FINANCE A ÚVĚR 10/1994
ročník 44

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2
Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141
Fax: 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

FINANCE A ÚVĚR 10/1994
Volume 44

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economia, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Rolf GRÜNWALD: Finanční plánování pomůže podnikům k lepším výsledkům . . 517

Jaruše KRAUSEOVÁ: Vybrané postupy finanční restrukturalizace korporací 524

Dušan MARČEK: Počitačové spracovanie investičného rozhodovania 534

Václav VYBÍHAL: Metodické přístupy k hodnocení výsledků podnikatelské činnosti peněžních ústavů 540

Karel JANDA: Pojištění vkladů a morální hazard 550

Finance a úvěr v zahraničí

Milena HORČICOVÁ: Úloha majetkových daní v místních financích v USA 556

Recenze

Petr ZAHRADNÍK: Dividendová politika (ve světle transformace) (Petr Marek) 570

Zdeněk TŮMA: Macmillanův slovník moderní ekonomie (David W. Pearce a kol.) . . . 573

Přehled — Survey

(Ministry of Finance of the Czech Republic): Transformation and Fiscal Policy in the Czech Republic 575

CONTENTS

Rolf GRÜNWALD: Financial Planning Helps Firms to Good Shape 517

Jaruše KRAUSEOVÁ: Selected Methods of Financial Restructuring of Firms 524

Dušan MARČEK: Computer Processing of Investment Decision Making 534

Václav VYBÍHAL: Methodological Approaches to Evaluating Financial Institution Results 540

Karel JANDA: Deposit Insurance and Moral Hazard 550

Finance and Credit Abroad

Milena HORČICOVÁ: The Role of Property Taxes in U.S. Local Government Finance 556

Book-Review

Petr ZAHRADNÍK: Dividend Policy (in Light of Transformation) (Petr Marek) 570

Zdeněk TŮMA: Macmillans Dictionary of Modern Economics (David W. Pearce et al.) 575

Survey

(Ministry of Finance of the Czech republic): Transformation and Fiscal Policy in the Czech Republic 575

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 334.784;658.14(1-662: 437)

Vybrané postupy finanční restrukturalizace korporací

Jaruše KRAUSEOVÁ*

Očekávaným přínosem restrukturalizace korporací je zlepšit jejich ekonomickou úroveň a přinést tím užitek akcionářům, manažerům a zaměstnancům. Úroveň přínosů restrukturalizace se posuzuje z různých hledisek. Je všeobecně známé, že pohledy na zaměření restrukturalizace nejsou jednotné, a to především z důvodu rozdílných postojů vlastníků akcionářů, manažerů a zaměstnanců k danému podniku.

Úspěšná restrukturalizace spočívá v „mistrovském" sjednocení rozdílných zájmů akcionářů, manažerů a zaměstnanců. Mezi nejvýznamnější oblasti motivace restrukturalizačního procesu patří:

— zdokonalit, a zejména zpevnit stimuly pro posílení ekonomické úrovně korporací,
— dosáhnout lepší obchodní výkonnosti,
— vyjasnit zaměření práce manažerů,
— vytvořit průhlednější hodnocení „přitažlivosti" investic,
— ukončit neproduktivní investování — zlepšit úroveň hotovostního toku,
— zbavit se úseků s nízkou výkonností,
— zvýšit dluhovou kapacitu podniku,
— dokonaleji využít „daňový štít".

Z rozsahu oblastí motivace je zřejmé širší zaměření problému restrukturalizace firmy.

Výsledky restrukturalizace se zpravidla posuzují podle hodnoty firmy nebo podle tržní ceny akcií. Úroveň výsledků restrukturalizačních akcí je sledována a přísně hodnocena trhem, který se orientuje především podle očekávaných i skutečných finančních změn v podniku. Restrukturalizační přeměny jsou v podstatě soustředěné do tří oblastí, ve kterých se uplatňují následující finanční nástroje a finanční operace:

1. Restrukturalizace majetku. Spočívá ve změnách rozsahu a struktury majetku jako podpoře podnikání. Znamená rozsáhlé reinvestice a další nové investiční akce. Z hlediska finančních operací se soustřeďuje na využití partnerských vztahů pro daňové úspory, strukturu hotovostního toku a připojení podniku mezi výkonnější obchodní jednotky.
2. Restrukturalizace obchodní činnosti. Zvyšuje hodnotu následujícími způsoby:
   a) očekává a slibuje růst prostřednictvím obchodních zastoupení a různých

* Ing. Jaruše Krauseová, CSc., pracovnice katedry podnikové ekonomiky VŠE v Praze

Redakce příspěvek obdržela 18. 3. 1994.

způsobů společného podnikání. Současně nabízí cenné papíry nových úseků, které vznikly na základě společného podnikání;

b) oddělením obchodních jednotek od firmy prodejem nebo částečnou likvidací;

c) nákupem obchodních jednotek na úvěr.

