

Použití finančních derivátů a jejich vliv na výkonnost a hodnocení podniku

*Robert Vitík**

1 Finanční deriváty

Finanční deriváty jsou obecně finanční instrumenty, které splňují určité vlastnosti. Za finanční derivát lze dle mezinárodních účetních standardů označit nástroj¹:

- Jehož hodnota se mění v závislosti na změně úrokové sazby, kurzu cenného papíru, ceny komodity, měnového kurzu, cenového indexu, úvěrového ratingu nebo indexu, resp. v závislosti na jiné proměnné – podkladového aktiva;
- který ve srovnání s ostatními typy kontraktů, v nichž je zakotvena obdobná reakce na změny tržních podmínek, vyžaduje malou nebo nevyžaduje téměř žádnou počáteční čistou investici;
- který bude vypořádán v budoucnosti.

Finanční deriváty lze dělit podle více hledisek, nejčastější však bývá rozdělení dle typu tržních rizik (existují rovněž další typy derivátů – například úvěrové, pojistné atd., které však nejsou tématem této práce). Dle typu tržních rizik rozeznáváme:

- Komoditní deriváty;
- akciové deriváty;
- cizo- měnové deriváty;
- úrokové deriváty.

Rozlišení finančních derivátů dle tržních rizik je důležité z hlediska jejich uživatelů – společností a podniků, které je využívají právě z důvodů řízení tržních rizik, jako zajišťovací instrumenty. Deriváty lze rovněž využít i pro jiné účely než jen řízení rizik například pro spekulace či pro arbitrážní obchody. Tyto alternativní důvody použití finančních derivátů rovněž nejsou tématem této práce. Většina společností se zajišťuje, aby omezila či rovnou eliminovala rizika, ne aby vydělala peníze.

Uvedme si zde některé argumenty, které hovoří ve prospěch zajišťovacích operací například formou finančních derivátů:

- Zajištění snižuje pravděpodobnost finančních ztrát, nebo zásahu ze strany regulatorního orgánu;
- zajištění zvyšuje hodnocení (rating) úvěrů společnosti a snižuje tím požadavky na zajišťovací úvěrové instrumenty;
- zajištění generuje daňové úspory v případě jakéhokoli progresivního daňového systému.
- zajištění snižuje rizika vzniku sporů mezi společností a vlastníky (akcionáři) v případě, že vedení společnosti dostatečně neošetřilo potenciální rizika;
- zajištění může snížit určité náklady spojené s pojištěním

* Ing. Robert Vitík – katedra mikroekonomie, Vysoká škola ekonomická v Praze

¹ Pramen: Dvořák, Petr – Přednášky z finančních derivátů, str. 7.

- zajištění generuje stabilnější zisk a tím ovlivňuje výkonnostní ukazatele společnosti (např. P/E ratio). Využití zajištění je rovněž důležitým vodítkem pro investory na finančních trzích a pro tržní hodnotu společnosti;
- řada zajišťovacích operací je uzavírána z důvodů daňové či jiné arbitráže a není tak závislá pouze na operacích spojených s řízením rizik;
- zajišťovací instrumenty dovolují společností zvýšit finanční páku a tím dosáhnout vyššího výnosu při stejném objemu kapitálu (ROE);
- konečně zajištění umožňuje vlastníkům se na management společnosti dívat a hodnotit ho dle toho, jak kvalitně řídí hlavní činnost (core business) společnosti a nikoli jako hru o vývoj kurzu, úroku či cen komodit.

Vzhledem k tomuto výčtu, jistě ještě ne všech, argumentů ve prospěch zajištění si je třeba však připomenout i argumenty z opačného tábora. Jako argumenty hovořícími proti zajištění se uvádějí:

- Zajištění má negativní očekávanou čistou současnou hodnotu (NPV), stejně jako pojištění;
- mnoho rizik má přirozeně tendenci se vzájemně eliminovat a není tak třeba individuální rizika zajišťovat.
- společnost je dostatečně vybavena vlastním kapitálem, který může v případě potřeby absorbovat většinu událostí, které lze v blízké budoucnosti očekávat;
- sami vlastníci či akcionáři mohou vhodnými investicemi omezit konkrétní rizika, kterým se chtějí vyhnout, není tedy třeba aby se společnost sama těmto rizikům vyhýbala;
- zajištění zabírá část úvěrové linky u bank, které by společnost mohla využít pro získání likvidity;
- účetnictví spojené se zajišťovacími operacemi je náročné a často může způsobit výkyvy v účetní hodnotě, ačkoli ekonomická hodnota je zajištěna.

Existence argumentů jak pro tak proti zajištění tedy dávají jednotlivým společnostem na výběr zda a případně jaké zajišťovací instrumenty bude využívat. V řadě argumentů pro i proti byla zmíněna i role akcionářů, či chcete-li vlastníků. Právě **úloha vlastníků při rozhodování zda se zajistit je poměrně klíčová**. Management společnosti je najímán vlastníky aby se řádně a s nejvyšší péčí staral o podnikatelské aktivity společnosti. Vzhledem k tomu, že manažeři, jak ukazují četné studie, bývají daleko více otevření rizikům a jsou ochotni je akceptovat měly by vlastníci ve svém vlastním zájmu jasně definovat rizika, která jsou ochotni podstoupit či tolerovat.

V mnoha případech právě zajištění konkrétních rizik může vést k daleko jednoduššímu **hodnocení úspěšnosti managementu společnosti**. Jak bylo uvedeno v argumentech hovořících ve prospěch zajištění, management se může soustředit na řízení hlavní činnosti společnosti a nemusí se zabývat řízením rizik, která lze zajistit². V případě efektivního zajištění by mělo dojít k omezení výkyvů v hospodaření společnosti vlivem nahodilých událostí. Management společnosti pak může být konzultován s výsledky, které měl plně pod svou kontrolou a dle toho také hodnocen.

² blíže např.: Brealey, R.A; Myers, S. C. – Teorie a praxe firemních financí, str. 693

2 Případová studie – zajištění měnové rizika

Vezměme si pro demonstraci případ české společnosti, která je exportně založená. Společnost patří mezi středně velké podniky s ročním obratem cca 500 milionů korun a vyváží své zboží do zemí EU. Společnost má pro následujících 12 měsíců částečně již uzavřeny a částečně plánovány kontrakty v celkovém objemu 13 milionů EUR, které budou pro jednoduchost inkasovány pravidelně a společnost je bude rovnoměrně směňovat na devizovém trhu za českou měnu. Předpokládejme dále, že průměrná zisková marže společnosti dosahuje 2 % z celkových očekávaných tržeb (ROS). Pro následující rok společnost kalkuluje s průměrným kurzem EUR/CZK ve výši 28,20.

