnoho dalších měřítek výkonosti bylo zpracováno konzultační společností HOLT v sedmdesátých letech minulého století. Přímo na oficiálních stránkách této společnosti se můžeme dočíst, že jimi sepsaná metodologie „napravuje subjektivitu pomocí převodu výkazu zisků a ztrát a rozvahy na objektivně založený ukazatel CFROI.“

Samotná kalkulace i přes jednoduchost vzorce není snadná, především kvůli velkému počtu úprav, které je nutné provést. Je potřeba převest všechna účetní data do o inflaci očištěného stavu, na základě toho vypočítat o inflaci očištěné cash flow, odhadnout životnost všech aktiv, vypočítat hodnotu neodepisovatelných aktiv a poté vypočítat vnitřní výnosové procento (IRR – internal rate of return). K tomu je ještě potřeba vytvořit předpoklady ohledně podnikatelského prostředí, trendech v odvětví a dalších.

$$\text{CFROI} = \text{Cash flow}/\text{tržní cena provozního kapitálu}$$

Výsledné výnosové procento je pak srovnáváno s reálnými náklady na kapitál a rozdíl těchto dvou hodnot je nazýván CFROI spread. Opět jako v předcházejících případech je pozitivní rozdíl znakem kladné očekávané hodnoty, která bude vytvořena. Stejně tak velikost tohoto rozdílu značí i velikost, o jakou se bude hodnota zvětšovat. Naopak negativní výsledná hodnota značí, že dojde k destrukci shareholder value.

5.5 Total shareholder return

Ve volném překladu kompletní výnos akcionáře je metoda, pomocí které se měří vznik bohatství, které společnost vytvořila pro konkrétního investora. Na rozdíl od předchozích metod k ní nejsou potřeba vzevrubné analýzy, chceme-li zjistit jak se podniku dařilo v minulosti. Z velké části totiž závisí na akciových trzích, které určují cenu akcií a v závislosti na nich i investorův výnos. Vycházíme zde z předpokladu, že trhy jsou v dlouhém období efektivní a dokáží správně ocenit danou společnost. Cena společnosti je tak dána nejen výsledky z minulosti, ale i svým potenciálem na tvorbu hodnoty pro investory. Pokud je tento předpoklad splněn, pak můžeme říct, že pokud změny ceny reflektují očekávání o budoucích výkonech podniku, mohou být tyto změny použity jako indikátor hodnoty vytvářejících výkonů. Total shareholder return k těmto změnám ceny ještě přičítá vyplacenou dividendu.

Změna ceny však na reálných trzích nevychází jen z minulých, současných nebo budoucích výkonů podniku, ale i z dalších kritérií, jako je například tržní sentiment a nálada na trhu, nafukující se a splaskávající bubliny a další. Proto pokud chceme zjistit skutečný podíl managementu na hodnotě TSR, respektive jakou hodnotu pro investory vytvořil, musíme jej srovnávat s vhodným benchmarkem. Teprve rozdíl ve zhodnocení obou typů aktiv nám ukáže skutečnou schopnost vedení generovat hodnotu pro akcionáře. K tomu je nutné dodat, že tato schopnost by měla být dlouhodobá. Jednorázově vyplacená vysoká dividenda, která bude mít za následek nedostatek peněz pro budoucí investice, bude mít sice v krátkém období pozitivní vliv na Total shareholder return, ale v dlouhém období bude hodnotu ničit.

6 Praktická část

Představovaný model má za cíl pomocí modelu Total Shareholder Return ukázat jaká je nejlepší možná varianta alokace kapitálu, tak aby přinesla co nejvyšší zhodnocení akcionářům v určeném období. Bude tak moci sloužit jak investorům, kteří jej mohou využít k analýze společností, o jejichž nákupu uvažují, nebo podniků, jejichž část již drží a chtějí si tak tímto způsobem ověřit, zda management zachází s přebytečným kapitálem v jejich prospěch. Stejně tak jej mohou využít manageři samotných společností, kteří si dávají za cíl právě co největší prospěch majitelů, jež je pověřili vedením jejich majetku.

6.1 Metodika

Metodika, která byla použita na vytvoření modelu je značně ovlivněna hned několika faktory, které zde budou postupně vypsány, společně s vysvětlením, jaký dopad měly na finální model. Nastíněny budou i alternativy, jakým způsobem model upravit tak, aby vyhovoval jiným možnostem, které již zmíněné faktory nabízejí.

6.1.1 Akciové společnosti v USA

Prvním faktorem, kterému se musíme věnovat je geografické hledisko a v tomto případě i právní forma zkoumaných společností. Proč se budeme věnovat akciovým společnostem vychází jednoznačně ze zkoumané teorie shareholder value. Konkrétním akciovým trhem však již omezeni nejsme. Čím omezeni jsme jsou odlišné účetní standardy, které se ve světě používají a mají tak za následek rozlišnou interpretaci výsledků, byť třeba i absolutně totožných podniků. Pro účely této práce se budeme dále soustředit pouze na americký akciový trh. To ale neznamená, že by dále představený model nemohl být použit na jiných trzích v jiných zemích světa. Pouze to bude vyžadovat jeho drobné úpravy, případně úpravy vstupních dat. Důvodů, které vedly k výběru právě akciového trhu ve Spojených státech je více, ale jsou to především následující.

- Účetní standard US GAAP
- Důsledně nastavená pravidla a účinný dohled SEC
- Velikost samotného trhu (počet obchodovaných titulů)
- Objemy v jakých jsou tyto tituly obchodovány (vysoká likvidita)
- Dostupnost potřebných dat

Pro ilustraci co přesně se za jednotlivými body skrývá a jakým způsobem mohou ovlivnit konečný model, popřípadě jeho iterace, následuje jejich podrobné vysvětlení v následujících odstavcích.

Jak důležité je mít precizně vymezené „území hry“ je možné pozorovat na rozvíjejících se trzích především v Asii, kokrétněji například v Číně[13]. Na tamnějším trhu není manipulace za hranou účetních standardů žádnou vyjímkou a investoři tak často schytávájí těžké rány i přesto, že jejich analýzy mohly být na nejvyšší úrovni. Na námi zvoleném trhu takovéto situace nastávají skutečně jen vyjímečně a i přes některé tmavé okamžiky[14], americká komise pro cenné papíry a burzu plní svou roli dostatečně na to, aby podobným problémům předcházela.

Dalším kritériem je velikost trhu. To se stává velmi důležitým faktorem, chceme-li model řádně otestovat a potvrdit jeho správné nastavení ve všech typech možných situací. Na českém akciovém trhu by takový úkol byl velmi obtížný vzhledem k množství titulů, které se na pražské burze obchodují. Podstatné je řádné zastoupení všech sektorů a odvětví. Opět velký problém pro malé trhy a naopak absolutně žádný problém na trhu, kde se obchodují tisíce rozličných společností. Pokud vztáhneme situaci na tuto práci, lze s velkou pravděpodobností předpokládat, že né všechny společnosti se řídí shareholder theory a nesnaží se tak maximalizovat hodnotu pro akcionáře. Vzhledem k velkému posunu v délce držení jednotlivých pozic portfolio managery hedgových fondů, který byl již zmíněn dříve, se dokonce dá předpokládat, že společnosti, jejichž vedení se zaměřuje na maximalizaci shareholder value, budou v menšině. To je ale pouze odhad na základě faktů uvedených v předcházejících kapitolách. Jak tomu je ve skutečnosti bude jedním ze zkoumaných cílů této práce a výsledek bude poskytnut v pozdějších částech.

Ruku v ruce jde s velikostí trhu i jeho likvidita. V případě našeho modelu budeme uvažovat o platnosti teorii efektivních trhů v dlouhém období. To znamená, že v ceně aktiva jsou promítnuty všechny současné i budoucí faktory. Tento předpoklad je důležitý abychom mohli říci, jakým způsobem se bude vyvíjet cena, jestliže vedení společnosti provede určitý krok směrem k tvorbě shareholder value. V případě, že by trhy nebyly dostatečně efektivní, nemusely by se tyto kroky do ceny na konci pozorovaného období promítnout. Pod efektivitou trhu si tedy můžeme představit, že cena na trhu se bude rovnat vnitřní hodnotě společnosti. O vnitřní hodnotě více v následujících kapitolách. Jestliže by na trhu nebyla dostatečná likvidita, byla by značně snížena jeho efektivnost[15].

---

[13] Situace se dokonce dostala tak daleko, že místní zkušení investoři tyto manipulované společností vyhledávájí a snaží se na nich vydělat prodejem před splasknutí jejich individuálních bublin. Rovněž je v Číně k dostání více jak dvě stovky knižních titulů a desítky dlouhodobých kurzů, které se zabývají problematikou jak na takovýchto společnostech vydělat. Rozhodně nelichotivá situace pro čínského regulátora CSRC.