3. Podniková restrukturalizace. Jí se mění vlastnická struktura kapitálu a upravuje se vztah k partnerským podnikům prostřednictvím:

a) emise nových obligací, normálních akcií a preferenčních akcií,

b) opětovného nákupu akcií,

c) využití zaměstnaneckých akcií,

d) radikální změny výdajů a inkasa,

e) soupisu majetku určeného k prodeji částí firmy.

Velmi často se považuje za základní krok restrukturalizace snížení zadluženosti a s tímto cílem se realizují nejrůznější opatření, která spočívají především na prodeji různých částí majetku.

V praxi našich podniků se využil prodej nepotřebných zásob. Tímto postupem si podniky přeměnily majetkovou část — nadbytečné a nepotřebné zásoby — na peníze. V přechodu na tržní ekonomiku si podniky touto operací doplnily peněžní zásobu, vyrovnaly aspoň částečně své závazky a zlepšily si své postavení, zejména ve vztahu k příslušné komerční bance. Úroveň jednotlivých kroků k doplnění peněz měla jen krátkodobý charakter a manažeři podniků, které byly převážně státní, sledovali také vytvoření dostatečné zásoby peněz na zvýšení mezd. Podniky se sestupnou úrovní výkonů a výnosovostí tímto finančním postupem zvyšovaly — ostatně stále naprosto neohroženě zvyšují — mzdy. Podnikový management rozprodává majetek, aby mohl udržet dosavadní úroveň mezd, a pokud stačí peníze, potom i mzdy zvýšit. Zde je zřejmá naprostá absence zájmů vlastníků na skutečně účinném provádění dalších kroků restrukturalizace podniku.

Nedostatek peněz se obnovil a trvá dál. Struktura majetku zahrnuje vysoký stav pohledávek s nadměrně dlouhou dobou splatnosti. Proto následuje další krok restrukturalizace: prodej pohledávek.

Oba kroky restrukturalizace sledují získání zásoby peněz na výplatu mezd v jejich dosavadní úrovni a na jejich další zvýšení. Tlaky na růst mezd nejsou spojeny jen s přirozeným zájmem pracovníků na jejich příjmech; nutné je také zvážit rozvoj tržní ekonomiky a vliv trhu práce na vývoj mezd.

Vzhledem k zavádění a velmi úspěšnému rozvoji tržní ekonomiky, i přes vyšší míru inflace, musíme počítat s vlivem liberalizace cen i na cenu práce. V přežívajícím stylu myšlení podnikového managementu z doby centrálně řízené ekonomiky je tlak na vysoké tempo růstu mezd bezprostředním vyřešením uspokojení zájmů jeho a současně i všech pracovníků podniku, avšak s krajně krátkodobým účinkem. Doposud se v restrukturalizaci bere ohled na zájmy pracovníků i manažerů a zcela se opomíjejí zájmy vlastníků. Postupy privatizace jsou pro restrukturalizaci velmi pomalé. Po první vlně kuponové privatizace se okamžitý vliv akcionářů na efektivní a perspektivní zhodnocení majetku bezprostředně nijak neprojevil.

Řešení platební neschopnosti vzájemným vyrovnáním závazků a odkupem pohledávek přinese statické vyrovnání majetkové a kapitálové struktury k určitému datu. Pro úspěch v podnikání je však především důležitá soustavná a systematicky vedená ekonomická rovnováha. Základem dosažení dynamicky se rozvíjející rovnováhy je systematický růst výnosů i výnosovosti na základě kvalitního zakázkového krytí.

Z naprosto zřejmé potřeby doplnit k zájmům pracovníků včetně vrcholového managementu zájmy vlastníků je základem doporučení, jak zlepšit a vyřešit současné malé výsledky restrukturalizačních procesů.