Možné postupy a strategie společnosti si ukážeme na následujících třech variantách A, B a C. V **případě A se společnost nebude vůči měnovému riziku nijak zajišťovat**, management si je vědom silného finančního zázemí, dostatečného kapitálu i rostoucí produktivity, navíc nemá informace, že by jeho nejbližší konkurence jakékoli zajišťovací operace prováděla. Management společnosti předpokládá, že případná rizika jsou rozložena rovnoměrně (jejich realizace má cca normální rozdělení) a v konečném důsledku se rizika vzájemně eliminují.

V **případě B** se společnost zajistí prostřednictvím **forwardového kontraktu** na celých 12 měsíců a to pro jednoduchost v **kurzu 28,20**. Management společnosti B v tomto případě dostal od svého akcionáře jasné požadavky pokud jde o výši požadovaného zisku. Management se v tomto případě rozhodl zcela odstranit měnové riziko, které by v případě nepříznivého vývoje znamenalo nedodržení kontraktu s vlastníkem a z toho plynoucí sankce. Společnost má tak v tomto případě B výrazně jednodušší plánování tržeb, neboť může počítat s fixním kurzem po celý rok. Případné výkyvy v hospodaření společnosti budou spojeny s jinými faktory a management společnosti se může plně věnovat jejich řízení za což je také plně odpovědný.

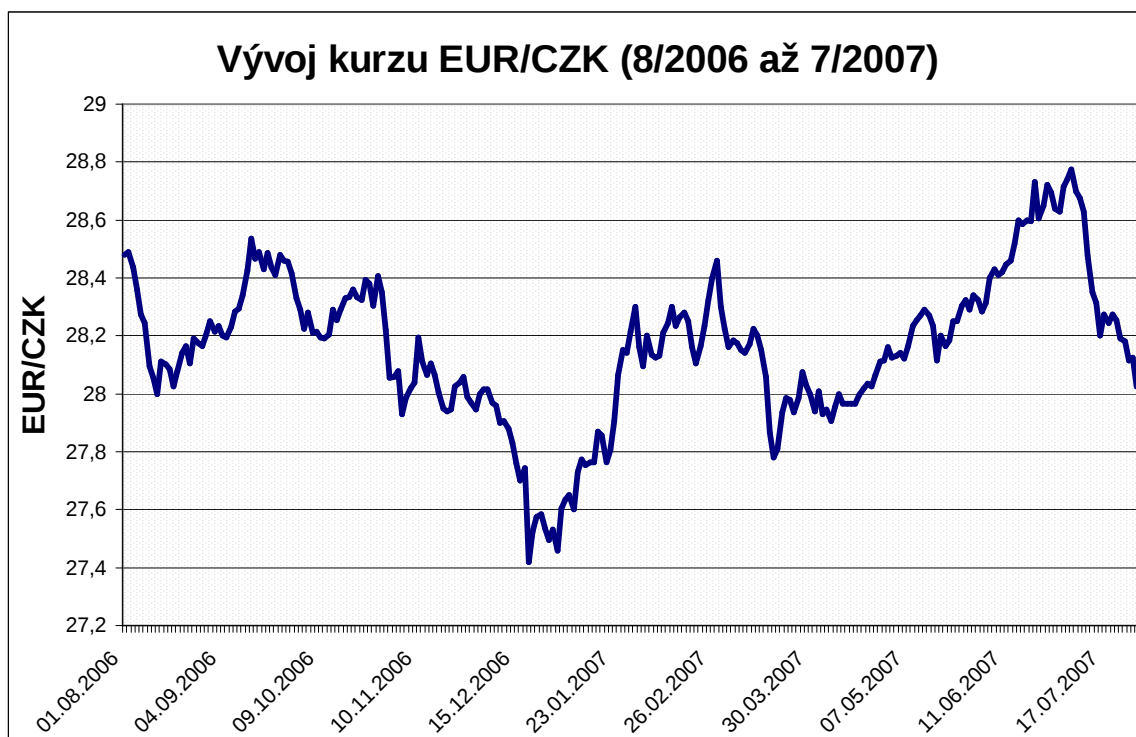
V **případě C** se společnost rozhodla rovněž pro zajištění měnového rizika avšak formou **opčního kontraktu – collaru**. Společnost C v tomto případě má zajištěný minimální kurz EUR/CZK na úrovni **28,00**, v případě pozitivního vývoje kurzu bude participovat na tomto vývoji a to až do hodnoty kurzu **28,40**. V případě vyššího aktuálního kurzu na trhu než 28,40 již společnost C bude získávat pouze 28,40 Kč za 1 EUR. V tomto případě společnost zvolila pásmové zajištění neboť má své zakázky plánovány s dostatečnou marží, je dostatečně kapitálově vybavena a je schopna případné drobné výchyly v měnovém kurzu bez problémů pokrýt. Zároveň však došla k závěru, že dlouhodobější pokles kurzu pod úroveň 28,00 by znamenal citelný výpadek v tržbách a zejména dopad do plánovaného zisku by byl špatně vnímán ze strany hlavního akcionáře.

Vývoj tržeb i hospodářského výsledku v jednotlivých variantách je obsažen v následující tabulce č. 2.1. Pro výpočet skutečného vývoje hospodaření byly vzaty reálné denní hodnoty devizového kurzu ČNB střed za období od srpna 2006 do července 2007 tak jak jsou zobrazeny v následujícím grafu č. 2.1. Předpokládáme, že společnost směňuje pravidelně každý týden 250.000 EUR za CZK.

Tabulka 2.1 Vývoj hospodaření exportní společnosti v případech A, B a C (miliony Kč).

Varianta	Ukazatel	Měsíce hospodaření												Celkem
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A	Tržby	35,3	28,4	28,3	35,0	27,7	34,8	28,2	28,1	28,0	35,3	28,6	28,4	366,1
	HV	0,71	0,77	0,66	0,48	0,09	0,28	0,58	0,44	0,37	0,75	0,94	0,75	6,83
	ROS (%)	2,0	2,7	2,3	1,4	0,3	0,8	2,1	1,6	1,3	2,1	3,3	2,6	1,87
B	Tržby	35,3	28,2	28,2	35,3	28,2	35,3	28,2	28,2	28,2	35,3	28,2	28,2	366,6
	HV	0,71	0,56	0,56	0,71	0,56	0,71	0,56	0,56	0,56	0,71	0,56	0,56	7,33
	ROS (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00
C	Tržby	35,2	28,4	28,3	35,0	28,0	35,1	28,2	28,1	28,0	35,3	28,4	28,3	366,3
	HV	0,69	0,72	0,66	0,5	0,37	0,51	0,58	0,46	0,39	0,75	0,76	0,65	7,05
	ROS (%)	2,0	2,5	2,3	1,4	1,3	1,5	2,1	1,6	1,4	2,1	2,7	2,3	1,93

Graf 2.1 Denní vývoj devizového kurzu EUR/CZK dle ČNB.



