



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**

OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

Mezinárodní finanční management

Distanční studijní opora

Jana Šimáková

Karviná 2018

- Obor:** Ekonomie, organizace a management.
- Klíčová slova:** Multinacionální korporace, přímé zahraniční investice, devizová expozice, mezinárodní finanční trhy.
- Anotace:** Cílem distanční studijní opory Mezinárodní finanční management je poskytnout studentům navazujícího magisterského studia ucelený pohled na klíčové aspekty problematiky finančního managementu mezinárodních ekonomických aktivit. Ekonomické aktivity na mezinárodní úrovni je možné realizovat v různých formách podnikání, od nejmenších až po ty největší podniky se složitou organizační strukturou. Aby bylo možné poukázat na všechny základní aspekty mezinárodního finančního managementu, opora vychází převážně z pohledu finančního manažera multinacionální korporace. Text poskytuje charakteristiku základních forem zapojení podniků do mezinárodních ekonomických aktivit a objasňuje nejen příležitosti, ale také i rizika s nimi spojené.

© Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné

Autor: Ing. Jana Šimáková, Ph.D.

Recenze: Doc. Ing. Petra Růčková, Ph.D.
Ing. Veronika Kajurová, Ph.D.

ISBN 978-80-7510-290-4

Obsah

ÚVODEM.....	6
RYCHLÝ NÁHLED STUDIJNÍ OPORY.....	7
1 VÝCHODISKA MEZINÁRODNÍHO FINANČNÍHO MANAGEMENTU	8
1.1 Nadnárodní korporace a její management.....	9
1.2 Důvody zapojení MNC do mezinárodního podnikání	12
1.3 Formy zapojení MNC do mezinárodního podnikání.....	13
1.4 Dopad mezinárodního podnikání na cash flow podniku.....	15
1.5 Model oceňování MNC	16
1.6 Mezinárodní finanční toky	18
2 MEZINÁRODNÍ FINANČNÍ TRHY	23
2.1 Devizový trh.....	24
2.1.1 Účastníci devizového trhu.....	24
2.1.2 Spotový a termínový devizový trh.....	26
2.1.3 Kótování devizových kurzů	26
2.1.4 Interpretace pohybů devizových kurzů.....	31
2.1.5 Derivátové kontrakty na devizovém trhu.....	33
2.2 Mezinárodní peněžní trh.....	33
2.2.1 Vývoj mezinárodního peněžního trhu.....	34
2.2.2 Riziko mezinárodního peněžního trhu	35
2.2.3 Úrokové sazby peněžního trhu napříč zeměmi.....	36
2.3 Mezinárodní úvěrový trh.....	37
2.3.1 Standardizace pravidel úvěrového trhu na globální úrovni	38
2.3.2 Syndikované úvěry.....	38
2.4 Mezinárodní dluhopisový trh	39
2.4.1 Důvody pro vydávání dluhopisů na mezinárodních trzích	39
2.4.2 Eurobondový trh	40
2.5 Mezinárodní akciový trh	40
2.5.1 Depozitní stvrzenky	41
2.5.2 Trendy na mezinárodních akciových trzích.....	42
3 MANAGEMENT DEVIZOVÉHO RIZIKA	44
3.1 Predikce devizových kurzů	45

3.1.1	Technická analýza.....	45
3.1.2	Fundamentální analýza	46
3.1.3	Tržní analýza.....	48
3.1.4	Smíšené analýzy.....	49
3.2	Devizová expozice	50
3.2.1	Transakční devizová expozice	51
3.2.2	Ekonomická devizová expozice.....	54
3.2.3	Translační devizová expozice	59
3.3	Zajištění proti kurzovému riziku	63
3.3.1	Měnové forwardy.....	64
3.3.2	Měnové futures	66
3.3.3	Měnové opce.....	68
3.3.4	Křížové zajištění	70
3.3.5	Služby peněžního trhu.....	70
3.3.6	Leading a lagging.....	71
3.3.7	Netting.....	71
3.3.8	Diverzifikace měn.....	72
3.3.9	Naturální hedging.....	72
4	MANAGEMENT DLOUHODOBÝCH MEZINÁRODNÍCH AKTIV A PASIV ...	74
4.1	Přímé zahraniční investice	75
4.1.1	Motivy MNC pro přímé zahraniční investice	77
4.1.2	Přímé zahraniční investice z pohledu hostitelské země.....	80
4.2	Mezinárodní kapitálové rozpočetnictví.....	81
4.2.1	Faktory ovlivňující mezinárodní kapitálové rozpočetnictví	81
4.2.2	Rozdílnost hodnocení projektů z pozice mateřské a dceřiné společnosti	83
4.2.3	Výpočet čisté současné hodnoty projektu.....	85
4.3	Mezinárodní corporate governance	86
4.3.1	Modely corporate governance.....	87
4.3.2	Kapitálový trh jako nástroj kontroly managementu.....	89
4.4	Dlouhodobé financování na mezinárodních finančních trzích.....	91
4.4.1	Náklady dluhového financování	91
4.4.2	Metody snižování kurzového rizika.....	94
4.4.3	Úrokové riziko cizích zdrojů financování.....	95

5	MANAGEMENT KRÁTKODOBÝCH MEZINÁRODNÍCH AKTIV A PASIV ...	98
5.1	Financování zahraničního obchodu.....	99
5.1.1	Financování zahraničního obchodu	99
5.1.2	Instituce podporující zahraniční obchod.....	106
5.2	Krátkodobé financování na mezinárodních finančních trzích.....	107
5.3	Mezinárodní cash management.....	110
5.3.1	Cash management z pohledu dceřiné a mateřské společnosti	110
5.3.2	Techniky optimalizace cash flow.....	113
6	ANALÝZA RIZIKA ZEMĚ.....	116
6.1	Politické riziko země.....	117
6.2	Ekonomické a finanční riziko země	120
6.3	Měření rizika země.....	121
6.3.1	Rating země	121
6.3.2	Měření rizika země v MNC	123
6.4	Snižování rizika země	124
	LITERATURA	126
	SHRNUTÍ STUDIJNÍ OPORY	128
	PŘEHLED DOSTUPNÝCH IKON.....	129

ÚVODEM

Cílem distanční studijní opory Mezinárodní finanční management je poskytnout studentům navazujícího magisterského studia ucelený pohled na klíčové aspekty problematiky finančního managementu mezinárodních ekonomických aktivit. Ekonomické aktivity na mezinárodní úrovni je možné realizovat v různých formách podnikání, od nejmenších až po ty největší podniky se složitou organizační strukturou. Aby bylo možné poukázat na všechny základní aspekty mezinárodního finančního managementu, opora vychází převážně z pohledu finančního manažera multinacionální korporace, který by měl umět profitovat z nedokonalostí jednotlivých národních trhů.

Záměrem opory je propojit vědomosti z oblasti finančního řízení podniků, financí, účetnictví a podnikové ekonomiky a vsadit je do mezinárodního kontextu. Tento studijní text poskytuje charakteristiku základních forem zapojení podniků do mezinárodních ekonomických aktivit a objasňuje nejen příležitosti, ale také i rizika s nimi spojené. Opodstatněnost vědomostí, které poskytuje tato opora, pramení z globalizace ekonomiky, liberalizace v oblasti mezinárodního obchodu, významného vstupu zahraničních investorů do tuzemských podniků, či zakládání poboček zahraničních podniků na tuzemském trhu.

V opoře jsou popsány důvody a formy zapojení do mezinárodního podnikání. Prostor je také věnován mezinárodním finančním trhům, a to zejména z pohledu jejich využití pro realizaci mezinárodních ekonomických aktivit. Důraz je kladen hlavně na devizový trh, který je z pohledu mezinárodního finančního managementu stěžejní. Různé formy zapojení do mezinárodních aktivit způsobují různé vystavení podniků devizovému riziku, což vyúsťuje do potřeby specifické strategie finančního řízení. Opora se proto dále věnuje různým metodám používaným k predikci devizových kurzů. V textu jsou také blíže popsány jednotlivé způsoby vedoucí ke snížení jednotlivých druhů devizových expozic, tedy transakčních, translačních a ekonomických. Část opory se zaměřuje i na způsoby řízení mezinárodních aktiv a pasiv. Finanční manažeři musí také pochopit, jak měřit riziko země, aby mohli činit investiční rozhodnutí, která maximalizují hodnotu jejich podniku. Poslední část opory tedy charakterizuje riziko země a je zde objasněna podstata hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodování.

RYCHLÝ NÁHLED STUDIJNÍ OPORY

Studijní opora poskytuje klíčové poznatky v oblasti mezinárodního finančního managementu a zároveň přispívá k lepší orientaci a pochopení problematiky mezinárodních ekonomických aktivit. Text je strukturován do šesti kapitol.

První kapitola je věnována východiskům mezinárodního finančního managementu. Jsou zde definovány nadnárodní korporace, cíl jejich managementu a jejich základní organizační struktura. Dále jsou zde popsány důvody a formy zapojení do mezinárodního podnikání. Druhá kapitola se věnuje mezinárodním finančním trhům, a to zejména z pohledu jejich využití pro realizaci mezinárodních ekonomických aktivit. Prostor je věnován mezinárodním formám peněžních trhů, trhů cenných papírů, úvěrových trhů a hlavně devizovému trhu, který je z pohledu mezinárodního finančního managementu stěžejní. Různé formy zapojení do mezinárodních aktivit způsobují různé vystavení podniků devizovému riziku, což vyúsťuje do potřeby specifické strategie finančního řízení. Třetí kapitola se proto věnuje různým metodám používaným k predikci devizových kurzů. V textu jsou také blíže popsány jednotlivé způsoby vedoucí k snížení jednotlivých druhů devizových expozic, tedy transakčních, translačních a ekonomických. Čtvrtá a pátá kapitola opory se zaměřuje na způsoby řízení mezinárodních aktiv a pasiv. Kapitola zaměřená na dlouhodobá aktiva a pasiva charakterizuje přímé zahraniční investice, popisuje základní aspekty rozhodování v souvislosti s nadnárodními projekty, a také popisuje kapitálové rozpočetnictví a proces rozhodování o kapitálové struktuře. Kapitola zahrnující řízení mezinárodních krátkodobých aktiv a pasiv se věnuje zejména financování zahraničního obchodu, získávání krátkodobých finančních zdrojů na mezinárodních trzích a mezinárodní správě hotovosti. Finanční manažeři musí také pochopit, jak měřit riziko země, aby mohli činit investiční rozhodnutí, která maximalizují hodnotu jejich podniku. Poslední kapitola proto charakterizuje riziko země a je zde objasněna podstata hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodování.

1 VÝCHODISKA MEZINÁRODNÍHO FINANČNÍHO MANAGEMENTU



RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Ekonomické aktivity na mezinárodní úrovni je možné realizovat v různých formách podnikání, od nejmenších až po ty největší podniky se složitou organizační strukturou. Aby bylo možné poukázat na všechny základní aspekty mezinárodního finančního managementu, budeme vycházet převážně z pohledu finančního manažera multinacionální korporace, která realizuje ekonomické operace ve více než jedné zemi. Tato kapitola definuje nadnárodní korporace, cíl jejich managementu a jejich základní organizační strukturu. Dále jsou zde popsány důvody a formy zapojení do mezinárodního podnikání.



CÍLE KAPITOLY

Po prostudování této kapitoly budete umět:

- identifikovat cíl řízení a organizační strukturu nadnárodních korporací,
 - popsat klíčové teorie a formy zapájení podniků do mezinárodního podnikání,
 - vysvětlit základní způsoby řízení mezinárodního podnikání.
-



KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Mezinárodní finanční management, nadnárodní korporace, teorie komparativních výhod, teorie nedokonalých trhů, teorie výrobního cyklu, mezinárodní obchod, licence, franšíza, joint venture, akvizice, dceřiná společnost

Ekonomické aktivity na mezinárodní úrovni je možné realizovat v různých formách podnikání. Příklady je možné najít také v podnicích s jedním vlastníkem, ale praxe ukazuje, že do mezinárodního podnikání se zapájejí většinou velké podniky se složitou organizační strukturou. Aby bylo možné poukázat na všechny základní aspekty fungování mezinárodního finančního managementu, budeme pro potřeby této opory převážně vycházet z pohledu finančního manažera multinacionální korporace, která realizuje investice nebo finanční operace ve více než jedné zemi. Manažeři rozšiřují svou činnost na mezinárodní

trhy s cílem získání nových příležitostí, zároveň však čelí novým rizikům a nákladům. Výzvou mezinárodního finančního managementu je tedy úspěšně rozvíjet podnikatelské a finanční strategie ve více než jednom národním podnikatelském prostředí. Mezinárodní finanční management je důležitý i pro podniky bez jakéhokoliv zapojení do mezinárodního podnikání. Pochopení efektů pohybů devizových kurzů, zahraničních úrokových měr, inflace, či nákladů pracovního kapitálu, je nezbytné k analýze zahraniční konkurence, která může ovlivnit náklady produkce a cenovou politiku ryze domácího podniku.

1.1 Nadnárodní korporace a její management

Nadnárodní, neboli multinacionální korporace (MNC) je možné definovat jako korporace zapojené v jakékoliv formě mezinárodního podnikání (Madura, 2017). Hlavním cílem jejich manažerů je, stejně jako u ryze domácích podniků, maximalizace jejich hodnoty. Pro potřeby této opory budeme abstrahovat od jiných možných cílů MNC, jako jsou uspokojení potřeb vlády, věřitele, zaměstnanců atd., a MNC budeme chápat jako akciové společnosti obchodované na burzách, přičemž cíl manažerů MNC je tedy možné upřesnit na cíl maximalizace majetku akcionáře. Od managementu MNC se tedy očekává, že bude rozhodovat tak, aby maximalizoval ceny akcií.

Mezinárodní finanční management v sobě zahrnuje především:

- rozhodnutí o pokračování ekonomických aktivit v příslušné zemi,
- rozhodnutí o nových ekonomických aktivitách v příslušné zemi,
- rozhodnutí o rozšiřování ekonomických aktivit v příslušné zemi,
- rozhodnutí o způsobu finanční expanze v příslušné zemi.

Do finančního rozhodování managementu MNC je integrováno mnoho disciplín. Je to management samotný, ale i marketing, účetnictví, či IT. Rozhodnutí týkající se ekonomických aktivit v zahraničí je založeno zejména na komparaci nákladů a potenciálních přínosů expanze. Jak uvádí Madura (2017), potenciální přínosy takového podnikání závisí na očekávaném zájmu spotřebitelů produktů, které mají být prodávány (marketingová funkce), a na očekávaných nákladech na zdroje k pořízení nového podnikání (manažerská funkce). Finanční manažeři přitom spoléhají na data poskytována prostřednictvím účetnictví a IT.

Zastupitelský konflikt

V praxi se stává, že manažeři dělají rozhodnutí, která jsou v konfliktu se stanoveným cílem MNC o maximalizaci majetku akcionáře. Například rozhodnutí o založení dceřiné společnosti ve vybrané lokalitě může být založeno na lobbingu u konkrétního manažera nebo na výši jeho finančních kompenzací a ne na potenciálních benefitech plynoucích pro akcionáře. Jak uvádí Madura a Fox (2016), obecně se tedy manažeři snaží o maximalizaci vlastního prospěchu, například přes maximalizaci velikosti společnosti, zvyšování manažerské odpovědnosti a pravomocí, zabezpečení své vlastní pozice, růst manažerských výhod a odměn, prosazování vlastních sociálních cílů a rozmarů, nebo růst prestiže. Tento

rozpor mezi cíli manažerů a akcionářů je z nám jako tzv. zastupitelský konflikt. Zastupitelský konflikt vychází z asymetrie informací, kdy manažer disponuje informacemi vycházejícími z běžného chodu společnosti, akcionář k nim přístup ale mít nemusí. Náklady spojené se zastupitelským konfliktem jsou pak nazývány zastupitelské náklady a jsou pro MNC většinou vyšší než pro čistě domácí podniky. Tento rozdíl je dán zejména obtížností monitorování manažerů ve vzdálených dceřiných společnostech, či společnostech se složitější organizační strukturou. Působení manažerů v cizím kulturním prostředí může také ovlivnit jejich pohled na hlavní cíl MNC a ten může být v konfliktu s maximalizací majetku akcionáře.

Mateřská společnost může předcházet zastupitelskému konfliktu prostřednictvím vhodného způsobu řízení. V první řadě by měl být jasně komunikován cíl každé dceřiné společnosti, který by se měl soustředit na maximalizaci hodnoty celé MNC a ne maximalizaci hodnoty jejich dcer. Mateřská společnost pak může dále dohlížet nad rozhodnutími dceřiných společností. Vhodným řešením zastupitelského konfliktu jsou také kompenzační plány oceňování manažerů, kteří uspokojují cíle MNC. Toto řešení probíhá například formou zaměstnaneckých akcií, kdy jsou manažeri motivováni přímo přes jejich hodnotu. Zastupitelský konflikt se může objevit i v případě, když management celé MNC není soustředěn na maximalizaci majetku akcionáře. V tomto případě mohou při řešení zastupitelského konfliktu pomoci procesy samotné korporace. Jestli manažeri uskutečňují rozhodnutí, která vedou ke snižování cen akcií MNC, pak při nízkých cenách akcií nastává riziko skoupení rozhodného podílu akcií společnosti jiným podnikem a možnost nahrazení stávajícího managementu.



ÚKOL K ZAMYŠLENÍ

Přečtěte si následující článek a vysvětlete, jakým způsobem ČEZ předchází zastupitelskému konfliktu.

Opční programy ČEZ budou méně štedré, ale přístupnější

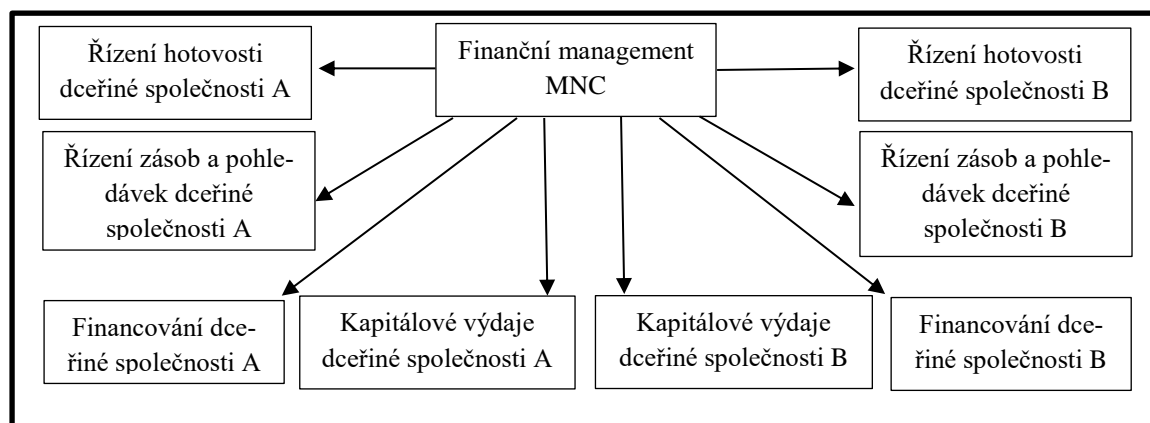
Energetická společnost ČEZ bude nadále pokračovat v motivování svých manažerů pomocí možnosti nákupu akcií. Při dobrých výsledcích společnosti si tak manažeri přijdou až na stovky milionů korun. Oproti současnému stavu je počet nabízených opcí nižší. Akciový opční program bude moci v budoucnu využít větší počet manažerů ČEZu. Na druhou stranu se ale sníží objem akciových opcí, na které bude mít vedení firmy nárok. Návrh představenstva ve středu na valné hromadě schválili akcionáři ČEZ. Motivační programy společnosti mají za cíl maximálně zainteresovat vedení firmy na dobrých hospodářských výsledcích. Střední valná hromada schválila pokračování těchto programů a upravila přitom počty opcí podle manažerských pozic.

Dostupné z URL: <http://ekonomika.ihned.cz/c1-24841680-opcni-programy-cez-budou-mene-stedre-ale-pristupnejsi>

Struktura managementu MNC

Závažnost nákladů zastupitelského konfliktu je závislá také na způsobu řízení a struktuře managementu.

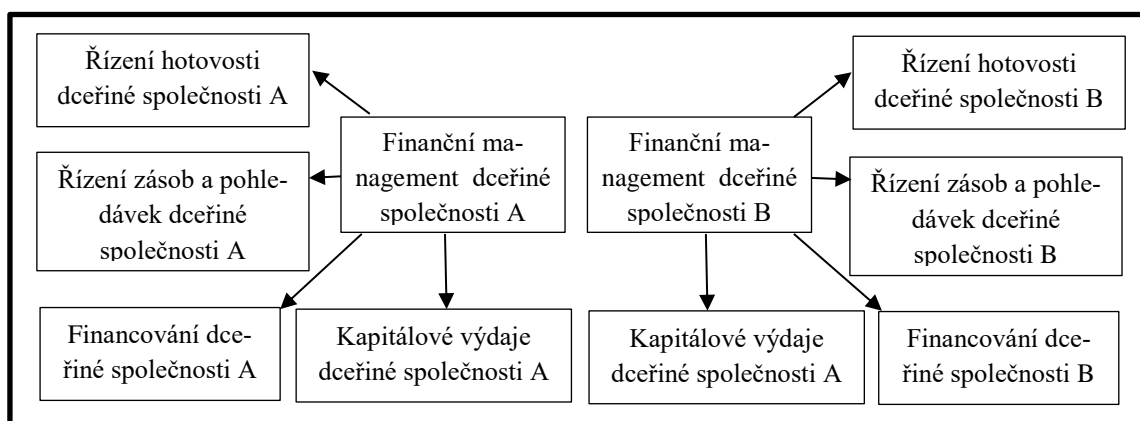
Obrázek 1: Schéma centralizovaného způsobu managementu



Zdroj: vlastní zpracování na základě Madura (2017)

Centralizovaný způsob managementu, který ukazuje obrázek. č.1, může redukovat zastupitelské náklady prostřednictvím přímé kontroly zahraničních dceřiných společností, a tak snižovat kompetence místních manažerů. Na druhé straně, manažeri MNC mohou selhat ve svých rozhodnutích týkajících se dceřiných společností z důvodu nedostatečné informovanosti o místních podmínkách. Alternativou k centralizovanému způsobu řízení je decentralizovaný mezinárodní finanční management, jehož schéma je možné vidět na obrázku č. 2. V této organizační struktuře je vyšší pravděpodobnost výskytu zastupitelských konfliktů, protože tento způsob řízení dává vyšší pravomoci manažerům, kteří jsou sice detailněji seznámeni s dceřinými ekonomickými aktivitami a prostředím, avšak nemusí směřovat k naplnění cílů MNC. Decentralizovaný způsob řízení MNC může být úspěšnější v případě, kdy jsou vhodně použity kompenzační stimuly, jak tomu bylo zmíněno výše.

Obrázek 2: Schéma decentralizovaného způsobu managementu



Zdroj: vlastní zpracování na základě Madura (2017)

V praxi se jeví jako nejefektivnější způsob řízení kombinace výše zmíněných modelů. Manažeři dceřiných společností můžou mít v kompetenci klíčové rozhodnutí o konkrétních ekonomických aktivitách, zatímco manažeři mateřské společnosti monitorují tato rozhodnutí v souvislosti se zájmy MNC.

1.2 Důvody zapojení MNC do mezinárodního podnikání

Ekonomických aktivit v mezinárodním podnikání pořád přibývá. Jak uvádí Madura a Fox (2016), v ekonomické teorii je možno najít tři základní přístupy, které vysvětlují důvody MNC pro rozšíření jejich aktivit do zahraničí. Jedná se o teorii komparativních výhod, teorii nedokonalých trhů a teorii výrobního cyklu (podrobnější výklad k této problematice najdete v obecních ekonomických).

Teorie komparativních výhod

Specializace zemí při produkci může vést ke zvýšení efektivnosti ve výrobě. Některé země mají technologické výhody, některé mají výhody v nízkých výrobních nákladech, či cenu práce. Protože tyto náklady nemůžou být jednoduše transportovány, země mají tendenci specializovat se na produkci s relativní efektivností. Země specializující se na výrobu specifických výrobků nemůže vyrábět jiné produkty, z čeho vyplývá potřeba mezinárodního obchodu. Komparativní výhody tedy umožňují podnikům vstoupit na zahraniční trhy.

Teorie nedokonalých trhů

Ekonomická teorie pracuje ve svých modelech s předpoklady uzavřené nebo otevřené ekonomiky. Kdyby byly ekonomiky uzavřené, pak by neexistovalo mezinárodní podnikání. Dalším extrémem, se kterým mohou ekonomické teorie pracovat, jsou dokonalé trhy, ve kterých jsou výrobní faktory dokonale mobilní, takže práce a jiné zdroje jsou přenositelné kdykoliv a kdekoliv, kde jsou poptávány. Taková neomezená mobilita výrobních faktorů by znamenala rovnost nákladů a výnosů vedla by k odstranění komparativní výhody produkčních nákladů. V ekonomické realitě však podniky čelí podmínkám nedokonalých trhů, kde jsou určité výrobní faktory zcela nebo částečně imobilní a jejich případný transfer je spojen s dodatečnými náklady. V praxi se také můžou vyskytnout restrikce při převodu kapitálu mezi zeměmi. Nedokonalé trhy poskytují podnikům pobídky k hledání zahraničních příležitostí pro využívání konkrétních zdrojů cizích zemí.