Dílčí závěr

Restrukturalizační proces lze řešit jen na základě fungujících vlastnických vztahů. Zájmy všech pracovníků se převážně orientují na bezprostřední, tzn. krátkodobý užitek z jejich práce. Pro racionálně vedenou restrukturalizaci je nutné vzájemně skloubit zájmy vlastníků i zájmy pracovníků. Vlastníci preferují růst majetku, který je dosažitelný v dlouhodobém časovém horizontu, a pracovníci preferují bezprostřední odměnu za práci — mzdu.

Restrukturalizace je prostředkem k dosažení takové výnosnosti majetku, která je vyšší než průměrná tržní míra výnosu. Finanční operace sledující výhradně krátkodobé cíle nemají výraznější vliv na zvýšení výkonnosti firmy ani na zvýšení její tržní hodnoty. Růst mezd bez růstu výnosnosti majetku nemá vliv na podporu zájmů pracovníků a manažerů o vyšší prosperitu korporace, a tak ani vlastníci nemohou dosáhnout zvýšení svého majetku.

Úroveň restrukturalizace je prozatím na nízké úrovni. Bere ohled především na zájmy manažerů a ostatních pracovníků, má jednostranný charakter a ekonomickou úroveň podniku zlepšila pouze v malém rozsahu. Zaměřila se výhradně na změnu struktury majetku. Vazba na změnu vlastnictví se neprojevila u všech korporací v plné míře, protože privatizace působí jen velmi krátkou dobu a není stále ukončena. Restrukturalizace je obtížně proveditelná v těch korporacích, ve kterých není vyřešena privatizace.

Další část práce se zabývá možnostmi využívání některých druhů finančních nástrojů a způsobů finančních operací — v podmínkách dokončení obou etap privatizace — k vytvoření potřebné úrovně výnosovosti korporace nutné pro úspěšnou ekonomickou restrukturalizaci.

Finanční nástroje a postupy restrukturalizace

Restrukturalizační změny nelze provádět na základě nekonečného rozprodávání majetku. Úspěšná restrukturalizace korporací vyžaduje přeměny, které zvyšují hodnotu firmy. V procesu ozdravění podniku se projevuje potřeba nových, výnosnějších investic. Proto vzniká tlak na získání dalšího kapitálu a v rámci restrukturalizace se zvažují možnosti rekapitalizace firmy. Jedním ze způsobů podpory ekonomické restrukturalizace korporace je získání dalšího cizího kapitálu a větší využití úvěrové páky.

Vliv úvěrové páky

Podle názoru autorky postup restrukturalizace na základě zvýšení míry zadluženosti přispívá v důsledku závaznosti splátek úvěrů a úroků k vyjasnění pohledu manažerů na výnosovost jednotlivých investic, reformuje hotovostní tok (cash flow), podporuje produktivitu práce, zvyšuje výnosnost a hodnotu firmy.

Především úvěr je rychle dostupný a levnější finanční zdroj než vlastní kapitál. Prostřednictvím úvěru se velmi flexibilně vytvářejí finanční zdroje na investiční potřeby, a tak je podnik rychle připraven reagovat na situaci na trhu, získat nebo udržet si zákazníka. Úhrady úroků jsou odečitatelné výdaje od daňového základu.[1]

[1] Přesně: viz zákon č. 586/1992 Sb. § 25 odst. w

Posílená pozice na trhu přináší vyšší tvorbu finančních zdrojů — tržby, zisk, odpisy —, využívá se daňového štítu, a tím se zvyšuje obratovost majetku. Dochází také k růstu tržní hodnoty korporace.

S rostoucí produktivitou a hodnotou firmy se mohou rozdělovat přírůstky finančních zdrojů a vhodným způsobem lze reagovat na očekávání pracovníků, manažerů a majitelů.

Rekapitalizace prostřednictvím dluhového financování zvyšuje majetek firmy, současně se však zvětšuje riziko majitelů. Zájem majitelů o přínosy nových investic se zvyšuje a velmi důrazným způsobem vyvíjí tlak na manažery i na pracovníky ve směru zvýšení celkové výkonnosti firmy.

Splátky dluhu vytvářejí tlak na prodej málo výnosného nebo přímo nevyužitého majetku. Naléhavost splátek dluhu podporuje úsilí zvýšit hotovostní tok. Prodej málo výnosného majetku nebo přímo nevyužitého majetku doplní potřebné finanční zdroje a ozdraví skladbu majetku pro další podnikání.