Pramen: ČNB

Vývoj tržeb i hospodářského výsledku v absolutním vyjádření je ovlivněn počtem transakčních dnů v daném měsíci, které byly buď pouze 4 nebo 5. Daleko důležitější je relativní vývoj hospodářského výsledku společnosti. Uvedené výsledky je možné shrnout do následujících bodů.

2.1 Varianta A – bez zajištění

Společnost nebyla v tomto případě nijak proti vývoji kurzu zajištěna a proto během roku docházelo k nejvyšším výkyvům v zisku. Tyto výkyvy bylo způsobeny pouze faktorem devizového kurzu. Požadovaná výkonnost ze strany akcionářů na úrovni **ROS = 2 %** byla částečně naplněna (v tomto případě 1,87 % což však bylo způsobeno nižším průměrným kurzem než s jakým bylo plánováno). Ukazatel však při měsíčním sledování zaznamenal **výrazné výkyvy a to v rozmezí 0,3 % až 3,3 %**.

Lze očekávat, že při průběžném hodnocení činnosti firmy, případně při čtvrtletním reportingu by se management společnosti musel k těmto výkyvům vyjádřit a obhájit je. Podíváme-li se na výkyvy v hospodaření z měsíčního hlediska vychází nám výsledná **měsíční variabilita vykázaného zisku ve výši 39,8 %** (variační koeficient). Vycházíme z ukazatele ROS, který již je očištěn o různý počet transakčních dnů (dny v kterých docházelo ke směně EUR) v jednotlivých měsících. Pro úplnost ještě dodejme že týdenní **variabilita tržeb dosáhla 1 %**, zde se vlastně jedná o variabilitu devizového kurzu EUR/CZK.

Můžeme jistě konstatovat, že takovéto výkyvy v hospodaření společnosti, v tomto případě vzniklé pouze působením devizového kurzu, jsou pro vlastníky těžko přijatelné. V případě působení dalších faktorů ať už provozních nebo finančních na vývoj zisku, lze očekávat ještě podstatný nárůst variability ROS – tedy základního faktoru efektivnosti hospodaření. V případě dalšího zkoumání a rozkladu rentability se uvedené **výkyvy přenášejí i do ukazatelů ROE či ROA**. Z tohoto hlediska je tedy jedno zda je zadání vlastníků vázáno na ukazatel ROS či jiné ukazatele rentability.

2.2 Varianta B – pevný forward

V případě forwardového zajištění společnost dosahovala konstantního podílu zisku na tržbách ve výši 2 %. Nepřekvapí ani nulová variabilita, která však vyplývala přímo ze zadání případu. Ač tedy za celý rok bylo dosaženo stejného výsledku jako v případě A při pevném ročním zajištění byla zcela odstraněna variabilita vzniklá vývojem devizového kurzu.

Odstraněním variability vzniklé působením kurzu se pro management i vlastníky otevírá daleko jednodušší a průhlednější cesta pro zkoumání vlastní činnosti podniku. V případě A by takovéto hodnocení znamenalo nejdříve požadované ukazatele od vývoje kurzu očistit.

Jiným tématem je zda na zajištění společnost vydělala či ne – v tomto případě mírně vydělala, neboť průměrný tržní kurz vychází cca 28,16 a společnost si zajistila kurz 28,20. Tato otázka však jednoznačně naráží na již dříve zmiňované argumenty ve prospěch i proti samotnému zajišťování. Pokud lze předpokládat, že hlavní úloha managementu je řídit běžnou obchodní činnost firmy, pak jeho úkolem není spekulovat na vývoji kurzu či jiné proměnné. I v případě příznivějšího vývoje tržního kurzu by zajištění svoji úlohu naplnilo.

2.3 Varianta C – opční strategie (collar)

V případě pásmového zajištění společnost částečně zmírnila riziko nepříznivého vývoje kurzu a zároveň si vhodně vybranými bariérami stanovila akceptovatelné výkyvy skutečného vývoje zisku oproti plánu. V tomto případě se hodnoty ukazatele ROS vyvíjely v pásmu 1,3 % až 2,7 % a pro celý rok bylo dosaženo srovnatelného výsledku z předchozími variantami (cca 1,9 % což však bylo opět způsobeno nerovnoměrným vývojem kurzu ve zvoleném pásmu).

Vývoj ziskovosti byl v tomto případě daleko vyrovnanější než u varianty A. Pokud bychom se podívali na variabilitu ukazatele tak ta činí 23,1 %, což je téměř poloviční hodnota oproti případu A. Tato varianta dává managementu určité manévrovací pásmo v rámci kterého je kurzové riziko pro společnost ještě přijatelné a na druhé straně může společnost částečně participovat na příznivém vývoji kurzu. Z hlediska pravděpodobnosti a při více sledování i

dlouhodobějším horizontu bychom v průměru dosáhly stejného výsledku jako v případě B, avšak za cenu již zmiňovaných výkyvů v hospodaření. Důležité je, že v tomto případě si přímo management společnosti, případně vlastníci, určuje jak velké kolísání HV je ochotno akceptovat z důvodů změny kurzu.

2.4 Důsledky zajištění (pro hodnotu firmy)

Jak jsme si ukázali na této případové studii všechny uvedené varianty A, B a C mohou vést ke stejnému zisku společnosti, stejným tržbám atd. Pokud se na uvedené varianty podíváme jako na tři rozdílné firmy, které odlišně přistupují k zajišťovacím produktům – v tomto případě již můžeme hovořit nejen o **měnovém riziku**, ale také **úrokovém riziku** či **komoditním riziku**. Lze očekávat, že akciové riziko nebude tím co většinu produkčních firem, či firem z jiného odvětví příliš zatěžuje. Můžeme dále předpokládat, že takovéto chování budou firmy aplikovat nejen v námi sledovaném období jednoho roku ale po delší časové období.