[14] Jednoznačně největší chybou bylo absolutní ignorování všech indícií a důkazů, které byly komisi předloženy v případu Bernarda Madoffa. A i když následně zahájila dvě prověřování a jedno vyšetřování nedošla ani z části k závěru, že se jedná o největší letadlo v historii, které předčilo i to podle něho je tento typ podvodu nazýván – Ponzi.

[15] Příkladem tohoto jevu jsou tzv. micro a small cap., tj. společnosti s nízkou tržní hodnotou na nichž jsou investoři schopni dosahovat mimořádných zisků i mimojiné díky neefektivitě trhů, která vyplívá z jejich nízké likvidity.

Posledním faktorem, který hovoří pro výběr amerického trhu namísto některého řekněme z evropských nebo asijských je dostupnost dat kótovaných společností v přátelském jazyce, tedy angličtině. Všechny akciové společnosti ve Spojených státech vedené na burzách mají jasně stanovené povinnosti co se týká výkaznictví a hlavně kdy, kam a jak tyto výsledky umístit. Před několika lety jim také přibyla povinnost tyto výkazy poskytovat v elektronickém formátu XBRL[16]. Díky všem vyše zmíněným podmínkám je pro kohokoliv velmi jednoduché získat přístup k jakýmkoliv datům vybrané společnosti. A za pomocí XBRL lze tyto data i hromadně zpracovávat v elektronické podobě v tabulkových programech. Společnosti si zde nemohou dovolit tyto dokumenty neodevzdat, protože by jim za to hrozila nejen vysoká pokuta od SEC, ale hlavně by naprosto ztratily veškerou důvěru investorů. Díky velikosti trhu a jeho historii jsou společnosti mnohem více pokryty různými službami, které data poskytují svým klientům. To stejné platí i o analytických společnostech, které pokrývají jednotlivé akcie. Všechny tyto body hovoří jasně pro zvolený výběr akciového trhu Spojených států.

6.1.2 Vnitřní hodnota

Jestliže budeme předpokládat určitou dávku dlouhodobé efektivity na trzích, tak jak o ní bylo psáno v předcházející kapitole, pak se navrhované změny v alokaci kapitálu nutně musí promítnout v samotné ceně akcií společnosti. Právě k identifikaci této změny a nakonec i ceny samotné budeme využívat konceptu vnitřní hodnoty. Ta je považována za skutečnou hodnotu daného aktiva, v tomto případě zkoumaného podniku, a je určena na základě vzevrbné analýzy hmotných i nehmotných faktorů. K jejímu výpočtu existuje mnoho metod, ale jednoznačně nejpoužívanější je metoda diskontovaných peněžních toků – DCF.

Diskontované cash flow

Diskontované peněžní toky je metoda výpočtu hodnoty, která používá odhady budoucích volných peněžních prostředků. Ty následně převádí (diskontuje) na současnou hodnotu. Samotný model DCF má také několik variant, které se liší hlavně počtem jednotlivých fází, kdy každá z nich pokrývá určitý časový úsek, počínaje následujícím rokem a konče v nekonečnu (uvažujeme-li že společnost v dohledné době nezkrachuje). Vzhledem k jakým účelům chceme daný model použít, tj. model využitelný pro co nějvětší počet podniků, který si zároveň zachová určitou dostupnost, co se týče potřebných vstupních dat a složitých analýz budoucích peněžních toků, budeme dále počítat pouze s dvoufázovým modelem.

[16] XBRL je zkratka pro eXtensible Business Reporting Language. Jedná se o volně dostupný globalní standard pro výměnu podnikových informací. Používá se především ve výkaznictví, kdy každá položka finančního výkazu má svůj tag (speciální jméno) a lze s ní tak pracovat v elektronické podobě.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5}{(1+r)^5} + \frac{\frac{CF_t}{(r-g)}}{(1+r)^5}$$

Free cash flow

Volné peněžní toky (prostředky) je finanční měřítko, které mnozí považují za mnohem důležitější ukazatel než samotný zisk společnosti. Vyjadřuje peníze, které společnosti zůstanou k dispozici pro alokaci kapitálu, která umožnuje zvyšovat shareholder value a to ať už formou investic, akvizic, výplaty dividend, snižovaním dluhu a dalšími možnostmi.

FCF = Provozní Cash Flow – Kapitálové výdaje

Kromě zmíněného vzorce lze ke stejnému výsledku dojít odečtením kapitálových výdajů od provozního cash flow. Ukazatel volných peněžních prostředků je tak vysoce hodnocen i mimo jiné proto, že nelze tak jednoduše ovlivnit jeho výše, tak jako tomu je u zisku. Je třeba se mít na pozoru před unáhlenými závěry při pohledu na negativní FCF. To ne vždy musí indikovat problém společnosti. Pokud například investuje ve velkém do nového produktu či služby, projeví se to v růstu kapitálových výdajů a posléze i odpisů. Ty porostou dříve než se podniku podaří realizovat zisky z těchto investic, kdy by tak mělo opět dojít k posunu volných pěněžních toků do kladných hodnot.

Třífázové DCF se používá především u společností, u kterých předpokládáme v následujících několika letech rapidní růst a následné uklidnění v dalších letech (2. fáze) do doby kam až jsme schopni nebo ochotni predikovat budoucí vývoj. Třetí fázi už mají všechny typy modelů stejnou a to je konečná hodnota (terminal value) s konstantní hodnotou růstu. Nejčastěji se zmiňovaný třífázový model DCF používá u nových, mladých společností, popřípadě u společností co přichází s novým výrobkem či službou, u nichž se očekává dříve nevídaný růst cash flow.

Ať zvolíme jakýkoliv typ modelu discounted cash flow je třeba při jeho aplikaci mít na paměti určitá rizika, která sebou vždy přináší a to především v případě interpretace výsledků, které ze vzorce dostáváme. Ty největší jsou hned tři a jsou to všechny predikce, které do výpočtu vstupují.

- Provozní cash flow (Operating Cash Flow) – má největší vliv na případné zkreslení výsledku. Největším problémem je projekce na velké časové úseky do budoucna. Čím dále se dostáváme tím méně je predikce přesná a stává se spíše přáním než čímkoliv jiným. Problém se ještě násobí skutečností, že tyto veličiny jsou dost často závislé sami na sobě z předcházejích let. To znamená, že pokud je naše predikce nesprávná na začátku o jistě velkou odchylku, na konci tento rozdíl může být násobně větší. Zkušení analytici jsou schopni odhadnout zisk a provozní peněžní toky na následující rok dva, ale rozhodně nejsou schopni sdělit jejich velikost za deset let tak, jak to některé modely požadují. I proto se budeme snažit toto riziko co nejvíce zredukovat, tak že zvolíme nejkratší používané časové období 5 let.

- Druhým potenciálním nebezpečím je správné určení výše CAPital Expenditures neboli CAPEX. Ten představuje náklady, které společnost vynakládá každý rok na udržení současné produkce na aktuální úrovni. Spadají sem tak investice do obnovy strojů, budov a jiných výrobních nástrojů. Někteří praktici nepoužívají jen tyto udržovací kapitálové výdaje, ale počítají s celým jejich úhrnem. Zařazují k němu tedy ještě veškeré investice do nových výrobních hal, strojů a dalších, plus i případné akvizice nových společností a jejich závodů. Jedním z problémů je i skutečnost, že jen málo společností ve skutečnosti zveřejňuje své obnovovací kapitálové výdaje a tak je na osobě, která zrovna s takovými daty pracuje, aby se k tomuto číslu nějakým způsobem dopracovala. Na závěr je třeba dodat, že na trhu existují společnosti natolik stabilní, co se týče vývoje jejich provozního cash flow i kapitálových investic, že je pro ně možné bez větších problémů sestavit velmi přesnou predikci volných peněžních toků na více let dopředu a výsledná hodnota výpočtu diskontovaného cash flow tak bude velmi přesná. Příkladem takové společnosti může být například Walmart.
- Posledními predikovanými hodnotami jsou velikost růstu, především toho obsaženého v terminal value, a také velikost diskontní sazby. Mnoho investorů i ekonomů bude argumentovat, že v opravdu dlouhém období budou mít společnosti tendenci dosahovat stejného tempa růstu jakého dosahuje ekonomika jejíž jsou součástí. Dlouhodobý růst ekonomiky Spojených států se pohybuje okolo 4% hranice a tak je toto temto růstu možné často vidět v různých modelech. Není ale vyjímkou mnohem konzervativnější přístup, který nastaví toto nekonečné tempo růstu na nulu. Díky tomu si vytvoří patřičný polštář pro případné chyby v předchozích odhadech. Stejný přístup bude zvolen i pro model sestavovaný v této práci. V případě diskontní sazby již existje více možností. Lze využít níže uvedenou Markowitzianovu rovnici, vážené průměrné náklady na kapitál společnosti nebo uplně jinou sazbu založenou například na požadované návratnosti investice či velikosti nákladů obětované příležitosti. V našem modelu budeme používat diskontní sazbu o velikosti 12 %. Její velikost je založena na dlouhodobé výkonnosti amerického trhu, která dosahuje 10 % a 2 % tvoří konzervativní přirážka, která bude sloužit jako další bezpečností polštář z důvodu některých předpokladů a zjednodušení, které bude nutné později podstoupit.