PRO ZÁJEMCE

Ekonomická teorie se snaží reagovat na to, co se děje v realitě a proto existují různé přístupy usilující se o co nejvěrnější popis ekonomických podmínek. Dohleďte nejnovější ekonomické teorie týkající se teorie nedokonalých trhů a popište jejich principy.

Teorie výrobního cyklu

Dalším přístupem k vysvětlení zapojení MNC do mezinárodních aktivit je teorie výrobního cyklu. V souladu s touto teorií, jsou podniky v domácí zemi zakládány z důvodu konkurenční výhody oproti jiným producentům, například poptávky po výrobku na daném trhu. Zahraniční poptávka po výrobcích je pak uspokojována prostřednictvím exportu. V dalším cyklu výroby je možné, že domácí podnik může čelit konkurenčnímu tlaku jen v případě zredukování nákladů na výrobu, a to zejména redukcí nákladů na transport přes přesun výroby do cílového trhu. Udržení nebo zvýšení poptávky je pak možné prostřednictvím diferenciací výrobků nebo dalšími přístupy, se kterými tato teorie pracuje. Z pohledu finančního managementu je však důležité, že v průběhu výrobního cyklu je nutné monitorovat dodatečné příležitosti na zahraničních trzích. Úspěšnost zahraničního podnikání je pak dána využitím a budováním konkurenční výhody přes finanční přístup redukující náklady nebo přes marketingový přístup generující silnou poptávku po produktech.

Z výše zmíněných teorií lze tedy izolovat následující základní podněty k mezinárodnímu podnikání:

- hledání nových zdrojů,
- hledání nových trhů,
- mezinárodní diverzifikace vedoucí ke snížení rizika,
- multinacionalita vedoucí ke zvýšení rentability,
- úspory z rozsahu,
- flexibilita,
- efekt učení a získávání specifických aktiv.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Jedním ze základních podnětů pro mezinárodní podnikání je hledání nových zdrojů, tedy i snaha o získání výrobních faktorů (nerosty, suroviny či pracovní síla), které jsou účinnější nebo levnější, než jaké je možné získat v domácí ekonomice. Ze zástupců MNC zde můžeme zařadit například British Petroleum či Exxon Mobil. Dohleďte příklady MNC, které jsou zapojeny do mezinárodního podnikání na základě dalších podnětů.

1.3 Formy zapojení MNC do mezinárodního podnikání

Podniky se mohou do mezinárodního podnikání zapojit prostřednictvím několika forem ekonomických aktivit. Nejběžnější formy jsou následující:

- mezinárodní obchod,

- licence,
- franšízy,
- joint venture,
- akvizice existujících ekonomických aktivit,
- založení nové dceřiné společnosti.

Mezinárodní obchod představuje poměrně konzervativní přístup, jak může podnik proniknout na zahraniční trhy. Je to buď prostřednictvím exportu, kdy podnik rozšiřuje portfolio svých odběratelů, nebo prostřednictvím importu, přes který je možné získat dodávky vstupů nezbytných pro výrobu nedostupné v domácí zemi, nebo jsou v zahraničí dostupné s nižšími náklady. V porovnání s jinými formami zapojení do mezinárodního podnikání se jeví mezinárodní obchod jako nejméně rizikový přístup, protože podnik neumísťuje do zahraničí žádný kapitál. Pokud podnik čelí poklesu výnosnosti exportu nebo efektivnosti importu, je možné relativně snadno a s nízkými náklady zredukovat nebo úplně zrušit část podnikání s daným trhem.

Jednou z dalších možností podnikání v mezinárodním prostředí je **licencování**. Prostřednictvím licence domácí firma, zejména za poplatky, poskytuje svou technologii, autorská práva, patenty, ochranné známky, obchodní značky, atd. firmě zahraniční. Tímto způsobem je možné generovat příjmy ze zahraničí bez nutnosti zřízení výrobních závodů v zahraničí nebo přepravy zboží do zahraničí.

Z hlediska mezinárodního finančního managementu chápeme **franšízové** uspořádání podnikání tak, že je od firmy z jedné země poskytována specializovaná strategie prodeje nebo služeb, asistenční pomoc či případná počáteční investice do franšízy v jiné zemi. Poskytnutí franšízy umožňující podnikům v cizí zemi vlastnit a spravovat franšízové jednotky je převážně spojeno s pravidelnými poplatky poskytovateli franšízy. Franšízy poskytované MNC častokrát vyžadují přímou investici do zahraničních ekonomických operací, když investice představuje v zahraniční franšíze rozhodující podíl, tedy alespoň 10% podíl na základním kapitálu, pak mluvíme o přímé zahraniční investici.

Joint venture je podnik, který společně vlastní a provozují dva nebo více podniků. Mnoho podniků vstupuje na zahraniční trhy právě tím, že se účastní joint venture s podniky, které již na těchto trzích působí. Většina joint venture umožňuje zúčastněným firmám uplatnit své komparativní výhody v příslušném odvětví. Joint venture také často vyžaduje určitý stupeň přímých zahraničních investic.

MNC často jako způsob vstupování na zahraniční trhy volí **akvizici** jiných firem s ekonomickými aktivitami v zahraničí. Akvizicí rozumíme kompletní nebo částečné převzetí podniků po právní i ekonomické stránce. Zahraniční akvizice pak poskytují podniku plnou kontrolu nad svým zahraničními ekonomickými aktivitami a umožňují MNC rychle získat velkou část podílu na zahraničním trhu. Akvizice se také považují za formu přímých zahraničních investic, protože MNC přímo investují do zahraničí převzetím ekonomických aktivit cílových společností. V tomto případě je nutné upozornit, že akvizice již existující společnosti by z důvodu požadované velké investice mohla vést k významným ztrátám.

Kromě toho, pokud zahraniční ekonomické aktivity nefungují zcela správně, jejich případný prodej může znamenat také vysoké ztráty. Některé firmy se proto účastní jenom částečných mezinárodních akvizic. Tento přístup vyžaduje menší investice, než je celá mezinárodní akvizice, a tak vystavuje firmu menšímu riziku. Na druhou stranu firma nemá úplnou kontrolu nad zahraničními operacemi, které jsou tímto způsobem získány pouze částečně.

Firmy mohou také vstoupit na zahraniční trhy tím, že v zahraničí vytvoří zcela nové **dceřiné společnosti** pro výrobu a prodej svých produktů. Stejně jako zahraniční akvizice vyžaduje tato metoda velkou zahraniční investici. Nicméně, zakládání nových dceřiných společností může být upřednostňováno před zahraničními akvizicemi, protože nové zahraniční ekonomické aktivity mohou být přesně přizpůsobeny potřebám mateřských společností. Kromě toho může být zapotřebí menší investice, než by bylo zapotřebí k nákupu již existujících podniků. Na druhé straně, MNC negeneruje žádné příjmy z investice, dokud není vybudována dceřiná společnost a není vytvořena zákaznická základna.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Dohleďte příklady podniků zapojených do mezinárodních ekonomických aktivit ve formě mezinárodního obchodu, licencování, franšizování, joint venture, akvizice existujících ekonomických aktivit a založení nové dceřiné společnosti. Dále identifikujte základní faktory jejich rozhodnutí pro realizaci mezinárodních ekonomických aktivit právě danou formou.

ÚKOL K ZAMYŠLENÍ



Mezinárodní diverzifikace představuje růstovou strategii, která má velký vliv na výkonnost podniku. Čím vyšší je zapojení podniku na mezinárodních trzích, tím vyšší by měla být efektivnost využívání hmotných a nehmotných zdrojů, což by mělo vést k vyšší výkonnosti. Vede však tato diverzifikace také ke snížení rizika? Je to reálné? Jak je to obvyklé v praxi?

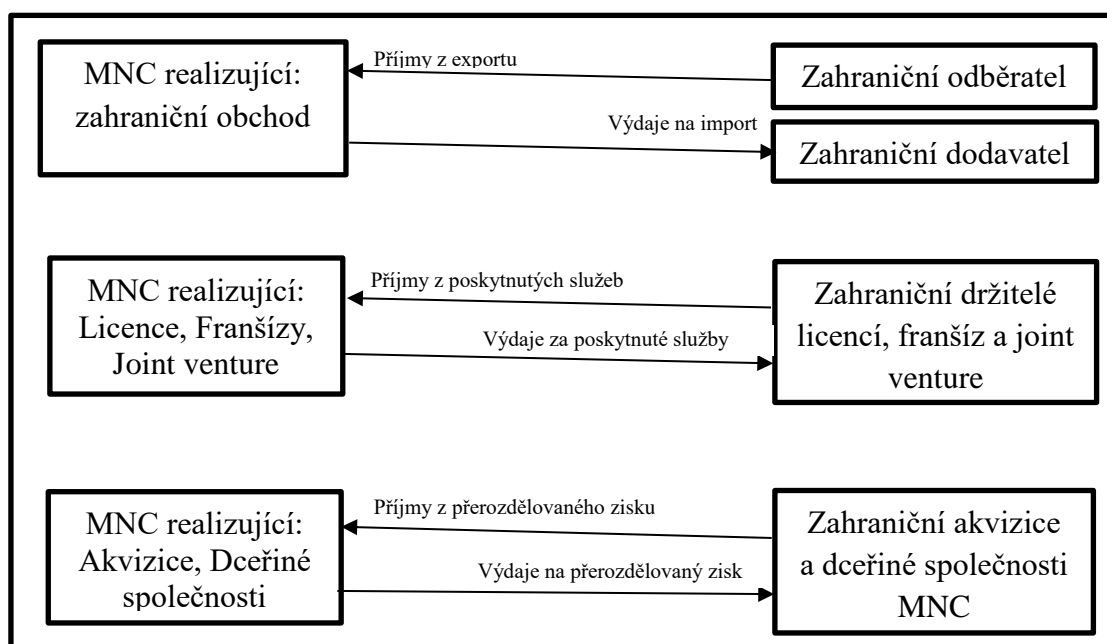
1.4 Dopad mezinárodního podnikání na cash flow podniku

S historickým vývojem charakteru globální ekonomiky se formy zintenzivňování mezinárodního podnikání rozšířily z relativně jednoduchých přístupů zahraničního obchodu až do komplexnějšího přístupu pořizování zahraničních podniků, nebo zakládání nových dceřiných společností. Zahraniční obchod a licencování nejsou považovány za přímé zahraniční investice, protože nevyžadují přímou investici do ekonomických aktivit v zahraničí. Franšizy a joint venture obvykle vyžadují investice do zahraničních operací, ale většinou se jedná o částečné investice limitované stupněm rozhodování o ekonomických aktivitách.

Zahraniční akvizice a zakládání nových zahraničních dceřiných společností vyžadují významné investice a představují největší podíl na přímých zahraničních investicích. Mnoho MNC využívá kombinaci forem vstupování na zahraniční trhy tak, aby maximalizovaly užitek z těchto operací. Dopady zapojení MNC do mezinárodního podnikání na jejich cash flow je možné vidět na obrázku č. 3.

První část diagramu zobrazuje příklad podniku zapojeného do mezinárodního obchodu. Je tedy zřejmé, že mezinárodní cash flow budou představovat odchozí platby za importované dodávky na straně jedné a příchozí platby za export na straně druhé. Druhá část diagramu zobrazuje podniky operující v mezinárodním prostředí prostřednictvím licencí, franšíz nebo joint venture. Odcházející přeshraniční platby zahrnují např. platby za transferové technologie, či částečné investice do franšíz a joint venture. Toto mezinárodní uspořádání generuje cash flow pro MNC ve formě poplatků za služby. Poslední část diagramu ukazuje případ MNC uskutečňující přímou zahraniční operaci. Takle společnost může mít v zahraničí jednu nebo i více dceřiných společností. V tomto uspořádání proudí toky peněz od mateřské společnosti ve formě financování ekonomických operací dceřiných společností. Od dceřiných společností naopak proudí toky peněz ve formě přerozdělovaného zisku a poplatků za služby poskytované mateřskou společností.

Obrázek 3: Schéma cash flow podniku vyplývající ze zapojení do mezinárodních aktivit



Zdroj: Vlastní zpracování

1.5 Model oceňování MNC

Jak již bylo zmíněno, hlavním cílem managementu MNC je převážně maximalizace majetku akcionářů, tedy její hodnoty. Základní model ocenění hodnoty MNC vychází z modelu, který pracuje s podniky s čistě domácími příjmy. Hodnota (V) čistě domácího podniku

je v nich většinou specifikována jako suma současných hodnot všech očekávaných domácích cash flow a její výpočet lze provést pomocí následujícího vzorce (1).

$$V = \sum_{t=1}^n \left\{ \frac{E(CF_{d,t})}{(1+k)^t} \right\} \quad (1)$$

$E(CF_{d,t})$ představují očekávané cash flow přijaté na konci období t v domácí měně d , n představuje počet příštích období, ve kterých je očekávané cash flow a k představuje nejen průměrné vážené náklady kapitálu, ale také požadovanou míru výnosnosti pro akcionáře a věřitele poskytující finance pro MNC. Model, který pracuje s MNC je koncipován podobně jako model pro domácí podniky, avšak zohledňuje také cash flow z cizích zemí, které mohou být denominovány v cizích měnách. Tato cash flow je nutno nejdříve převést na jednotky měny domácí, dle vzorce (2).

$$E(CF_{d,t}) = \sum_{j=1}^m [E(CF_{j,t}) \times E(S_{j,t})] \quad (2)$$

Očekávaná cash flow vyjádřené v domácí měně na konci periody t jsou rovna sumě cash flow CF_j denominovaných v příslušných cizích měnách j násobených očekávaným devizovým kurzem $S_{j,t}$, ve kterém může být měna j převedena do domácí měny MNC na konci periody t . Devizový kurz by měl být v přímé kotaci, tj. aby cena jednotky zahraniční měny byla vyjádřena v domácí měně. Za předpokladu převodu cash flow v cizích měnách do vyjádření cash flow v měně domácí je pak možné model oceňování hodnoty podniku upravit do podoby vzorce (3).

$$V = \sum_{t=1}^n \left\{ \frac{\sum_{j=1}^m E(CF_{j,t}) \times E(S_{j,t})}{(1+k)^t} \right\} \quad (3)$$

Model oceňování hodnoty MNC je z hlediska mezinárodního finančního managementu zásadní. Z modelu vyplývá, že hodnota MNC (V) se mění v reakci na rozhodnutí měnicí objem cash flow v příslušné měně nebo v reakci na změnu hodnoty domácí měny, do které mají být cash flow převedeny. Jmenovatel zůstává nezměněn ve srovnání s modelem pro domácí podniky, je však nutné brát v potaz fakt, že průměrné vážené náklady kapitálu v MNC zahrnují také zapojení do ekonomických aktivit v zahraničí. Budoucí cash flow MNC, a tedy také jejich oceňování, mohou čelit větší míře nejistoty, protože jsou ovlivňována nejen domácími ekonomickými podmínkami, ale také zahraničními ekonomickými podmínkami, politickými podmínkami, či riziky ohledně vývoje devizových kurzů. Vzhledem k nejistotě ohledně budoucích cash flow pak investoři požadují větší míru výnosnosti (tedy vyšší náklady kapitálu pro MNC), což snižuje hodnotu MNC. Naopak, když se míra nejistoty spojené s budoucími cash flow sníží, analogicky se hodnota MNC zvýší. Pokud jsou MNC akciovými společnostmi obchodovanými na burzách, pak je možné hodnotu

společnosti ztotožnit s jejich tržní hodnotou. Tyto závěry se dají tedy aplikovat i na jednotlivé ceny jejich akcií.



ÚKOL K ZAMYŠLENÍ

Představte si, že jste manažerem MNC v době vypuknutí světové finanční krize. Ekonomické podmínky se zhoršují, což vyúsťuje mimo jiné ve snížení poptávky po vývozu produktů nejen vaší MNC, ale také ve snížení příjmů zahraničních dceřiných společností MNC, a tedy i snížení vyplacených příjmů mateřskému podniku MNC. Jaký bude mít tato situace dopad na cash flow MNC? Jaký bude mít tato situace dopad na ceny akcií MNC?

1.6 Mezinárodní finanční toky

Jak již bylo zmíněno, mnoho MNC je zapojeno do různých forem mezinárodního podnikání. Transakce vycházející z mezinárodního podnikání způsobují toky peněz z jedné země do země jiné. Finanční management MNC by měl při svých rozhodnutích monitorovat platební bilanci. Ta může indikovat objem transakcí mezi konkrétními zeměmi a může dávat signál k potenciálnímu pohybu devizových kurzů, což může ovlivnit dlouhodobé plánování a management MNC.

Globalizace produkce, zejména přesunutí zpracovatelské produkce MNC do rozvíjejících se zemí mělo za následek mezinárodní fragmentaci výrobních procesů, které byly usnadněny rozvojem komunikačních a informačních technologií či finančních inovací v podobě nových instrumentů, majetkové provázanosti v rámci MNC, atd. Na tyto skutečnosti reagoval také Mezinárodní měnový fond, který poskytuje podklad pro metodiku sestavování platební bilance. Od roku 2014 je platná nová metodika sestavování platební bilance BPM6, která nahrazuje metodiku BPM5. Základní strukturu platební bilance dle staré a nové metodiky je možné vidět na Obrázku č. 4.

Obrázek 4: Schéma struktury platební bilance

Platební bilance podle BPM5	Platební bilance podle BPM6
1. Běžný účet	1. Běžný účet
Obchodní bilance (zboží)	Obchodní bilance (zboží)
Bilance služeb	Bilance služeb
Bilance výnosů	Primární výnosy
Běžné převody	Sekundární výnosy
2. Kapitálový účet	2. Kapitálový účet
3. Finanční účet	3. Finanční účet (včetně devizových rezerv)
Přímé investice	Přímé investice
Portfoliové investice	Portfoliové investice
Finanční deriváty	Finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie

Ostatní investice	Ostatní investice
4. Saldo chyb a opomenutí	Rezervní aktiva (dříve devizové rezervy)
5. Devizové rezervy	4. Čisté chyby a opomenutí

Platební bilance představuje statistický záznam všech mezinárodních transakcí spojených s finančními toky mezi nerezidenty a rezidenty dané země za určité časové období. Základním obdobím pro sestavování platební bilance je zpravidla jeden rok, ale může být sestavována i na jiné, většinou kvartální frekvenci. Dle metodiky BPM6 je pro určení rezi- denství nově rozhodující ekonomický zájem účastníků transakce. Platební bilance obsahuje v základní struktuře běžný účet, kapitálový účet a finanční účet, jehož součástí jsou i devi- zové rezervy. **Běžný účet** tvoří toky zboží (vývoz a dovoz) a služeb (příjmy a výdaje z dopravních služeb, cestovního ruchu a ostatních obchodních a neobchodních služeb), pri- mární důchody tedy výnosy z poskytnutých finančních zdrojů, práce a nevyrobených nefi- nančních aktiv (úroky, dividendy, reinvestované zisky, pracovní příjmy, daně a dotace na produkci a dovoz) a druhotné důchody tedy přerozdělení důchodů - zdrojů poskytnutých či získaných bez protihodnoty (dříve běžné převody). **Kapitálový účet** představuje převody nevyrobených nefinančních aktiv (např. půda - pozemky pro zastupitelské úřady aj.) a pře- rozdělení kapitálového charakteru (např. mezivládní odpouštění dluhů, investiční granty a další). **Finanční účet** tvoří čisté přírůstky a úbytky finančních aktiv a pasiv v členění na přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty, ostatní investice a rezervní aktiva (dříve devizové rezervy). Součet bilancí Běžného a Kapitálového účtu představuje Čisté půjčky nebo výpůjčky ekonomiky vůči zahraničí, což se koncepčně rovná čisté bilanci Fi- nančního účtu. Ve skutečnosti mezi bilancí z Běžného a Kapitálového účtu na jedné straně a bilancí z Finančního účtu na druhé straně vzniká diskrepance. Z tohoto důvodu se rozlišují Čisté půjčky nebo výpůjčky z běžného a kapitálového účtu a Čisté půjčky nebo výpůjčky z finančního účtu jako dvě různé položky a dále rozdíl mezi nimi jako **Čisté chyby a o- pomenutí**, které představují objem statisticky neidentifikovaných toků Platební bilance.

Platební bilance je sestavována na principech podvojného účetnictví, tudíž každá kre- ditní položka má svou debetní stranu a hospodářské transakce jsou zde zachycovány jako tokové (nikoliv stavové) veličiny. Jedná se o bilanci a proto je její celkové saldo vždy nu- lové, salda (deficity nebo přebytky) vznikají jen na dílčích nebo kumulativních účtech. Při sestavování platební bilance je tedy důležité správné určení kreditních a debetních položek. Vždy, když dochází ke zvýšení pohledávek a zvýšení závazků, jedná se o položku kreditní (pozitivní změna), naopak vždy, když dochází ke snížení pohledávek a snížení závazků, jedná se o položku debetní (negativní změna). U finančního účtu pozitivní změna kore- sponduje s přírůstkem aktiva či závazku a negativní změna s poklesem aktiva či závazku Kreditní položkou mohou být například vývozy zboží a služeb, finanční toky zvyšující ak- tiva nerezidentů v tuzemsku, nebo snížení devizových rezerv. Debetními položkami jsou například dovozy zboží a služeb, finanční toky zvyšující aktiva rezidentů, nebo zvýšení devizových rezerv.



PŘÍKLAD Z PRAXE

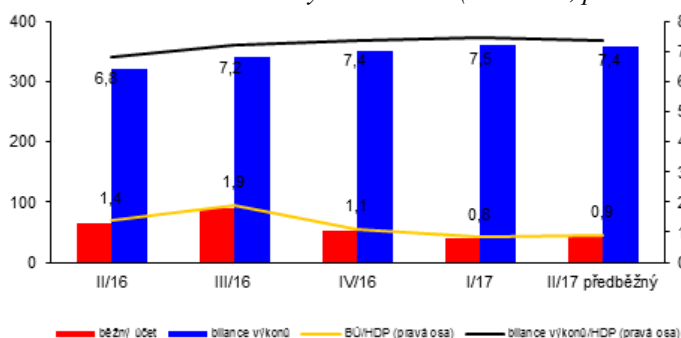
Vývoj platební bilance - 2. čtvrtletí 2017

Spolu s výsledky platební bilance za druhé čtvrtletí 2017 jsou zveřejněny aktualizované údaje za první čtvrtletí 2017. V revidovaných údajích jsou promítnuty především zpřesněné údaje ČSÚ o vývozu a dovozu zboží a služeb a na finančním účtu údaje ČNB z výkazů od finančních i nefinančních subjektů.

Bilance běžného účtu platební bilance skončila ve druhém čtvrtletí 2017 schodkem 7,6 mld. Kč. Na finančním účtu byl vykázán odliv finančních prostředků do zahraničí (čisté půjčky do zahraničí) ve výši 27,3 mld. Kč vzhledem k rychlejšímu růstu aktiv před navyšováním pasiv. Rezervní aktiva vzrostla o 123,9 mld. Kč (bez vlivu kurzových rozdílů) v důsledku vlastních transakcí (devizové intervence) a transakcí pro klienty ČNB. Přebytek běžného účtu platební bilance na roční bázi k HDP se mírně zvýšil na 0,9 % vlivem nižšího pasiva bilance prvotních důchodů. Přebytek bilance zboží a služeb se téměř nezměnil a činí 7,4 % HDP.

Běžný účet platební bilance

Poměr běžného účtu a bilance výkonů k HDP (v mld. Kč, pravá osa v %)



Pozn.: propočítaný ukazatel je proveden na bázi ročních klouzavých úhrnů

Bilance zboží a služeb (bilance výkonů) byla ve druhém čtvrtletí aktivní ve výši 104,9 mld. Kč. Meziroční pokles o 1,5 mld. Kč souvisel s nižším dosaženým přebytkem obchodní bilance se zbožím, zatímco aktivum bilance služeb meziročně vzrostlo. Zvýšily se především příjmy ze zpracování zboží pro zahraniční vlastníky, doprovázené poklesem dovozu opravárenských služeb a finančních služeb. Meziročně se zlepšila i bilance u stavebních prací. Aktivum bilance cestovního ruchu se meziročně téměř nezměnilo.

Schodek bilance prvotních důchodů poklesl v meziročním srovnání o 9,4 mld. Kč v důsledku nižšího objemu dividend z přímých a portfoliových investic vyplacených zahraničním vlastníkům a vyšších výnosů z rezervních aktiv ČNB. Výsledné pasivní saldo činí 97,1 mld. Kč.

Bilance druhotných důchodů skončila schodkem 15,4 mld. Kč, který je meziročně o 3,9 mld. Kč vyšší. Důvodem je nárůst objemu prostředků převáděných Českou republikou do rozpočtu Evropské unie, které se vykazují v položce druhotných důchodů.