Nabízí se jednoduchá otázka **do jaké společnosti by investor (akcionář) vložil své prostředky**, pokud si bude moci vybrat mezi těmito na první pohled srovnatelnými společnostmi a předpokládejme, že cena jejich akcií bude stejná? Investoři se na trhu rozhodují podle jednoduchého pravidla maximalizace užitku (výnosu), minimalizace rizika a maxima likvidity. Pokud jsou společnosti stejné pokud jde o základní charakteristiky, lze očekávat rovněž stejný výnos i likviditu akcií. **Významným faktorem v kterém se však zásadně liší je právě riziko**. Pokud by investoři chtěli nést ona zmíněná tržní rizika mohou na finančním trhu zvolit vhodnější investice (kurzové, úrokové či komoditní spekulace).

Zhodnotí-li investor výši rizika správně – je třeba podotknout, že informace o využívaných zajišťovacích prostředcích musí být součástí výkazů a komentářů k významným účetním položkám, pak by měl jednoznačně preferovat společnost, která má ona tržní rizika zajištěna. Volatilita zisku a potažmo i ceny akcií by v tomto případě měla být nižší. Důsledkem by bylo, že **cena akcií by byla nejvyšší právě u společnosti B**, nižší u společnosti C a nejnižší u společnosti A. Pokud by toto pravidlo neplatilo museli by se buď investoři chovat neracionálně, nebo na trhu existují určité nedokonalosti (např. informační), které brání prosazení cenového mechanismu.

Pokud bychom náš závěr aplikovali na **Teorii arbitrážního oceňování**³ (APT) pak v našem případě by akcie společnosti A a částečně i C byly mimo jiné závislé na vývoji kurzu měny, úrokových sazeb atd. Dle této teorie by premie za očekávané riziko našich akcií měla záviset na prémii za očekávané riziko spojené s jednotlivými ukazateli a citlivostí akcií na tyto ukazatele. Každá akcie musí nabízet takový očekávaný výnos, který je úměrný příspěvku k riziku portfolia. Pokud by naše akcie společnosti B byla ohodnocena stejně jako společnosti A pak by „arbitrážér“ měl prodat akcie společnosti A, nakoupit akcie společnosti B a riziko jeho portfolia by se mělo snížit.

V případě **modelu oceňování kapitálových aktiv**⁴ (CAPM) by se očekávaný výnos našich akcií měl lišit ve faktoru β . Pokud budeme předpokládat, že všechny naše akcie jsou kladně korelovány s tržním portfoliem pak by mělo platit:

$$\beta \text{ akcie A} > \beta \text{ akcie C} > \beta \text{ akcie B}$$

Z tohoto vyplývá, že u našich akcií **očekávají investoři nejvyšší výnos právě od společnosti A** (nezajištěná společnost) a to proto, že je jí přisuzováno vyšší riziko (vyšší

³ blíže např.: Brealey, R.A.; Myers, S. C. – Teorie a praxe firemních financí, str. 192

⁴ blíže např.: Kislingerová, E. a kol. – Manažerské finance, str. 158

volatilita – vyšší koeficient β). Pokud by ceny akcií všech našich společností byly shodné pak by se investoři orientovali na nákup akcií společnosti B, jejíž cena by vzrostla. Naopak cena akcií společnosti A by se nejspíše snížila v důsledku malého zájmu investorů. Tímto mechanismem by došlo k vyrovnání výnosu jednotlivých investičních variant vzhledem k jejich rizikovosti.

Tento náš závěr je v souladu s poznatkem, že obecně **finanční deriváty mají sami o sobě $\beta < 0$** . Jsou to tedy ty správné nástroje, kterými lze **snížovat riziko**, bohužel tím však také **očekávaný výnos**. V našem případě společnost B tím, že se zajistila a to pomocí forwardového kontraktu, snížila u svých akcií koeficient β , což by se mělo pozitivně projevit na ceně jejich akcií a přinést tak užitek svým vlastníkům.

V naší případové studii však **nedošlo k poklesu výnosů**, naopak zajištěný výnos byl nepatrně vyšší. Hlavní příčinou je dlouhodobý vývoj měnového kurzu. Vzhledem k projevům **vyrovnávacího kurzového mechanismu** mezi ČR a zbytkem zemí EU, respektive zeměmi EMU dochází dlouhodobě k posilování kurzu CZK. Kurzové zajištění se tak v tomto případě pro exportéry stává i faktorem, který přináší naopak dodatečné zisky. Toto však již není tématem této práce.

3 Dopad zajištění na ratingové hodnocení společnosti

Výše uvedené závěry, pokud jsou pravdivé, by měly mít mimo jiné i dopad do úvěrového hodnocení jednotlivých společností. Jeden takovýto výzkum provedla i počátkem roku 2006 společnost Standard & Poor's⁵. Ve svém výzkumu se agentura S & P zabývala vztahem mezi využitím derivátů pro zajišťovací operace a kvalitou ratingu mezi společnostmi působícími v ropném průmyslu a těžbě plynu.

S & P v tomto sektoru hodnotí okolo 140 společností. V tomto sektoru navíc působí jak obří nadnárodní společnosti (jako např.: Exxon Mobil Corp. či Conoco Phillips) tak i menší těžební a výrobní společnosti či rafinerie. Ropný průmysl patří mezi cyklické odvětví a ceny komodit (ropa a zemní plyn) jsou vysoce volatilní – což je hlavní důvod proč jednotlivé společnosti používají komoditní deriváty.

V předchozí kapitole jsme se věnovali pouze riziku spojenému s vývojem měnových kurzů a s tím spojených derivátů. Vzhledem k vývoji a výši rizika v ropném průmyslu hrají měnová rizika výrazně menší roli a je to zejména vývoj cen ropy či plynu, který jednotlivé společnosti klíčově ovlivňuje. Využití jednotlivých typů zajišťovacích instrumentů, jejich úloha a princip použití však zůstává stejný jako u měnových derivátů. Hlavním cílem komoditních derivátů je omezení vlivu fluktuace cen ropy či plynu do hospodaření společnosti.

Mezi deriváty používané v ropném průmyslu patří forwardy, futures, swapy a rovněž opční kontrakty. Navíc se k těmto kontraktům přidávají i obchodní smlouvy s pevnými cenami, které rovněž plní úlohu zajištění, avšak již je nelze zařadit mezi deriváty. Účetní standardy a standardy výkaznictví jsou v případě těchto amerických ropných společností zahrnuty v účetním standardu FASB 133. Je však třeba dodat, že při využití derivátových obchodů nelze sledovat pouze účetní výkazy, které mají jen určitou vypovídací schopnost. Účetní problematika a možnosti zachycení derivátových obchodů v účetnictví představuje celý komplex činností a nelze očekávat, že účetnictví může podchytit a ohodnotit veškerá rizika, kterým jsou společnosti vystaveny.