6.2 Představení modelu

Jak již bylo řečeno, základním cílem modelu je jasně určit jakým způsobem alokovat kapitál tak, aby to investorům přineslo největší zisk na konci 5ti letého období. Velikost tohoto zisku bude měřena pomocí metody Total shareholder return, která nejlépe z dřívě popsaných metod, splňuje požadavky na měření výsledku. Možnosti mezi které lze rozdělit volné prostředky a které budou sledovány v sestaveném modelu budou následující: Výplata dividendy, Zpětný odkup akcií, Splátka dluhu, Investice a pro srovnání bude zahrunuta i možnost akumulace kapitálu v

nejlikvidnější podobě. Model výpočtu bude vytvářet podle účetních pravidel US GAAP.

Investor realizuje příjem z investice do akcií jen díky jejich zhodnocení a výplatě dividendy. Obě tyto položky, respektive způsob jakým vypočítat jejich výši, jsou přímo vázané na cenu dané akcie. Ta je ale známa jen pro současnost, nikoliv však pro budoucnost, kdy ji budeme potřebovat především (ceny v minulosti pro účely modelu nejsou potřeba). Z tohoto důvodu bude zapotřebí metoda jak se k takovéto ceně dopočítat. Pro tyto účely bude použit model Discounted cash flow, pomocí něhož bude vypočítána vnitřní hodnota, která bude následně podělena aktuálním počtem obchodovaných akcií na trhu. Ten se může v modelu měnit na základě zpětného odkupu akcií, případně z důvodu opčních programů. Pro účely výpočtu vnitřní hodnoty a následně i férové ceny bude v modelu DCF použita predikce Free cash flow, její metodika bude popsána v dalších kapitolách.

Tab. 1 Model alokace kapitálu

	End of	End of				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Assets	100 000 000	115 000 000	130 000 000	145 000 000	160 000 000	175 000 000
Liabilities	90 000 000	90 000 000	90 000 000	90 000 000	90 000 000	90 000 000
Common Stocks in $	1 000 000	*1 000 000*	*1 000 000*	*1 000 000*	*1 000 000*	*1 000 000*
Paid-in Capital	9 000 000	*9 000 000*	*9 000 000*	*9 000 000*	*9 000 000*	*9 000 000*
Retained Earnings	-	*15 000 000*	*30 000 000*	*45 000 000*	*60 000 000*	*75 000 000*
Treasury stocks	-	-	-	-	-	-
Shareholders' Equity	**10 000 000**	**25 000 000**	**40 000 000**	**55 000 000**	**70 000 000**	**85 000 000**
Num. Of Common Stocks	100 000 000	*100 000 000*	*100 000 000*	*100 000 000*	*100 000 000*	*100 000 000*
Earnings	**15 000 000**	**15 000 000**	**15 000 000**	**15 000 000**	**15 000 000**	**15 000 000**
ROE	*150%*	*60%*	*38%*	*27%*	*21%*	*18%*
ROA	*15%*	*13%*	*12%*	*10%*	*9%*	*9%*
Intrinsic Value	**89 071 643**	**89 071 643**	**89 071 643**	**89 071 643**	**89 071 643**	**89 071 643**
5Y discounted FCF	*54 071 643*	*54 071 643*	*54 071 643*	*54 071 643*	*54 071 643*	*54 071 643*
Terminal Value	*125 000 000*	*125 000 000*	*125 000 000*	*125 000 000*	*125 000 000*	*125 000 000*
Price	**0,89**	**0,89**	**0,89**	**0,89**	**0,89**	**0,89**
Current Price	*0,89*					
	54 071 643					
	125 000 000					
Earnings Distribution	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000
Dividends	-	-	-	-	-	-
% Div. Payout ratio	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Retained Earnings	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000
Cash	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000
% Cash	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
Stock Repurchase	-	-	-	-	-	-
% Stock repurchase	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
number of shares	-	-	-	-	-	-
% of shares	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Investments	-	-	-	-	-	-
% Investments	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Inv. ROIC	***10%***	***10%***	***10%***	***10%***	***10%***	***10%***
Debt Repayment	-	-	-	-	-	-
% Debt Repayment	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Actual Debt Repayment %	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Initial Investment	**891**	891				
Num. of Shares	*1 000*					
Ownership %	*0,10%*					
Return	-	-	-	-	-	891
Return % Total	*0%*	*0%*				
Return % p.a.	*0,0%*	*0,0%*				
Discount rate	*12%*					
Terminal Value Growth rat	*0%*					
5Y Growth rate	*0%*					
Common Stock par Value	*0,01*					

Zdroj: Vlastní výpočty

Nyní je čas postupně představit všechny položky v sestaveném modelu a jejich vzájemnou provázanost a vliv na konečný výsledek.

Aktiva a Pasiva asi netřeba více představovat. V modelu hrají především pomocnou roli, například pro výpočet ROA. V dalších letech jsou aktiva vypočítána jako součet pasiv a vlastního kapitálu, protože obě tyto položky mohou být přímo ovlivněny zadávanými parametry v modelu.

Další část se již věnuje jednotlivým položkám shareholder equity (vlastního kapitálu). První z nich je počet obchodovaných akcií na trhu v nominální hodnotě (Common share in $ par value). Ta se obvykle pohybuje v částkách od desetiny centu po jeden dolar. Výše nominální hodnoty je uvedena na konci modelu společně s ostatními parametry nastavení.

Na dalším řádku je hodnota Paid in Capital, což je kapitál od investorů, kterým zaplatili za akcie na primárním trhu při jejich emisi. Zde nebudou v rámci modelu probíhat žádné změny, protože společnosti již jsou obchodované na sekundárním trhu a tak je tato položka uvedena hlavně z důvodu, aby celkový vlastní kapitál měl správnou velikost. Stejný případ by byl i Aditional Paid in Capital, obdoba emisního ážia v českém účetnictví. Jejich význam pro model je však naprosto stejný a tak je lze sjednotit do jedné hodnoty.

Třetí hodnotou v rámci vlastního kapitálu je Retained Earnings, opět povahově shodné s nerozděleným ziskem z minulých let v českém účetnictví. Je tedy možný jak její růst tak i pokles a to na základě velikosti zisku, respektive způsobu jeho rozdělení. Pokud dojde k jeho plné alokaci, velikost Retained earnings zůstane nezměněna. V případě ztráty její velikost klesá a může jít až do záporných hodnot.

Na posledním řádku vlastního kapitálu je uveden údaj Treasury stocks, který vyjadřuje počet vlastních akcií v dolarové hodnotě z doby jejich nákupu držených společností, které získála v rámci programu zpětného odkupu akcií. Tato položka je v rozvaze uváděna v záporné hodnotě. V rámci modelu bude růst (respektive klesat z důvodu negativního vyjádření) v případě vyhodnocení, že je odkup nejlepším způsobem jak maximalizovat hodnotu. Tato změna bude odpovídat částce na tento odkup alokovanou a na základě ceny akcií se bude pouze měnit počet akcií tímto způsobem odkoupených. Konečný součet poté dává hodnotu vlastního kapitálu podniku, pomocí kterého lze počítat například ROE.

Následuje pomocný řádek, který převádí předchozí údaj Common stocks in $ par value na skutečný počet akcií, pomocí vydělení tohoto údaje nominální hodnotou. Aktuální počet akcií je zapotřebí při přepočtech vnitřní hodnoty podniku na férovou cenu akcie, kdy se tato vnitřní hodnota bude dělit právě počtem akcií obchodovaných na sekundárním trhu. Tím se uzavírá první část, která se týkala především rozvahy.

Druhá část modelu je zaměřena na vykázaný zisk, jeho přeměnu na volné cash flow a následný výpočet vnitřní hodnoty, která je posléze převedena na férovou cenu akcie. Zde je podrobný popis jednotlivých položek.

První a nejdůležitější položkou, od které se odvíjejí všechny následující, je zisk za aktuální období. Velikost zisku je možné dále ovlivnit zadáním konstatního tempa růstu v nastavení na konci modelu a nebo také využít investic do rozvoje v rámci alokace kapitálu, které budou přinášet určitou návratnost promítající se do jeho

růstu. O této možnosti ale až později, v popisu třetí části modelu, týkající se právě kapitálové alokace.

Pro názornou ukázku a pozdější teoretický výzkum jsou uvedené i údaje o rentabilitě aktiv a rentabilitě vlastního kapitálu. Ty v dalších výpočtech nijak nefigurují, ale lze je použít pro analýzy vývoje podniku v rámci pěti let, pro které jsou sestaveny. Neméně užitče je samozřejmě i jejich vzájemné porovnání v rámci zkoumaného období.