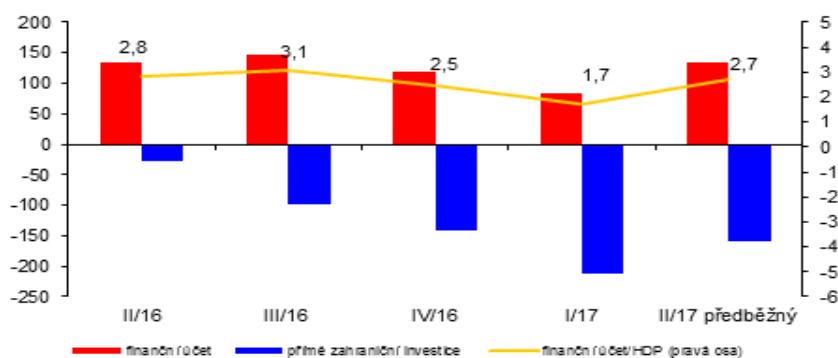
Kapitálový účet platební bilance

Kapitálový účet skončil ve druhém čtvrtletí aktivem ve výši 7,7 mld. Kč. Meziroční pokles aktiva o 14 mld. Kč ovlivnilo snížení čistých příjmů z rozpočtu EU zahrnutých na kapitálovém účtu.

Finanční účet platební bilance

Na finančním účtu platební bilance (vč. změny rezervních aktiv ČNB) došlo k čistému odlivu finančních zdrojů (čisté půjčky do zahraničí) ve výši 27,3 mld. Kč vlivem rychlejšího navýšení zahraničních aktiv před nárůstem zahraničních pasiv.

Poměr finančního účtu k HDP (v mld. Kč, pravá osa v %)



Pozn.: propočít ukazatelů je proveden na bázi ročních klouzavých úhrnů

V položce přímých investic byl vykázán čistý příliv finančních zdrojů ve výši 29,1 mld. Kč v důsledku vyššího přírůstku pasiv v porovnání s navýšením aktiv. Hlavními faktory byly reinvestování zisku zahraničními vlastníky v tuzemských firmách a čerpání úvěrů od subjektů ve skupině přímé investice.

V položce portfoliových investic se uskutečnil čistý příliv prostředků ze zahraničí (čisté výpůjčky ze zahraničí) ve výši 45,9 mld. Kč v důsledku nákupů vládních dluhopisů zahraničními investory. Portfoliové investice se na straně pasiv zvýšily o 75,3 mld. Kč, na straně aktiv tuzemští investoři nakupovali zahraniční majetkové i dluhové cenné papíry ve výši 29,4 mld. Kč.

V transakcích spojených s vypořádáním obchodů s deriváty byl vykázán příliv finančních prostředků ze zahraničí ve výši 4,9 mld. Kč.

V položce ostatních investic byl zaznamenán příliv finančních prostředků ze zahraničí (čisté výpůjčky ze zahraničí) ve výši 16,7 mld. Kč.

V bankovním sektoru se změnila pozice bank v důsledku zvýšení přijatých krátkodobých vkladů. Čistý příliv zdrojů ze zahraničí vč. ČNB (bez rezervních aktiv) činí 32,6 mld. Kč. U podnikového sektoru nastal čistý odliv finančních prostředků do zahraničí v objemu 14,4 mld. Kč především vlivem splátek dříve přijatých úvěrů.

Ve vládním sektoru byly uskutečněny splátky úvěrů vůči zahraničí a došlo k čistému odlivu zdrojů do zahraničí ve výši 1,5 mld. Kč. Aktivní saldo vlastních transakcí ČNB (devizové intervence) a transakcí pro klienty ČNB vedlo (po vyloučení kurzových vlivů) ke zvýšení rezervních aktiv o 123,9 mld. Kč.

Zdroj: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/platebni_bilance_q/komentar.html

SHRNUTÍ KAPITOLY



Ekonomické aktivity na mezinárodní úrovni je možné realizovat v různých formách podnikání, od nejmenších až po ty největší podniky se složitou organizační strukturou. Tato kapitola definovala nadnárodní korporace, cíl jejich managementu a jejich základní organizační strukturu. Dále byly popsány důvody a formy zapojení do mezinárodního podnikání. V kapitole byl také věnován prostor modelu oceňování nadnárodních korporací s mezinárodně generovanými cash flow.

OTÁZKY



1. Jaký je hlavní cíl nadnárodních korporací?
2. Z čeho pramení podstata zastupitelského konfliktu v nadnárodních korporacích?

3. Jakým způsobem se dá předcházet zastupitelskému konfliktu v nadnárodních korporacích?
 4. Jaké jsou podněty pro zapojení podniků do mezinárodních ekonomických aktivit?
 5. Jaké jsou formy zapojení podniků do mezinárodních ekonomických aktivit?
-



ODPOVĚDI

1. Odpověď naleznete na str. 9.
 2. Odpověď naleznete na str. 9-10.
 3. Odpověď naleznete na str. 10.
 4. Odpověď naleznete na str. 12-13.
 5. Odpověď naleznete na str. 13-14.
-

2 MEZINÁRODNÍ FINANČNÍ TRHY

RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY



Nárůst mezinárodního podnikání v posledních třech dekáдах vedl k rozvoji různých forem mezinárodních finančních trhů. Finanční manažeři při svých rozhodnutích musí dobře poznat dostupné mezinárodní finanční trhy, aby je mohli efektivně využívat při uskutečňování transakcí spojených s mezinárodním podnikáním. V této kapitole bude věnován prostor devizovému trhu, mezinárodnímu peněžnímu trhu, mezinárodnímu úvěrovému trhu či mezinárodním trhům cenných papírů, a to zejména z pohledu využití pro mezinárodní finanční management.

CÍLE KAPITOLY



Po prostudování této kapitoly budete umět:

- definovat devizový trh, jeho základní charakteristické rysy a aspekty související s mezinárodním finančním managementem,
 - charakterizovat mezinárodní trhy cenných papírů z hlediska využití pro MNC,
 - charakterizovat mezinárodní úvěrový trh z hlediska využití pro MNC.
-
-

KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY



Devizový trh, mezinárodní peněžní trh, mezinárodní úvěrový trh, mezinárodní dluhopisový trh, mezinárodní akciový trh.

V úvodní části této opory byly popsány základní východiska mezinárodního finančního managementu. V této kapitole budou představeny mezinárodní finanční trhy, které jsou ve značné míře využívány k uskutečňování transakcí, získávání finančních zdrojů a umístování investic. Základní cash flow, která můžou probíhat v MNC, je možné rozdělit do čtyř kategorií v závislosti na korporátních procesech zapojení se do mezinárodních ekonomických aktivit. Jsou to zahraniční obchod, přímé zahraniční investice, krátkodobé investice nebo financování prostřednictvím mezinárodních peněžních trhů a dlouhodobé investice nebo financování prostřednictvím mezinárodních dluhopisových a akciových trhů. Jak je patrné z charakteru cash flow, všechny zmíněné procesy ve všeobecnosti vyžadují použití devizového trhu, proto mu bude také v této kapitole věnována podstatná část pozornosti.

2.1 Devizový trh

Při uskutečňování přeshraničních ekonomických aktivit je pravděpodobné, že alespoň jedna ze stran transakce bude muset pracovat s jinou než domácí měnou. V praxi je běžné, že MNC obdrží za vyvezené zboží peníze v zahraniční měně, ale pro běžný provoz potřebuje měnu domácí. Na druhé straně, importující MNC většinou musí zaplatit v zahraniční měně. Při jiných formách zapojení do mezinárodních ekonomických aktivit se jedná o naprosto totožnou situaci. Za devizový obchod je tak možné považovat všechny transakce, ve kterých se kupující a prodávající dohodli, že určitá suma jedné měny bude vyměněna za jinou měnu ve stanoveném kurzu při splnění dalších podmínek obchodu.

Jak uvádí Mandel a Durčáková (2016), na trh, kde se obchoduje se zahraničními měnami, se můžeme dívat z pohledu několika kritérií. Z hlediska druhu obchodovaných peněz je možné rozlišovat trh valut a trh deviz. Na valutovém trhu se obchoduje s hotovostní formou zahraničních měn v podobě bankovek a mincí a někdy je označován za maloobchodní (retailový) segment devizového trhu. Protože obchodování s bankovkami a mincemi je spojeno s relativně vysokými jednotkovými náklady a riziky, jsou valuty dražší než devizy, jinak řečeno mají vyšší kurzové rozpětí (spread). Pro podnikatelské aktivity není využívání trhu s valutami příliš vhodné, a proto se v dalším textu budeme zabývat pouze trhem devizovým. Z hlediska charakteru obchodování s devizami rozlišujeme trh burzovní a neburzovní, tzv. OTC (over-the-counter) trh. Při posuzování devizového trhu s ohledem na subjekty, které na něj vstupují, je to trh mezibankovní a klientský. Na mezibankovním trhu je realizován zhruba 90% podíl obrátu na celém devizovém trhu. Zhruba 10 % podíl obrátu devizového trhu je realizováno na klientském trhu, kde jsou objemy jednotlivých transakcí převážně nižší a jejich výše může být individuálně přizpůsobena. Tento segment devizového trhu je využíván i MNC.

Stavárek (2014) uvádí, že devizový trh je trh, který poskytuje fyzickou a institucionální infrastrukturu, prostřednictvím níž dochází k výměně jedné měny za druhou, stanovení devizového kurzu (poměru, ve kterém jsou měny směňovány) a vypořádání realizovaných obchodů. Převážně OTC charakter trhu však znamená, že se nejedná o specifickou budovu nebo lokaci, kde obchodníci vyměňují cizí měny. MNC většinou k výměně jedné měny za druhou využívají komerční banky a telekomunikační sítě. Největší FX (Forex, Foreign Exchange) centra jsou v Londýně, New Yorku a Tokiu, no devizové transakce se realizují téměř nepřetržitě v lokacích po celém světě.

2.1.1 Účastníci devizového trhu

Na devizovém trhu působí čtyři základní kategorie účastníků, kteří využívají devizový trh, tvoří na něm poptávku a nabídku deviz a ovlivňují tak konečnou výšku devizového kurzu:

- bankovní a nebankovní dealeři a brokeři,
- jednotlivci nebo firmy provádějící obchodní nebo investiční aktivity,
- spekulanti a arbitrážeri,

- centrální banky.

Centrální banky jsou v rámci provádění měnové politiky zodpovědné také za politiku devizového kurzu. Centrální banky prostřednictvím aktivit na devizovém trhu, tzv. devizových intervencí mohou ovlivnit devizový kurz, přičemž míra ovlivnění je dána režimem devizového kurzu v dané ekonomice a také strategií měnové politiky. Na devizovém trhu jsou také spekulanti a arbitrážéři, kteří na devizovém trhu obchodují výhradně za účelem zisku, a to bez jakékoliv mezinárodní obchodní či investiční aktivity, která by vyžadovala danou devizovou transakci. Naopak kategorie, která využívá devizový trh k uskutečňování svých mezinárodních ekonomických aktivit, představuje jednotlivce a firmy, tedy i MNC. Dealeři a brokeři jsou pro MNC zprostředkovatelé výměny deviz na devizovém trhu. Brokeři shromažďují požadavky na nákup a prodej měn od dalších účastníků trhu a snaží se spojit nabídku s poptávkou. Zisk brokera je pak tvořen provizí za úspěšně zprostředkovanou transakci. MNC vyhledávají brokery zejména tehdy, pokud chtějí anonymní dojednání obchodu.

Dealeři jsou zpravidla zaměstnanci banky nebo nebankovní finanční instituce, kteří obchodují na devizovém trhu a vytváří na něm zisk pro zaměstnavatele. Tento zisk je tvořen rozdílem mezi nákupní a prodejní cenou měn a je závislý na celkovém objemu realizovaných obchodů. Dealeři zastupují převážně velké komerční banky jako Citigroup (USA), JP Morgan (USA) Barclays (UK), UBS (Švýcarsko), či Deutsche Bank (Německo). V praxi si MNC většinou vytvoří online účet, prostřednictvím kterého komunikují s dealerem a zadávají mu požadavky na transakce. Nicméně v posledních letech byly vytvořeny nové platformy, které umožňují některým MNC zapojit se přímo do devizových transakcí s jinou MNC, čím jsou eliminovány potřeby využití dealerů a tedy i celkové náklady na transakci. Tyto platformy umožňují vyhledat uživatele s konkrétním objemem poptávky či nabídky měny.

Využívání dealerů převážně bankovních institucí k převodu měn je však stále v převaze, protože většina MNC upřednostňuje osobní přístup nebo přizpůsobení zakázky na míru, které poskytují jenom tradingové platformy. Výhodou využití bankovních institucí pro MNC také je, že kromě samotného převodu banky poskytují i další benefity jako:

- konkurenceschopnost nabídky devizové kurzu (zejména u velkých a stálých klientů),
- speciální služby, jako správa hotovosti nebo vyhledání těžko dostupných měn,
- rychlost vyřízení obchodů a vyřízení administrativních úkonů na straně banky,
- poradenství v oblasti vývoje devizových trhů, zahraničních ekonomik a zahraničního finančního prostředí, která souvisejí se zákazníky nebo dodavateli MNC,
- prognózování devizových kurzů relevantních pro ekonomické aktivity MNC.

2.1.2 Spotový a termínový devizový trh

Z hlediska technik provádění devizových operací rozlišujeme trh spotový a termínový, který v sobě zahrnuje trh forwardový, opční a trh futures. Základní rozdíl spočívá v termínu vypořádání transakce. Z hlediska objemu představují spotové transakce zhruba třetinu celkového obrátu na devizovém trhu. Jak uvádí Stavárek (2014), spotovou transakci lze charakterizovat jako bilaterální kontrakt, v němž jedna strana dodává určitý objem dané měny oproti přijetí odpovídající sumy jiné měny od obchodní protistrany. Devizový obchod se uskutečňuje za aktuálně platný devizový kurz s tím, že vypořádání obchodu a dodání měn na účty obchodních partnerů proběhne obvykle v průběhu dvou pracovních dnů. Vypořádání operací na devizovém trhu probíhá elektronickými převody prostřednictvím vypořádacích systémů jako SWIFT, nebo prostřednictvím sítě korespondenčních bank.

Termínové transakce se od spotových liší zejména v datu vypořádání obchodu, které je v budoucnosti. Na termínovém devizovém trhu jsou náležitosti transakce jako objem obchodu, měna, devizový kurz, datum vypořádání určeny v době uzavření obchodu, k doručení měn však dochází až ve stanoveném datu vypořádání. Nejčtenější splatnosti na termínovém devizovém trhu jsou do 7 dnů a pak 30 dnů a 90 dnů. Jak uvádí Stavárek (2014), kontrakty na 180, 270 a 360 dnů jsou rovněž relativně časté. MNC využívají termínové devizové transakce zejména k zajištění proti měnovému riziku, tzv. hedgingu. MNC si prostřednictvím uzavření termínového obchodu může zajistit výši devizového kurzu v budoucnosti a využít ho k prodeji nebo nákupu cizí měny bez rizika nepříznivého vývoje na spotovém devizovém trhu.

Kombinaci spotových a termínových obchodů nazýváme swapové obchody. Klasická podoba devizového swapu zahrnuje nákup příslušné devizy promptně za spotový kurz a zároveň dohodu o jejím budoucím zpětném prodeji na základě forwardového kurzu. Swapy mohou vzniknout také kombinací forwardových obchodů s různou dobou splatnosti.

2.1.3 Kótování devizových kurzů

Devizový kurz je cena jedné měny vyjádřená v jednotkách jiné měny a je tvořen jako každá jiná cena, tedy střetem nabídky a poptávky. Pro správné používání a interpretaci devizových kurzů je nezbytné nejdříve pochopit principy jejich kotace. V kotaci vystupuje jedna z měn v měnovém páru vždy jako jednotková, bazická, neboli referenční měna a jí také devizový kurz vyjadřuje. Devizový kurz 25 CZK/EUR je devizovým kurzem eura vyjádřeným v českých korunách. Když chceme vyjádřit devizový kurz koruny, je nutno v zápise přehodit jednotkovou měnu na českou korunu. Devizový kurz koruny vyjádřené prostřednictvím eura je pak 0,04 EUR/CZK. V každé transakci je pak důležité to, jestli se jednotková měna prodává nebo nakupuje.

Kotace spotového kurzu

Spotový kurz je devizový kurz měny s termínem dodání maximálně do dvou obchodních dnů. Na domácích klientských trzích se obvykle spotový kurz kótuje přímým kurzovým záznamem. Přímé kótování udává cenu jednotky zahraniční měny vyjádřenou v domácí měně. Z pohledu české koruny a eura je to například 25 CZK/EUR, jinými slovy, spotový kurz je 25 českých korun za 1 euro. Nepřímý kurzový záznam naopak uvádí, kolik jednotek zahraniční měny lze zakoupit za jednu jednotku domácí měny. Tato kotace je typická pro Velkou Británii a země na ní historicky navázané, pro naše poměry by to vypadalo například jako devizový kurz 0,04 EUR/CZK. Jak uvádějí Mandel a Durčáková (2014), na dnešním globálním devizovém trhu již rozlišování mezi přímým a nepřímým kótováním, není tak podstatné. Důležitější je již výše zmiňované správné rozlišení bazické měny, která je v kurzovém záznamu zapsána jako druhá. Všeobecný zápis spotového středového devizového kurzu je můžeme zapsat pomocí vztahu (4).

$$S(K/L) \quad (4)$$

kde S je hodnota spotového středového kurzu, K je spotový středový kurz měny K (měna na 2. pozici, bazická měna) a L je spotový středový kurz měny K vyjádřený v L (měna na 1. pozici). Když chceme získat devizový kurz měny na prvním místě kotace, je nutné prohodit kurz do jmenovatele:

$$S(K/L) = \frac{1}{S(L/K)} \quad (5)$$

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Středový devizový kurz amerického dolaru vyjádřený prostřednictvím českých korun je kotovaný v hodnotě 20 CZK/USD. Vypočítejte středový devizový kurz české koruny vyjádřený prostřednictvím amerického dolaru.

$$S(K/L) = \frac{1}{S(L/K)} \rightarrow 20 \text{ CZK/USD} = \frac{1}{20 \text{ CZK/USD}} \rightarrow S(L/K) = 0,05 \text{ USD/CZK}$$

Při obchodování s měnami je základem tzv. dvoucestná kotace, tedy kotace nákupního a prodejního kurzu. V odborné terminologii je nákupní kurz označován jako bid rate a prodejní kurz jako ask (offer) rate. Názvy kurzů jsou odvozené z pohledu dealera, tedy dealer za bid rate nakupuje cizí měnu a MNC mu ji prodává. Naopak, za ask rate dealer měnu prodává a tedy MNC nakupuje. Prodejní kurz je na devizovém trhu vždy vyšší než kurz nákupní, protože jinak by dealeri při devizových obchodech nerealizovali zisk a nebyly by tak motivovány k této činnosti. Pro devizový kurz eura vyjádřeného v českých korunách to může být tedy bid kurz 24,60 CZK/EUR a ask kurz 26,10 CZK/EUR.



ŘEŠENÁ ÚLOHA

Máte k dispozici následující nákupní a prodejní kurz CZK. Vypočítejte bid a ask kurz EUR na čtyři desetinná místa.

	bid	ask
EUR/CZK	0,0375	0,0425

$$\text{CZK/EUR}_{\text{BID}} = 1/A(\text{EUR/CZK}) = 1/0,0425 \text{ EUR/CZK} \rightarrow \text{CZK/EUR}_{\text{BID}} = \mathbf{23,5294}$$

$$\text{CZK/EUR}_{\text{ASK}} = 1/B(\text{EUR/CZK}) = 1/0,0375 \text{ EUR/CZK} \rightarrow \text{CZK/EUR}_{\text{ASK}} = \mathbf{26,6667}$$

Poznámka: Při výpočtech můžete uplatnit následující pravidla: a) obchodníkům prodej (ask) je klientův nákup a obchodníkům nákup (bid) je klientův prodej, b) nákup EUR za CZK znamená z hlediska protistrany prodej CZK za EUR, c) v konečném vyjádření musí platit vztah, že bid je vždy nižší jako ask kurz.

Výpočtem průměru bid a ask kurzu získáme středový kurz (midpoint rate). Když si bid kurz označíme jako $B(L/K)$ a ask kurz jako $A(L/K)$, pak středový kurz měny K získáme pomocí vzorce (6).

$$S(L/K) = (A(L/K) + B(L/K))/2 \quad (6)$$

Při práci s devizovými kurzy je nutné mít na paměti, že středový devizový kurz měny L se nemůže rovnat převrácené hodnotě středového kurzu měny K , výjimka nastává pouze tehdy, když se hodnoty ask a bid kurzu rovnají. Středový kurz měny L získáme tedy pomocí vzorce (7).

$$S(K/L) = (A(K/L) + B(K/L))/2 \quad (7)$$

Rozdíl mezi prodejním a nákupním kurzem se zas nazývá kurzové rozpětí (spread) a představuje základ zisku dealerů z obchodování, tedy transakční náklady pro klienta. Jak uvádí Stavárek (2014), pro nejlikvidnější měny a měnové páry se výše spreadu pohybuje zhruba v intervalu 0,02 – 0,05 %, přičemž s klesající likviditou výše rozpětí roste. Mezi další klíčové faktory ovlivňující úroveň spreadu patří náklady na uskutečňování obchodů, náklady obětovaných příležitostí spojených s držením měnových zásob, úroveň konkurence v obchodování s danou měnou, celkový objem obchodů s danou měnou, typ obchodovaného finančního instrumentu, aktuální ekonomická situace a samozřejmě riziko dané měny (volatilita devizového kurzu v čase). Spread v procentním vyjádření je možné vypočítat pomocí vzorce (8).

$$\% \text{ spread}(L/K) = (A(L/K) - B(L/K))/(A(L/K)) * 100 \quad (8)$$

ŘEŠENÁ ÚLOHA

Dealer banky kótuje následující kurzy amerického dolaru. Vypočtete středový kurz a zjistěte výši spreadu v procentuálním vyjádření.

	Bid	Ask
CZK/USD	19,50	20,50

$$S(K/L) = (A(K/L) + B(K/L))/2 = (20,50 + 19,50)/2 \rightarrow \mathbf{20 \text{ CZK/USD}}$$

$$\% \text{ spread } (L/K) = (A(L/K) - B(L/K)) / (A(L/K)) * 100$$

$$\% \text{ spread } (L/K) = ((20,50 \text{ CZK/USD} - 19,50 \text{ CZK/USD}) / 20,50 \text{ CZK/USD}) * 100$$

→ % spread je 4,89 %.

Křížové devizové kurzy

Převážná většina kotací devizových kurzů jednotlivých měn je uváděna za pomoci primárních měn. V minulosti byl primární měnou pouze americký dolar, v současnosti mezi primární měny řadíme také britskou libru, švýcarský frank a euro. Elektronické systémy sice umožňují dohledání a výpočet jakéhokoliv měnového páru, pro potřeby manažera MNC je však vhodné pochopit princip získání devizového kurzu mezi dvěma měnami, z níž ani jedna není primární. Na devizových trzích může z krátkodobého hlediska docházet k nerovnosti devizových kurzů na jednotlivých obchodních místech. Tyto nerovnosti je možné využít ve formě arbitráže, čili operace na devizovém trhu, která přinese bezrizikový zisk.

Základem jsou křížové kurzy, které lze vypočítat pomocí dvou měnových párů obsahujících tři měny. Při výpočtu je potřeba určit domácí a zahraniční měnu. Při použití devizových kurzů v podobě, ve které je společná měna na druhé pozici, je možné vydělit devizové kurzy a eliminovat tak třetí měnu. Pro výpočet kurzu $S(L/J)$ přes kurz společné měny tedy platí na rovnovážných trzích tzv. křížové pravidlo (9).

$$S(L/J) = (S(L/K)) / (S(J/K)) \quad (9)$$

Pokud uvažujeme reálnější příklad, kdy je nutné rozlišit také nákupní a prodejní devizový kurz, pak je nutné použít vztahy (10) a (11).

$$A(L/J) = (A(L/K)) / (B(J/K)) \quad (10)$$

$$B(L/J) = (B(L/K)) / (A(J/K)) \quad (11)$$

Jak je vidět, při existenci dvoucestného kótování je výpočet o něco složitější, vychází však z jednoduchého pravidla, tedy vždy z horší varianty pro klienta, protože obchodník se snaží dosáhnout co největšího spreadu u počítaného měnového páru, který se dosáhne tak, že se použije kombinace zaručující minimální bid a maximální ask. Dalším pravidlem je to, že když se jedna měna nakupována za bid kurz, zároveň ji někdo musí prodávat za ask kurz.