⁵ Pramen: Standard & Poor's – RatingsDirect, Research 14-Jun-2006, U.S. Oil and gas sector makes extensive use of commodity Derivatives. www.ratingsdirect.com

S & P konstatuje, že hlavními udávanými důvody proč jednotlivé společnosti používají pro zajištění deriváty jsou:

- deriváty fixují prodejní ceny a snižují volatilitu příjmů;
- deriváty pomáhají udržet budoucí cash flow (např. vytvářet peněžní rezervy pro fúze a akvizice⁶);
- deriváty mohou zvýšit zisk společnosti, v tomto případě jde spíše o spekulativní využití derivátů, které však v tomto segmentu není příliš rozšířené;
- vliv zajištění na kvalitu ratingu společnosti.

Samotná Standard & Poor's konstatuje, že ceny komodit představují v tomto odvětví klíčový rizikový faktor. Při stanovení ratingu jednotlivých společností vnímá S & P zejména následující dva faktory, které mohou pozitivním způsobem ovlivnit rating:

- Zajištění snižuje riziko volatility peněžních toků a to zejména v krátkém až střednědobém horizontu. S & P tak může důvěryhodněji předvídat peněžní toky a likviditu společnosti. Zejména společnosti se spekulativním stupněm ratingu⁷ s vyšším stupněm likviditního rizika mohou výrazněji těžit z tohoto zajištění.
- Konzistentní politika zajišťování předpokládané produkce představuje více konzervativní způsob řízení společností. S & P však dodává, že překvapivě málo společností z uvedeného vzorku skutečně prokázalo konzistentní a důvěryhodnou politiku zajištění cen komodit. Existence zajištění nemusí nezbytně znamenat a ukazovat na konzervativní finanční politiku podniku.

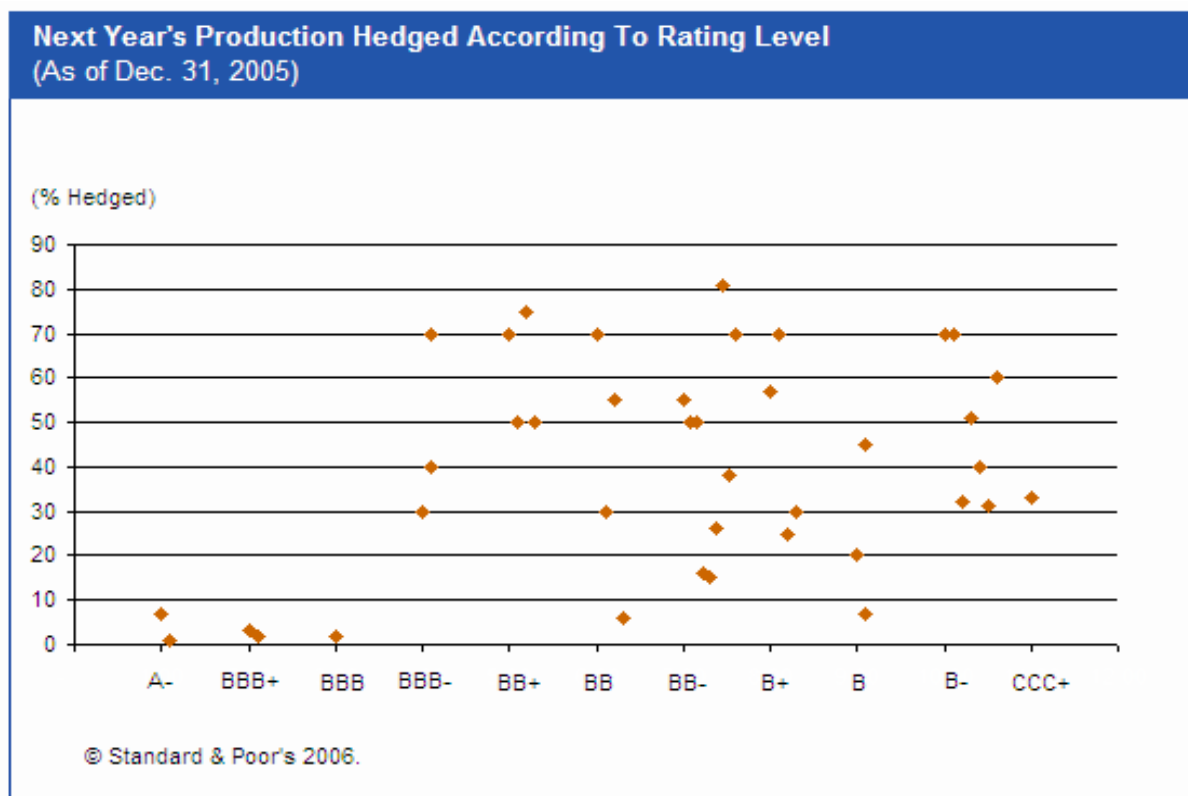
Ve většině případů zajištění významně neovlivňuje projekce peněžních toků nad 1 až 2 roky. Je to zejména proto, že jen menší část společností se zajišťuje v horizontu dvou a více let. Z hlediska dlouhodobého ratingu tak jsou efekty zajištění minimální, avšak může pozitivně ovlivnit krátkodobou likviditu společnosti. **Ač je tedy likvidita jedním ze sledovaných faktorů při stanovení ratingu, vliv na výsledný rating společnosti či jeho změnu je více než skromný.**

Následující graf dokresluje vztah mezi úvěrovým ratingem společností a podílem produkce, jejíž cena je zajištěna některým derivátovým kontraktem.

⁶ např. v roce 2005 průměrná potvrzená rezerva podniků na fúze a akvizice činila 14,61 USD z každého barelu produkce při ceně ropy 46 až 75 USD/barel v roce 2005.

⁷ Spekulativní stupeň – společnosti s ratingem B či nižším

Graf 3.1 Vztah mezi Ratingem společnosti a podílem zajištěné produkce na následující rok



Z uvedeného grafu je možné vyčíst určitou korelaci mezi ratingem společnosti a rozsahem zajištěné produkce. Společnosti s vyšším ratingem používají v relativně malém podílu zajišťovacích instrumentů, zatímco společnosti s nižším ratingem mají často více jak 50 % očekávané produkce pro další rok zajištěn.