Následuje predikce a výpočet volných peněžních toků, které jsou potřeba pro výpočet vnitřní hodnoty. V rámci modelu budou použity dva způsoby jejich výpočtu. V prvním případě, kdy bude pracováno s daty reálných společností, bude predikce založena podobně jako v případě zisku na historickém vývoji, který bude právě pro tyto účely normalizován. To znamená, že budou z konečného výsledku vyřazeny jednorázové položky, u kterých nepředpokládáme jejich opětovné působení na velikost peněžních toků z operací. Rovněž změny ve velikosti pracovního kapitálu budou upraveny takovým způsobem, aby je bylo možné pro predikci použít. To bude znamenat zanalyzovat průměrné změny v pracovním kapitále v jednotlivých kvartálech a následně je promítnout do ročních predikcí. Stejný postup musíme zvolit i při predikci kapitálových výdajů na udržení stávající produkce produktů či služeb. Vzájemným odečtením těchto položek je možné dostat konečné volné peněžní toky přípravené k použití v dalších výpočtech. Druhý postup se bude týkat modelu, použitého pro teoretické testování modelu na imaginárních společnostech. V tomto případě bude výše volných pěněžních prostředků určena postupnou metodou, začínající zvolením velikosti zisku. Takto určený zisk se pak bude postupně upravovat o odpisy, vyplacené úrokové platby, změnu pracovního kapitálu a nakonec o kapitálové výdaje na udržení současného stavu společnosti. Výše těchto úprav bude vycházet z procentuálních hodnot jednotlivých položek, tak jak o nich hovoří podniková teorie. Jejich přesná výše bude uvedena později, při samotném sestavování tohoto teoretického modelu.

Nyní je možné přistoupit k výpočtu vnitřní hodnoty pomocí metody diskontovaného cash flow. Této metodě se již věnovala jedna z předchozích kapitol, kde byly uvedeny všechny možné nástrahy a hrozby, na které je možné ve výsledku narazit. Tak snad jen pro zopakování. Byl zvolen dvoufázový model, vzhledem k zamýšlené univerzálnosti. Délka první fáze byla nastavena na 5 let, jakožto jedno ze standartně používaných období mezi praktikanty tohoto modelu. Pro zvolenou délku mluvil i značně zjednodušený postup predikce, který by bez dalších úprav nebyl schopný produkovat alespoň základně relevantní odhady pro delší období. Druhá fáze se standardně skládá z konečné hodnoty (terminal value). U ní byl zvolen nůlový trvalý růst, jenž byl zdůvodněn v předcházejících kapitolách. U obou fází je použita stejná diskontní sazba o výši 12 %. Ta byla zvolena na základě dlouhodobého výnosu akciového trhu ve Spojených státech o velikosti 10 % a k němu byly přičteny další 2 % reprezentující konzervativní přirážku, s ohledem na zjednodušení, které bylo nutné při sestavování modelu podstoupit. Zároveň je model nastavený tak, že lze tuto sazbu, stejně jako trvalý růst u terminal value, velmi jednoduše změnit jedním kliknutím.

Po sečtení obou řádků dostáváme vnitřní hodnotu společnosti. Pokud chceme zjistit její cenu na akcii, je potřeba od ní ještě odečíst veškerý dluh. Tím získáme férovou hodnotu vlastního kapitálu, kterou již lze vydělit aktuálním počtem akcií a vypočítat tak cenu akcií společnosti. Ta se stane středobodem zkoumaného modelu, protože právě ji se snaží všechny způsoby alokace kapitálu ovlivnit. Výpočtem ceny končí druhá část.

Část třetí se čistě zaměřuje na všechny způsoby alokace kapitálu a na vliv jaký budou mít na absolutní výnos investora. Na prvním řádku je uveden obnos, s kterým může management v rámci alokace pracovat. Jako první možnost je pro vedení podniku nabídnuta alokace ve formě výplaty dividendy. Model v této části nepřijímá jako vstup celá čísla v dolarových objemech, ale procentuální vyjádření objemu z maximální alokovatelné částky, které má být k účelům jednotlivých možností použito. Například z 10 mil. dolarů použít 20 % na výplatu dividend. Tato částka pak není přepočítávána na akcie, ale je namísto toho násobena podílem na společnosti, který je ve vlastnictví potenciální investora. Ten se totiž může dělit, pokud společnost má a využívá program zpětného odkupu akcií, ale o tom až později.

Samozřejmě vedení podniku se vždy může rozhodnout, že zisk alokovat žádným způsobem nebude a ponechá si celou jeho výši v peněžních prostředcích. I na tento případ model myslí. Pokud se tak stane, bude růst i položka nerozděleného zisku z minulých let (retained earnings) v rámci vlastního kapitálu, uvedená v první části. Existuje hned několik důvodů, proč by dala společnost přednost držení peněz před alokací kapitálu, který by zhodnotil shareholder value. Může se například chystat na akvizici, kterou hodlá financovat z vlastních zdrojů, nebo naopak takovouto akvizici právě teď dokončila a potřebuje znovu doplnit stav likvidních prostředků na konformní úroveň. Kromě akvizice může podnik hromadit finanční prostředky také z důvodů chystatných investic. Další možností je vytváření bezpečnostního polštáře ve formě nejlikvidnějších prostředků v situaci hrozící krize na akciových trzích nebo v ekonomice obecně.

Druhý dostupný způsob alokace kapitálu pro management podniku je formou programu pro zpětný odkup akcií. Jeho velikost je zde opět volena pomocí procentuálního vyjádření z celkové dostupné části zisku, určené k přerozdělení. Proces odkupu probíhá v následujících krocích. Nejprve vedení podniku ohlásí, že alokuje určité množství kapitálu do programu na zpětný odkup akcií a poté postupně vstupuje trh a zkupuje své vlastní akcie za cenu, kterou uzná za vhodnou. Shareholder value je ovšem vytvářena pouze v případě, že společnost své akcie nakupuje za cenu okolo její vnitřní hodnoty a nižší. Pakliže je tomu naopak, pak tento program hodnotu destruuje. V modelu nejdříve proběhne alokace zvoleného množství kapitálu, které je následně vyděleno cenou vypočítanou pro okamžik, kdy k alokaci dochází. Na základě toho je určen počet akcií, který bude z trhu odebrán pomocí zpětného odkupu. To znamená, že zde dochází k zásadnímu zjednodušení, na které je třeba upozornit. Samozřejmě nelze vyloučit, že sentiment na trhu týkající se dané společnosti bude takový, že i velké poptávané množství akcií neovlivní jejich cenu při nákupu. Ale spíše se dá očekávat, že v případě větších objemů tomu tak bude, tj. tato náhlá poptávka povede k růstu ceny. Model ovšem počítá s cenou

neměnou, vztahující se k okamžiku alokace kapitálu pro tento účel. Dalším problémem může být likvidita na trhu, která v modelu taktéž zahrnuta není. Není tedy vyloučeno, že společnost alokuje kapitál, ale ve skutečnosti za něj nebude mít na trhu co koupit z důvodu velmi nízké likvidity. Nebude tak schopna naplnit své cíle. Tyto nesrovnalosti s realitou na trhu budou adresovány v části teoretického testování modelu.

Následující možností jak alokovat kapitál je formou investic. Na ty je v rámci modelu nahlíženo následovně. Jako vstup je potřeba zadat počáteční investici, opět, jako v předchozích případech, vyjádřenou jako procecentuální podíl na nerozděleném zisku. K tomu je ještě třeba doplnit její rentabilitu. Model posléze počítá s tím, že daná rentabilita se projeví již na konci následujícího období a bude konstatní po zbytek sledovaného časového úseku. Tyto dodatečné příjmy se tak následně projeví jak ve velikosti zisku, tak i v projekci budoucího volného cash flow. To posléze ovlivní výši vnitřní hodnoty společnosti a samozřejmě i samotné ceny jejich akcií.

Poslední položkou a způsobem jakým lze alokovat kapitál je v této části využití peněžních prostředků na splacení dluhu. Snížením dluhu společnost nejenže snižuje potenciální riziko investorů, ale také zvyšuje svoji vnitřní hodnotu. Od ní se, jak již bylo zmíněno dříve, odečítá právě hodnota cizího kapitálu. Pokles dluhu by se tak, za předpokladu alespoň částečné efektivity trhů, měl projevit v růstu ceny akcií. Pokud hovoříme o splácení dluhů, tak je třeba dodat, že se jedná pouze o ten dlouhodobý. A tak je nastaven i model, který zachovává krátkodobé závazky. V případě imaginární společnosti, při teoretickém testování, bude zvolen ještě jiný speciální postup.