Využití daňového štítu

Opět je užitečné zdůraznit, že dluhové financování prostřednictvím přímého úvěru od banky a emise obligací je levnější způsob tvorby finančních zdrojů, než je emise akcií. Odečitatelnost úrokových výdajů od základu daně zvýhodňuje využití cizích finančních zdrojů. Naopak, dividendy se hradí ze zdaněného zisku. Existuje-li vysoké zdanění důchodů, potom jsou úroky levnější a naopak dividendy jsou vypláceny z dražších finančních zdrojů. U dluhového financování výnos držitelů obligací uniká zdanění jen na úrovni korporace. Doba úniku ze zdanění závisí na době splatnosti obligace, popř. úvěru, a znamená přínos pro podnik; proto má pozitivní rekapitalizační účinek. O výnos z dluhového financování vzroste celkový zisk, který se může také rozdělit mezi akcionáře a držitele obligací.

Často se projevuje neochota finančních manažerů daňový štít využívat. Každý kapitál má svoji míru rizika, která určuje jeho míru výnosu. „Nejčastěji se předpokládá, že riziko daňového štítu je stejné jako riziko úrokových plateb, které ho vytvářejí." [Brealey—Myers 1993, s. 452]. A dále: „Daňový štít zvyšuje kapitál, tzn. hodnotu firmy. Ve finančním rozhodování se míra rizika zvažuje následujícím způsobem:

$$\text{PV* daňového štítu} = \frac{\text{daňová sazba korporací krát očekávaná úroková platba}}{\text{očekávaná míra výnosu dluhu}}$$

Investor se snaží získat cizí kapitál za nižší cenu, než je jeho vlastní míra výnosu. Současně platí, že výnosy z vlastního kapitálu jsou vyšší o daňové úspory z úroků, neboli platí zde pravidlo upravené současné hodnoty." [Brealey—Myers 1993, kap. 19-1, 19-2]:

upravená čistá současná hodnota = základní čistá současná hodnota + čistá současná hodnota finančních rozhodnutí

Daňové úspory z úroků platí téměř pro každý způsob získání cizího kapitálu. V této souvislosti je nutné zdůraznit paradoxní jev, že při nejvyšší ceně cizího kapitálu dosáhneme také nejvyššího vedlejšího finančního účinku. Závažným problémem dluhového financování je podíl úroků na výdajích, které v případě nízkého obratu mohou dosáhnout vyšší úrovně, než jsou celkové tržby. V této nepříjemné situaci je ve většině případů restrukturalizace téměř neřešitelná.

* PV = present value = současná hodnota (pozn. aut.)

Pro zhodnocení reálné výše vlastní míry výnosu je nutné vzít při výpočtu čisté současné hodnoty v úvahu daňový štít [Brealey—Myers 1993, s. 453].

V mnohých případech jsou finanční manažeři i přes znalosti o daňové výhodě dluhu opatrní a ve větším rozsahu další úvěry nepoužívají. Podle jejich názoru je lepší vytvářet větší zásobu peněz krytou vlastním kapitálem než zvyšovat velikost půjček. Úvěry použijí jen v krajní situaci; jejich finanční strategie je možná až příliš konzervativní.

Podnikový finanční management se má rozhodovat ex ante a předcházet nedostatku peněz diverzifikací finančních nástrojů. Musí najít vlastní vhodnou skladbu kapitálu a majetku a obtíže v likviditě minimalizovat optimálním vztahem mezi závazky a oběžným majetkem.

Na trhu hledá každý subjekt své příležitosti, jak získat cizí kapitál za co nejnižší cenu. Proto finanční manažer ex ante diverzifikuje finanční nástroje a flexibilně usměrňuje kapitálovou strukturu. I v případě, že podnik nepotřebuje zvyšovat kapitál na investice, může finanční manažer provádět finanční expanzi zvyšováním půjček. Tato operace má za úlohu předvádět firmu jako spolehlivého vypůjčovatele a posílit tím jeho dobrou pověst na kapitálovém trhu.

Má-li podnik přírůstek hotovostního toku i z cizího kapitálu, může se snadněji vyrovnat s dluhovou službou a k hladkému peněžnímu vypořádání nového dluhu přispěje i daňový štít z úroků.

Zadlužený výkup

Řešením agresivní finanční strategie je tzv. LBO[2], zadlužený výkup. Tento postup je v současnosti velmi často používán při privatizaci podniku formou přímého prodeje nebo veřejnou dražbou. Obvyklými kandidáty LBO jsou také firmy na pokraji úpadku. Nákup dalšího úseku společnosti nebo celého podniku pro ně znamená významnou restrukturalizační akci, která se financuje dluhem.