Je-li u jednoho měnového páru společná měna na pozici domácí měny a u druhého je na pozici měny zahraniční, pak je při výpočtu křížového kurzu možné postupovat dvěma způsoby. Buď si převedeme kurzy tak, aby společná měna byla na stejné pozici, a využijeme vztahy (9), (10) a (11), nebo převod měny zakomponujeme přímo do výpočtu a upravíme ho do následující podoby (12).

$$S(L/J) = S(L/K) * S(K/J) \quad (12)$$

Při zohlednění nákupního a prodejního kurzu měny jsou vztahy upraveny do podoby (13) a (14).

$$A(L/J) = A(L/K) * A(K/J) \quad (13)$$

$$B(L/J) = B(L/K) * B(K/J) \quad (14)$$



ŘEŠENÁ ÚLOHA

Představte si, že jste finančním manažerem MNC, která chce nakoupit 1 milion USD za CZK. Jaký kurz nabídne společnosti dealer banky a jaké budou korunové náklady nákupu 1 milionu dolarů? K dispozici máte následující kotace devizových kurzů:

	bid	Ask
CZK/EUR	24,50	25,20
EUR/USD	1,2511	1,2590

$$A(L/J) = A(L/K) * A(K/J) = 25,20 * 1,2590 \rightarrow \text{CZK/USD}_{\text{ASK}} = 31,7268$$

Kotace forwardového kurzu

Termínové kurzy bývají v praxi kótovány několika způsoby, přičemž závisí na konkrétním termínovém obchodu s cizí měnou. Forwardové kurzy, které představují realizační cenu, za kterou se vypořádávají forwardové obchody, se kótují hned třemi způsoby. Na mezinárodních trzích se používá tzv. outright kotace, nebo kotace ve swapových bodech. Své opodstatnění má také kotace v procentech. Při outright kotaci se uvádí celé kurzové hodnoty, tedy například *outright forward středový kurz na jeden měsíc: 25,5420 CZK/EUR*. Kotace v procentech uvádí termínovou prémii nebo diskont v procentuálním vyjádření, což umožňuje přímé porovnání termínové premie nebo diskontu s úrokovým diferencíálem.

Tyto kotace se vypočítávají zejména pro středové kurzy. V případě, že je domácí měna kótována přímo, pak je možné využít vztah (15).

$$f\% = \frac{F(L/K) - S(L/K)}{S(L/K)} * \frac{360}{n} * 100 \quad (15)$$

V proměnných jsme si tedy dále zavedli $f\%$, které představuje forwardovou kotaci v procentech a F , které představuje forward středový kurz. V případě, že je domácí měna kótována nepřímo, je možné využít vztahu (16).

$$f\% = \frac{S(L/K) - F(L/K)}{F(L/K)} * \frac{360}{n} * 100 \quad (16)$$

Kotace forward kurzu ve swapech je v případě přímé kotace dána pouze rozdílem forwardového kurzu outright a spotového kurzu. Abychom výsledek převedli na celá čísla, tzv. body, násobíme absolutní rozdíl mezi kurzy číslem X , které má při tradiční kotaci hodnotu 10 000. Použijeme tedy následující vztah (17).

$$\text{Swapové body} = (F - S) * X \quad (17)$$

Při swapových bodech nejsou uváděná znaménka, proto je pro jejich interpretaci nutné poznat, že jestli je hodnota bodů bid větší než hodnota bodů ask, pak jde o diskont. U prémie platí opak. Jedině tak je dodržena zásada, že spread u forwardových kurzů musí být vyšší jako u spotových. Druhým pravidlem, které platí pro spotové i forwardové kurzy je, že bid kurz je vždy nižší jako ask kurz. Příklad kotace forward kurzu s různou dobou splatnosti je uveden v tabulce č. 1.

Tabulka 1: Příklad kotace forwardového kurzu

splatnost	CZK/EUR	
	bid	ask
spot	25,85	25,864
1 den	0,183	0,157
1 týden	0,6	0,4
1 měsíc	2,99	2,61

Zdroj: Vlastní zpracování

2.1.4 Interpretace pohybů devizových kurzů

Finanční manažeři MNC by měli kontinuálně sledovat pohyby devizových kurzů, protože jejich vývoj ovlivňuje cash flow a tím pádem také na hodnotu MNC. Pro jejich rozhodování není zásadní jenom aktuální výše devizového kurzu, ale také vývoj faktorů, které mohou ovlivnit jejich budoucí hodnotu. Determinantům devizových kurzů se věnuje

mnoho ekonomických teorií. Pro potřeby objasnění základních vztahů však stačí uvést zásadní ekonomické veličiny, které je nutné při predikci vývoje devizových kurzů brát v potaz. Mezi základní faktory, které by měly být sledovány v ekonomikách s určitou formou flexibilního devizového kurzu, patří:

- relativní míry inflace,
- relativní úrokové sazby,
- relativní úrovně příjmů,
- operace centrálních bank na devizových trzích,
- tržní očekávání vývoje devizových kurzů.

Pro manažery MNC je z hlediska finančního řízení zásadní vztah mezi spotovým a termínovým kurzem daného měnového páru. Absolutní rozdíl mezi termínovým a spotovým kurzem ukazuje, zda se daná měna termínově obchoduje s premií nebo diskontem. Pokud se měna obchoduje s termínovou premií, F je tedy větší než S , pak to indikuje předpoklad jejího posílení. Naopak, když se měna obchoduje s termínovým diskontem, F je tedy nižší než S , pak trh předpokládá její budoucí oslabení.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Vyhledejte si aktuální spotový kurz a forwardové devizové kurzy CZK/EUR a určete, zda se euro obchoduje s termínovou premií nebo s diskontem. Předpokládáte posílení nebo oslabení eura? Jak byste interpretovali závěry z devizového kurzu EUR/CZK?

Samotná změna devizového kurzu bývá nazývána apreciací (zhodnocením) nebo depreciací (znehodnocení). Depreciace domácí měny znamená, že hodnota domácí měny klesá v poměru k zahraniční měně, což u přímého kótování znamená nárůst devizového kurzu (18.10 CZK/USD → 18.80 CZK/USD). Appreciace domácí měny naopak znamená, že hodnota domácí měny roste v poměru k zahraniční měně, což u přímého kótování znamená pokles devizového kurzu (18.10 CZK/USD → 17.60 CZK/USD). Procentuální vyjádření této změny je možné vypočítat pomocí vztahu (18).

$$\Delta S \% = \frac{S_1 - S_0}{S_0} * 100 \quad (18)$$

Ve vztahu (18) nám S_1 vyjadřuje současnou hodnotu devizového kurzu a S_0 vyjadřuje minulou hodnotu devizového kurzu.



ŘEŠENÁ ÚLOHA

Je zadán devizový kurz eura v základním a běžném období. Vypočtete procentní změnu devizového kurzu eura v obou případech. Určete, zda euro zhodnotilo nebo znehodnotilo.

$S_0 = 24,20$ CZK/EUR

$S_1 = 26,70$ CZK/EUR

$$\Delta S \% = \frac{S_1 - S_0}{S_0} * 100 = (26,7 - 24,2) / 24,2 * 100 = 10,33 \%$$

Euro zhodnotilo o **10,33 %**.

Poznámka: Česká koruna v tomto případě znehodnotila. Nikoliv však o -10,33 %, ale o -9,2 %. K výpočtu procentuální změny koruny je nutno převést devizové kurzy na kotaci české koruny!

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Vyhledejte si aktuální a historické devizové kurzy eura vyjádřeného prostřednictvím českých korun. Určete, která měna zhodnotila a která znehodnotila v průběhu posledního roku. Jaké ekonomické faktory přispěly k danému kurzovému vývoji?

2.1.5 Derivátové kontrakty na devizovém trhu

Měnový derivát představuje kontrakt oceněn cenou, která je částečně odvozená z hodnoty podkladové měny. V MNC jsou nejčastěji využívány tři druhy měnových derivátů:

- Forwardové kontrakty,
- Měnové futures kontrakty,
- Měnové opční kontrakty.

MNC tyto měnové deriváty využívají zejména k zajištění vůči devizovému riziku, bližší specifikaci těchto měnových derivátů proto najdete v kapitole věnované zajištění.

2.2 Mezinárodní peněžní trh

Podniky jsou častokrát při řízení svého cash flow závislé na půjčení krátkodobých finančních prostředků. Krátkodobé finanční prostředky je možné získat přes bankovní úvěr. Komerčním bankám poskytují prostředky jednotlivci nebo místní institucionální investoři prostřednictvím bankovních vkladů a ty je pak používají k úvěrování. Další možnost krátkodobého financování je vydávání krátkodobých cenných papírů, které nakupují místní investoři. Domácí peněžní trh v každé zemi slouží k převodu krátkodobých prostředků denominovaných v místní měně z místních přebytkových jednotek (spořitelů) do místních deficitních jednotek (dlužníků). Růst mezinárodních obchodů však způsobil, že podniky nebo vlády v konkrétní zemi potřebují krátkodobé prostředky denominované v měně, která se

liší od jejich domácí měny. Důvodem může být potřeba financí k úhradě za importované dodávky v cizí měně a tímto způsobem se podnik vyhne konverzi měn, nebo i když potřebují prostředky na podporu místních operací, mohou zvažovat půjčky v měně, ve které je úroková sazba nižší. Tato strategie je zvláště žádoucí, pokud budou mít v budoucnu pohledávky v této měně. Dalším případem, kdy mohou finanční manažeři zvažovat půjčky v cizí měně, je situace, u které se předpokládá její budoucí znehodnocení proti domácí měně. Podnik by tak byl schopen splácet půjčku za příznivější devizový kurz, skutečné náklady na půjčku by byly nižší než úroková sazba této cizí měny.

Mezinárodní peněžní trh je zajímavý pro MNC nejen z hlediska výhodnějšího půjčování finančních prostředků. MNC zde mohou také investovat. Vyplatí se investování do měny, která má předpoklad budoucí apreciace vůči domácí měně, protože budou moci tuto měnu převést na domácí měnu s výhodnějším směnným kurzem a skutečná návratnost investice by tak byla vyšší než kótovaná úroková sazba této cizí měny. Investovat do cizí měny se vyplatí zejména kvůli úrokovému diferenciatu. Úroková sazba, kterou lze získat z krátkodobých investic denominovaných v některých jiných měnách může být vyšší než domácí. Úrokové míry peněžního trhu se v některých měnách výrazně liší. Důvodem jsou rozdíly v interakci celkové nabídky krátkodobých disponibilních prostředků (bankovních vkladů) v určité zemi versus celkový požadavek na krátkodobé finanční prostředky ze strany dlužníků v dané zemi. Pokud existuje velká nabídka úspor vzhledem k poptávce po krátkodobých prostředcích, bude úroková sazba pro tuto zemi relativně nízká. Například japonské krátkodobé úrokové sazby jsou proto z tohoto důvodu velmi nízké. Naopak, pokud existuje silná poptávka po půjčování měny a nízká nabídka úspor v této měně, úroková sazba bude relativně vysoká. Úrokové sazby v rozvojových zemích jsou obvykle vyšší než sazby v jiných zemích.

2.2.1 Vývoj mezinárodního peněžního trhu

Pohnutí na krátkodobé půjčování v cizích měnách a krátkodobých investic v cizích měnách vedly právě k vytvoření mezinárodního peněžního trhu. Mezinárodní peněžní trh v současnosti zahrnuje velké banky v zemích po celém světě. Při vytváření jeho současné podoby sehrály důležitou úlohu zejména evropský a asijský peněžní trh.

Evropský peněžní trh

Počátky evropského peněžního trhu lze spojit s počátkem euroměnového trhu, který se rozvinul během šedesátých a sedmdesátých let. Vzhledem k tomu, že v tomto období rozšířily svou činnost také MNC, je nesporné, že mezinárodní finanční zprostředkování se v té době vyvinulo tak, aby v co největší míře vyhovovalo jejich potřebám. Vzhledem k tomu, že americký dolar byl široce využíván i zahraničními zeměmi jako prostředek k mezinárodnímu obchodu, existovala konzistentní potřeba dolarů také v Evropě. MNC z USA uskutečňující mezinárodní obchod s evropskými zeměmi, ukládaly americké dolary do evropských bank. Banky byly ochotny přijmout vklady, protože zas mohly půjčovat dolary firemním zákazníkům se sídlem v Evropě. Tyto dolarové vklady v bankách v Evropě (a

také na jiných kontinentech) se staly známými jako Eurodolary a trh s Eurodolary se stal známým jako euroměnový trh (euroměna v tomto pojetí nemůže být zaměňována s eurem). Růst měnového trhu byl tehdy stimulován regulačními změnami v USA. Například, když USA v roce 1968 omezily zahraniční půjčky amerických bank, zahraniční dceřiné společnosti amerických MNC získávaly americké dolary od bank v Evropě prostřednictvím euroměnového trhu. Stejně tak, když byly stanoveny stropy na úrokové sazby placené z amerických dolarových vkladů, americké MNC převedly své prostředky na evropské banky, které nepodléhaly stropům.

Rostoucí význam OPECu (Organizace zemí vyvážejících ropu) také přispěl k růstu euroměnového trhu. Vzhledem k tomu, že OPEC obecně realizuje platby za ropu v dolarech, země OPEC začaly využívat euroměnový trh, aby ukládaly část svých příjmů z ropy. Tyto vklady denominované v dolarech jsou známé také jako petrodolary. Výnosy z ropy uložené v bankách byly zas vypůjčovány zemím dovážejícím ropu, které nedisponovaly hotovostí. Díky půjčkám tyto země mohly nakupit více ropy, což v konečném důsledku způsobilo, že finanční prostředky byly opět převedeny do zemí vyvážejících ropu, což zase iniciovalo nové vklady. Tento proces recyklace byl pro některé země důležitým zdrojem finančních prostředků. Dnes se termín euroměnový trh nepoužívá tak často jako v minulosti, protože bylo vyvinuto několik dalších mezinárodních finančních trhů. Evropský peněžní trh je však stále důležitou součástí sítě mezinárodních peněžních trhů.

Asijský peněžní trh

Stejně jako evropský peněžní trh, asijský peněžní trh vznikl jako trh zahrnující převážně vklady dolarů, proto byl původně znám jako asijský dolarový trh. Trh se také vyvinul tak, aby odpovídal potřebám podniků, které používaly americký dolar (a některé další cizí měny) jako prostředek výměny při mezinárodním obchodě. Jak uvádí Madura (2017), tyto podniky nemohly spoléhat na banky v Evropě kvůli vzdálenosti a různým časovým pásmům. Dnes je asijský peněžní trh, jak se nyní nazývá, zaměřen na Hongkong a Singapur, kde velké banky přijímají vklady, a půjčují v různých cizích měnách. Hlavními zdroji vkladů na asijském peněžním trhu jsou MNC s nadměrnou hotovostí a také vlády. Hlavními dlužníky na tomto trhu jsou především MNC. Asijský peněžní trh je také znám pro mezibankovní půjčky. Banky, které mají více kvalifikovaných žadatelů o úvěr, než mají vlastní kapacity, využívají mezibankovní trh k získání dodatečných finančních prostředků. Banky na asijském peněžním trhu si také běžně půjčují nebo půjčují bankám na evropském trhu.

2.2.2 Riziko mezinárodního peněžního trhu

Peněžní trh je obecně vnímán jako trh s poměrně nízkou mírou rizika. Nejméně rizikové instrumenty peněžního trhu představují zejména státní pokladniční poukázky a státní dluhopisy se splatností do jednoho roku. Když srovnáme úrokové sazby státních instrumentů peněžního trhu s instrumenty MNC, pak je zřejmé, že díky vyššímu riziku selhání u MNC jsou pro ně úrokové sazby o něco vyšší. Vzhledem ke splacení nominální hodnoty cenného

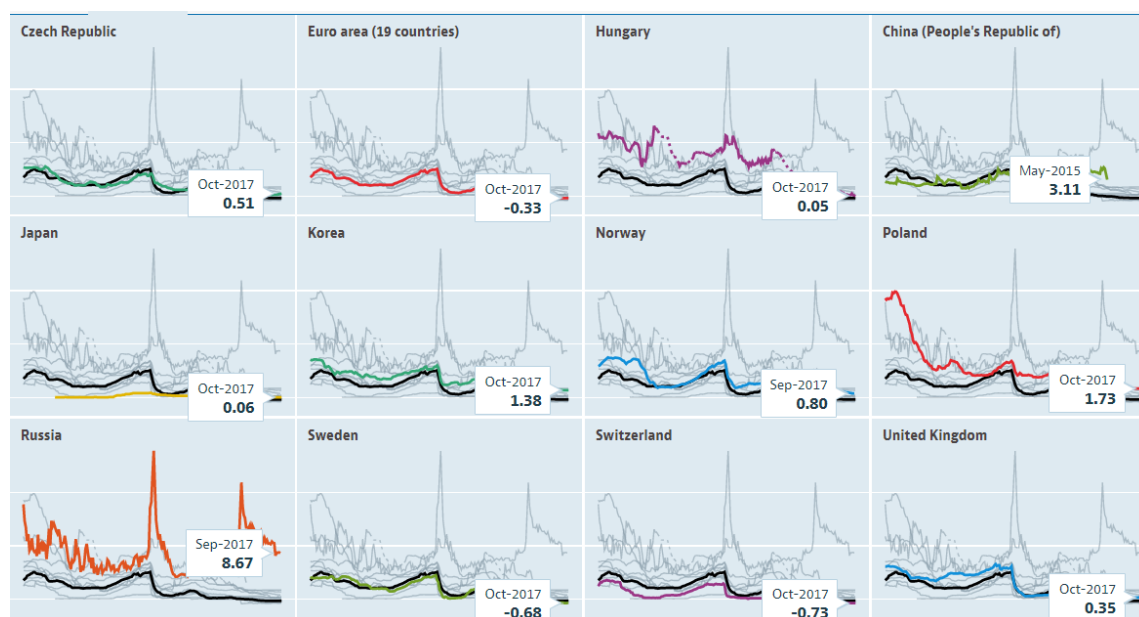
papíru obvykle do jednoho roku se častokrát investoři nezajímají o finanční kondici emitenta tak, jako u dlouhodobějších instrumentů. Přesto se však stává, že i na peněžním trhu dochází k selhání.

Instrumenty peněžního trhu jsou také vystaveny kurzovému riziku, a to když měna, ve které jsou cenné papíry denominovány, je odlišná od domácí měny investora. Například výnosnost investice může být redukována, když měna, ve které je denominován cenný papír, oslabí vůči měně investora. Z toho vyplývá, že i přestože cenný papír nenese žádné kreditní riziko, investoři mohou ztratit finanční prostředky kvůli devizovému riziku.

2.2.3 Úrokové sazby peněžního trhu napříč zeměmi

Využití různých peněžních trhů MNC závisí na konkrétní výši úrokových sazeb a riziku. Kótované úrokové sazby peněžního trhu pro různé měny jsou znázorněny pro období od ledna 2000 do října 2017 na obrázku č. 5 (černá linka znázorňuje vývoj v eurozóně).

Obrázek 5: Úrokové sazby peněžního trhu vybraných zemí za říjen 2017



Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů získaných z databáze OECD (<https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>)

Všimněte si, jak se míry peněžního trhu v některých měnách výrazně liší. Důvodem jsou rozdíly v interakci celkové nabídky krátkodobých disponibilních prostředků (bankovních vkladů) v určité zemi versus celkový požadavek na krátkodobé finanční prostředky ze strany dlužníků v dané zemi. Pokud existuje velká nabídka úspor vzhledem k poptávce po krátkodobých prostředcích, bude úroková sazba pro tuto zemi relativně nízká. Japonské krátkodobé úrokové sazby jsou proto z tohoto důvodu velmi nízké. Naopak, pokud existuje silná poptávka po půjčování měny a nízká nabídka úspor v této měně, bude úroková sazba poměrně vysoká. Úrokové sazby v rozvojových zemích jsou obvykle vyšší než sazby v

jiných zemích. Sazby peněžního trhu jsou ve významné míře ovlivněny také politikou centrální banky, všimněte si například, jak se záporné základní sazby Evropské centrální banky promítají do záporných úrokových sazeb peněžního trhu.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Za pomoci relevantních internetových zdrojů dohledejte aktuální výše úrokových sazeb peněžního trhu a zhodnoťte, co je případnou příčinou jejich zvýšení či snížení.

2.3 Mezinárodní úvěrový trh

Nadnárodní společnosti a domácí firmy mohou získávat střednědobé finanční prostředky prostřednictvím termínovaných půjček také od finančních institucí umístěných na zahraničních trzích. Úvěry se splatností delší jako jeden rok, které banky poskytují MNC nebo vládním institucím, se běžně nazývají tzv. Eurocredits. Tyto půjčky jsou poskytovány na takzvaném Eurocredit trhu. Úvěry mohou být denominovány v dolarech nebo v mnoha jiných měnách a obvykle mají splatnost 5 let.

Vzhledem k tomu, že se běžně stává, že banky akceptují krátkodobé vklady a poskytují dlouhodobější úvěry, splatnost aktiv a závazků neodpovídá. Tato situace může mít nepříznivý vliv na výkonnost banky zejména během období rostoucích úrokových sazeb. Aby se zabránilo tomuto riziku, banky běžně používají půjčky s pohyblivou sazbou. Úroková sazba se pohybuje v souladu s pohybem některé referenční tržní úrokové sazby, častokrát jsou to mezibankovní úrokové sazby, např. LIBOR. Jako příklad je možné uvést Eurocredit úvěr s úrokovou sazbou, která se upravuje každých 6 měsíců a je nastavena na "LIBOR plus 3%". Úrokové prémie vyplacené nad LIBOR pak závisí na úvěrovém riziku dlužníka. LIBOR se v jednotlivých měnách liší, protože nabídka na trhu a poptávka po finančních prostředcích se mezi jednotlivými měnami liší. Po zavedení eura jako národní měny pro mnoho evropských zemí je klíčová měna pro mezibankovní transakce ve většině Evropy euro. Pojem "euro-bor" je proto široce používán, aby odrazil míru mezibankovní nabídky na eurech.

Mezinárodní úvěrový trh je dobře rozvinutý nejen v Evropě, ale také v Asii, Severní Americe a rozvíjí se v Jižní Americe. Je však nutné poznamenat, že některé regiony jsou pravidelně postiženy hospodářskou krizí, která zvyšuje úvěrové riziko. Finanční instituce mají tendenci snižovat svoji účast na těchto trzích, když úvěrové riziko stoupá. Takže i když jsou finanční prostředky na mnoha trzích široce dostupné, tak se obvykle pohybují směrem k trhům, kde jsou stabilní ekonomické podmínky, a úvěrové riziko je přijatelné.

2.3.1 Standardizace pravidel úvěrového trhu na globální úrovni

K rozvoji úvěrových trhů přispěla také řada regulací. Postupem času se regulace týkající se úvěrového trhu staly více standardizované. Nejvýznamnější regulační opatření, která umožňují konkurenceschopnější globální podmínky, jsou pravidla pro kapitálovou přiměřenost a kvalitativní prvky řízení bank Basel III a Jednotný evropský akt, ze kterého pro mezinárodní úvěrový trh vyplývají zejména tato zásadní fakta:

- kapitál může volně proudit po celé EU,
- banky mohou v EU nabízet širokou škálu půjček, leasingu a cenných papírů,
- pravidla týkající se hospodářské soutěže, fúzí a daní jsou v celé EU obdobná,
- banka založená v jedné ze zemí EU má právo expandovat do jakékoli nebo všech ostatních zemí EU.

V důsledku tohoto kroku se nejen rozšířily aktivity bank po celé Evropě, ale také vzrostla jejich efektivita. Ke globalizaci také přispělo to, že banky vstupující na evropské trhy dostávají stejné bankovní pravomoci jako ostatní banky.

2.3.2 Syndikované úvěry

Když jedna banka není ochotná nebo schopna půjčit vysokou finanční částku, kterou potřebuje určitá MNC, je možné využít syndikát bank. V syndikátu se podílí každá banka na půjčování v jisté formě a podílu. Vedoucí banka je odpovědná za vyjednávání podmínek s dlužníkem. Vedoucí banka následně uspořádá skupinu bank k upsání půjčky. Syndikát bank je obvykle formován do šesti týdnů. V případech, kdy je dlužník dobře znám, je syndikát vyformován za podstatně kratší čas, protože proces úvěrového hodnocení je významně zkrácen.

Dlužníci v rámci syndikovaného úvěru platí kromě jistiny a úroků z úvěru také různé poplatky. Poplatky představují náklady za front-end management, náklady na organizaci syndikátu a upisování úvěru. Navíc je každoročně účtován poplatek za závazky ve výši zhruba 0,25 - 0,50 % za nevyužitou část dostupného úvěru poskytnutého syndikátem. Syndikované úvěry mohou být denominovány v různých měnách. Úroková sazba závisí na měně úvěru, splatnosti úvěru a bonitě dlužníka. Úrokové sazby ze syndikovaných úvěrů se obvykle odvíjejí od pohybů mezibankovních úrokových sazeb. Syndikované úvěry nejen snižují riziko selhání velké půjčky na míru účasti pro každou jednotlivou banku, ale mohou také přidat další pobídku pro dlužníka ke splacení úvěru, protože jeho selhání snižuje pravděpodobnost poskytnutí další půjčky u více bank. Z pohledu bank syndikované úvěry zvyšují pravděpodobnost okamžité splátky.