Čtvrtá skupina položek se skládá již čistě jen z výpočtu absolutního zhodnocení investora. To znamená, že zde uvedené vstupy již nemají vliv na konečný výsledek. Nejdříve je třeba zvolit požadovaný počet akcií, z kterého je následně vypočítána jejich cena a procentuální podíl potencionálního akcionáře na podniku. Výše investice v dolarech je později použita pro výpočet celkového zhodnocení a podíl na hodnotě podniku slouží pro výpočet výplaty dividendy, pokud se pro ni vedení rozhodne. Dále jsou zahrnuté příjmy investora v jednotlivých letech, to budou především dividendy a na konci pátého roku ještě výnos z prodeje akcií za aktuální férovou cenu. Suma těchto příjmů je následně porovnána s částkou, která představovala původní investici do akcií, tak aby mohlo být vypočítáno celkové zhodnocení. To je následně přepočítáno na roční výnos, pro účely dalšího porovnávání, například s jinými produkty na finančním trhu.

Poslední část obsahuje pouhé možnosti nastavení různých parametrů, s kterými model pracuje. Mezi ně patří hodnoty růstu volného cash flow, jak pro první 5ti letou fázi, tak i pro druhou s terminal value. Dále je možné upravit velikost diskontní sazby, pokud by někdo chtěl použít průměrné vážené náklady na kapitál nebo jinou metodu jejího výpočtu. Poslední položkou je určení nominální hodnoty akcií dané společnosti, pomocí kterých je v modelu určen počet obchodovaných akcií na sekundárním trhu.

6.3 Testování modelu

Po sestavení výše popsaného modelu, začala testovací fáze s cílem určit, která z nabízených možností alokace kapitálu je vhodná pro určitý typ podniku. Postup byl zvolen následující. Nejdříve je třeba definovat několik imaginárních společností, které se budou lišit ve vstupních parametrech (velikost zadlužení, RoA, růst příjmů atd.), tak aby reprezentovaly co nejširší škálu podniků na trhu. U takovýchto podniků, potom budeme alokovat kapitál všemi dostupnými způsoby a porovnávat jejich přínos pro akcionáře.

6.3.1 Vliv zadlužení a rentability aktiv na alokaci kapitálu

Jako první dva parametry, které mají potenciál ovlivnit velikost absolutního zhodnocení investora skrze alokaci kapitálu, byly zvoleny velikost zadlužení, ten byl reprezentován poměrovým ukazetelem Debt ratio[17] a rentabilita aktiv (RoA). Parametr Debt ratio byl použit ve velikostech 10, 20, 50, 80 a 90 procent. Je tak pomocí něho reprezentována celá škála různě zadlužených podniků, s kterými je možné se na trzích setkat. Obdobně byly zvoleny i velikosti rentability a to ve velikostech 2, 5 ,10, 15, 20 a 30 procent. Jejich kombinací tak dostáváme 30 rozdílných podniků, u kterých došlo k alokaci kapitálu všemi způsoby zpracovanými modelem. Všechny společnosti mají stejné množství aktiv ve výši 100 milionů a nůlový růst zisku ve zkoumaném období 5 let. Alokace kapitálu, ve formě investic, má uvažované roční zhodnocení 10 % s realizací již následující rok. V rámci modelu jsou tyto investice realizovány každý rok, ve výši dostupného kapitálu. V této fázi probíhala alokace vždy jednotlivě, tj. veškeré prostředky byly využity například pouze na výplatu dividendy. Pomocí této metody lze zjistit, který způsob alokace dokáže přinést podniku a nakonec i investorům největší účinek. V následující tabulkách lze tyto výsledky porovnávat.

[17] Do češtiny překládán jako ukazatel věřitelského rizika se počítá jako podíl cizího kapitálu na celkových aktivech. Riziko věřitelů, ale i akcionářů roste s výšší tohoto ukazatele (Růčková, 2011).

Tab. 2 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě

Debt ratio	10%				
ROA	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
2%	0,14	11,47%	16,84%	33,45%	0,00%
5%	0,50	8,49%	11,19%	26,64%	0,00%
10%	1,09	7,82%	10,06%	24,99%	0,00%
15%	1,69	7,62%	9,74%	24,49%	0,00%
20%	2,29	7,52%	9,58%	24,25%	0,00%
30%	3,48	7,43%	9,43%	24,01%	0,00%

Zdroj: Vlastní výpočty

Pokud budeme postupovat popořadě, tak v první tabulce, společností s nízkým zadlužením, můžeme najít následující zajímavé hodnoty a údaje. V první řadě je třeba objasnit nulové zhodnocení, při alokaci kapitálu na splácení dluhu. V tomto případě uvažujeme o situaci, že společností vyskytující se v této kategorii nemají ve svých rozvahách žádný dlouhodobý dluh, který by mohl být splacen. Disponují pouze krátkodobým cizím kapitálem ve formě pohledávek. Dále je možné vidět, že investice přinášejí nejvyšší roční zhodnocení, ze všech nabízených možností. Za nimi následuje zpětný odkup akcií a nejmenšího ročního zhodnocení dosahují dividendy. Pro ilustraci je vždy v prvním sloupci uvedena cena, vypočítaná z vnitřní hodnoty na počátku období.

Tab. 3 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě

Debt ratio	20%				
ROA	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
2%	0,04	29,05%	106,60%	65,92%	0,00%
5%	0,40	10,26%	14,41%	30,78%	0,00%
10%	0,99	8,49%	11,19%	26,64%	0,00%
15%	1,59	8,03%	10,41%	25,52%	0,00%
20%	2,19	7,82%	10,06%	24,99%	0,00%
30%	3,38	7,62%	9,74%	24,49%	0,00%

Zdroj: Vlastní výpočty

Při pohledu na skupinu společností s o něco vyšším zadlužením, které je ale stále v udržitelných mezích, je možné vidět již první extrémní výsledky. Jedná se především o společnost s nejnižší rentabilitou. Ta, díky svým nízkým příjmům, je metodou DCF ohodnocena velmi malou cenou na akcii. Je tak schopna skoupit velké množství svých akcií a hnát tak jejich cenu vzhůru. To stejné se dá říci i o investicích, které vedou k růstu rentability a v konečném důsledku i ceny. Podniky dosahující vyšší rentability již vykazují stabilnější zhodnocení. Opět jsou investice, dle současného

nastavení, nejvhodnějším umístěním pro volný kapitál, následované jsou pak odkupem akcií a výplatou dividendy.

Tab. 4 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě

Debt ratio	50%				
ROA	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
2%	-0,26	-	-	-	-
5%	0,10	29,05%	106,60%	65,92%	41,36%
10%	0,69	11,47%	16,84%	33,45%	11,47%
15%	1,29	9,59%	13,15%	29,25%	6,16%
20%	1,89	8,87%	11,85%	27,55%	4,81%
30%	3,08	8,26%	10,79%	26,06%	3,62%

Zdroj: Vlastní výpočty

S růstem zadlužení se již objevují první společnosti se zápornou vnitřní hodnotou. To ještě nemusí znamenat, že jsou odsouzeny k bankrotu. Nicméně je to výrazné upozornění na hrozící situaci. Jelikož je pracováno s podniky vykazující zisk, je hlavní problém právě ve velikosti dluhu. Ten je při kalkulaci vnitřní hodnoty odečítán od diskontovaných budoucích peněžních toků. Jejich případný růst by taktéž pomohl k návratu ke kladné férové ceně. Jinak je situace velmi podobná, jako v předchozích tabulkách.

Tab. 5 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě

Debt ratio	80%				
ROA	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
2%	-0,56	-	-	-	-
5%	-0,20	-	-	-	-
10%	0,39	17,81%	34,04%	46,27%	26,86%
15%	0,99	11,93%	17,84%	34,47%	13,80%
20%	1,59	10,26%	14,41%	30,78%	10,26%
30%	2,78	9,01%	12,09%	27,88%	5,77%

Zdroj: Vlastní výpočty

Je možné vypozorovat, že se vzrůstajícím zadlužením společností roste i zhodnocení jednotlivých metod alokace kapitálu, při stejné velikosti příjmů. To je způsobeno již zmíněnou metodou výpočtu ceny. Ta s velikostí dluhu postupně klesá, tak jak je odečítána stále větší částka od výsledku DCF. Díky nižší počateční ceně, je možné dosáhnout vyššího zhodnocení, protože je operováno se stále stejně velkou částkou.

Tab. 6 Alokace kapitálu při proměnné rentabilitě

Debt ratio	90%				
ROA	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
2%	-0,66	-	-	-	-
5%	-0,30	-	-	-	-
10%	0,29	21,99%	51,60%	53,90%	36,53%
15%	0,89	12,99%	20,25%	36,72%	18,03%
20%	1,49	10,83%	15,53%	32,05%	11,71%
30%	2,68	9,29%	12,60%	28,54%	6,54%

Zdroj: Vlastní výpočty

Ani jedna z dostupných metod není schopna posunout společnost s rentabilitou aktiv 2 % ze záporné férové ceny. To ale neznamená, že jí nemohou pomoct vylepšit své finanční výsledky. Ve sledovaném období se společnost pomocí alokace kapitálu do investic, může zvýšit RoA z původních 2 % na 5 %. Nebo, zvolí-li cestu splácení dluhu, dokáže během pěti let snížit své debt ratio z 90 % na 80 %.

