

Dlouhodobé financování: Obligace a Akcie

Oldřich Starý

26. dubna 2025

Co je to dlouhodobé financování a jaké jsou jeho hlavní nástroje, které budou probrány?

Dlouhodobé financování je financování s dobou splatnosti delší než jeden rok. Hlavními nástroji, na které se přednáška zaměří, jsou dluhové financování reprezentované obligacemi a financování vlastními prostředky reprezentované akciemi. Dále bude diskutováno, jak akcie ohodnotit.

Co je to obligace a jaké jsou její základní charakteristiky?

Obligace je dluhový cenný papír, který představuje závazek emitenta (dlužníka) vůči držiteli (věřiteli). Emitent se zavazuje splatit držiteli v určeném termínu (datum splatnosti) nominální hodnotu obligace a pravidelně vyplácet úroky (kupóny) po dobu trvání dluhu. Doba splatnosti obligací je obvykle delší než jeden rok, minimálně pět let, aby emise měla smysl vzhledem k administrativní náročnosti. S obligacemi se může obchodovat na burze po schválení Českou národní bankou.

Jaké jsou hlavní typy obligací s ohledem na úročení, které byly zmíněny?

Byly zmíněny tři hlavní typy obligací s ohledem na úročení:

1. **Obligace s pevným úrokem:** Mají konstantní úrokovou sazbu po celou dobu své splatnosti. Úroky se nejčastěji vyplácejí pololetně, čtvrtletně nebo ročně, v závislosti na emisních podmínkách.
2. **Obligace s proměnným úrokem:** Jejich úroková sazba se mění v závislosti na referenční sazbě, jako je například LIBOR (London Interbank Offered Rate) nebo PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate), k níž je připočtena marže. Tato sazba se pravidelně aktualizuje (např. denně, týdně, měsíčně, šestiměsíčně). Proměnný úrok chrání věřitele i dlužníka proti změnám úrokových sazeb.
3. **Obligace s nulovým kupónem:** Nevyplácejí žádné pravidelné úroky. Jsou prodávány s diskontem pod svou nominální hodnotu a investor získá svůj výnos z rozdílu mezi

nákupní cenou a nominální hodnotou, kterou obdrží při splatnosti. Důvody pro jejich emisi mohou být jednodušší administrativa a potenciálně daňové výhody (zdanění kapitálových výnosů místo úroků).

Co je to "kauza korunových obligací" a jaký daňový princip využívala?

Kauza korunových obligací se týkala emise obligací s velmi nízkou nominální hodnotou (např. 1 Kč) a nízkým úrokem. Podle tehdejších daňových zákonů se daň z úroku (15 %) zaokrouhlovala na celé koruny dolů pro každý cenný papír zvlášť. U obligace s úrokem několika haléřů tak daň činila nulu. Lidé s velkým množstvím těchto obligací tak fakticky neodváděli daň z úroků. Tento princip využili například ministr financí Kalousek u státních obligací a později i Andrej Babiš u firemních obligací, což vedlo k debatám o daňové optimalizaci.

Jaké jsou různé typy obligací kromě těch s různým úročením, které byly zmíněny?

Kromě obligací s pevným, proměnným a nulovým kupónem byly zmíněny:

- **Indexované obligace:** Jejich nominální hodnota je navázána na nějaký cenový index (např. inflaci), čímž chrání investora proti růstu cen.
- **Převoditelné obligace:** Obsahují opční právo, které umožňuje držiteli obligace vyměnit ji za akcie emitenta za předem stanovených podmínek.
- **Státní dluhopisy:** Vydává je stát ke krytí svého dluhu. Mohou mít různou dobu splatnosti a úrokové sazby. Byly zmíněny i státní dluhopisy s nulovým úrokem.
- **Korporátní obligace:** Vydávají je firmy k získání kapitálu. Úroková sazba často odráží bonitu emitenta.

Jak se stanovuje cena obligace?

Cena obligace se stanovuje jako současná hodnota všech budoucích peněžních toků z ní plynoucích, tedy kuponových plateb a nominální hodnoty při splatnosti, diskontovaných o požadovanou výnosovou míru (cenu ušlé příležitosti) investorů. Vzorec pro výpočet ceny obligace zahrnuje sumu diskontovaných kuponů a diskontované nominální hodnoty.

Co je to akcie a jaká práva dává jejímu majiteli? Jaké jsou základní typy akcií?

Akcie je cenný papír, který představuje podíl v majetku a zisku akciové společnosti. Majitel akcie (akcionář) má právo podílet se na zisku společnosti (prostřednictvím dividend, o jejichž výplatě rozhoduje valná hromada) a má hlasovací právo na valné hromadě, které se odvíjí od součtu nominálních hodnot vlastněných akcií. Byly zmíněny tři základní typy akcií:

1. **Kmenové (obyčejné) akcie:** Nejběžnější typ akcií, poskytují hlasovací právo a právo na dividendu (pokud je schválena).
2. **Preferenční akcie:** Poskytují přednostní právo na výplatu dividend před kmenovými akciemi a mohou mít omezené nebo žádné hlasovací právo. Existují i speciální typy jako "zlatá akcie" držená státem s právem veta v strategických rozhodnutích.
3. **Zaměstnanecké akcie:** Jsou určeny zaměstnancům (i bývalým) společnosti za zvýhodněných podmínek.

Jaké modely pro ohodnocení akcií byly popsány?

Byly popsány dva základní modely pro ohodnocení akcií založené na dividendách:

1. **Model konstantní dividendy (Perpetuita):** Předpokládá, že dividendy budou vypláceny v konstantní výši do nekonečna. Cena akcie P_0 se vypočítá jako dividendy D dělená požadovanou mírou výnosu r :

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

2. **Model rostoucí dividendy (Gordonův model):** Předpokládá, že dividendy budou růst konstantním tempem g do nekonečna. Cena akcie P_0 se vypočítá jako dividendy v prvním roce D_1 dělená rozdílem mezi požadovanou mírou výnosu r a tempem růstu dividend g :

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

Pro smysluplnost modelu musí být $g < r$.

Dále bylo diskutováno, jak odhadnout budoucí růst dividend g pomocí aktivačního poměru (míra reinvestovaného zisku) a výnosu z vlastního kapitálu (ROE):

$$g = \text{aktivační poměr} \times \text{ROE}$$

Bylo také zmíněno, že vysoký výnos vlastního kapitálu a rychlý růst jsou obvykle krátkodobé jevy kvůli konkurenci a dalším tržním silám. Nakonec byl krátce zmíněn i koncept růstových příležitostí a jejich ocenění.