ÚKOL K ZAMYŠLENÍ

Přečtěte si následující stručnou charakteristiku nedávné finanční krize a zkuste objasnit, jaký to mělo dopad na úvěry (standardní či syndikované) poskytované pro MNC.

Na přelomu let 2007 až 2008 zaznamenal trh USA úvěrovou krizi, která byla způsobena podstatným selháním hypoték s nižší kvalitou. Tato situace se postupně přelila do dalších sfér ekonomiky. Finanční instituce držící hypotéky nebo cenné papíry založené na hypotékách zaznamenaly velké ztráty. Vzhledem k tomu, že ekonomika USA oslabila, investoři se oprávněně obávali, že by mohlo selhat více firem, a tak přesunuli své prostředky z rizikových cenných papírů. Vzhledem ke globální integraci finančních trhů se problémy na finančních trzích USA rozšířily také na jiné trhy. Některé finanční instituce se sídlem v Asii a Evropě běžně obchodují s cennými papíry, které jsou emitované v jiné zemi. Kromě toho oslabení ekonomik způsobila snížení poptávky po importu z jiných zemí. Úvěrová krize USA tak narostla do mezinárodní úvěrové a finanční krize.

2.4 Mezinárodní dluhopisový trh

MNC, stejně jako domácí firmy, mohou získat dlouhodobé finanční prostředky vydáváním dluhopisů na svých domácích trzích, alečastokrát využívají také trhy mezinárodní.

2.4.1 Důvody pro vydávání dluhopisů na mezinárodních trzích

MNC se rozhodují vydávat dluhopisy na mezinárodních trzích zejména ze tří důvodů:

- silnější poptávka na cizích trzích,
- potřeba finančních prostředků v cizí měně,
- financování s nižší úrokovou sazbou.

Emitenti si uvědomují, že mohou být schopni přitáhnout širší okruh zájemců o jejich dluhopisy emisí svých dluhopisů v určité cizí zemi spíše než v jejich domovské zemi. Některé země mají omezenou základnu pro investory, jsou to typicky finanční systémy založené spíše na bankách (tzv. B-system). Na druhé straně, MNC mohou upřednostňovat financování určitého zahraničního projektu v určité měně, a proto se mohou pokusit získat finanční prostředky přímo tam, kde je tato měna využívána. Financování v cizí měně bývá také motivováno nižší úrokovou sazbou na cizích trzích, což umožňuje snížit náklady na financování, i když je zde nutné brát v potaz možné kurzové riziko. Významnými účastníky mezinárodního trhu s dluhopisy jsou zejména institucionální investoři, jako komerční banky, podílové fondy, pojišťovny a penzijní fondy. Někteří institucionální investoři raději investují na mezinárodních trzích, pokud mohou získat vyšší výnosy z dluhopisů denominovaných v cizích měnách.

Mezinárodní dluhopisy jsou typicky klasifikovány jako zahraniční dluhopisy nebo eu-robondy. Zahraniční dluhopis vydává emitent, který je nerezidentem v zemi emise. Například německá MNC vydává dluhopisy denominované v amerických dolarech, obchodované na trhu v USA. Speciálním druhem dluhopisů jsou tzv. duální dluhopisy, které jsou charakteristické tím, že jejich výnosy jsou vypláceny v jiné měně, než byly emitovány.

Například je to dluhopis emitován v EUR a s kupónovými platbami vyplácenými v USD. Euroobligace (eurobonds) jsou vydávány ve směnitelných měnách s převahou hlavních světových měn a jsou obchodovány na trhu třetí země.

2.4.2 Eurobondový trh

Eurobondový trh je trh dluhopisů emitovaných v jiné měně, než je oficiální měna země emise. Jako příklad eurobondu je možné uvést dluhopis americké MNC vydaný v japonských jenech a obchodovaný na burze v Londýně. Eurobonds se staly velice populárním prostředkem k získávání finančních prostředků také proto, že v některých případech obcházejí registrační požadavky. Nové MNC založené na rozvíjejících se trzích častokrát financují svůj růst přes trh eurobondů, musí však platit rizikovou prémii. Eurobonds mají několik charakteristických rysů. Obvykle jsou vydávány na doručitele, což znamená, že neexistují žádné záznamy o vlastnictví. Kuponové platby se provádějí každoročně. Některé eurobonds mají doložku o konvertibilitě, která jim umožňuje převést je na určitý počet akcií běžných akcií. Některé eurobonds, nazývané floating rate notes, mají variabilní úrokovou sazbu, která časově upravuje kupónovou sazbu podle aktuálních tržních sazeb.

Eurobonds jsou běžně denominovány v několika měnách. Nejčastěji je to v amerických dolarech, ale postupně se stále častěji používá také euro. Velmi nízké úrokové sazby v Japonsku zas motivovaly k emisi bondů v japonských jenech. Vzhledem k tomu, že úrokové sazby pro každou měnu a úvěrové podmínky se neustále mění, popularita jednotlivých měn na trhu eurobondů se v průběhu času může měnit.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Eurobonds k financování svých finančních potřeb využívají například McDonald's, Walt Disney, Guinness, Nestlé a Volkswagen. Z rozvíjejících se trhů, ve kterých MNC využívají eurobonds, můžeme uvést například Chorvatsko, Ukrajinu či Rumunsko. Za pomoci relevantních internetových zdrojů dohledejte příklady dalších eurobondových emisí.

2.5 Mezinárodní akciový trh

MNC a domácí firmy mohou získávat dlouhodobé finanční prostředky emisí akcií na domácích trzích. MNC však mohou také přilákat prostředky od zahraničních investorů emisí akcií na trzích mezinárodních. Pokud emise probíhá na několika trzích, pak je obvykle nabídka akcií prodána rychleji. Kromě toho, emise akcií v cizí zemi může přispět k zvýšení zdejšího image MNC. V neposledním řadě mohou být emise v cizí zemi realizovány za lepších podmínek. Existence různých primárních trhů poskytuje podnikům možnost volby. Konkurence mezi různými trhy s novými emisemi pak vede k zefektivňování obchodů.

Rozhodnutí o tom, kam umístit akcie může být také učiněno na základě lokalizace ekonomických aktivit MNC. MNC může například využít emise akcií na trzích, kde předpokládá dostatek budoucích peněžních toků na pokrytí dividend. Z pohledu potenciálních investorů je pak důležité, aby bylo možné eventuálně akcie prodávat na sekundárních trzích. MNC, které potřebují velké množství finančních prostředků, někdy vydávají akcie mimo domácí trh kvůli likviditě cizího trhu. Například česká MNC by měla při emisi akcií na českém trhu poměrně omezenou akcionářskou základnu. Vydáním akcií na likvidnějších trzích taková firma navíc diverzifikuje akcionářskou základnu, která může snížit volatilitu cen akcií způsobenou nákupem a prodejem pouze institucionálními investory.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



K rozvoji využívání mezinárodních akciových trhů přispěl také vznik eurozóny. V minulosti potřebovala MNC s ekonomickými aktivitami po celé Evropě jinou měnu v každé zemi, ve které podniká, a proto si obvykle půjčovala měny od místních bank v těchto zemích. Nyní je možné využít eura k financování svých ekonomických aktivit v několika evropských zemích. MNC tedy může být schopna získat veškeré finanční zdroje s jednou akciovou nabídkou, v níž je akcie denominována v eurech. MNC pak mohou využít část výnosů (v eurech) na vyplacení dividend akcionářům, kteří koupili akcie. Za pomoci internetu dohledejte MNC, kterým v tomto směru zavedení eura ulehčilo emise akcií.

2.5.1 Depozitní stvrzenky

MNC také získávají kapitálové financování pomocí depozitních stvrzenek, což jsou stvrzenky představující svazky akcií. Depozitní stvrzenky jsou cenné papíry, které jsou obchodovány na cizím finančním trhu, avšak jsou kryty akciemi emitovanými domácími akciovými společnostmi. Depozitní stvrzenky se vyskytují v několika základních formách. Nejběžnější jsou americké depozitní stvrzenky ADR (American depositary receipt), které jsou obchodovány na burzách v USA. Využívání ADR obchází některé požadavky na emise, které jsou kladeny na nabídky akcií USA, a přesto umožňuje neamerickým MNC získat finanční prostředky na americký trh. Trh ADR vzrostl zejména po privatizaci podniků na počátku 90. let 20. století, neboť některé z těchto společností vydaly ADR, aby získaly financování. Depozitní stvrzenky se vyskytují i ve formě globálních depozitních stvrzenek GDR (global depositary receipt), euro depozitních stvrzenek EDR (European depositary receipt) a New York Shares NYS. GDR jsou na rozdíl od ADR kótovány na evropských burzách, především v Londýně nebo Lucembursku. Jak ADR, tak i GDR jsou emitovány v amerických dolarech, výrazně menší část stvrzenek je vydávána v eurech (EDR).

Vzhledem k tomu, že depozitní stvrzenky lze obchodovat stejně jako běžné akcie, jejich cena se denně mění v závislosti na podmínkách poptávky a nabídky. Postupně by se však

hodnota depozitních stvrzenek měla pohybovat společně s hodnotou odpovídajících akcií, které jsou kótovány na zahraniční burze cenných papírů po měnové konverzi.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Jako příklad využití ADR pro financování MNC je možné zmínit společnosti Nokia (NOK, Finsko), Heineken (HINKY, Nizozemsko) či Credit Suisse Group (CS, Švýcarsko). Za pomoci relevantních internetových zdrojů dohledejte příklady využití GDR a EDR.

2.5.2 Trendy na mezinárodních akciových trzích

Některé zahraniční akciové trhy jsou mnohem menší než jiné, což vyplývá zejména z velikosti a úrovně ekonomiky, počtu firem a v neposlední řadě ze způsobu financování, které může být závislé spíše na bankách než na finančních trzích. Za historicky nejvýznamnější akciový trh je považován trh USA, nicméně v roce 2000 se burza v Amsterdamu, Bruselu a Paříži spojila a vytvořila trh Euronext. Posléze se k nim připojila také lisabonská burza. V roce 2007 se ke společnosti Euronext připojila NYSE a vytvořil se tak NYSE Euronext, což je největší globální burza. Jedná se o významný krok při vytváření globální burzy cenných papírů, který zřejmě odstartoval éru konsolidace burz v jednotlivých zemích. Většina největších firem sídlících v Evropě uvedla své akcie právě na trhu Euronext. V posledních letech bylo založeno také mnoho nových akciových trhů. Tyto tzv. rozvíjející se trhy umožňují zahraničním firmám získávat velké množství kapitálu, zejména pokud na těchto trzích zároveň i podnikají. Charakteristiky trhu, jako je objem obchodování ve vztahu k tržní kapitalizaci a daňové sazby, se mohou v rozvíjejících se trzích samozřejmě lišit.

Jak uvádí Madura (2017), obecně platí, že účast na akciových trzích a obchodní aktivita jsou vyšší v zemích, kde jsou manažeři firem povzbuzováni k přijímání rozhodnutí, která slouží zájmům akcionářů a kde je větší transparentnost. Pokud se investoři domnívají, že peníze, které investují do firem, nebudou určeny ke sledování hlavního cíle MNC, tedy zvyšování jejich majetku, nebo že firmy neposkytují transparentní informace o svém aktuálním stavu nebo ekonomických aktivitách, pravděpodobně nebudou investovat. Aktivní akciový trh vyžaduje důvěru místních investorů. Když existuje větší důvěra, je větší účast a obchodování.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Za pomoci relevantních internetových zdrojů dohledejte deset nejvýznamnějších akciových burz na světě. Jako základní ukazatel použijte jejich tržní kapitalizaci.

SHRNUTÍ KAPITOLY



Nárůst mezinárodního podnikání v posledních třech dekadách vedl k rozvoji různých forem mezinárodních finančních trhů. Finanční manažeři při svých rozhodnutích musí dobře poznat dostupné mezinárodní finanční trhy, aby je mohli efektivně využívat při uskutečňování transakcí spojených s mezinárodním podnikáním. V této kapitole byl věnován prostor devizovému trhu, mezinárodnímu peněžnímu trhu, mezinárodnímu úvěrovému trhu či mezinárodním trhům cenných papírů, a to zejména z pohledu využití pro mezinárodní finanční management.

OTÁZKY



1. Co je to devizový trh a jakým způsobem je využíván MNC?
 2. V čem spočívají výhody využití dealerů pro devizové obchody MNC?
 3. Jaké jsou základní determinanty devizových kurzů?
 4. Jaké jsou nejvýznamnější regulační opatření, které umožňují konkurenceschopnější globální podmínky na mezinárodním úvěrovém trhu?
 5. Jaký je princip fungování syndikovaných úvěrů?
-

ODPOVĚDI



1. Odpověď naleznete na str. 24.
 2. Odpověď naleznete na str. 25.
 3. Odpověď naleznete na str. 32.
 4. Odpověď naleznete na str. 38.
 5. Odpověď naleznete na str. 38.
-

3 MANAGEMENT DEVIZOVÉHO RIZIKA



RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Různé formy zapojení do mezinárodních aktivit vedou k vystavení MNC devizovému riziku, což vyústí ve potřebu specifické strategie finančního řízení. Tato kapitola se bude věnovat různým metodám používaným k předvídání devizových kurzů jako východisku pro finanční rozhodování MNC. Dále ukáže, jak je možné predikci využít k měření devizové expozice. V textu budou také blíže popsány jednotlivé způsoby vedoucí k snížení jednotlivých druhů devizových expozic, tedy transakčních, translačních a ekonomických.



CÍLE KAPITOLY

Po prostudování této kapitoly budete umět:

- definovat základní metody predikce devizového kurzu,
 - charakterizovat transakční, translační a ekonomickou devizovou expozici,
 - charakterizovat vybrané způsoby snížení devizové expozice.
-



KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Predikce devizového kurzu, transakční devizové expozice, translační devizová expozice, ekonomická devizová expozice.

Jak již bylo zmíněno, zahraniční ekonomické aktivity MNC i náklady a výnosy s nimi spojené jsou častokrát ovlivněny pohyby devizových kurzů. Prognózy MNC o pohybech devizových kurzů proto mají své opodstatnění nejen při běžných manažerských rozhodnutích, ale také při plánování strategických projektů. Rozhodnutí plynoucí z predikce devizových kurzů by měla vždy vést ke snižování nákladů vyjádřených v domácí měně, maximalizaci výnosů vyjádřených v domácí měně a v konečném důsledku by měla vést k základnímu cíli MNC, tedy zvyšování její hodnoty. Manažeři MNC užívají predikce devizových kurzů zejména kvůli:

- rozhodnutí, zda zajišťovat devizový kurz pro své budoucí cash flow,
- rozhodnutí o umístění kapitálových výdajů do zahraničí,
- rozhodnutí o přerozdělení nebo reinvestování zisku dceřiné společnosti,

- rozhodnutí o pořízení finančních zdrojů v cizích měnách.

3.1 Predikce devizových kurzů

V současnosti existují ekonomiky s různými režimy devizových kurzů, většina prognóz kurzového vývoje se však používá pro měny s floatingem, kterému se budeme věnovat také v této kapitole. Nicméně je nutné podotknout, že finanční manažer by měl brát v potaz fakt, že dnešní hodnota devizového kurzu u měny zafixované na vybranou referenční měnu nemusí nutně sloužit jako předpověď pro budoucnost. Analýzy, které lze použít pro predikci devizových kurzů je možné rozdělit do následujících kategorií:

- technické,
- fundamentální,
- tržní,
- smíšené.

3.1.1 Technická analýza

Technická analýza je založena na použití historických údajů devizových kurzů pro předvídání jejich budoucích hodnot. Při predikci se využívají postupné změny devizových kurzů, ze kterých lze izolovat určitý trendový vývoj. Pro analytiku je však nutné znát i okolnosti, které naznačují, že tento trend může změnit směr. Například jsou to situace, kdy technické faktory překonaly ekonomické zprávy nebo vyvolaly prodej nebo nákup sledované měny.

Pro manažera MNC není technická prognóza postačující jako jediný zdroj predikce kurzového vývoje. Hlavní limitace vyplývá z faktu, že většina technických prognóz platí pro velmi krátké období, např. 1 den, protože tzv. vzorce pohybů devizových kurzů jsou v těchto obdobích systematičtější. MNC mají proto tendenci využívat pouze omezené technické předpovědi, ve kterých se obvykle zaměřují na blízkou budoucnost, což není vhodné pro všechna finanční rozhodnutí. Vzhledem k tomu, že vzorce mohou být méně spolehlivé při prognózování dlouhodobých pohybů za kvartál, za rok nebo za 5 let, technická prognóza nemusí být vhodná pro firmy, které potřebují předvídat směnné kurzy ve vzdálené budoucnosti.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Jste manažerem MNC, která musí do zítřka zaplatit za dodávku zboží z Polska. Dnes polský zlotý posílil vůči koruně o 3 procenta. Aby se zamezilo jakémukoli dodatečnému zvýšení nákladů na dodávku kvůli zhodnocení polského zlotého, můžete za ní zaplatit již dnes. Jaké však bude vaše rozhodnutí, když na základě analýzy historických časových řad víte, že kdykoli zlotý posiluje vůči koruně o více než 1 procento, znamená to, že se následující den

zaznamená reverzní změnu o přibližně 60 procent? Od jiných faktorů při rozhodování abstrahujeme.

$$\begin{aligned}e_{t+1} &= e_t * (-60 \%), \text{ když } e_t > 1 \% \\e_{t+1} &= 3 \% * (-60 \%) \\e_{t+1} &= -1,8 \%\end{aligned}$$

Vzhledem k prognóze, že polský zlotý zítra oslabí o 1,8 %, za dodávku by mělo být zapláceno až zítra, protože celkové korunové náklady budou v porovnání s dneškem nižší.

3.1.2 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je založena na fundamentálních vztazích mezi ekonomickými proměnnými a devizovými kurzy. Změna spotového devizového kurzu je tedy ovlivněna zejména fundamentálními faktory, které mají vliv na poptávku a nabídku dané měny. Obecně se ve fundamentální analýze vyjadřuje očekávaná změna devizových kurzů jako funkce změny fundamentů, které mají na ní prokázaný vliv. Těchto faktorů je mnoho a pro jednotlivé měny se mohou dokonce lišit. Pro názornou ukázkou je možné použít například vztah (19):

$$e = f(\Delta\pi, \Delta i, \Delta Y, \Delta e_p) \quad (19)$$

Změnu devizového kurzu e můžeme tedy vyjádřit jako funkci změny inflačního diferenciálu mezi domácí a zahraniční ekonomikou $\Delta\pi$, změny úrokového diferenciálu mezi domácí a zahraniční ekonomikou Δi , změny rozdílu v tempu růstu domácí a zahraniční ekonomiky ΔY a změny v očekávání budoucích devizových kurzů Δe_p .

MNC tak v tomto případě vytváří své predikce na základě současných hodnot vybraných proměnných a jejich historické míry dopadu na hodnotu devizového kurzu. Prognóza může ve zjednodušené podobě vyplývat pouze ze subjektivního posouzení míry, do jaké se očekává, že obecné pohyby ekonomických proměnných ovlivní devizový kurz. Přesnější odhad však nabízí statistická analýza, která vychází z kvantitativně měřených dopadů faktorů na devizové kurzy, jako jsou například koeficienty určené na základě **regresní analýzy**.



ŘEŠENÁ ÚLOHA

Regresní analýza určila, že na změnu devizového kurzu CZK/EUR působí především inflační diferenciál a rozdíl v tempu růstu ekonomiky v Česku a v eurozóně. Pro ilustraci předpokládejme následující hodnoty odhadnutých regresních koeficientů:

$$e_t = 0,001 + 0,5 \Delta\pi_{t-1} + 1,0\Delta Y_{t-1}$$

Předpokládejme, že nejnovější čtvrtletní procentní změna inflačního diferenciálu je 4 % a změna rozdílu temp růstu ekonomik je 1 %. Jaká bude predikce pro vývoj devizového kurzu?

$$e_t = 0,001 + 0,5 (4 \%) + 1,0 (1 \%)$$

$$e_t = 0,1 \% + 2 \% + 1 \%$$

$$e_t = \mathbf{3,1 \%}$$

Na základě provedené analýzy je možné předpokládat, že euro vůči české koruně v následujícím kvartálu posilní o 3,1 %.

Poznámka: Tento příklad je ilustrací, jak lze provádět fundamentální analýzu pro predikci devizových kurzů. Model, který predikuje devizové kurzy v reálu, obsahuje obvykle více než dva faktory, ale aplikace a interpretace výsledků by byla podobná.

Pro predikci vývoje devizových kurzů je možné použít také teorii parity kupní síly (PPP), která specifikuje základní vztah mezi inflačním diferenciálem a devizovým kurzem. Jak uvádí Stavárek (2014), pokud by při srovnání cen identického zboží vyjádřených v různých měnách byly trhy efektivní, měl by se devizový kurz odvozený podle parity kupní síly shodovat s devizovým kurzem platným na devizovém trhu. Na tomto základě je postavena **absolutní verze parity kupní síly**, podle níž je spotový devizový kurz určován relativními cenami shodného koše zboží a služeb.

Jestliže striktní předpoklady absolutní verze PPP uvolníme, dostaneme **relativní verzi parity kupní síly**, která předpokládá, že teorii PPP nelze zcela dobře využít k určení aktuálního devizového kurzu. Relativní verze parity kupní síly ale říká, že relativní změny cen ve dvou zemích v průběhu určitého období determinují změnu devizového kurzu v daném období. Pokud se devizový kurz měn dvou zemí nachází v rovnováze, pak změna v inflačním diferenciálu mezi těmito zeměmi bude v dlouhodobém horizontu vykompenzována stejně velkou opačnou změnou devizového kurzu. Jednoduše řečeno, relativní PPP uvádí, že měna země s vyšší mírou inflace bude depreciovat o částku, která odráží inflační diferenciál oproti zemi s nižší mírou inflace. Relativní PPP teda říká, že procentní změna hodnoty devizového kurzu cizí měny e_f ve vybraném období by měla odrážet rozdíl mezi domácí inflací π_d a mírou zahraniční inflace π_f v tomto období (20).

$$e_f = \frac{1 + \pi_f}{1 + \pi_d} - 1 \quad (20)$$

Metoda predikce prostřednictvím relativní PPP může ukázat tendence ve vývoji devizových kurzů a měla by proto patřit do základních modelů používaných v MNC, avšak existuje mnoho dalších faktorů ovlivňujících kurzový vývoj, a proto ji není možné využít ke kvalitní prognóze zcela samostatně.

Při predikci je také nutné brát v potaz, že celkový dopad fundamentálních faktorů na kurzový vývoj nenastává okamžitě, ale v jistých časových zpožděních, která je nutné zahrnout do modelování. Dalším faktorem úspěšnosti modelů je kvalitní databáze historických, ale i odhadovaných hodnot fundamentů, problémem může však být, že některé faktory nelze přesně kvantifikovat. Kvalitu predikcí snižuje také proměnlivost koeficientů odvozených z regresní analýzy v čase. Jak je tedy vidět, ani fundamentální analýza neposkytuje zcela přesné prognózy. MNC při svých rozhodnutích tedy musí zohlednit určitou míru chyby.

3.1.3 Tržní analýza

Proces prognózování devizových kurzů z tržních ukazatelů obvykle vychází z hodnot spotového devizového kurzu nebo forwardového devizového kurzu. **Současný spotový devizový kurz** může být použit jako prognóza budoucího spotového devizového kurzu, protože jeho současná hodnota by měla odrážet očekávané hodnoty ve velmi blízké budoucnosti. MNC mohou tedy využít předpovědi založené na spotovém devizovém kurzu jenom pro blízkou budoucnost, a to v případě, že se předpokládá, že měna nebude zhodnocovat ani znehodnocovat. Když se však podíváme na vývoj devizových kurzů, tak je zřejmé, že jejich hodnota se mění každý den. Manažeři MNC proto využívají spotový devizový kurz jen jako orientační hodnotu pro bezprostřední budoucnost.

K prognózování budoucí hodnoty devizového kurzu je užitečné a poměrně jednoduché použití **termínového devizového kurzu**. To znamená, že 30-denní forwardový devizový kurz poskytuje prognózu spotového devizového kurzu za 30 dní, 90-denní forwardový devizový kurz poskytuje prognózu spotového devizového kurzu za 90 dní, atd. Forwardový devizový kurz je měřen vztahem (21):

$$F = S * (1 + p) \quad (21)$$

kde p představuje forwardovou prémii (nebo záporný diskont). Vzhledem k tomu, že p představuje procento, o které forwardový devizový kurz překračuje spotový devizový kurz, můžeme z něho odvodit očekávanou procentní změnu devizového kurzu e (22):

$$e = p \quad (22)$$

$$e = \frac{F}{S} - 1$$



ŘEŠENÁ ÚLOHA

Vypočtete předpokládanou změnu devizového kurzu EUR/USD, pokud je 1-letý forwardový devizový kurz dolaru 0,63 EUR/USD, zatímco spotový devizový kurz je 0,60 EUR/USD.

$$e = \frac{F}{S} - 1$$

$$e = \frac{0,63}{0,60} - 1$$

$$e = 5 \%$$

Očekávaná procentní změna devizového kurzu je 5 %, tedy se očekává 5% zhodnocení amerického dolaru vůči euru.