6.3.2 Vliv zadlužení a růstu zisku

Hodnota zadlužení bude opět reprezentována ukazatelem debt ratio. Pod pojmem růst zisku se skrývá meziroční růst volných peněžních prostředků, připravených k alokaci do jednotlivých kategorií. Tento růst je predikován po období následujících pěti let, tedy po dobu trvání první fáze modelu DCF. Vzhledem k tomu, že tento růst není nijak zohledněn ve vztahu k velikosti aktiv nebo pasiv, je třeba jej považovat za organický růst, jež lze pokrýt za pomocí stávající kapacity. Ve všech případech je základní hodnota zisku ve výši 10 milionů.

Tab. 7 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku

Debt ratio	10%				
Růst zisku	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
0%	1,09	7,82%	10,06%	24,99%	0,00%
2,5%	1,23	7,80%	9,63%	27,16%	0,35%
5%	1,38	7,79%	9,26%	29,35%	0,66%
10%	1,72	7,77%	8,66%	33,76%	1,21%
20%	2,59	7,75%	7,87%	42,77%	2,07%
40%	5,41	7,75%	7,06%	61,29%	3,17%

Zdroj: Vlastní výpočty

Při pohledu na první tabulku, je možné vidět hned několik zajímavých výsledků. Nejprve je potřeba objasnit nízké zhodnocení v případě alokace do splácení dluhu.

To ve skutečnosti vůbec neprobíhá, z důvodu již dříve objasněné neexistence dlouhodobých závazků. Uvedené zhodnocení je tak způsobeno čistě jen meziročním růstem zisku, jehož vliv je zde zkoumán. Investice znovu jasně dominují všem ostatním variantám alokace kapitálu. Je možné pozorovat relativně konstantní zhodnocení pomocí výplaty dividend, oproti klesajícímu trendu zpětného odkupu akcií. Při vysokém tempu růstu je dokonce vhodné, upřednostnit dividendy před výkupem akcií.

Tab. 8 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku

Debt ratio	20%				
Růst zisku	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
0%	0,99	8,49%	11,19%	26,64%	0,00%
2,5%	1,13	8,39%	10,56%	28,90%	0,38%
5%	1,28	8,31%	10,03%	31,18%	0,72%
10%	1,62	8,18%	9,22%	35,77%	1,29%
20%	2,49	8,02%	8,18%	45,08%	2,15%
40%	5,31	7,87%	7,19%	64,13%	3,22%

Zdroj: Vlastní výpočty

Posuneme-li pozornost na společnosti s vyšším zadlužením, je možné pozorovat znovu podobné změny. Dochází k poklesu férové ceny, vlivem odpočtu větší míry závazků. Ty jsou v tomto případě stále jen krátkodobé, a tak nedochází k výraznějšímu zhodnocení v kategorie splácení dluhu.

Tab. 9 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku

Debt ratio	50%				
Růst zisku	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
0%	0,69	11,47%	16,84%	33,45%	11,47%
2,5%	0,83	10,88%	14,86%	36,07%	10,38%
5%	0,98	10,42%	13,40%	38,69%	9,51%
10%	1,32	9,74%	11,42%	43,92%	8,22%
20%	2,19	8,95%	9,30%	54,40%	6,73%
40%	5,01	8,28%	7,59%	75,46%	4,90%

Zdroj: Vlastní výpočty

S postupným růstem zadlužení se situace nemění. Pokles ceny způsobený vzrůstající hodnotou závazků vede k velkým potencionálním příležitostem zhodnocení, pomocí

výkupu akcií. Nicméně investice stále představují zdroj největšího růstu TSR. Zatímco všechny ostatní metody alokace dosahují maximálních zhodnocení při nejvyšších hodnotách růstu, splácení dluhu je nejefektivnější při nulovém růstu.

Tab. 10 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku

Debt ratio	80%				
Růst zisku	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
0%	0,39	17,81%	34,04%	46,27%	26,86%
2,5%	0,53	15,54%	25,07%	49,46%	22,61%
5%	0,68	14,00%	20,17%	52,61%	19,56%
10%	1,02	12,05%	15,01%	58,86%	15,48%
20%	1,89	10,12%	10,77%	71,17%	11,14%
40%	4,71	8,73%	8,05%	95,47%	6,85%

Zdroj: Vlastní výpočty

Existuje již dostatek podkladových dat, aby se dalo prohlásit, že při meziročním růstu volného kapitálu alespoň 30 %, je lepší vyplatit dividendu, která přinese větší zhodnocení, než použít stejné prostředky na výkup akcií. To lze potvrdit nehledě na výši zadlužení podniku.

Tab. 11 Alokace kapitálu při proměném růstu zisku

Debt ratio	90%				
Růst zisku	Cena	Dividendy	Odkup	Investice	Dluh
0%	0,29	21,99%	51,60%	53,90%	36,53%
2,5%	0,43	18,19%	32,51%	57,38%	29,72%
5%	0,58	15,83%	24,26%	60,82%	23,44%
10%	0,92	13,09%	16,77%	67,59%	17,90%
20%	1,79	10,59%	11,36%	80,87%	12,35%
40%	4,61	8,89%	8,22%	106,89%	7,31%

Zdroj: Vlastní výpočty

Posledním testovaným parametrem byla velikost aktiv společnosti, a to jak ve vazbě na zadlužení, tak i na růst zisku. V obou případech však nebyl žádny vliv prokázán. Nyní je tedy čas, dosažené poznatky porovnat s realitou, která sebou nese řadu omezení, s kterými model v teoretické části nepočítal.

6.4 Diskuze – Převod modelu do praxe

Účelem předcházejících kapitol, bylo určit, jaká z nabízených možností alokace má největší podíl na růstu shareholder value. Tento účel byl splněn, avšak postup, kterým k němu vedl, by se s trochou nadsázky dal nazvat laboratorním. Proto o něm bylo vždy psáno, jako o teoretickém modelu. Jeho základy vycházejí z podnikové a ekonomické teorie, nyní je však potřeba je doplnit o ekonomickou a především tržní realitu. Postupně tak budou navrženy úpravy pro zkoumané způsoby alokace kapitálu, tak aby více odpovídaly skutečným situacím, které mohou nastat.

Konstatně nejvyššího zhodnocení dosahovaly investice. To není úplné překvapení poté, co byly v literární rešerši představeny, jako hlavní hnací motor růstu shareholder value. Tento model ovšem nerozlišuje výši investic vzhledem k velikosti společnosti, ani trhu na kterém se nachází. Ne každý podnik je schopen investovat částku, odpovídající desetině jeho celkových aktiv. A už vůbec takovouto operaci opakovat každý rok. Samozřejmě existují odvětví, kde je růst tímto tempem možný, ale jejich počet je omezen. Investice také často vedou k postupnému náběhu jejich rentability, tj. příjmy z nich rostou postupně, třeba i několik let. Uvedený model počítá z téměř okamžitou realizací jejich příjmů v plném rozsahu. V případě, že by model měl být použit, k individuálnímu vyhodnocení konkrétní společnosti, je třeba přemýšlet o úpravách v těchto parametrech.

Alokovat kapitál ve prospěch splácení dlouhodobých závazků, vedlo u společností s vyšší rentabilitou, pouze zanedbatelnému růst shareholder value. Naopak ty podniky, které měli problém s velikostí své rentability, mohly těžit z velkého růstu hodnoty. V praxi však nejde splácet dlouhodobé dluhy, jak se společnosti zachce. Pokud to vůbec smluvní vztahy obou stran umožňují, nebude tato varianta zadarmo. Proto nelze spoléhat na fakt, že se společnost z těchto závazků dokáže vyvázat, i v případě, že na ně uvolní dostatečné množství prostředků.

Programy zpětného odkupu akcií se prokázaly jako silný zdroj růstu shareholder value. A to především v případech, kdy jsou akcie společnosti obchodovány pod tlakem nízké rentability nebo vysokého dluhu. Alokací sta procent dostupných zdrojů do tohoto programu, bylo mnohdy dosaženo výkupu až ve výši 25 % všech obchodovaných akcií. Takto masivní výkup je teoreticky možný jen u menších podniků, v případě že jsou dostatečně likvidní. U velkých společností, které jsou více na očích, by pokus o nákup v těchto objemech vedl k růstu ceny, za kterou by se již vedení nevyplatilo dále akcie zkupovat. Na jedné straně by tak dosáhla svého cíle, tj. zvýšit pomocí zpětného odkupu akcií svoji hodnotu, ale pořád by ji zbývaly volné prostředky, určené k alokaci. Společnosti Apple se podařilo, pomocí jednoho z největších ohlášených programů v historii, zkoupit během jednoho roku celkem 10 % všech akcií na trhu. Tato hodnota by měla sloužit jako vodítko, jaké množství akcií, v relativním vyjádřením, je management schopen během jednoho roku odkoupit z trhu.