Finanční strategii LBO lze však použít i pro nákup cenných papírů (blíže viz ad 2 kap. 33-7 Zadlužený výkup s. 883 citované knihy). Možnosti využití LBO však spočívají především ve vysoké stabilní úrovni zakázkového krytí, vysoké míře obratovosti majetku a velmi dobré platební disciplíně zákazníků.

Celkově však veškeré výhody daňového štítu a zadluženého výkupu závisejí na dostatečných hotovostních tocích pro vytvoření a uchování bezproblémových obchodních partnerství, včetně dosažení vyrovnané likvidity firmy.

Peněžní pořádek

Každou půjčku peněz je nutné splatit. Možností splátek vypůjčených peněz je mnoho; proto existuje značná variabilita v rozhodování.

Požaduje-li firma úvěr, potom zpravidla manažeři vzhledem k budoucím splátkám úvěru nemohou podporovat méně významné, málo ziskové investice nebo „drahá" obchodní zastoupení. Z tohoto hlediska vyšší míra zadlužení zostřuje a zjasňuje výběr investic.

Splátky dluhu nevyžadují zcela soustavný růst interních finančních zdrojů. Každá podnikatelská expanze si vyžaduje nový kapitál, a proto lze krátkodobě výkyvy v tvorbě interních finančních zdrojů překlenout dalšími externími zdroji. Rozsah těchto překlenovacích akcí nesmí přesáhnout možnosti, které souvisejí

---

[2] K této metodě viz článek I. Svítka „»Leveraged buy out« (LBO) a optimální struktura kapitálu" v č. 8/91 čas. Finance a úvěr. (pozn. red.)

s postavením na trhu a s očekávaným trendem tržeb. V rámci finančního managementu platí zásada opatrného postupu při řešení nedostatku peněz na splátky úvěru.

Pro dobrou investici není rozhodující, zda se financuje z interních, nebo externích zdrojů; důležitý je přírůstek hotovostního toku, který přinese. Přesto se však pro zdravý vývoj firmy a také pro její přežití musejí důsledně sledovat vztahy mezi platbami a tvorbou finančních zdrojů. Splátky půjček se mohou regulovat prostřednictvím dalších externích finančních zdrojů jen v případě krátkodobých výkyvů v tvorbě peněz.

Dlouhodobý pokles finančních zdrojů nebo jejich stagnace jsou znakem nízké ziskovosti investice; proto se splátky musejí řešit tak, aby nedocházelo k nabalování úvěrů na stejnou investici. Pokud se tak stane, dochází pak k nízké úrovni likvidity a k jasnému rychlému úpadku firmy.

Z hlediska peněžního pořádku se musejí externí i interní finanční zdroje použít především na investice s vysokou úrovní návratnosti. Pokud však vývoj návratnosti investice nemá očekávanou úroveň, klesá likvidita a akcionáři reagují nepříznivě na pokles ceny akcií, potom je nutné provést velmi rychle reinvestici: prodejem investice získat peníze, zlepšit likviditu a provést tímto bezprostřední rekonstrukci struktury majetku akcionářů. Současně lze touto operací dosáhnout i zvýšení ceny akcií. Využít zvýšené ceny akcií znamená získat další peníze.

Opětovný nákup cenných papírů

Mezi doporučovanými taktikami restrukturalizace a ozdravění poklesu hodnoty korporace se v literatuře uvádí získání přírůstku hotovostního toku přímo z prodeje cenných papírů a jeho využití k opětovnému nákupu cenných papírů korporace. Cílem opětovného nákupu cenných papírů je rychle vyvolat zájem o korporaci, oživit poptávku po jejích cenných papírech a dosáhnout tím i růstu tržní hodnoty akcií. Potom i případná další emise cenných papírů přinese přírůstek hotovostního toku. Skutečná četnost využití této taktiky na kapitálovém trhu však není tak rozsáhlá. Opětovný nákup cenných papírů z hotovostních toků dosažených přímým prodejem cenných papírů patří mezi jen vzácněji použitelná řešení restrukturalizace.