Forwardové devizové kurzy jsou běžně k dispozici i pro období 2 až 5 let nebo ještě delší. Při finančním rozhodování je však nutné brát v potaz, že kurzové rozpětí (bid a ask kurzu) je vzhledem k omezenému objemu obchodování a zvýšenému riziku vyplývajícím z obtížně předpověditelného ekonomického vývoje značně široké. Pokud nejsou dlouhodobé forwardové devizové kurzy k dispozici, pro odhad kurzového vývoje je možné použít kótované úrokové sazby bezrizikových cenných papírů různých zemí za podmínek teorie parity úrokových sazeb nebo z mezinárodního Fisherova efektu (viz Stavárek, 2014). Problematické mohou být ovšem předpovědi pro měny některých rozvíjejících se trhů (například v Latinské Americe), které většinou neemitují dlouhodobé státní dluhopisy s pevnou úrokovou sazbou. Stejně jako jakákoli metoda předpovědi devizových kurzů i metoda použití forwardového devizového kurzu je zpravidla přesnější při prognózování pro krátké období.

3.1.4 Smíšené analýzy

Jak je patrné z předchozího textu, žádná z uvedených technik prognózování devizových kurzů není konzistentně nadřazená ostatním. Některé MNC proto raději využívají jejich kombinaci. Tento postup je označován jako smíšená analýza. Různé prognózy pro konkrétní hodnotu měny se modelují pomocí několika prognostických technik. Použitým technikám jsou obvykle přiřazeny váhy takovým způsobem, že techniky považované za spolehlivější mají vyšší váhu. Prognóza devizového kurzu je pak váženým průměrem různých namodelovaných prognóz. Relevance použitých analýz se odvíjí také od konkrétní měny a časového horizontu predikce. MNC může například uvážit, že při prognózování v jednom období jsou relevantní pouze technické a tržní prognózy, ale že fundamentální prognóza je směrodatnější z dlouhodobého hlediska. Ze zkušeností může také vyplynout, že například tržní prognóza poskytuje nejlepší předpověď pro libru, zatímco fundamentální prognóza vytváří nejlepší predikci pro euro a technické předpovědi generují nejlepší předpovědi pro polský zlotý. Bez ohledu na to, jakou metodu však používáte pro předpovídání devizových kurzů, je důležité si uvědomit, že predikované hodnoty jsou zřídka přesné. MNC proto také běžně vyhodnocují své historické prognózované chyby, pomocí kterých posuzují správnost svých prognostických technik.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Dohleďte si potřebné informace pro jednotlivé typy prognóz devizového kurzu a odhadněte tendence kurzového vývoje CZK/EUR.

Některé MNC pro predikci devizových kurzů využívají služeb specializovaných institucí. Jejich služby mohou zahrnovat širokou škálu prognostických technik i časových horizontů, neexistuje však žádná záruka, že poskytují přesnější předpovědi devizového kurzu než prognózy, které by mohly generovat samotné MNC. Tyto služby představují navíc náklady na dané služby, a proto jsou využívány zejména v kombinaci s dalšími službami, jako například řízení hotovosti.

Jak již bylo zmíněno, je téměř nemožné předvídat budoucí hodnoty devizových kurzů s dokonalou přesností. Proto MNC mohou doplnit svou predikci o volatilitu devizového kurzu pro určení intervalu, který ohraničuje jejich prognózu. V tomto případě platí, že čím vyšší je volatilita devizového kurzu, tím vyšší je **intervalový odhad**.

3.2 Devizová expozice

Vzhledem k tomu, že pohyby devizových kurzů mohou ovlivnit peněžní toky MNC, mohou ovlivnit výkonnost a také hodnotu MNC. Kurzové riziko MNC lze tedy obecně definovat jako riziko, že hodnota MNC bude ovlivněna pohyby devizového kurzu. Každý devizový kurz je charakteristický jistou úrovní volatility (kolísavosti). MNC by proto měla pečlivě sledovat své přeshraniční ekonomické aktivity, aby zjistila, jak je vystavena různým formám kurzového rizika. Durčáková a Mandel (2016) charakterizují devizovou expozici jako citlivost změn hodnot aktiv, pasiv a cash flow vyjádřených v domácí měně na změny devizového kursu. Devizová expozice je tedy mírou senzitivity hodnot vyjádřených v domácí měně ve vztahu ke změně kursu.

Finanční manažeři musí porozumět, jakým formám devizových expozic mohou být vystaveni a jak měřit expozici MNC vůči kolísání devizových kurzů, aby mohli určit, zda a jakým způsobem chránit své ekonomické aktivity před touto expozicí, tudíž snížit citlivost hodnoty MNC na kurzové pohyby. MNC mohou podléhat těmto formám devizové expozice:

- transakční devizová expozice,
- ekonomická devizová expozice,
- translační devizová expozice.

3.2.1 Transakční devizová expozice

Transakční devizová expozice vychází z toho, že pohyby devizového kurzu ovlivňují hodnotu budoucích smluvních transakcí MNC v cizí měně. Transakcemi mohou být například prodej či nákup zboží na obchodní úvěr v zahraničí, prodej či nákup cenných papírů nebo nemovitostí v zahraničí. V těchto případech firmy čelí citlivosti na pohyb kurzu z důvodu časové odlišnosti mezi vznikem kontraktu a jeho splacením (Mandel a Durčáková, 2016). K posouzení transakční devizové expozice musí MNC nejprve odhadnout své čisté peněžní toky v každé měně a následně může měřit potenciální devizovou expozici.

Odhadování čistých peněžních toků v každé měně

MNC mají obvykle tendenci soustředit se na expozici transakcí během krátkodobého období (například měsíc nebo čtvrtletí), pro něž mohou předvídat peněžní toky v cizí měně s poměrně velkou přesností, avšak je možné odhadovat také tendence pro období delší. Když budeme předpokládat, že MNC mají obecně zahraniční dceřiné společnosti po celém světě a operují v různých měnách, je nutné sledovat očekávané měnové transakce na konsolidované úrovni. K měření transakční expozice musí MNC disponovat čistou konsolidovanou částkou příjmů nebo výdajů jednotlivých měn pro všechny své dceřiné společnosti. Jedna zahraniční dceřiná společnost může očekávat peněžní příjmy z cizí měny, zatímco druhá má peněžní výdaje v téže měně. V takovém případě mohou být čisté peněžní toky MNC této měny celkově zanedbatelné. Pokud má však většina dceřiných společností MNC odhadované budoucí příjmy a výdaje v různých měnách, pak je odhad konsolidovaných čistých peněžních toků v jednotlivých měnách užitečným prvním krokem při posuzování expozice MNC, protože pomáhá určit celkovou pozici MNC v každé měně.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Určete celkovou pozici americké MNC v jednotlivých měnách a možné čisté cash flow v USD, když máte zadány předpokládaná cash flow v jednotlivých měnách za určité období a predikovaný devizový kurz v intervalovém odhadu na konci tohoto období.

Měna	Σ příjmů	Σ výdajů	Predikovaný devizový kurz	Čistý cash flow	Rozsah možného čistého cash flow v \$
EUR	€ 20 000	€ 10 000	1,10–1,20 USD/EUR	€ 10 000	\$ 11 000 – \$ 12 000
CAD	C\$ 5 000	C\$ 2 000	0,75–0,85 USD/CAD	\$ 3 000	\$ 2 250 – \$ 2 550
GBP	£ 10 000	£ 20 000	1,20–1,40 USD/GBP	–£ 10 000	–\$ 12 000 – –\$ 14 000

3.2.1.1 Měření transakční expozice metodou standardní odchylky

Čisté peněžní toky MNC v domácí měně jsou obvykle generovány z portfolia měn. Když uvažujeme MNC, která generuje své cash flow ve dvou různých cizích měnách, pak riziko měnového portfolia σ_p můžeme vyjádřit měřením standardní odchylky procentních změn za jisté období pomocí vztahu (23):

$$\sigma_p = \sqrt{W_X^2 \sigma_X^2 + W_Y^2 \sigma_Y^2 + 2W_X W_Y \sigma_X \sigma_Y \text{CORR}_{XY}} \quad (23)$$

Rovnice ukazuje, že expozice MNC vůči více měnám je ovlivněna podílem hodnot portfolií v měně X (W_X) a měně Y (W_Y) na celkové hodnotě portfolia, variabilitou každé měny σ_X a σ_Y a korelací pohybů mezi měnami CORR_{XY} . Volatilita měnového portfolia přímo souvisí s volatilitou měn a také souvisí s korelací mezi měnami. K měření volatility měn je v tomto případě užito měření pomocí standardní odchylky procentních změn hodnot měn za určité období. Korelaci mezi měnovými pohyby lze měřit pomocí jejich korelačních koeficientů, které ukazují, do jaké míry jsou jejich pohyby vzájemné. Extrémním případem je dokonalá pozitivní korelace, která je reprezentována korelačním koeficientem 1,00. Korelace mohou být také negativní, což odráží inverzní vztah mezi jednotlivými pohyby, přičemž extrémní případ je -1,00. Shrnutí vlivu korelace mezi měnovými pohyby a cash flow na transakční expozici MNC je uvedeno v následující tabulce č. 2.

Tabulka 2: Vliv měnové korelace na transakční expozici podniku

Odhadované cash flow	Měnová korelace	Transakční expozice
V obou měnách jsou generovány čisté výdaje, nebo jsou generovány čisté příjmy ve stejných částkách	Vysoce pozitivní	Vyšší
	Mírně pozitivní	Mírná
	Vysoce negativní	Nízká
V jedné měně jsou generovány čisté výdaje a ve druhé čisté příjmy ve stejných částkách	Vysoce pozitivní	Nízká
	Mírně pozitivní	Mírná
	Vysoce negativní	Vyšší

Zdroj: Vlastní zpracování



SAMOSTATNÝ ÚKOL

MNC nemůže použít předchozí korelace k předvídání budoucích korelací s dokonalou přesností. Nicméně některé obecné vztahy mají tendenci v průběhu času přetrvávat. Například pohyby hodnot libry, eura a dalších evropských měn vůči americkému dolaru mají tendenci být ve většině období vysoce korelovány. Kanadský dolar má zas tendenci nezávislých pohybů na vývoji jiných měn. Jak je na tom česká koruna? S jakými měnami je obvykle koruna vysoce korelována? Existují příklady měn, u nichž je korelace s korunou velmi nízká, nebo negativní?

3.2.1.2 Měření transakční expozice metodou Value at Risk

Další metodou pro posouzení expozice je metoda Value at Risk (VAR), která měří potenciální maximální ztrátu za určité období z hodnoty pozic MNC, které jsou vystaveny pohybům devizových kurzů. Maximální vypočtená ztráta závisí na třech faktorech:

- očekávaná procentuální změna devizového kurzu následujícího období,

- použitý interval spolehlivosti (vyšší interval spolehlivosti se odráží ve výraznější maximální ztrátě za předpokladu, že ostatní faktory zůstávají konstantní),
- směrodatná odchylka procentních změn hodnoty měny za předchozí období.

Metoda VAR je použitelná pro výpočet ztráty jedné měny, avšak vzhledem k tomu, že MNC jsou běžně vystaveny více než jedné měně, mohou použít metodu VAR k celému měnovému portfoliu. Při uvážení více měn lze k provedení výpočtů použít zejména softwarové balíky nebo Excel. V tomto případě je vhodné použít následující postup:

1. Získat časovou řadu devizových kurzů pro všechna příslušná data, která jsou předmětem analýzy.
2. Vypočítat procentní změny mezi jednotlivými obdobími.
3. Odhadnout směrodatnou odchylku procentních změn pro každý devizový kurz.
4. Vypočítat pravidelnou procentuální změnu hodnoty portfolia použitím váhy jednotlivých výnosů ve sledovaných měnách. To znamená, že je-li například v portfoliu přidělena 50% váha každé měně, pak procentní změna hodnoty portfolia za období se rovná sumě 50% násobku procentní změny hodnoty jednoho kurzu a 50% podíl na procentuální změně druhého kurzu.
5. Vypočítat standardní odchylku procentních změn portfolia.
6. Určit VAR portfolia.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



MNC má peněžní příjmy ve švýcarských francích a argentinských peso, přičemž její měnové portfolio je vyvážené, tedy 50 % příjmů má ve švýcarských francích a 50 % v argentinských peso. Finanční manažer očekává, že obdrží příjmy v cizích měnách za produkty, které exportoval za 1 měsíc. Jako finanční manažer chcete stanovit tedy maximální očekávanou ztrátu portfolia z pohybů devizových kurzů během jednoho měsíce. Vaše analýza je založena na 95% úrovni spolehlivosti. Pokud předpokládáme normální rozdělení měsíčních procentních změn, pak maximální 1měsíční ztráta je určena dolní hranicí (levostranné) rozdělení pravděpodobnosti, což je asi 1,65 standardních odchylek od očekávané procentní změny.

Měsíční devizové kurzy ve vztahu k americkému dolaru jsou uvedené ve sloupcích 2 a 3 následující tabulky. Ostatní údaje jsou vypočteny v Excelu dle výše zmíněného postupu.

Období	Švýcarský frank (CHF)	Argentinské peso (ARS)	změna v CHF	změna v ARS	změna v portfoliu
1	\$0,60	\$0,35	—	—	—
2	\$0,64	\$0,36	6,67%	2,86%	4,76%
3	\$0,60	\$0,38	-6,25%	5,56%	-0,35%
4	\$0,66	\$0,40	10,00%	5,26%	7,63%
5	\$0,68	\$0,39	3,03%	-2,50%	0,26%

6	\$0,72	\$0,37	5,88%	-5,13%	0,38%
7	\$0,76	\$0,36	5,56%	-2,70%	1,43%
			$\sigma_{CHF}=5,57\%$	$\sigma_{ARS}=4,58\%$	$\sigma_p=3,16\%$

$$\begin{aligned} \text{Maximální 1měsíční ztráta} &= e_t - 1,65 * \sigma_p \\ &= 0\% - 1,65 * 3,16\% = \mathbf{5,21\%} \end{aligned} \quad (3)$$

I metoda VAR má svá omezení, na která je nutno při finančních rozhodnutích brát ohled. Metoda VAR předpokládá normální rozdělení devizových kurzů. Pokud ovšem není rozdělení devizových kurzů normální, odhad maximální očekávané ztráty bývá zpravidla chybný. Navíc metoda VAR předpokládá, že volatilita (směrodatná odchylka) pohybů směnných kurzů je v průběhu času stabilní. Pokud jsou pohyby směnných kurzů v minulosti méně volatilní, než budou v budoucnosti, odhadovaná maximální očekávaná ztráta odvozená z metody VAR bude podhodnocena.

3.2.2 Ekonomická devizová expozice

Citlivost celkového budoucího cash flow podniku vyjádřeného v domácí měně na pohyby devizových kurzů, se označuje jako ekonomická expozice (někdy se také označuje jako provozní expozice). Můžeme ji chápat jako působení vývoje měnového kurzu na podnikatelské záměry, vývoj poptávky zahraničních zákazníků, zahraniční konkurence, atd. Již definována transakční expozice je podmnožinou ekonomické expozice. Ekonomická expozice však zahrnuje i jiné způsoby, jakými mohou být peněžní toky firmy ovlivněny pohyby směnných kurzů (Mandel a Durčáková, 2016).

Jako příklad je možné uvést MNC se sídlem v Česku. Nepříznivě se jí dotkne situace, kdy dochází k posilování eura vůči koruně, avšak tato MNC má kontrakt na export produktů s vyplacením v eurech. Naopak při oslabování eura vůči koruně by se jí mohlo nepříznivě dotknout, když má uzavřený kontrakt na dovoz materiálu a za dodávku musí zaplatit v eurech. Ekonomická expozice se může projevit i přes konkurenci. Když máme například americkou MNC, která vyváží produkty do Spojeného království a libra zhodnocuje, pak je ocenění produktů v librách vyšší, což může způsobit přesun poptávky ke konkurenci. Obdobná situace může nastat i v případě, že hlavním konkurentem americké MNC na britském trhu je francouzská MNC za předpokladu, že euro znehodnocuje vůči libře. Francouzská MNC pak může ocenit produkty v librách na nižší ceny a převzít tak část poptávky americké MNC. Souhrnné vztahy mezi příjmovými a výdajovými transakcemi a kurzovými pohyby je možné vidět v tabulce č. 3.

Tabulka 3: Vztahy mezi příjmovými a výdajovými transakcemi a kurzovými pohyby

Transakce ovlivňující příjmy v domácí měně	Efekt zhodnocení domácí měny	Efekt znehodnocení domácí měny
Domácí prodej (ovlivněn zahraniční konkurencí)	Snížení příjmů	Zvýšení příjmů
Export denominovaný v domácí měně	Snížení příjmů	Zvýšení příjmů
Export denominovaný v zahraniční měně	Snížení příjmů	Zvýšení příjmů
Výnosy přijaté ze zahraničních investic	Snížení příjmů	Zvýšení příjmů
Transakce ovlivňující výdaje v domácí měně	Efekt zhodnocení domácí měny	Efekt znehodnocení domácí měny
Dovoz vstupů MNC denominovaných v domácí měně	Žádná změna	žádná změna
Dovoz vstupů MNC denominovaných v zahraniční měně	Snížení výdajů	Zvýšení výdajů
Úroky za půjčené zahraniční fondy	Snížení výdajů	Zvýšení výdajů

Zdroj: Vlastní zpracování

Efekt zhodnocení domácí měny

Domácí tržby (v zemi sídla MNC) by měly klesnout, pokud domácí měna apreciuje, protože firma bude čelit zvýšené zahraniční konkurenci. Místní zákazníci budou mít možnost získat levnější substituty ze zahraničí. Příjem z vývozu denominovaného v domácí měně bude také pravděpodobně snížen v důsledku apreciacie, protože zahraniční dovozci budou potřebovat více vlastní měny k zaplacení těchto produktů. Jakékoli úroky nebo dividendy získané ze zahraničních investic se rovněž sníží při přepočtu na domácí měnu. Pokud jde o výdaje společnosti, náklady na dovezené dodávky denominované v místní měně nebudou přímo ovlivněny změnami směnných kurzů. Pokud však místní měna apreciuje, sníží se náklady na dovezené dodávky v cizí měně a také budou sníženy splátky v cizích měnách vyjádřených v měně domácí.

Zhodnocení místní měny v podniku způsobuje snížení hodnoty příjmů i výdajů vyjádřených v cizí měně. Dopad na čisté peněžní toky firmy bude pak záviset na tom, zda jsou příjmové transakce ovlivněny více či méně než výdajové transakce. Pokud se například jedná primárně o vyvázející podnik, který získává výrobní vstupy a finanční prostředky převážně na domácím trhu, pak budou s největší pravděpodobností čisté peněžní toky sníženy. Jinak by tomu bylo v případě firmy s převážně domácím prodejem, malou zahraniční konkurencí a potřebou získávání výrobních vstupů a finančních prostředků v zahraničí. Celkově by se čisté cash flow této MNC vyjádřené v domácí měně mělo zvýšit.

Efekt znehodnocení domácí měny

Pokud bude domácí měna MNC znehodnocovat, její transakce budou ovlivněny opačným způsobem, jakým dochází k ovlivňování prostřednictvím apreciacie. Prodej na domácím trhu by měl vzrůst kvůli díky odstranění části zahraniční konkurence, protože ta bude pro domácí zákazníky dražší. Exporty MNC vyjádřené v domácí měně budou pro zahraniční dovozce levnější, čímž se zvýší zahraniční poptávka po těchto výrobcích. Dokonce i

vývozy denominované v cizí měně mohou zvýšit příjmové peněžní toky, protože konstantní příjmy ze zahraničí budou převedeny do domácí měny na vyšší částku. Obdobně tomu bude u úroků nebo dividend ze zahraničních investic převáděných do domácí měny. Pokud jde o peněžní výdaje, dodávky denominované v domácí měně nebudou přímo ovlivněny žádnou změnou devizových kurzů. Náklady na dovezené dodávky denominované v cizí měně však vzrostou, protože bude vyžadováno větší množství oslabené domácí měny, aby byla nakoupena potřebná zahraniční měna k zaplacení za dodávku. Jakékoliv platby úroků z financování v cizích měnách se zvýší.

Obecně platí, že deprecie domácí měny MNC může vést k nárůstu příjmů i výdajů. MNC, která se soustřeďuje na vývoz a získává vstupy a finanční prostředky na domácím trhu, bude pravděpodobně profitovat z depreciačního vývoje domácí měny. Naopak firma, která se zaměřuje na domácí prodej, má velmi malou zahraniční konkurenci, ale získává dodávky převážně ze zahraničí (denominované v cizích měnách), bude pravděpodobně znehodnocením místní měny poškozena. Výše uvedené vztahy jsou především ilustrací základních efektů pohybů devizových kurzů na cash flow v podniku. V praxi se MNC obvykle setkávají s více než jednou zahraniční měnou, a proto není výjimkou, že domácí měna vůči jedné měně apreciuje, avšak vůči jiné deprecie. Celkový efekt na čisté cash flow je pak determinován podílem jednotlivých měn na celkovém cash flow MNC a míře zhodnocení nebo znehodnocení jednotlivých měn.

Přestože se zaměřujeme na finanční řízení MNC, důležité je upozornit, že čisté domácí podniky (všechny cash flow realizovány v domácí měně) nejsou sice vystaveny transakční devizové expozici, ale jsou vystaveny jisté míře ekonomické devizové expozice. Tato expozice vyplývá z ovlivnění tržních podmínek zahraniční konkurenci prodávající na domácím trhu, či domácí konkurenci s dováženými vstupy na straně nabídky, která při nižších nákladech na dovoz prodává substituty za nižší ceny.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Představte si, že jste finanční manažer české proexportně orientované společnosti, která své výrobky umísťuje primárně na zahraniční trhy členských států eurozóny (60 %), další zahraniční trhy (15%) a zbytek na český trh (25 %). K produkci táto společnost užívá jak vstupy z České republiky (70 %), tak i vstupy z členských států eurozóny (30 %). Popište, jaký vliv může mít na cash flow této společnosti aprecie české koruny vůči euru a jaký vliv může mít naopak její deprecie.

3.2.2.1 Měření ekonomické expozice metodou analýzy citlivosti

Jednou z metod měření ekonomické devizové expozice MNC je analýza citlivosti, která určuje, jak jsou různé kategorie příjmů a výdajů ovlivněny různými scénáři devizových kurzů. Obecným principem této analýzy je, že firmy s převahou zahraničních nákladů

oproti zahraničním příjmům zaznamenávají pozitivní dopad silnější zahraniční měny a naopak. Přesný očekávaný dopad lze určit například modelováním scénářů, jako je uvedeno v následujícím řešeném příkladu. Příklad je založen na časovém horizontu jednoho období. Pokud by MNC vypracovaly prognózy na několik předběžných období, mohou posoudit svou ekonomickou expozici v průběhu času. Jejich ekonomická expozice bude samozřejmě ovlivněna nejen kurzovými pohyby, ale také jakoukoli změnou provozních charakteristik v čase.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Jako finanční manažer MNC se sídlem v eurozóně, která má své výdaje a příjmy realizované v eurech a britských librách, disponujete přehledem cash flow uvedeným černě v následující tabulce. Kromě daného přehledu máte k dispozici také tři predikované scénáře devizového kurzu (0,75 EUR/GBP, 0,80 EUR/GBP a 0,85 EUR/GBP). Dopad scénářů vývoje devizového kurzu na jednotlivá finanční cash flow i celkový dopad na čisté cash flow v eurech jsou vypočteny v tabulce červeně.

Scénář devizového kurzu			
	£1 = €0,75	£1 = €0,80	£1 = €0,85
Prodeje			
Příjmy za prodeje v EUR	€300,00	€300,00	€300,00
Příjmy za prodeje v GBP	£5 = €3,75	£5 = €4	£5 = €4,25
Σ příjmu za prodeje v EUR	€303,75	€304,00	€304,25
Výdaje na materiál a provoz			
Výdaje na vstupy v EUR	€50,00	€50,00	€50,00
Výdaje na vstupy v GBP	£100 = €75,00	£100 = €80,00	£100 = €85,00
Σ výdajů na materiál v EUR	€125,00	€130,00	€135,00
Provozní výdaje	€20,00	€20,00	€20,00
Výdaje na úroky			
Výdaje na úroky v EUR	€2,00	€2,00	€2,00
Výdaje na úroky v GBP	£10 = €7,50	= €8,00	= €8,50
Σ výdajů na úroky v EUR	€9,50	€10,00	€10,50
Čisté cash flow v EUR před zdaněním	€149,25	€144	€138,75

Z měření ekonomické expozice metodou analýzy citlivosti vyplývá, že čím víc zhodnocuje britská libra, tím nižší jsou čistá cash flow tohoto podniku v domácí měně.