Vyplata dividendy dosahovala nižšího potenciálního růstu hodnoty, ve srovnání s ostatními možnostmi, zato se však jedná o nejpřesnější položku na tomto seznamu.

Způsob, jakým je v modelu zpracována a využívána plně odpovídá každodenní realitě na trzích. Není ji tedy potřeba jakkoliv dále upravovat.

7 Závěr

Fakta uvedená v literární rešerši by měla být dostačným zdrojem informací proto, abychom mohli prohlásit shareholder theory za platnou. Dokonce se dá říci, že žijeme v období, kdy je mezi podniky opět preferována. Tak tomu je alespoň ve Spojených státech, na jejichž trh byla práce především zaměřena.

To, že uznáme shareholder theory a její cíl maximalizovat hodnotu společnosti pro akcionáře za platnou, ještě neznamená, že totálně vyřadíme jakýkoliv zájem o uspokojení stakeholderů z našeho uvažování. Ti hrají podstatnou roli nadále i pod teorií maximalizace shareholder value. Správně nastavené motivační programy zaměstnanců, mohou vést k mimořádným výkonům ve výrobě či službách. Dobré vztahy s věřiteli jsou podniku schopny zajistit lepší podmínky při sjednávání úvěrů na velké investice. Enviromentální zodpovědnost je schopna přilákat celou řadu nových zákazníků a zajistit tak další růst. Stakeholdeři tak mají stále důležitou roli ve fungování podniku, ale slouží spíše jako zprostředkovatelé, s jejichž pomocí je možné dosáhnout jediného hlavního cíle, růstu hodnoty.

Právě motivace je jedním z významných faktorů, který má vliv na to, jestli je hodnota managementem tvořena. Investor by si měl při analýze společnosti, zjistit jakým způsobem je vedení jím zkoumaného podniku motivováno k tomu, aby rozhodovalo v souladu s jeho zájmy. I sebelepší společnost na papíře, totiž může přijít o velkou část své hodnoty, prací nekompetentního managementu, který sleduje především svoje zájmy. V práci byly uvedeny i jasně srozumitelné příklady, jaké motivačné systémy do společností zavést, tak aby konečná rozhodnutí řídících osob byla v co největší prospěch všech akcionářů. Jedná se jak o motivační opční plány vázané na indexy či rizikové přirážky, tak i samotné podmínky, za kterých lze s takto získanými opcemi zacházet.

Poté co management patřičně namotivujeme na práci pro své investory, je zapotřebí dát jim do rukou vhodné nástroje, kterými mohou začít hodnotu vytvářet. Na základě průzkumu literatury byly vybrány a následně zkoumány následující instrumenty, týkající se především alokace kapitálu. Prvním z nich byla výplata dividendy, která se ve většině případů prokázala jako nástroj, vedoucí k tvorbě nejmenší hodnoty ze všech nabízených. Tato skutečnost je však kompenzována její relativní jednoduchostí při implementaci a transparentnosti z pohledu investorů. Díky tomu byly výsledky jejího testování považovány za nejpřesnější a nejblíže realitě.

Druhou testovanou možností alokace kapitálu, byl program zpětného odkupu vlastních akcií společnosti. Ten se prokázal jako velmi přínosný pro tvorbu shareholder value. Přinášel roční zhodnocení TSR v minimální výši 7 %. Nejčastěji se však pohybovalo od 9 % až 50%, v extrémních případech až dvojnásobné zhodnocení. Zpětný odkup akcií je skoro nemožné testovat na reálných datech, z důvody absolutní závislosti na tržní ceně akcií. Nelze dopředu určit, kolik a za jakou cenu bude společnost schopna nakoupit. Proto je potřeba nahlížet na tato výsledná data s jistou dávkou opatrnosti, protože reprezentují ideální situaci. To ale nic

nemění na tom, že byla jasně prokázána souvislost mezi odkupem akcií za cenu blízkou její vnitřní hodnotě a tvorbou shareholder value.

Třetí možností jak alokovat kapitál společnosti, je postupná eliminace jejich dlouhodobých závazků. Velmi zadlužené společnosti tak mohou tvořit hodnotu pro investory pouhými splátkami takovýchto závazků. Jako velmi efektivní se tato metoda prokázala být v případech podniků z nízkou rentabilitou kapitálu. Zde dosahovala roční tvorba hodnoty až 30 %. S růstem rentability však toto zhodnocení rapidně klesá, až do nízkých jednociferných čísel. Systematické snižování dluhu má z tohoto hlediska opačný vývoj, než všechny ostatní způsoby alokace kapitálu a je tak jejich výbornou alternativou.

Poslední alternativou alokace volných peněžních prostředků byly investice do rozvoje podniku, ve formě nových výrobních kapacit, popřípadě míst k poskytování služeb. Již velká část literatury upozorňovala na nutnost provádět investice, pokud má být naplněn cíl tvorby shareholder value. Zde sestavený model tyto slova jen naplnil. I když způsob (jejich velikost, rentabilita, realizace příjmů atd.), jakým investice do modelu vložíme, dokáže velmi ovlivnit výsledné hodnoty, nic to nemění na tom, že se jedná o alokaci s největším potenciálem tvorby hodnoty. To bylo model nadevší pochybnost potvrzeno, když nebyla žádná alternativní metoda, která by v jakékoliv z necelé stovky testovaných situací, předčila tempo růst, kterého investice dosahovaly.

Model obsažený v této prácí je připravený pro použití i v individuálních podnicích na akciovém trhu. Potřebné jednotlivé úpravy, aby odpovídal praktickým výzvám jsou uvedeny v poslední kapitole.

7.1 Doporučení

Na základě výsledných dat, lze zformulovat několik následujících doporučení, jak pro investory na jedné straně, tak i management na straně druhé. Za předpokladu, že management sleduje zájmy svých investorů, by měl volit takovou kombinaci alokací kapitálu, která povede k maximalizaci shareholder value. Pokud je vedení podniku v situaci, kdy férová cena jejich akcií je záporná, z důvodu kombinace vysokého zadlužení a nízké rentability, musí přistoupit k okamžitému řešení. Má na výběr dvě možnosti. Pokud je schopna vyprodukovat realizovatelný plán investic s rentabilitou přesahující její současnou, pak by měla alokovat kapitál tímto směrem. V opačném případě musí využít všech volných pěněžních prostředků k zahájení redukce dlouhodobých závazků. Jiné alternativy mohou vést ke krátkodobému růstu hodnoty, v dlouhém období ji však budou výrazně destruovat. V případě vysoké zadluženosti, ale vysoké rentability, není dluhový problém tak akutní, za předpokladu, že tato rentabilita je udržitelná. Společnost tak může volit i jiné způsoby alokace kapitálu, aniž by ničila hodnotu společnosti.

V každém podniku by mělo existovat oddělení, zaměřené čistě na monitoring své vlastní vnitřní hodnoty. V případě, že by tržní cena klesla pod tuto úroveň, naskytuje se možnost výrazně vylepšit hodnotu společnosti. Rozhodně není žádoucí vstupovat na trh za každou cenu, jen proto, že management schválil rozpočet určený

ke zpětnému odkupu akcií. Takovéto bezhlavé nákupy, při ceně výrazně přesahující vnitřní hodnotu, povede ke značné destrukci hodnoty. Pokud se ovšem společnost nachází ve fázi velkého růstu, 30 a více procent, je z hlediska maximalizace tvorby hodnoty výhodnější, použít výplatu dividendy, než vykupovat akcie.

A na závěr, v situaci, kdy společnost nemá žádnou příležitost k investici, není příliš zadlužená a její akcie se obchodují za cenu výšší, než je férová hodnota, je výplata dividendy jediným a nejlepším nástrojem, jak distribuovat vytvářené zisky mezi akcionáře.

Inteligentní investor sledující své zájmy, by měl důkladně zkoumat způsoby alokace volných peněžních toků ve společnosti a brát je do svých úvah, při rozhodování o koupi či prodeji daného titulu. Právě alokace je klíčem, který může spustit jak tvorbu, tak i destrukci shareholder value.

.

8 Literatura

AGLE, B. R., R. K. MITCHELL, J. A. SONNENFELD. *Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values.* ACAD. MANAGEMENT J., 1999, 42 507–525.

ALTMAN, B. W. *Corporate community relations in the 1990s: A study in transformation.* BUS. SOC., 1998, 37 221–227

BENNET, R. *Corporate philanthropy in France, Germany, and the U.K.: International comparisons of commercial orientation towards company giving in European nations. Internat. Marketing Rev*., 1998, 15 458–475.

BERMAN, S. L., A. C. WICKS, S. KOTHA, T. M. JONES. *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. Acad. Management J.*, 1999, 42 488–506.