Obchodní partnerství

V procesu restrukturalizace mají velký význam partnerské vztahy dané společnými podnikatelskými zájmy. V restrukturalizaci partneři pomáhají provést změny k ozdravení firmy. Způsob pomoci je účinný zejména tehdy, pokud se obchodní partner zařadí mezi vlastníky firmy. Zpravidla se tento postup umožní vkladem jejich peněz, ev. jiných potřebných majetkových částí do podnikání. Prostřednictvím obchodního partnerství se dosahuje zvýšení míry výnosu a snižuje se podnikatelské riziko. V této souvislosti je nezbytné zvážit dlouhodobé důsledky z nového partnerství. Tím je především další postavení firmy na trhu, zachování názvu firmy nebo obchodní značky.

Bezprostředním důsledkem obchodního partnerství je vliv nového partnera na obnovu a zvýšení hotovostních toků, na pružnější tvorbu a rozdělování finančních zdrojů. K finančním možnostem obchodního partnerství patří daňové přínosy, podle nichž je partnerství zásadně výhodné jen v tom případě, pokud lze zabránit dvojímu zdanění nebo snížit úroveň zadlužení.

Obchodním partnerstvím se rozprostírá riziko na více podnikatelských aktivit.

Pro pomoc při restrukturalizaci se rozhodne jen ten obchodní partner, kterému tato investice přinese užitek. Obchodní partnerství znamená posílení pozice na trhu pro obě nebo i více stran a podporuje prosperitu jejich podnikání.

Dividendy

Mezi často užívané způsoby zvýšení hotovostního toku patří zvýšení dividend. Očekávaným účinkem je růst poptávky po cenných papírech společnosti. Zvýšená poptávka přinese vyšší ceny cenných papírů a finanční operace přinese zisk z prodeje cenných papírů.

Zkušení finanční manažeři však zvýšení dividend za spolehlivou operaci k obnově hotovostního toku nepovažují. Za neočekávaným zvýšením dividend jsou obvykle výrazné finanční obtíže korporace, a tak ani vyšší dividendy nepřinesou růst poptávky po cenných papírech. Výsledek této operace je potom naprosto opačný a znamená zhoršení situace.

Zde uvedený způsob zvýšení poptávky po cenných papírech růstem tržní hodnoty akcií, a tím i tržní hodnoty korporace je méně spolehlivou metodou zvýšení hotovostního toku. Kromě uvedených problematických stránek také představuje daňově nevýhodný postup, a to v důsledku zdanění podnikového zisku využitého na výplatu dividend. Zvýšení dividend k řešení restrukturalizace se může zdát vhodným postupem jen málo zkušenému finančnímu manažerovi.

Investoři všeobecně preferují program restrukturalizace obnovou peněžního pořádku před zvýšením dividend, protože dividendy jsou vypláceny povinně ze zdaněného zisku a mohou být vypláceny jen tehdy, pokud je zisk vytvořen. Prodej i nákup cenných papírů je dobrovolný, zisky z prodeje cenných papírů však mohou být kompenzovány ztrátami z téže operace; potom však ani výplata dividend není jistá. Operace je flexibilnější a má méně závazný charakter. Závazek společnosti vyplatit dividendy není finančně „podmanivou službou". Podstatně více motivujícím stimulem pro investory je přebírat s majetkem i dluhy korporace.

Stimulace

Dluhové financování restrukturalizace může výrazně posílit stimuly. Odpovědnost ze zvýšeného dluhu se vkládá do rukou majitelů. Účinkem je vyšší tlak majitelů na management a na pracovníky, aby zvyšovali výkony a zlepšovali tok peněz z investic. Stimulací managementu a pracovníků se musí dosáhnout jejich vyššího zájmu na dlouhodobé ekonomické rovnováze a růstu majetku.

Stimulace investorů

Investoři, tzn. majitelé akcií, pod vlivem vyšší odpovědnosti ze zvýšené úrovně zadlužení podstatně více sledují úroveň managementu. Zájmem investorů je dosáhnout co nejvyššího zhodnocení svých majetkových podílů. Proto také více stimulují manažery k růstu výkonů. Propojuje se stimulace růstu majetku s růstem výkonů, a tak se nepřímou cestou prosazuje vyšší využití majetku i při rozdílných zájmech.

Zásadní význam pro stimulaci investorů v České republice mají způsoby privatizace státních podniků. Prostřednictvím kuponové privatizace se dosáhlo velmi rozdrobeného vlastnictví. Drobní investoři nemají prakticky možnost kvalifikovaně posoudit úroveň managementu ani rozhodnout o posílení stimulace. Mno-

hem výraznější úlohu zde mají investiční fondy, které obchodují s cennými papíry a snaží se na základě operací s těmito papíry dosáhnout zvýšení svého podílu na majetku korporací. Na restrukturalizaci nízce výkonných korporací mají v současnosti jen dílčí a málo výrazný vliv. Z hlediska dalšího vývoje se však možnosti vlivu investičních fondů na výkonnost managementu zvýší. Výraznou podporou restrukturalizace jsou operace Burzy cenných papírů Praha, která je základním trhem cenných papírů v České republice a má pro rozvoj podnikání investičních fondů zásadní význam.