Vypadá to tedy, že lépe hodnocené společnosti jsou ochotné přijmout více cenového rizika a také to tak dělají. Důvodem může být i jejich lepší finanční přizpůsobivost. Naopak úvěrové dohody bank s většinou společností se spekulativním hodnocením dovolují těmto společnostem zajistit pouze určité procento z očekávané produkce (často kolem 75 %). Děje se tak proto, aby se společnost nedostala do tzv. krátké pozice, kdy její skutečná produkce není schopna pokrýt ani úroveň zajištěné produkce. Management těchto menších společností, s větší finanční pákou, často zcela logicky a rozumě zajišťuje alespoň část budoucí produkce, aby omezil rizika plynoucí z propadu cen komodit. Níže hodnocené společnosti mají rovněž omezený přístup k úvěrům a ostatním finančním zdrojům, které by mohli v případě nepříznivého tržního vývoje využít. Komoditní rizika tak tyto společnosti vnímají s daleko větší citlivostí a předem se je snaží omezit – **může to znamenat, že hodnota ohrožená rizikem je větší či nejsou ochotni, nebo si nemohou dovolit akceptovat takové riziko jako lépe hodnocené společnosti.**

Pro ilustraci ve společnosti Exxon Mobil Corp. dosahuje výše tržního rizika vyplývajícího pouze ze změny cen ropy 400 milionů USD po zdanění a to na každý 1 USD změny ceny barelu ropy. Jinými slovy každá změna ceny ropy na světovém trhu o 1 USD znamená v ročním průměru změnu v čistém hospodářském výsledku společnosti Exxon ve výši 400 milionů USD. I přes takovou obrovskou citlivost na změnu ceny ropy zajišťuje společnost Exxon pouze minimální část své plánované produkce a dosahuje ratingu AAA respektive A-.

3.1 Individuální hodnocení zajišťovacích strategií a jejich komplexnost

Z uvedeného výzkumu mimo jiné vyplývá důležitý poznatek, že podíl zajištěné očekávané produkce nemusí být zcela dobrým vodítkem při hledání vztahu mezi hodnocením společnosti a využitím komoditních derivátů. Jak uvádí S & P je třeba při hodnocení jednotlivých případů brát v úvahu i následující faktory.

- Ne všechny společnosti používají komoditních derivátů jen z důvodů zajištění, ale samotným účelem může být zisk (jinak řečeno spekulace);
- některé společnosti zastávají názor, že jejich investoři a akcionáři dávají přednost tomu být vystaveni riziku změny ceny komodit, toto riziko akceptují a považují ho za integrální součást tohoto odvětví;
- uzavření komoditního zajištění samo o sobě nemusí znamenat konzervativní finanční politiku. Některé společnosti se pokouší časovat své operace na trhu a aktivně otevírají i uzavírají své pozice s cílem maximalizovat hodnotu pro akcionáře;
- zajištění uzavřené při nevýhodných tržních podmínkách (tzv. out-of-the-money) znamená, že tržní ocenění – čistá tržní pozice zajištění je záporná a společnost nemůže těžit z rostoucích tržních cen komodit. Jinými slovy tato situace znamená pro společnost zvýšení zadlužení ve výši současné hodnoty ztracené vlivem špatného zajištění;
- komoditní zajištění (např. out-of-the-money) může vést k vyšším požadavkům banky na záruky ze strany společnosti což může negativně ovlivnit likviditu společnosti;
- odlišnosti v účetním výkaznictvím mohou vést k nepřesnému vnímání pozice a uzavřeným kontraktům společnosti. Účetní standard týkající se účetního vykazování derivátů tzv. FAS 133 je poměrně restriktivní a není jednoduché ho naplnit. Konkrétní derivátový obchod nemusí být vykazován dle tohoto standardu a jeho projev ve výkazech či podrozvahových položkách může být odlišný než u jiné společnosti;
- požadavek na čisté tržní ocenění derivátů přímo do provozního zisku či ztráty může paradoxně vést k nárůstu volatility ve výsledovce z pohledu jednotlivých časových úseků (např. čtvrtletí);
- příklad hurikánů Katrina a Rita během roku 2005 v Mexickém zálivu ukázal další slabinu. Ač řada společností měla zajištěné ceny, v souladu se standardem FAS 133 musí být budoucí produkce ropy pravděpodobná. Následkem hurikánů se produkce stala nepravděpodobná a dle tohoto standardu musely být veškeré budoucí ztráty ve výsledovce zohledněny okamžitě;
- v případě neustálého postupného zvyšování cen ropy jakékoli zajištění pouze generuje nižší příjmy ropných společností – což je bohužel realita posledních let.

Závěr

Jak vyplývá z výše uvedených dat i výzkumu agentury Standard & Poor's je hodnocení společností dle úrovně a kvality zajištění vysoce individuální záležitostí. Dle grafu 3.1 je rovněž velmi těžké nalézt jednoznačnou kauzální závislost mezi stupněm zajištění a výsledným ratingem. **Jak rovněž poukazuje S & P je při konkrétním hodnocení společnosti velmi důležité získat dodatečné informace k jednotlivým pozicím a uzavřeným kontraktům.**

Přestože většina hodnocených společností je rovněž kótovaná na burze a má tedy minimálně čtvrtletní informační povinnost je velmi těžké tyto konkrétní informace získat. I přes jednoznačnou snahu regulatorních úřadů a účetní standardizaci existují stále odlišnosti v účetních postupech konkrétních společností.

Pro zhodnocení přesné pozice hodnoceného podniku a konkrétního derivátového obchodu je nutné získat více informací, které by měly být k dispozici v komentáři k podrozvahovým položkám. Bohužel většina společností není ochotna zveřejnit částky o které zajišťovací operace zvyšují či snižují příjem společnosti. Rovněž nebývá zpravidla uvedeno zda konkrétní derivátová operace splňuje podmínky zajištění, nebo zda se jedná pouze o operaci za účelem dosažení zisku.

Závěrem lze tedy konstatovat, že v souladu s logikou věci by vhodně zvolená zajišťovací strategie měla vést ke snížení rizika společnosti a volatilitě hospodářského výsledku a tím i k lepšímu ratingu společnosti avšak realita bývá daleko rozmanitější. **Ač účetní standardizace jde správným směrem a přispívá k transparentnosti trhu, není v jejích silách postihnout veškerá tržní rizika ve vztahu k derivátovým obchodům.** Není v silách jakéhokoli výkazu či komentáře postihnout a ocenit veškerá rizika společnosti plynoucí z tržních změn.

Na zajišťovací obchody lze rovněž nahlížet jako na manažerské praktiky a konkrétní styl vedení společnosti. Za každým derivátovým obchodem se skrývá konkrétní manažerské očekávání, které v sobě skrývá řadu subjektivních okolností. **Z tohoto pohledu je možné řadu zajišťovacích či derivátových operací vnímat jako součást subjektivního rizika společnosti.** V případě takového hodnocení zřejmě nelze jednoznačně určit vztah mezi zajištěním a ratingem společnosti a zkoumaný vztah by vyjadřoval pouze velmi slabou korelaci.