3.2.2.2 Měření ekonomické expozice metodou regresní analýzy

Ekonomická expozice MNC vůči kurzovým změnám může být také posouzena použitím regresní analýzy historických údajů cash flow a devizových kurzů. Model může být vyjádřen následovně (24):

$$\Delta CF_t = \alpha + \beta e_t + \varepsilon_t \quad (24)$$

ΔCF_t představuje procentní změnu inflačně očištěného cash flow vyjádřeného v domácí měně MNC za období t , e_t představuje procentní změnu devizového kurzu v přímé kotaci za období t , β udává parametr změny devizového kurzu na cash flow, α je konstanta a ε_t představuje chybovou složku regresního vztahu. Regresní koeficient β jinými slovy indikuje citlivost změny cash flow MNC na změnu devizového kurzu. Pokud je koeficient kladný a statisticky významný, znamená to, že kladná změna devizového kurzu má pozitivní vliv na peněžní toky společnosti. Je-li koeficient záporný a statisticky významný, znamená to inverzní vztah mezi změnou devizového kurzu a peněžními toky firmy. Regresní analýza udává poměrně spolehlivé závěry v případě, že MNC neplánuje žádné výrazné změny ve svých ekonomických aktivitách.

Tento základní regresní model může být přizpůsoben MNC tak, aby spolehlivěji obsáhl složité ekonomické vazby. Regresní analýza tedy může obsahovat proměnné charakterizující tržní prostředí. Do modelu můžou být zahrnuty i další měny, které přímo nebo nepřímo ovlivňují cash flow. Vliv každé měny se pak měří odhadem jejího regresního koeficientu. Pokud je MNC ovlivněna mnoha měnami, MNC může odhadovat citlivost na index měn, jakým je obecně například reálný efektivní devizový kurz. Analýza, může být také rozšířena o prvek času, jelikož citlivost peněžních toků MNC na pohyby měny se může časem měnit. Do regresní analýzy tak vstupují tzv. časová zpoždění. Některé MNC mohou preferovat jako závislou proměnnou použití ceny svých akcií, resp. použití procentní změny ceny akcií ve výše zmíněném regresním modelu. Manažeři pak mohou posoudit, jak se cena akcií MNC mění v reakci na kurzové pohyby. Pro některé finanční rozhodnutí MNC může být užitečné posouzení vlivu devizových kurzů na konkrétní firemní charakteristiky, jako jsou zisky, vývoz nebo prodej.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Představte si, že jako manažer MNC se sídlem ve Spojeném království obdržíte následující výsledky regresní analýzy týkající se vlivu změny devizového kurzu EUR/GBP na cash flow:

$$\Delta CF_t = 4,12 + 3,12e_t + \varepsilon_t$$

Jaké závěry by bylo možné vyvodit z této závislosti při očekávané depreciazi britské libry?

3.2.3 Translační devizová expozice

MNC sestavuje svou účetní závěrku konsolidací všech individuálních finančních výkazů svých dceřiných společností, přičemž finanční výkaz dceřiné společnosti se obvykle měří v místní měně, která nemusí být totožná s měnou MNC. Konsolidovaná účetní závěrka každé dceřiné společnosti pak musí být převedena do měny MNC. Vzhledem k tomu, že se devizové kurzy v průběhu času mění, přepočítání účetní závěrky dceřiné společnosti do jiné měny je analogicky ovlivněno kurzovými pohyby. Toto vystavení konsolidované účetní závěrky nadnárodních společností výkyvům devizových kurzů je známo jako translační devizová expozice (Mandel a Durčáková, 2016). Translační devizová expozice je výsledkem ocenění aktiv, pasiv a cash flow dceřiných společností novým kursem, které může vést ke změnám v bilančních hodnotách. Translační devizové expozici je tedy vystavena jak konsolidovaná účetní rozvaha, tak i konsolidovaná výsledovka MNC. Význam translační expozice lze argumentovat ze dvou hledisek:

- **Hledisko cash flow** - Převod účetních výkazů pro účely konsolidované účetní závěrky sám o sobě neovlivňuje cash flow MNC, pokud výnosy dceřiné společnosti nemusí být převedeny na MNC. Obzvláště je-li lokální měna dceřiné společnosti v současné době slabá, výnosy mohou být uchovány u dceřiné společnosti, pokud existují příležitosti, tak mohou být reinvestovány v zemi dceřiné společnosti. Pokud však MNC pravidelně vyžaduje převody výnosů dceřiné společnosti, pak jsou cash flow ovlivněny devizovým kurzem a translační devizová expozice je opodstatněná.
- **Hledisko cen akcií** - Mnoho investorů má tendenci využívat výnosy společností při jejich ocenění za účelem uskutečnění investičního rozhodnutí. Mohou tak učinit prostřednictvím odhadů očekávaných cash flow z jejich historického vývoje nebo například využitím ukazatele P/E (price to equity ratio), tedy poměru ceny akcie k očekávaným ročním ziskům na jednu akcii. Vzhledem k tomu, že translační devizová expozice MNC ovlivňuje konsolidovaný zisk, může ovlivnit ocenění MNC.

Determinanty translační devizové expozice

Stupeň translační devizové expozice MNC závisí na několika determinantech:

- podílu ekonomických aktivit uskutečňovaných zahraničními dceřinými společnostmi na celkových ekonomických aktivitách MNC,
- umístění zahraničních dceřiných společností,
- použití účetních metod.

Z podstaty vlivu kurzových pohybů na MNC vyplývá, že čím vyšší je procentní podíl činnosti MNC prováděné zahraničními dceřinými společnostmi, tím větší je procento dané položky finančního výkazu, které je citlivé na translační devizovou expozici. Umístění dceřiných společností může také ovlivnit stupeň transakční devizové expozice, protože položky účetní závěrky každé dceřiné společnosti jsou obvykle měřeny domácí měnou země dceřiné společnosti.

Stupeň translační devizové expozice MNC může být výrazně ovlivněn také účetními postupy, které jsou použité při konsolidaci dat účetní závěrky. V Evropě se od roku 2005 požaduje u všech kotovaných společností sestavování finančních výkazů podle standardů IAS/IFRS. Zatímco účetní jednotky působící pouze v tuzemsku mají povinnost v souladu se zákonem o účetnictví vést účetnictví v jednotkách tuzemské měny a v dané měně sestavit i účetní závěrku, mezinárodní účetní standardy vzhledem k jejich nadnárodní působnosti stanovují obecná pravidla pro vykazování v cizích měnách. Účtování konkrétních účinků transakce v cizí měně, zahraniční ekonomické aktivity a převedení účetní závěrky do vykazované měny stanovuje mezinárodní účetní standard IAS 21: Dopady změny měnových kurzů. Tento standard se aplikuje na vykazování účetních závěrek účetní jednotky v cizí měně a stanoví požadavky na výslednou účetní závěrku, které musí odpovídat mezinárodním standardům finančního výkaznictví (IFRS). Konkrétně se IAS 21 uplatňuje:

- při účtování transakcí a zůstatků v cizích měnách (s výjimkou derivátových transakcí a zůstatků);
- při přepočtu výsledků hospodaření a finanční pozice zahraničních jednotek, které jsou zahrnuty do účetní závěrky účetní jednotky úplnou konsolidací, podílovou konsolidací nebo ekvivalentním způsobem,
- při přepočtu výsledků a finanční pozice do výkaznictví.

Při používání standardu IAS 21 je nutné vyloučit transakce v cizích měnách, které se týkají derivátů v cizí měně. Taktéž je z působnosti tohoto standardu vyloučena zajišťovací účetní závěrka za položky v cizích měnách, včetně zajišťovacích čistých investic v zahraniční jednotce. Tyto složky spadají do působnosti standardu IAS 39 (Finanční nástroje: účtování a oceňování). IAS 21 se nevztahuje ani na předkládání výkazů o peněžních tocích vzniklých z transakcí v cizí měně, ani na převody peněžních toků zahraničních jednotek (viz IAS 7: Výkazy o peněžních tocích).

3.2.3.1 Funkční měna

V souvislosti s vykazováním účetnictví při realizaci mezinárodních ekonomických aktivit je třeba definovat tzv. funkční měnu. Obvykle platí, že primární ekonomické prostředí, v němž působí účetní jednotka, je zároveň také prostředím, v němž daná jednotka vytváří a vydává peněžní prostředky. Funkční měna však nemusí být totožná s měnou země, ve které účetní jednotka podniká. Funkční měny jsou podle IAS 21, měny primárního ekonomického prostředí, v němž společnost vykonává svou činnost. Při stanovení své funkční měny podle by měla účetní jednotka zohlednit několik primárních faktorů a podle nich stanovit funkční měnu:

- ceny, které nejvíce ovlivňují prodejní ceny zboží a služeb,
- měnové prostředí, jehož konkurenční síla a regulace nejvíce ovlivňují prodejní ceny zboží a služeb,
- měny, které mají nejvíce vliv na materiálové a jiné náklady na prodej zboží nebo služeb.

Kdyby se jednalo například o proexportně orientovanou českou firmu, která primárně obchoduje v eurech, její funkční měnou by mělo být euro a ne česká koruna. Toto rozhodnutí je logické vzhledem k tomu, že významná část transakcí v účetní jednotce bude probíhat ne v korunách, ale v eurech. Kromě toho se společnost vyhýbá rizikům z kurzových pohybů eura a nemusí vykazovat kurzové rozdíly, které by vznikly při vykazování v korunách. Euro jako funkční měnu by měla zvolit například i společnost, která většinu svých vstupů dováží ze zahraničí a platí za ně v eurech. Zjednodušeně řečeno, volba funkční měny by měla odrážet měnu, ve které společnost realizuje většinu svých transakcí.

Jako dodatečný faktor výběru funkční měny může být použit fakt, že se jedná o měnu, ve které jsou:

- vytvářeny zdroje z finančních aktivit (dluh a vlastní kapitál),
- realizovány příjmy z provozní činnosti.

Pokud se jedná o dceřinou společnost zahraniční MNC, jako doplňkový faktor pro rozhodování o funkční měně by měla být funkční měna mateřské společnosti, případně přidružené společnosti, větví atd., Konkrétně tedy:

- míra autonomie dceřiné společnosti,
- podíl transakcí s vykazující účetní jednotkou na celkové činnosti zahraniční provozovny,
- míra ovlivňování peněžních toků dceřiné společnosti MNC.

Jako příklad může být uvedena dceřiná společnost působící na českém trhu bez nějakého významného stupně autonomie, jejíž podnikatelskou činností je prodej zboží dovezeného od zahraniční MNC a následné převedení výnosů za tento prodej k ní. V tomto případě by měly být funkční měna MNC a dceřiné společnosti stejná. Když však dceřiná společnost kumuluje peníze, vytváří náklady a výnos či zajišťuje půjčky ve své místní měně, funkční měnou by měla být měna tuzemská.

Při přechodu na funkční měnu musí firma přepočítat transakce uskutečněné v cizí měně spotovým devizovým kurzem mezi funkční a cizí měnou k datu transakce. Z praktických důvodů je také umožněno použít průměrný kurz za určité období (např. průměrný měsíční kurz pro transakce daného měsíce apod.). Pokud však dochází k velkým výkyvům v kurzu, není použití průměrného kurzu vhodné. Funkční měnu je možné použít pro běžné účtování i pro sestavení účetní závěrky nebo výhradně pro sestavení účetní závěrky. V obou případech by měly být účetní závěrky totožné.

3.2.3.2 Měna vykazování

Měna vykazování je pro účetní jednotku taková měna, ve které společnost předkládá svou účetní závěrku. Může jít již o zmíněnou funkční měnu nebo libovolnou měnu, kterou si účetní jednotka zvolí. Hlavním důvodem pro zvolení jiné měny vykazování může být

například skutečnost, že účetní jednotka je zahrnována do konsolidované účetní uzávěrky mateřské společnosti.

Měna vykazování je stejná jako funkční měna

Pokud vycházíme ze standardu IAS 21, částka v cizí měně se přepočítá spotovým devizovým kurzem mezi funkční měnou a cizí měnou k datu transakce. Datem transakce je datum, ke kterému se transakce v souladu s IFRS poprvé kvalifikuje k zaúčtování. Jak již bylo zmíněno, z praktických důvodů se často používá kurz, který se přibližuje ke skutečnému kurzu k datu transakce, jako například průměrný kurz. Při vykazování podle standardu IAS 21 ke konci každého účetního období musí být provedeny následující kroky:

1. Peněžní položky v cizí měně se musí převést za použití závěrkového devizového kurzu.
2. Nepeněžní položky, které jsou oceněny v historických cenách vyjádřených v cizí měně, musí být převedeny za použití měnového kurzu k datu transakce.
3. Nepeněžní položky, které jsou oceněny v reálné hodnotě vyjádřené v cizí měně, se musí převést za použití měnového kurzu, který platil ke dni, kdy byla tato reálná hodnota určena.

Při určování účetní hodnoty jakékoliv položky musí být brány v zřetel i ostatní příslušné standardy nejen IAS 21. Účetní hodnota některých položek bývá určována porovnáním dvou nebo více částek. Například podle standardu IAS 2 (Zásoby) může být účetní hodnota zásob oceněna pořizovací cenou nebo čistou realizovatelnou hodnotou. Účetní jednotka vybere tu cenu, která představuje nižší částku. Pokud vzniknou peněžní prostředky z transakce v cizí měně a v průběhu času nastane změna devizového kurzu mezi datem transakce a datem vypořádání, výsledkem je kurzový rozdíl. Kurzové rozdíly vznikající při vypořádání peněžních položek nebo při převodu peněžních položek v kurzech odlišných od těch, kterými byly převedeny při prvotním zaúčtování během období nebo v předchozích účetních závěrkách, musí být podle IAS 21 uznány jako zisky, popřípadě ztráty v období, kdy vznikly.

Měna vykazování je jiná než funkční měna

V případě, že se měna vykazování liší od funkční měny účetní jednotky, účetní jednotka musí převést své výsledky hospodaření a finanční pozici do měny vykazování. Jako příklad takové situace může být uvedena MNC a dceřiné společnosti, které operují s různými funkčními měnami. Výsledky hospodaření a finanční pozice všech součástí jsou pak vyjádřeny ve společné měně tak, že je možné předložit konsolidovanou účetní uzávěrku.

Postup pro převod výsledků a finanční pozice účetní jednotky do měny vykazování upravuje IAS 21 následovně:

1. Aktiva a závazky běžného a srovnávacího období se převedou za použití závěrkového devizového kurzu k datu každé rozvahy.

2. Výnosy a náklady běžného a srovnávacího období se převedou devizovým kurzem k datu transakce.
3. Výsledné kurzové rozdíly se vykáží jako samostatná složka vlastního kapitálu.

Z praktických důvodů se pro převod výnosových a nákladových transakcí často používá průměrný kurz. Předpokladem je však nízká volatilita kurzu.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Dceřiná společnost se sídlem na Slovensku dosáhla v prvním i druhém roce svého působení příjmy 10 000 eur. Tyto příjmy jsou konsolidovány spolu s dalšími vedlejšími příjmy MNC se sídlem v Británii a jsou tedy přepočteny do britských liber na základě váženého průměrného devizového kurzu v daném roce. Vážený průměrný devizový kurz v prvním roce byl 0,90 GBP/EUR a ve druhém roce byl 0,80 GBP/EUR. Jaké vysoké jsou převedené příjmy slovenské dceřiné společnosti za každé vykazované období v britských librách?

1. rok: $10\,000\text{ EUR} \cdot 0,90\text{ GBP/EUR} = \mathbf{9\,000\text{ GBP}}$

2. rok: $10\,000\text{ EUR} \cdot 0,80\text{ GBP/EUR} = \mathbf{8\,000\text{ GBP}}$

Pozn.: Přestože výdělků dceřiné společnosti v eurech byly za obě sledovaná období stejné, konsolidované příjmy v britských librách byly sníženy o 1 000 liber. Rozdíl je zde způsoben změnou váženého průměru kurzu. Pokles konsolidovaných příjmů je tedy způsoben oslabením eura vůči britské libře.

3.3 Zajištění proti kurzovému riziku

Jak již bylo zmíněno, devizové riziko ovlivňuje MNC různými způsoby. Devizová expozice může být snížena použitím různých nástrojů a strategií, jejichž vhodnost finanční manažeři vyhodnocují v různých scénářích kurzového vývoje. Při rozhodování je nutné brát v potaz nejen výhody daných nástrojů ale také jejich limitace a náklady. Další část této kapitoly bude tedy věnována zajištění (hedgingu) proti jednotlivým druhům devizových expozic. Při metodách zajištění budeme využívat následující techniky:

- externí
 - měnové forwardy,
 - měnové futures,
 - měnové opce,
 - služby peněžního trhu,
 - křížové zajištění.
- interní
 - leading a lagging,

- netting,
- diverzifikace měn,
- naturální hedging.

Aby MNC eliminovala kurzovou ztrátu, měla by nejprve určit míru a druh devizové expozice, jak bylo popsáno v předchozí podkapitole. Dále musí zvážit různé nástroje pro zajištění této expozice tak, aby mohla rozhodnout o tom, jaká zajišťovací strategie je optimální a zda vůbec zajišťovat její devizovou expozici. Řízením devizové expozice mohou finanční manažeři zvýšit hodnotu čistých cash flow, a tedy zvýšit hodnotu MNC. Optimální strategie zajišťování se může v průběhu času lišit, je tedy nutné neustálé sledování vývoje a přizpůsobování použitých nástrojů.

3.3.1 Měnové forwardy

Nejběžnějším typem derivátu sloužícího k zajištění se proti kurzovému riziku je forward. Uzavřením forwardového obchodu si lze zafixovat devizový kurz do budoucna a následně jej využít pro nákup nebo prodej cizí měny bez ohledu na aktuální vývoj a aktuální kurz na spotovém devizovém trhu. Forwardový obchod tedy představuje závazek finanční instituce, že klientovi prodá či od něj koupí dohodnuté množství peněžních prostředků v jedné měně za dohodnutou částku v jiné měně v přesně sjednaném budoucím termínu za předem sjednaný forwardový kurz (viz kapitola 2). Klient se naopak zavazuje odkoupit nebo prodat smluvní množství finančních prostředků od finanční instituce. Výhodou těchto operací je skutečnost, že MNC může zajistit budoucí převod měny závazným kurzem. Forwardový kurz i datum vypořádání jsou stanoveny závazně, takže po sjednání nelze většinou od uzavřeného obchodu ustoupit. Nákladem MNC na tento typ zajištění je buď poplatek ve výši určitého procenta z hodnoty kontraktu, nebo stanovení forwardového kurzu, který pokryje riziko a zisk pro finanční instituci. Výsledné náklady obou způsobů bývají přibližně ve stejné výši.

U forwardů rozlišujeme tzv. krátkou a dlouhou forwardovou pozici:

- pokud jste koupili forwardový kontrakt (budete kupovat měnu), jste v dlouhé pozici,
- pokud jste prodali forwardový kontrakt (budete prodávat měnu), jste v krátké pozici.

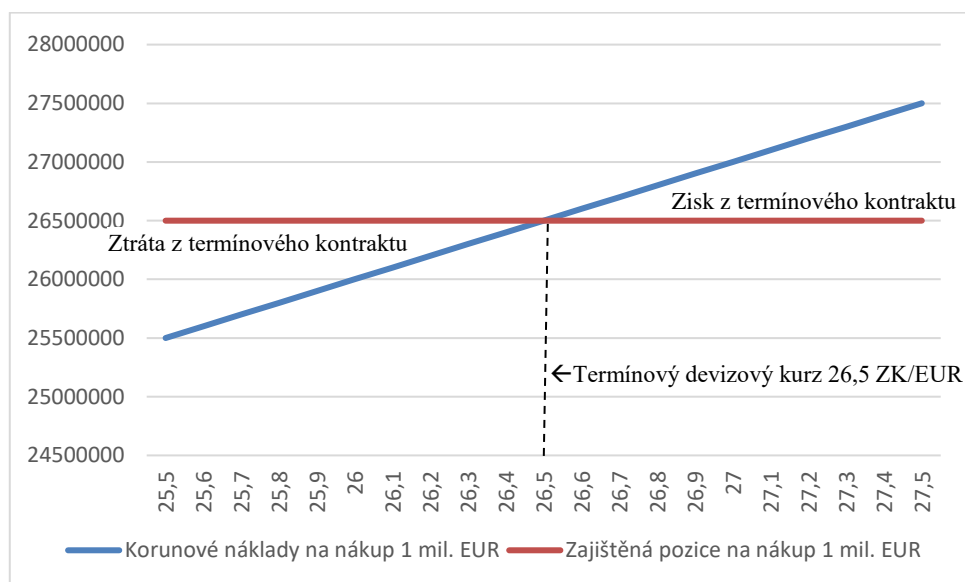
Forwardy se hodí pro MNC, které mají výdaje v cizí měně, a tudíž se obávají budoucího zhodnocení cizí měny a tedy zvýšení nákladů v domácí měně, nebo pro MNC, které převádějí zahraničí měnu do domácí měny a obávají se, že posilní domácí měna a tedy převedené příjmy ze zahraničí ztratí na hodnotě. Forward je vyjednáván mezi finanční institucí a klientem, což znamená, že velikost, splatnost, pokladová měna a další stránky obchodu mohou být stanoveny přesně podle potřeb klienta. Pokud jsou cash flow v cizích měnách přesně sladěna s forwardem, kurzové riziko je zcela eliminováno a hovoříme o perfektním zajištění (perfect hedge). Konečný rozdíl mezi forwardovým a spotovým devizovým kurzem

v době realizace transakce může znamenat pro MNC hypotetický zisk nebo ztrátu ze zajištění. Příklady těchto zisků a ztrát jsou uvedeny v následující řešené úloze.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Předpokládejme českou MNC dovážející vstupy k výrobě ze Slovenska. Celková cena dodávky, kterou musí MNC zaplatit slovenskému dodavateli je 1 milion EUR a splatnost je 30 dnů. V důsledku obavy ze zhodnocení EUR se česká MNC rozhodne zafixovat celkové korunové náklady na dovoz pomocí termínového obchodu a nespekulovat na znehodnocení EUR, resp. zhodnocení CZK, které by snížilo náklady na dodávku vyjádřené v českých korunách. Dvoutměsíční termínový kurz je 26,50 CZK/EUR. Celkové náklady na nákup 1 mil. EUR na zaplacení dodávky tak česká MNC zafixovala na 26,5 mil. CZK bez ohledu na reálnou hodnotu spotového devizového kurzu v době realizace finanční transakce. Srovnání zajištěné a nezajištěné devizové pozice české MNC je znázorněno v následujícím grafu.



Když bude spotový devizový kurz v době vypořádání termínového obchodu vyšší než termínový kurz 26,5 CZK/EUR, termínový obchod bude pro MNC přínosný, protože nakoupí EUR výhodněji než na spotovém trhu, tedy vzniká hypotetický zisk z termínové operace. Když však bude spotový kurz nižší než termínový, česká MNC by mohla EUR nakoupit na spotovém trhu levněji, čímž vzniká hypotetická ztráta z termínové operace.

Pozn.: Podstatou použití termínových transakcí pro kurzové zajištění je dosažení stabilní pozice a minimalizace ztráty z kurzového vývoje, nikoliv spekulace a maximalizace zisku. Proto tuto situace nechápeme jako skutečnou ztrátu z termínového obchodu, ale jako omezení možnosti spekulativního zisku.

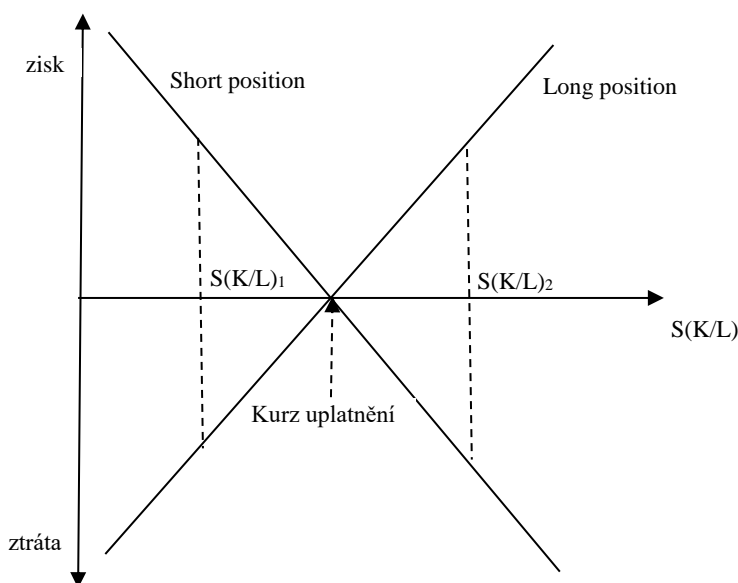
3.3.2 Měnové futures

Měnové futures se v principu velmi podobají forwardům, jelikož také představují závazek směnit jednu měnu za druhou v určitém devizovém kurzu a k určitému datu v budoucnu. Jak uvádí Stavárek (2014), v jistých aspektech se ale futures a forwardy liší. Zatímco forwardy jsou obchodovány na mimoburzovním trhu a jsou uzavírány přímo mezi bankami navzájem nebo mezi bankou a klientem, měnové futures jsou obchodovány na specializovaných burzách. Další odlišnost spočívá v tom, že forwardy jsou nastaveny přesně podle potřeb klienta, ale futures jsou z důvodu zvýšení likvidity a zjednodušení obchodování v mnoha směrech standardizovány. To však zároveň snižuje flexibilitu futures a omezuje jejich použití pro zajištění měnového rizika, zejména u nižších částek. Standardizace futures se projevuje například v termínu vypořádání, které mohou existovat pouze čtyři v roce. Obvykle je to třetí středa v březnu, červnu, září a prosinci. Při zachování zvyklosti o dvou pracovních dnech potřebných pro vypořádání devizových obchodů to znamená, že futures vyprší (expirují) třetí pondělí zmíněných měsíců. Pevně stanoven bývá i objem futures kontraktů, který se liší podle obchodované měny (např. 125 000 EUR, 62 500 GBP, 100 000 CAD). Druhou měnou ve futures obchodech, v níž probíhají platby, je standardně americký dolar.