Dalším způsobem stimulace investorů k rychlejší rekonstrukci je fúze. Finančním přínosem fúzí je zvýšení zisku, kterého se však dosahuje různými postupy (slučováním zdrojů, úsporami z rozsahu, úsporami z vytvoření nové organizační struktury, využitím daňového štítu, využitím přebytkových finančních zdrojů atd.).[3] Na příkladu fúze a. s. Škoda, Mladá Boleslav s a. s. Volkswagen se projevuje zřejmý vliv investora na úroveň managementu a okamžitý účinek vyšší stimulace na zvýšení výkonnosti firmy.

Stimulace managementu a pracovníků

Velká pozornost se v této souvislosti přikládá zaměstnaneckým akciím. Pro zaměstnance tyto akcie představují dočasný majetkový podíl a budoucí příjem z rozdělení zisku. Zaměstnanci jsou dalšími spolumajiteli korporace; od nich původní majitelé očekávají, že jejich nové postavení překoná úzký zájem na bezprostředních výhodách ze zaměstnání a vznikne nový vztah, ve kterém převládne orientace na dlouhodobé výsledky práce.

Vztah mezi zaměstnaneckým vlastnictvím akcií a dividendami se považuje za vhodný prostředek k ovlivňování zájmů pracovníků na zisku. Tvorba dividend patří k velmi citlivé oblasti finanční strategie; ta má v každé korporaci svůj styl, jenž byl postupně vypracován na základě dlouhodobých zkušeností a vlivu celkového finančního okolí.

Dividendová politika je součástí finanční strategie korporace, a proto stimulace prostřednictvím dividend není flexibilním nástrojem reagujícím na nevyrovnané postoje zaměstnanců k výsledkům jejich práce, ale patří mezi dlouhodobé nástroje řízení. Prostřednictvím dividend se vytvářet výraznější dlouhodobý vztah pracovníků ke korporaci nedaří.

Majetkový vztah ke korporaci uplatňovaný prostřednictvím zaměstnaneckých akcií nemá rozhodující vliv na postoje pracovníků k výsledkům jejich práce. Pro pracovníky je rozhodující současná odměna a další současné příjmy; proto zpravidla svoji nespokojenost v oblasti mezd, a také možná i dividend, řeší odchodem ze zaměstnání a předáním a ojediněle i prodejem svých akcií. Zaměstnanecké akcie však nejsou volně obchodovatelné na kapitálovém trhu; proto cena těchto akcií jednoznačně nesouvisí s tržní hodnotou korporace.

Zaměstnanecké akcie patří velkému množství vlastníků-zaměstnanců, kteří posuzují dlouhodobou strategii a zároveň také okamžitou celkovou situaci firmy spíše emotivně než profesionálně. V dlouhodobé strategii mohou zaměstnanci zbytečně přeceňovat například regionální hlediska nebo národnostní hrdost apod. Manažeři naopak mohou úzce sledovat osobní prestiž a málo akcentovat rozhodnutí ovlivňující dlouhodobý vývoj.

---

[3] Blíže viz: Brealey—Myers: Teorie a praxe firemních financí, část X: Fúze, mezinárodní finance a penzijní fondy.

Z hlediska čistě finančního pohledu mají zaměstnanecké akcie také rysy dluhopisů, protože neurčují trvalý vlastnický podíl. Na rozdíl od úroků z pravých dluhopisů jsou dividendy zaměstnaneckých akcií vypláceny ze zisku po zdanění. V případě financování restrukturalizace prostřednictvím zaměstnaneckých akcií je finanční zdroj, tj. zisk po zdanění, na výplatu dividend velmi drahý. Na cenu dividend silně působí sazba daně ze zisku. Vyšší míra zdanění zvyšuje i tlak vlastníků akcií na tvorbu zdrojů určených na dividendy; existuje potom napětí v rozdělování zisku, které může negativně ovlivnit tvorbu kapitálu na rozvoj korporace. Podnik nemá možnost využít daňového štítu.