Pokud však jsou derivátové obchody uzavřeny v souladu s cílem který jsme sledovali v této práci – tedy řízení tržních rizik pak by zde měla existovat kladná korelace mezi procentem zajištění a ratingem společnosti (viz. kapitola 2.4). Pokud studie Standard & Poor's poukazuje na spíše opačný vztah mezi použitím derivátů a ratingem může to být způsobeno **několika faktory**:

- Chybné použití derivátových obchodů, které nevedou jednoznačně k omezení sledovaného rizika;
- krátké časové hledisko pro hodnocení efektu zajištění – derivátové obchody uzavřené v době obecného cenového růstu komodit což znamená kontrakty se zápornou čistou tržní hodnotou a negativním dopadem do hospodaření společnosti;
- špatné tržní časování obchodů, či dokonce uzavírání derivátových obchodů s cílem dosažení zisku a tedy v rozporu s řízením rizika;
- opačná kauzální závislost mezi ratingem společnosti a nutností zajištění rizik – pokud má společnost nižší ratingové hodnocení je nucena určitá rizika eliminovat, aby se vyhnula hrozícím ztrátám v případě negativního vývoje trhu.

Výsledky studie agentury Standard & Poor's jsou zřejmě ovlivněny kombinací všech výše uvedených faktorů. Není tedy až tak překvapivý závěr studie, který jednoznačně neprokázal vztah mezi ratingovým hodnocením společností a využitím zajišťovacích obchodů. V případě detailního rozboru konkrétních derivátových obchodů lze však očekávat, že by vzájemná závislost byla odhalena - viz také závěry kapitoly 2.4.

Literatura

- [1] Brealey, R.A – Myers, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Computer Press Praha, 2000. ISBN 80-7226-189-4.
- [2] Dvořák, Petr: Přednášky z finančních derivátů. VŠE v Praze, 2001. ISBN 80-245-0103-1.
- [3] Kislingerová, Eva: Manažerské finance. C. H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
- [4] Musílek, Petr: Finanční trhy a Investiční bankovníctví. ETC Publishing s.r.o., 1999. ISBN 80-86006-78-6
- [5] Česká národní banka: www.cnb.cz
- [6] Standard & Poor's: RatingsDirect, Research 14-Jun-2006, U. S. Oil and gas sector makes extensive use of commodity Derivatives. www.ratingsdirect.com

Použití finančních derivátů a jejich vliv na výkonnost a hodnocení podniku

Robert Vitík

ABSTRAKT

Tato práce se snaží podat základní přehled argumentů pro a proti použití finančních derivátů v oblasti řízení tržních rizik. Na praktickém případě zajištění kurzového rizika lze dokumentovat jak se jednotlivé zajišťovací instrumenty projeví v hospodaření společnosti. Práce se rovněž zabývá vztahem mezi akcionáři a managementem z hlediska přístupu k řízení rizik, omezení volatility hospodářského výsledku a hodnocení úspěšnosti managementu.

Klíčovou otázkou na kterou se snaží tato práce odpovědět je to zda zajišťovací operace ovlivňují hodnotu společnosti – tedy cenu akcií. V závěru této práce je diskutována výzkumná práce agentury S & P zabývající se vztahem mezi využitím finančních derivátů a ratingem společností z odvětví ropného průmyslu.

Klíčová slova: Finanční deriváty, Forwardy, Hodnota firmy, Opce, Rating, Řízení rizik, Výkonnost podniku

Financial derivatives, their use and impact on firm performance and value

ABSTRACT

This paper wants to give a basic overview of arguments for and against of using the financial derivatives tools in the field of foreign exchange risk management. The case study shows, how the separate hedging instruments have impact on P & L statement. This paper discusses different relationship between the shareholders and management, in the matter of risk management, profit volatility restriction and finally performance measurement of management staff.

This essay is focused on question whether hedging transactions influence firm value – stock price. At the conclusion, we discuss a research paper of S & P agency, concerning of relationship between applications of the financial derivatives and rating of companies operating in oil and gas sector.

Keywords: Financial derivatives, Firm performance, Firm value, Forwards, Options, Rating, Risk management

JEL classification: F31, G1, G32

Příloha – Případová studie

		A	B	C							
01.08.2006	28,48										
02.08.2006	28,49	7 122 500	7 050 000	7 100 000							
03.08.2006	28,435										
04.08.2006	28,36										
07.08.2006	28,275										
08.08.2006	28,245										
09.08.2006	28,095	7 023 750	7 050 000	7 023 750							
10.08.2006	28,055										
11.08.2006	28										
14.08.2006	28,11										
15.08.2006	28,1										
16.08.2006	28,085	7 021 250	7 050 000	7 021 250							
17.08.2006	28,025										
18.08.2006	28,08										
21.08.2006	28,14										
22.08.2006	28,165										
23.08.2006	28,105	7 026 250	7 050 000	7 026 250							
24.08.2006	28,19										
25.08.2006	28,175										
28.08.2006	28,165										
29.08.2006	28,205										
30.08.2006	28,25	7 062 500	7 050 000	7 062 500	35 256 250	35 250 000	35 233 750	1. Měsíc ROS	711 250 2,0	705 000 2,0	688 750 2,0
31.08.2006	28,215										
01.09.2006	28,235										
04.09.2006	28,2										
05.09.2006	28,195										
06.09.2006	28,23	7 057 500	7 050 000	7 057 500							
07.09.2006	28,285										
08.09.2006	28,295										
11.09.2006	28,34										
12.09.2006	28,425										
13.09.2006	28,535	7 133 750	7 050 000	7 100 000							
14.09.2006	28,465										
15.09.2006	28,49										
18.09.2006	28,43										
19.09.2006	28,485										
20.09.2006	28,435	7 108 750	7 050 000	7 100 000							
21.09.2006	28,41										
22.09.2006	28,48										
25.09.2006	28,46										
26.09.2006	28,455										
27.09.2006	28,415	7 103 750	7 050 000	7 100 000	28 403 750	28 200 000	28 357 500	2. Měsíc ROS	767 750 2,7	564 000 2,0	721 500 2,5
29.09.2006	28,33										
02.10.2006	28,29										
03.10.2006	28,225										
04.10.2006	28,28	7 070 000	7 050 000	7 070 000							
05.10.2006	28,21										
06.10.2006	28,215										
09.10.2006	28,195										
10.10.2006	28,19										
11.10.2006	28,205	7 051 250	7 050 000	7 051 250							
12.10.2006	28,29										
13.10.2006	28,255										
16.10.2006	28,29										
17.10.2006	28,33										
18.10.2006	28,335	7 083 750	7 050 000	7 083 750							
19.10.2006	28,36										
20.10.2006	28,335										
23.10.2006	28,325										
24.10.2006	28,395										
25.10.2006	28,38	7 095 000	7 050 000	7 095 000	28 300 000	28 200 000	28 300 000	3. Měsíc	664 000	564 000	664 000
26.10.2006	28,305				91 960 000	91 650 000	91 891 250	1. Kvartál	2 143 000	1 833 000	2 074 250
27.10.2006	28,405							ROS	2,3	2,0	2,3
30.10.2006	28,35							ROS	2,3	2,0	2,3
31.10.2006	28,22										
01.11.2006	28,055	7 013 750	7 050 000	7 013 750							
02.11.2006	28,06										
03.11.2006	28,08										
06.11.2006	27,93										
07.11.2006	27,985										
08.11.2006	28,02	7 005 000	7 050 000	7 005 000							
09.11.2006	28,04										
10.11.2006	28,195										
13.11.2006	28,11										
14.11.2006	28,065										
15.11.2006	28,105	7 026 250	7 050 000	7 026 250							
16.11.2006	28,065										
20.11.2006	28,005										
21.11.2006	27,95										
22.11.2006	27,94	6 985 000	7 050 000	7 000 000							
23.11.2006	27,945										
24.11.2006	28,025										
27.11.2006	28,04										
28.11.2006	28,06										
29.11.2006	27,99	6 997 500	7 050 000	7 000 000	35 027 500	35 250 000	35 045 000	4. Měsíc	482 500	705 000	500 000
30.11.2006	27,97							ROS	1,4	2,0	1,4