BRADLEY, M., C. A. SCHIPANI, A. K. SUNDARAM, J. P. WALSH. *The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: Corporate governance at a crossroads. Law Contemporary Problems,* 1999, 62(3) 9–86

CHRISTENSEN, CLAYTON M. A MICHAEL E. RAYNOR. *The innovator's solution: creating and sustaining successful growth*. BOSTON, MASS.: HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS, C2003, 288P. ISBN 15-785-1852-0

CHRISTY, GEORGE C. *Free cash flow: seeing through the accounting fog machine to find great stocks.* HOBOKEN, N.J.: WILEY, C2009. WILEY FINANCE SERIES. ISBN 04-703-9175-8.

Dancing With Wolves: Why Chinese Traders Love Manipulated Stocks. IN: BLOOMBERG [ONLINE]. 2015 [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.BLOOMBERG.COM/NEWS/ARTICLES/2015-12-28/DANCING-WITH-WOLVES-WHY-CHINESE-TRADERS-LOVE-MANIPULATED-STOCKS

DODD, M. E. *For whom are corporate managers trustees*. HARVARD LAW REV., 1932, 45 1145–1163.

DOW, CLIFFORD G. *PORTFOLIO TURNOVER AND COMMON STOCK HOLDING PERIODS*. 358 US ROUTE ONE, FALMOUTH, MAINE 04105: DOW PUBLISHING COMPANY, 2007, 20 P.

DUMON, MARVIN. *What Makes An M&A Deal Work?* [ONLINE]. IN: . [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.INVESTOPEDIA.COM/ARTICLES/FINANCIAL-THEORY/08/MA-DEAL.ASP

ELLIS, CHARLES D. 2004. *Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence*. HOBOKEN, NJ: JOHN WILEY & SONS.

FRIED, JESSE M. *Option Backdating and Its Implications. In*: . 65 WASH. & LEE L: HEINONLINE, 2008, S. 853-886.

GRIFFIN, J. J., J. F. MAHON. *The corporate social performance and corporate financial performance debate.* BUS. SOC., 1997, 36 5–31.

HAGIN, ROBERT L. 2004. *Investment Management: Portfolio Diversification, Risk, and Timing—Fact and Fiction. Hoboken*, NJ: JOHN WILEY & SONS

HALL, BRIAN J. A KEVIN J. MURPHY. *The Trouble with Stock Options. In: Journal of Economic Perspective.* VOLUME 17. 2003, S. 49–70.

HARRIS, RON. *The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization. In: The Journal of Economic History*. VOL. 54, NO. 3. CAMBRIDGE: CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, 1994, S. 610-627.

HILLMAN, A. J., G. D. KEIM. *Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? Strategic Management* J., 2001, 22 125–139.

JENSEN, MICHAEL C. AND MECKLING WILLIAM H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (JULY 1, 1976).

JENSEN, MICHAEL C., *A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS*, HARVARD UNIVERSITY PRESS, DECEMBER 2000; JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS (JFE), VOL. 3, NO. 4, 1976. AVAILABLE AT SSRN: HTTP://SSRN.COM/ABSTRACT=94043 ORHTTP://DX.DOI.ORG/10.2139/SSRN.94043

JOG, VIJAY. *Measuring and Managing Shareholder Value Creation. BUSINESS PERFORMANCE MANAGEMENT.* MONTVALE, NJ 07645-1760: INSTITUTE OF MANAGEMENT ACCOUNTANTS, 1997, , 41 P.

JONES, T. M. *Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. Acad. Management Rev*., 1995, 20 404–437.

KEAY, JOHN. *The honourable company: a history of the English East India Company. Pbk. ed. London*: HARPER COLLINS, 1993, 475 P. ISBN 978-000-6380-726.

KEULENEER, LUC A WILLEM VERHOOG. *Recent trends in valuation: from strategy to value. Hoboken*, NJ: J. WILEY, 2003, 168 PAGES. ISBN 04-708-5029-9.

LEDER, MICHELLE. *Financial fine print: uncovering a company's true value.* HOBOKEN, N.J.: WILEY, C2003. ISBN 04-714-3347-0.

MACEY, J. R. *Externalities, firm-specific capital investments, and the legal treatment of fundamental corporate changes*. DUKE LAW J. 1989, 173–201.

MADDEN, BARTLEY J. *CFROI valuation: a total system approach to valuing the firm.* BOSTON, MA: BUTTERWORTH-HEINEMANN, 1999, 356 P. ISBN 07-506-3865-6.

MAREMONT, MARK A CHARLES FORELLE. *Bosses' Pay: How Stock Options Became Part of the Problem*. IN: WALL STREET JOURNAL [ONLINE]. 2006 [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.WSJ.COM/ARTICLES/SB116718927302760228

MCCLURE, BEN. *DCF Analysis: Coming Up With A Fair Value*. IN: INVESTOPEDIA.COM [ONLINE]. [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.INVESTOPEDIA.COM/UNIVERSITY/DCF/DCF4.ASP

MCCOLLOCH, WILLIAM. *A Shackled Revolution?: The Bubble Act and Financial Regulation in 18th Century England.* UTAH, 2013. WORKING PAPER. UNIVERSITY OF UTAH.

MCKENNA, FRANCINE. *The sordid history of stock option backdating. In: Chicagobooth.edu* [ONLINE]. 2014 [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z:

HTTP://CHICAGOBOOTH.EDU/CAPIDEAS/BLOG/2014/APRIL/THE-SORDID-HISTORY-OF-STOCK-OPTION-BACKDATING

MILLON, D. *Theories of the corporation*. DUKE LAW J., 1990, 201–262.

MILLSTEIN, I., P. MACAVOY. *The active board of directors and improved performance of the large publicly traded corporation.* COLUMBIA LAW REV., 1998, 98 1283–1345.

MITCHELL, R. K., B. R. AGLE, D. J. WOOD. *Toward a theory of stakeholder identification and influence: Defining the principle of who and what really counts. Acad. Management Rev*. 1997, 22 853–886.

MOURDOUKOUTAS, PANOS. *Do Mergers and Acquisitions Enhance or Destroy Shareholder Value?* IN: FORBES [ONLINE]. [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.FORBES.COM/SITES/PANOSMOURDOUKOUTAS/2011/10/04/DO-MERGERS-AND-ACQUISITIONS-ENHANCE-OR-DESTROY-SHAREHOLDER-VALUE/#72827060572C

MÜLLER, TONY. *A Study on the Integrated Approach of Shareholder Value Analysis. Hamburg: Anchor Academic Publishing*, 2014, 144 P. ISBN 978-3954892631.

O'GLOVE, THORNTON L. A ROBERT SOBEL. *Quality of earnings: the investor's guide to how much money a company is really making.* NEW YORK: FREE PRESS, C1987. ISBN 00-292-2630-9.

PRATT, SHANNON P. A ROGER J. GRABOWSKI. *Cost of capital: applications and examples.* 5TH EDITION. HOBOKEN, NJ: J. WILEY, 2014, 1311 P. ISBN 978-111-8555-804.

RAPPAPORT, ALFRED. *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance.* IN: HARVARD BUSINESS REVIEW. 1999, S. 20.

RAPPAPORT, ALFRED. *Ten Ways to Create Shareholder Value*. IN: HARVARD BUSINESS REVIEW. 2006, 20 P.

ROMANO, R. *The shareholder suit: Litigation without foundation?* J. LAW, ECONOM. ORGAN., 1991, 55 58–74.

RŮČKOVÁ, PETRA. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi.* 4., AKTUALIZ. VYD. PRAHA: GRADA, C2011. FINANČNÍ ŘÍZENÍ. ISBN 978-80-247-3916-8.

SCHILIT, HOWARD M. A JEREMY PERLER. *Financial shenanigans*. 3RD ED., [FULLY REV. AND UPDATED]. NEW YORK: MCGRAW-HILL, 2010. ISBN 978-007-1703-086.

STEEL, EMILY. *Wall Street Journal Wins Pair of Pulitzers*. IN: WALL STREET JOURNAL [ONLINE]. 2007 [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.WSJ.COM/ARTICLES/SB117673531050871312

SUNDARAM, ANANT K. A ANDREW C. INKPEN. *The Corporate Objective Revisited.* IN: ORGANIZATION SCIENCE. 15. 2004, S. 350-363.

VOCHOZKA, MAREK. *Metody komplexního hodnocení podniku.* PRAHA: GRADA, 2011. FINANČNÍ ŘÍZENÍ. ISBN 978-80-247-3647-1.

WAYMAN, RICK. *Top 8 Ways Companies Cook The Books* [ONLINE]. IN: . [CIT. 2016-05-23]. DOSTUPNÉ Z: HTTP://WWW.INVESTOPEDIA.COM/ARTICLES/ANALYST/071502.ASP

Použitý model je možné stahovat online z následujícího odkazu: https://onedrive.live.com/redir?resid=135ACF644F712D29!1998&authkey=!AOqfi8wxaIzgZNM&ithint=folder%2cdocx