Rekapitalizace prostřednictvím zaměstnaneckých akcií může částečně ovlivnit chování pracovníků a podpořit jejich zájem na dlouhodobých úkolech, ale příliš silné a jednoznačné působení nemá. Z hlediska finančních operací jejich emise nepřináší dostatečnou a bezprostředně také potřebnou externí tvorbu vlastního kapitálu, neboť zaměstnanecké akcie jsou zpravidla prodávány za nízkou cenu nebo zcela bezplatně.

Rekapitalizace prostřednictvím zaměstnaneckých akcií je forma drahého dluhového financování. Cílem prostředků stimulace je vytvořit zájem na růstu výnosů, úrovni využití majetku a růstu majetku. Nástroje stimulace musejí vhodně reagovat na zájmy vlastníků, manažerů a pracovníků a současně nesmějí být drahou finanční službou.

Závěry

Očekávaným přínosem restrukturalizace podniků je celkové zlepšení jejich ekonomických výsledků, které se projeví v růstu hodnoty firmy, ve zvýšení tržní ceny akcií.

Úspěšná restrukturalizace spočívá na sjednocení zájmů mezi vlastníky akcionáři, manažery a zaměstnanci, na souladu postupů ke zvýšení výnosů podniku. Rozdílné zájmy mezi vlastníky, manažery a pracovníky se spojují prostřednictvím stimulů, které mají propojit krátkodobé a dlouhodobé zájmy.

Zdárný průběh restrukturalizace je nemožný bez dovršení privatizace. Vliv kuponové privatizace na průběh restrukturalizace není bezprostřední, ale působí v rámci delšího časového období.

Prostřednictvím finanční strategie a vhodně volených finančních nástrojů se uskutečňuje restrukturalizační proces. Na úspěšný průběh restrukturalizace vhodně působí úvěrová páka, daňový štít, peněžní pořádek, zadlužený výkup, opětovný nákup cenných papírů, obchodní partnerství. Všechny uvedené finanční nástroje restrukturalizace podporují a přiměřeně usměrňují majetkovou strukturu korporace. Působí na odpovídající velikost výnosů k majetku, současně náležitě reagují i prostřednictvím změny kapitálové struktury na zvýšení výkonnosti manažerů a pracovníků.

Postupy restrukturalizace jsou náročným procesem, v němž mají finanční manažeři možnost prostřednictvím finančních nástrojů ovlivnit výkonnost ekonomiky podniku. Prostřednictvím vhodné skladby kapitálu se působí na správná rozhodování v dalších oblastech podnikového řízení. Ozdravění ekonomiky podniku předpokládá mít k dispozici dostatečný kapitál a vhodnou skladbu majetku. Vzniká tím přirozeně tlak na vyšší využití úvěrových zdrojů. Podle předchozích částí této práce jsou právě tyto zdroje flexibilním nástrojem zvýšení výkonnosti; současně je cena úvěrových zdrojů nižší, než je cena vlastního kapitálu.

LITERATURA

BREALEY, R. A.—MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha, Victoria Publishing 1993.

DYBA, K.: Úloha státu v procesu bankrotů. Hospodářské noviny 26. 5. 1993.

KRAUSEOVÁ, J.: Likvidita českých podniků na počátku renesance tržní ekonomiky. Finance a úvěr, 1993, č. 1, s. 25—39.

SUMMARY

Selected Methods of Financial Restructuring of Firms

Jaruše KRAUSEOVÁ, Prague School of Economics

The article examines how financial restructuring following privatization can result in firms' increased value and operating performance.

One restructuring method calls for leveraging firms to a greater extent. Leverage provides an alternative to issuing stock as a mean to raise capital for firm restructuring and investment.

Debt is a less expensive form of financing than equity because of its tax treatment. Interest expense is tax deductible while dividend payments are not. The obligation to repay incurred debts removes the temptation from management to reinvest surplus cash in substandard projects.

A debt financed capitalization can strengthen management and incentives for performance. Raising debt to retire equity concentrates the remaining common shares in fewer hands. This increases the ability of stockholders to monitor their investments closely. Management can also be given equity in the firm in return for high performance.

Employee Stock Ownership Plans (ESOP) are also discussed. In Czech firms, providing employees with shares of common stock through an ESOP has not been very successful. These shares represent a share of current and future profits. The majority of employees have taken the short-run benefits with only a minority taking a long-range perspective in their investment behavior.

Leverage is an aggressive method of financing and restructuring firms. Correctly utilized, it can change the way firms are operated.