02.04.2007	27,94												
03.04.2007	28,01												
04.04.2007	27,93	6 982 500	7 050 000	7 000 000									
05.04.2007	27,945												
06.04.2007	27,905												
10.04.2007	27,955												
11.04.2007	28	7 000 000	7 050 000	7 000 000									
12.04.2007	27,965												
13.04.2007	27,965												
16.04.2007	27,965												
17.04.2007	27,965												
18.04.2007	27,995	6 998 750	7 050 000	7 000 000									
19.04.2007	28,02												
20.04.2007	28,035												
23.04.2007	28,025												
24.04.2007	28,065												
25.04.2007	28,11	7 027 500	7 050 000	7 027 500	28 008 750	28 200 000	28 027 500	9. Měsíc	372 750	564 000	391 500		
26.04.2007	28,115				84 301 250	84 600 000	84 336 250	3. Kvartál	1 393 250	1 692 000	1 428 250		
27.04.2007	28,16							ROS	1,3	2,0	1,4		
30.04.2007	28,125							ROS	1,7	2,0	1,7		
02.05.2007	28,13	7 032 500	7 050 000	7 032 500									
03.05.2007	28,14												
04.05.2007	28,12												
07.05.2007	28,165												
09.05.2007	28,235	7 058 750	7 050 000	7 058 750									
10.05.2007	28,255												
11.05.2007	28,27												
14.05.2007	28,29												
15.05.2007	28,27												
16.05.2007	28,235	7 058 750	7 050 000	7 058 750									
17.05.2007	28,115												
18.05.2007	28,2												
21.05.2007	28,165												
22.05.2007	28,185												
23.05.2007	28,25	7 062 500	7 050 000	7 062 500									
24.05.2007	28,25												
25.05.2007	28,305												
28.05.2007	28,325												
29.05.2007	28,29												
30.05.2007	28,34	7 085 000	7 050 000	7 085 000	35 297 500	35 250 000	35 297 500	10. Měsíc	752 500	705 000	752 500		
31.05.2007	28,325							ROS	2,1	2,0	2,1		
01.06.2007	28,285												
04.06.2007	28,315												
05.06.2007	28,4												
06.06.2007	28,43	7 107 500	7 050 000	7 100 000									
07.06.2007	28,41												
08.06.2007	28,42												
11.06.2007	28,445												
12.06.2007	28,46												
13.06.2007	28,52	7 130 000	7 050 000	7 100 000									
14.06.2007	28,6												
15.06.2007	28,585												
18.06.2007	28,6												
19.06.2007	28,595												
20.06.2007	28,73	7 182 500	7 050 000	7 100 000									
21.06.2007	28,605												
22.06.2007	28,65												
25.06.2007	28,72												
26.06.2007	28,695												
27.06.2007	28,64	7 160 000	7 050 000	7 100 000	28 580 000	28 200 000	28 400 000	11. Měsíc	944 000	564 000	764 000		
28.06.2007	28,63							ROS	3,3	2,0	2,7		
29.06.2007	28,715												
02.07.2007	28,74												
03.07.2007	28,775												
04.07.2007	28,7	7 175 000	7 050 000	7 100 000									
09.07.2007	28,675												
10.07.2007	28,63												
11.07.2007	28,475	7 118 750	7 050 000	7 100 000									
12.07.2007	28,35												
13.07.2007	28,315												
16.07.2007	28,2												
17.07.2007	28,275												
18.07.2007	28,245	7 061 250	7 050 000	7 061 250									
19.07.2007	28,275												
20.07.2007	28,255												
23.07.2007	28,19												
24.07.2007	28,18												
25.07.2007	28,115	7 028 750	7 050 000	7 028 750	28 383 750	28 200 000	28 290 000	12. Měsíc	747 750	564 000	654 000		
26.07.2007	28,125				92 261 250	91 650 000	91 987 500	4. Kvartál	2 444 250	1 833 000	2 170 500		
27.07.2007	28,025	366 096 250	366 600 000	366 320 000				ROS	2,6	2,0	2,3		
30.07.2007	28,025							ROS	2,6	2,0	2,4		
31.07.2007	28,035												
				Tržby EUR	366 096 250	366 600 000	366 320 000	Rok - zisk	6 828 250	7 332 000	7 052 000		
				Tržby CZK	133 903 750	133 400 000	133 680 000	ROS	1,87	2,00	1,93		
				Celkový zisk	6 828 250	7 332 000	7 052 000						

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Střední h.	Odchylka	Variabilita
A	2,02	2,70	2,35	1,38	0,32	0,79	2,05	1,57	1,33	2,13	3,30	2,63	2,03	0,81	39,78
B	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00
C	1,95	2,54	2,35	1,43	1,31	1,46	2,05	1,63	1,40	2,13	2,69	2,31	2,00	0,46	23,06