Měnové futures mezi sebou sjednávají dva subjekty (kupující a prodávající) prostřednictvím burzy, resp. jejího clearingového centra. Kupující má povinnost k určitému datu v budoucnu koupit stanovený objem podkladové měny za předem stanovený devizový kurz (exercise price). Proávající má povinnost stanovené množství měny v dohodnutém termínu kupujícímu prodat. U futures také rozlišujeme tzv. krátkou a dlouhou futures pozici:

- pozice kupujícího futures je dlouhá – long position,
- pozice prodávajícího futures je krátká – short position.

V době splatnosti futures obvykle jeden nebo druhý subjekt dosahuje zisku nebo ztráty v závislosti na aktuální výši spotového devizového kurzu. Subjekt v krátké pozici obvykle predikuje pokles devizového kurzu a subjekt v dlouhé pozici zas predikuje, že spotový devizový kurz vzroste. Pokud v den splatnosti futures bude aktuální spotový devizový kurz nižší než kurz uplatnění ve futures, krátká pozice bude zisková, jelikož prodávající bude moci prodat podkladovou měnu za vyšší cenu přes futures. Dlouhá pozice bude naopak ztrátová, jelikož kupující bude podkladovou měnu nakupovat za vyšší kurz než je aktuálně dostupný na spotovém devizovém trhu. Zisk z dlouhé pozice by realizoval subjekt v případě, že aktuální spotový devizový kurz v čase expirace futures převyšuje kurz uplatnění. Zisk a ztráta z futures je znázorněna na následujícím obrázku č. 6.

Obrázek 6: Zisk a ztráta z futures

Zdroj: Vlastní zpracování

V případě měnových futures lze dosáhnout perfektního zajištění kurzového rizika pouze v případě, že zajišťovaná pozice má shodnou splatnost s několika málo standardizovanými splatnostmi futures a zároveň velikost pozice je celý násobek standardizovaného objemu futures kontraktu. Pro potřeby kurzového zajištění rozlišujeme tři možnosti nedokonalého zajištění:

- **delta zajištění** - když existuje nesoulad mezi dobou splatnosti futures kontraktu a zajišťovanou pozicí, shoda panuje pouze v podkladové měně.
- **křížové zajištění** - futures kontrakt se shoduje se zajišťovanou pozicí v době splatnosti, ale nikoliv v měně.
- **delta-křížové zajištění** - v delta-křížovém zajištění u zajišťované pozice a použitého futures neodpovídá ani doba splatnosti ani měna.

ŘEŠENÁ ÚLOHA

V pondělí ráno na burze v Chicagu zaujímá investor pozici v GBP futures. Tento kontrakt má velikost 62.500 GBP a cenu $C_0 = 1,20$ USD/GBP. Poslední den obchodování je ve středu odpoledne. Uzavírací ceny jsou $C_{po} = 1,21$ USD/GBP, $C_{út} = 1,22$ USD/GBP, $C_{st} = 1,205$ USD/GBP. Ve středu při uzavření burzy investor svou pozici zabije. Jaké bude denní vypořádání zisků a ztrát? Jaký bude celkový výsledek investora. Celý příklad řešte pro krátkou pozici (tj. prodej futures). Dále stanovte, kolik by investor dostal USD, kdyby pozici ve středu nezabil, ale nechal kontrakt doručit.

$$P_0: \quad 62\,500 \text{ GBP} \times (1,20 - 1,21) \text{ USD/GBP} = -625 \text{ USD}$$

$$Ú_t: \quad 62\,500 \text{ GBP} \times (1,21 - 1,22) \text{ USD/GBP} = -625 \text{ USD}$$

$$Stř: \quad 62\,500 \text{ GBP} \times (1,22 - 1,205) \text{ USD/GBP} = \underline{937,5 \text{ USD}}$$

Celkový výsledek investora: **-312,5 USD**

Doručení kontraktu: 62 500 GBP x 1,205 USD/GBP = **75 312, 50 USD**

Pozn.: Ve skutečnosti je doručení provedeno za uzavírací kurz posledního obchodního dne, tj. po přidání celkové ztráty z vyrovnání zisků a ztrát je výsledek rovný použití kurzu, se kterým investor vstoupil do kontraktu:

$75\,312,5\text{ USD} - 312,5\text{ USD} = 75\,000\text{ USD}$

$75\,000\text{ USD} / 62\,500\text{ GBP} = 1,20\text{ USD/GBP}$

3.3.3 Měnové opce

Jak uvádí Stavárek (2014), měnové opce poskytují větší flexibilitu pro účely zajištění než forwardy nebo futures. Opční kontrakt obsahuje dvě protistrany - majitele (kupujícího opce) a vypisovatele (prodávajícího opce). Zatímco majiteli opce přísluší právo rozhodnout se, zda opci využije a podkladovou měnu prostřednictvím opce nakoupí či prodá, vypisovatel opce musí vždy rozhodnutí majitele akceptovat. Jelikož majiteli z opce vyplývá právo a vypisovateli povinnost, je pozice majitele a vypisovatele asymetrická, proto jako kompenzace slouží opční prémie, kterou majitel opce musí při nákupu opce zaplatit vypisovateli. Majitel si opci kupuje, jelikož predikuje, že dohodnutý kurz uplatnění bude v době splatnosti opce pro něj výhodný a umožní mu podkladovou měnu levněji koupit, nebo draž prodát v porovnání s aktuálním spotovým devizovým kurzem. Naopak vypisovatel opci prodává s očekáváním, že kurz uplatnění dohodnutý v opci se pro majitele ukáže být nevýhodný, majitel opci nevyužije (nechá ji vypršet). Vypisovatel tedy nebude muset plnit a zůstane mu pouze opční prémie.

U opcí rozlišujeme dva základní druhy, a to:

- **Kupní opce (call option)** - představuje právo majitele opce nakoupit podkladové aktivum ve stanoveném množství, za stanovenou cenu a ve stanovený den (čas) od vypisovatele opce. Pokud majitel opce si své právo využije, vypisovatel opce musí podkladové aktivum za definovaných podmínek prodát.
- **Prodejní opce (put option)** - představuje právo majitele opce prodát určité množství podkladového aktiva za stanovenou cenu ke stanovenému datu v budoucnu. Pokud majitel své právo využije, vypisovatel opce má povinnost podkladové aktivum při dodržení smluvních podmínek odkoupit.

Z hlediska data uplatnění dále pak rozlišujeme:

- **Evropská opce** - může být uplatněna pouze k předem stanovenému datu (čas)
- **Americká opce** - může být uplatněna kdykoliv v průběhu trvání opce až do okamžiku její splatnosti.

Také v opčním kontraktu existuje majitel a vypisovatel a každý z nich zaujímá jinou pozici:

- majitel opce se nachází v dlouhé pozici (long position),
- vypisovatel opce se nachází v krátké pozici (short position).

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Dne 01.03. americká firma prodala zboží, za které obdrží 125.000 EUR ke dni 01.06.. Firma bude převádět eura na americké dolary, a proto se obává kurzového rizika. Aktuální spotový devizový kurz je 1,10 USD/EUR. Finanční manažer simuluje dva scénáře vývoje devizového kurzu ((1) a (2)) a zvažuje tři varianty strategie řízení devizového rizika:

- a) ponechání devizové pozice nezajištěné,
- b) € futures kontrakt,
- c) € opční kontrakt.

	01.03.	01.06. (1)	01.06. (2)
promptní kurz	1,1000	1,0522	1,1505
cena futures (splatnost červen)	1,0900	1,0538	1,1529
prémie za opci 1,12	0,0028	0,0055	0,0015

Dne 01.06. americká firma obdrží platbu v EUR a ihned uzavírá své pozice. U futures firma nenechá dojít kontrakt do splatnosti (ta je 3. středu v červnu, nikoliv 01.06.), ale zabije ho. U opce má firma dvě možnosti: využít za cenu uplatnění nebo prodat opci a obchodovat na promptním trhu.

- 1) Stanovte pozici v derivátech a typ opce, který musí firma zakoupit.
- 2) Vypočítejte výsledek vyjádřený jako rozdíl mezi realizací v původním promptním kurzu a realizací v konečném promptním kurzu, způsobený nezajištěním pozice.
- 3) Stanovte, jaký výsledek vyjádřený rozdílem mezi výsledkem na futures pozici a výsledkem z promptní pozice bude znamenat zajištění pomocí futures.
- 4) Stanovte výsledek vyjádřený jako rozdíl mezi nejlepší realizací opční pozice.

1)	MNC bude EUR prodávat - má reálně dlouhou pozici (obdrží eura) a ve futures krátkou pozici, v případě opce bude MNC kupovat prodejní opci.	
	Varianta 1	Varianta 2
2)	$(1,0522 - 1,1000) \times 125\,000 = - 5\,975\, \text{USD}$ Nezajištěná pozice vede ke ztrátě.	$(1,1505 - 1,1) \times 125\,000 = 6\,312,5\, \text{USD}$ Nezajištěná pozice vede k zisku
3)	$(1,0900 - 1,0538) \times 125\,000 = 4\,525\, \text{USD}$	$(1,0900 - 1,1529) \times 125\,000 = - 7\,862,5\, \text{USD}$
<p><i>Pozn.: Výsledek u futures se počítá opačně, protože pozice je oproti realitě opačná. Při promptní pozici se obchoduje za kurz platný 1.6., zatímco futures se obchoduje za kurz dohodnutý a platný k 1.3.</i></p>		

<i>Srovnání s nezajištěnou pozicí znamená srovnání uplatnění futures (1,0900) a promptního prodeje EUR za kurz k 1.6.</i>		
	$(1,0900-1,0522) \times 125\ 000 = \mathbf{4\ 725\ USD}$	$(1,0900-1,1505) \times 125\ 000 = \mathbf{-7\ 562,5\ USD}$
4)	Uplatnění opce: $((1,12-1,0522)-0,0028) \times 125\ 000 =$ 8 125 USD	Uplatnění opce: $((1,12-1,1505)-0,0028) \times 125\ 000 =$ -4 162,5 USD
	Zabití opce: $((1,0522-1,12)+(0,0055-0,0028)) \times 125\ 000 =$ 8 137,5 USD	Zabití opce: $((1,1505-1,12)+(0,0015-0,0028)) \times 125\ 000 =$ 3 650 USD
<i>Pro variantu 1 vhodné uplatnění opce a pro variantu 2 zabití opce.</i>		
<i>Pokud predikujeme vývoj podle varianty 1, nejlepší zajištění je pomocí futures. Pokud věříme ve vývoj podle varianty 2, nejvýhodnější je nezajišťovat se, nebo se zajistit pomocí opce a tu následně prodat a EUR prodat promptně.</i>		

3.3.4 Křížové zajištění

Pokud cizí měnu nelze efektivně zajistit (např. z důvodu neexistence měnových derivátů v této měně), pak je možné použít strategii křížového zajištění. Tento typ zajištění je někdy označován jako proxy zajištění, protože zajišťovaná pozice je v měně, která slouží jako zastupitelská měna. Účinnost této strategie závisí na tom, do jaké míry cizí měna a zastupitelská měna pozitivně koreluje. Čím silnější bude kladná korelace, tím efektivnější bude strategie křížového zajišťování.

3.3.5 Služby peněžního trhu

Kurzové zajišťování na peněžním trhu se u příjmů a výdajů liší. Kurzové zajištění výdajů na peněžním trhu zahrnuje přijetí pozice na peněžním trhu za účelem krytí budoucího závazku. Pokud má firma nadměrnou hotovost, může vytvořit zjednodušený zajišťovací mechanismus na peněžním trhu. Nicméně, mnoho MNC raději zajišťuje své závazky bez použití jejich hotovostních zůstatků. Na tuto situaci lze také použít hedging peněžního trhu, ale vyžaduje to dvě pozice: (1) půjčení prostředků v domácí měně a (2) krátkodobá investice do cizí měny.

V případě příjmů je možné půjčit si v měně, která bude přijata, a následně příjem použít k vyplacení úvěru. Pokud MNC nepotřebuje finanční prostředky na podporu stávajících ekonomických operací, může převést prostředky z úvěru na domácí měnu a investovat je na peněžním trhu.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Americká MNC potřebuje za jeden rok 100 000 eur. Kdyby přeměnila dolary na eura, mohla by dnes eura uložit do banky v eurozóně s úrokovou sazbou 3 % p.a. Dnešní spotový devizový kurz je 1,10 USD/EUR. Na jaké úrovni si může MNC zajistit náklady na nákup EUR, když momentálně potřebnou částkou nedisponuje, ale může si půjčit na domácím trhu s úrokovou sazbou 5 % p.a.?

Depozitum k zaplacení výdajů: $100\,000\text{ EUR}/(1+0,03)=97\,087,40\text{ EUR}$

Půjčka v domácí měně:

- výše půjčky - $97\,087,40\text{ EUR} * 1,10\text{ USD/EUR} = 106\,796,14\text{ USD}$
- výše vrácení půjčky – $106\,796,14\text{ USD} * (1+0,05) = 112\,135,95\text{ USD}$

Za předpokladu, že si MNC musí nejdříve půjčit USD na domácím trhu, a pak je uložit na trhu v eurozóně, její zajištěné náklady na nákup 100 000 EUR za rok jsou 112 135,95 USD.

3.3.6 Leading a lagging

Leading a lagging jsou založeny na načasování žádosti o platbu nebo vyplacení tak, aby odrážely očekávání ohledně budoucích kurzových pohybů. Strategie leading spočívá v urychlování plateb a inkas v cizí měně. Strategie lagging zas spočívá v oddalování plateb a inkas v závislosti na očekáváních ohledně budoucího vývoje kurzu. MNC by ve snaze minimalizovat výdaje měla urychlovat úhradu závazků v cizích měnách v případě předpokladu posílení cizí měny a oddálit platby v případě předpokladu oslabení cizí měny. V případě příjmů by to bylo naopak. V praxi však MNC většinou nemůže až v takové míře načasovat peněžní příjmy, a proto spíše oddaluje nebo urychluje konverzi již přijatých částek.

3.3.7 Netting

Netting je založen na vzájemném zúčtování pohledávek a závazků. Rozlišit přitom můžeme bilaterální systém zúčtování, jenž zahrnuje zúčtování mezi dvěma podnikatelskými jednotkami (obvykle mateřskou a dceřinou společností nebo dvěma dceřinými společnostmi) a multilaterální systém, který zahrnuje větší počet majetkově propojených podnikatelských subjektů. MNC využívají netting k redukci transakčních nákladů. Systém je obvykle centralizován a řízen mateřskou společností.

V praxi se pro netting využívá tzv. matice vzájemných pohledávek a závazků mezi jednotlivými zapojenými subjekty, s jejíž pomocí se stanovují čisté závazky a pohledávky jednotlivých subjektů vůči zúčtovacímu centru.

3.3.8 Diverzifikace měn

Jak uvádějí Červenohlávková a Sato (2011), měnová diverzifikace aktiv a pasiv je také účinným nástrojem k eliminaci kurzového rizika. Z části věnované měření rizika víme, že velikost kurzového rizika je závislá na korelaci jednotlivých měn. Pokud má firma na straně aktiv nebo pasiv více cizích měn, je kurzové riziko tím nižší, čím méně jsou kurzy těchto měn navzájem korelovány. Jestliže má pak firma aktiva denominovaná v jedné cizí měně a pasiva v druhé cizí měně, je naopak kurzové riziko tím nižší, čím vyšší je korelace obou měn. MNC výrazně snižují svou expozici vůči kurzovému riziku právě diverzifikací svých obchodních aktivit mezi velký počet zemí (měn).

Firma může také usilovat o takovou změnu struktury aktiv a pasiv, aby dosáhla v podstatě přirozeného hedgingu. Jde tedy o záměrné a cílené ovlivnění obchodních aktivit firmy, kdy do čistě obchodních rozhodnutí vstupují i otázky řízení kurzových rizik. Příkladem je upřednostnění dodavatelů ze zemí, v nichž daná firma realizuje významnou část svých tržeb. Firma se také může snažit proniknout se svou produkcí na zahraniční trhy, na nichž bude inkasovat příjmy v měnách, ve kterých hradí své závazky. Jakkoliv může být tato metoda účinným nástrojem eliminace kurzového rizika, vždy je potřeba hledat určitou rovnováhu mezi obchodními a finančními rozhodnutími firmy tak, aby byla zajištěna celková maximalizace čistých budoucích očekávaných finančních toků firmy.

3.3.9 Naturální hedging

U přirozeného hedgingu podnikatelské aktivity MNC přirozeně generují uzavřené devizové pozice. Například MNC, která na jednu stranu pravidelně inkasuje příjmy v eurech, na stranu druhou hradí dodávky výrobních vstupů či splátky úvěru rovněž v eurech. Pozice v tomto případě nebude pravděpodobně zcela uzavřená (výdaje a příjmy se mohou mírně lišit), avšak pokud je v důsledku běžné podnikatelské činnosti firmy podstatná část aktiv v cizí měně kryta pasivy v této měně s přibližně podobnou splatností, je kurzového riziko ve finančním řízení MNC do značné míry eliminováno.



ÚKOL K ZAMYŠLENÍ

Představte si, že jste manažerem firmy se sídlem v Česku, která primárně vyvážá své produkty do zemí eurozóny a k výrobě využívá vstupy dovážené z Ruska, Polska a Slovenska. Jaké strategie zajištění vůči kurzovému riziku byste zvažovali? Při výběru zvažujte jejich výhody ale i limitace a náklady.

SHRNUTÍ KAPITOLY



Různé formy zapojení do mezinárodních aktivit způsobují různé vystavení MNC devizovému riziku, což vyústí uje do potřeby specifické strategie finančního řízení. Tato kapitola se věnovala různým metodám používaným k předvídání devizových kurzů jako východisku pro finanční rozhodování MNC. Dále poukázala, jak je možné predikci využít k měření devizové expozice. V textu byly také blíže popsány jednotlivé způsoby vedoucí k snížení jednotlivých druhů devizových expozic, tedy transakčních, translačních a ekonomických.

OTÁZKY



1. Jak lze definovat kurzové riziko z hlediska MNC?
 2. Jaké metody predikce devizových kurzů je možné použít pro rozhodování v MNC?
 3. V čem spočívají jednotlivé druhy devizových expozic, kterým může čelit MNC?
 4. Pomocí jakých interních technik lze snížit devizové riziko MNC?
 5. Pomocí jakých externích technik lze snížit devizové riziko MNC?
-

ODPOVĚDI



1. Odpověď naleznete na str. 50.
 2. Odpověď naleznete na str. 45.
 3. Odpověď naleznete na str. 51-63.
 4. Odpověď naleznete na str. 63-64.
 5. Odpověď naleznete na str. 63.
-

4 MANAGEMENT DLOUHODOBÝCH MEZINÁRODNÍCH AKTIV A PASIV



RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Ve východiscích finančního managementu byly popsány základní způsoby zapojení MNC do zahraničních ekonomických aktivit, přičemž tato kapitola bude věnována těm sofistikovanějším a hlavně dlouhodobějším formám, které ovlivňují strukturu aktiv a pasiv. Tato část opory se zaměří na způsoby řízení dlouhodobých aktiv a pasiv MNC z mezinárodního hlediska. Kapitola bude charakterizovat přímé zahraniční investice, popíše základní aspekty rozhodování v souvislosti s nadnárodními projekty, a také ozřejmí kapitálové rozpočetnictví a proces rozhodování z pohledu mateřské a dceřiné společnosti. Část kapitoly se bude zabývat rovněž řízením podniků a popíše dlouhodobé finanční rozhodování MNC.



CÍLE KAPITOLY

Po prostudování této kapitoly budete umět:

- charakterizovat přímé zahraniční investice a popsat motivy k jejich realizaci;
 - určit přínosy mezinárodní diverzifikace;
 - charakterizovat základy kapitálového rozpočetnictví MNC a její dceřiné společnosti;
 - vysvětlit, jak lze vyhodnotit riziko mezinárodních projektů.
-
-



KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Dlouhodobá aktiva a pasiva, přímé zahraniční investice, nadnárodní projekty, kapitálová struktura, dlouhodobé finanční rozhodnutí

Finanční rozhodování spojené s řízením podniku zapojeného do mezinárodních aktivit je spojeno také s managementem aktiv a pasiv. V následujícím textu budou popsány mezinárodní aspekty dlouhodobých aktiv a pasiv.

4.1 Přímé zahraniční investice

Přímé zahraniční investice (PZI) mají bezesporu svou makroekonomickou podstatu, kdy je chápeme jako zdroj financování ekonomického růstu a faktor ovlivňující klíčové makroekonomické proměnné jako čistý export, devizový kurz nebo nezaměstnanost. V této opoře se však budeme věnovat jejich mikroekonomickému rozměru, tedy hledisku finančního rozhodování na podnikové úrovni. MNC běžně využívají zahraničních obchodních příležitostí tím, že se podílejí na přímých zahraničních investicích prostřednictvím nákupu nemovitostí v zahraničí, zapojením se do společných podniků se zahraničními firmami, akvizicí zahraniční firmy či založením nové zahraniční dceřiné společnosti. Finanční manažeři musí pochopit potenciální výnos a riziko spojené s tímto druhem investování tak, aby mohli činit investiční rozhodnutí, která maximalizují hodnotu MNC.

Přímé zahraniční investice (PZI) mohou být obecně definovány jako investice zahrnující dlouhodobý vztah a odrážející trvalý zájem a kontrolu, která je vykonávána rezidentem jiné ekonomiky (přímý investor nebo zahraniční mateřská společnost), než ve které se nachází předmět jeho zájmu (zahraniční pobočka, dceřiná společnost) (Stavárek, 2014). Dle mezinárodní úmluvy je PZI taková přeshraniční investice, která odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu (podnik přímé investice), který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika přímého investora. Tato definice je však v některých aspektech nejasná (např. jak lze chápat trvalý zájem), a proto dle doporučení OECD a MMF lze PZI v případě akciových společností chápat jako zahraniční investici, kdy MNC vlastní 10 % a více kmenových akcií a náleží ji tomu odpovídající hlasovací práva a rozhodovací pravomoci. Hranice 10 % zajišťuje, že zahraniční investor má reálné možnosti ovlivnit rozhodování a řízení společnosti, kterou spoluvlastní. Většinové vlastnictví proto pro přímou zahraniční investici není vyžadováno. PZI tedy zahrnuje přímo i nepřímo vlastněné afilace (sloučení podniku) a ty se dělí podle podílu investora na základním kapitálu nebo hlasovacích právech na:

- Dceřiné společnosti (více než 50% podíl),
- Přidružené společnosti (10% - 50% podíl),
- Pobočky (100 % vlastněná trvalá zastoupení nebo kanceláře přímého investora, pozemky a stavby přímo vlastněné nerezidentem, mobilní zařízení operující v ekonomice alespoň 1 rok).

Při realizaci PZI může být investováno do již existující společnosti (prostřednictvím akvizice či fúze) nebo do založení zcela nové společnosti (investice na zelené louce). Vhodnost jednotlivých forem závisí od charakteru PZI. **Akvizice a fúze** je výhodná zejména kvůli rychlosti, protože v rámci PZI je pořízena již fungující společnost, která již má určité postavení na trhu, vazby na obchodní partnery, značku, management i zaměstnance (Madura, 2017). V tomto případě však může následovat zdoluhavý proces případné restrukturalizace. Investice na zelené louce je běžná zejména v odvětvích, kde je specifická technologie výroby, či výrobní proces. Jedná se o vybudování zcela nového podniku, což sice představuje dlouhodobý proces, avšak ten je plně v kompetenci MNC.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

PZI realizované prostřednictvím fúzí a akvizicí najdeme například v bankovním a pojišťovacím sektoru. Investice na zelené louce jsou obvykle realizovány v oblasti výroby specifických produktů. Dohleďte příklady obou forem realizace PZI v Česku či ve světě.

Za součást PZI je považován podíl na základním kapitálu, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál. Základní kapitál je chápán jako vklad nerezidenta do základního (vlastního) kapitálu společnosti. Reinvestovaný zisk v rámci PZI představuje podíl přímého investora (v poměru k přímé majetkové účasti) na hospodářském výsledku nerozděleného formou dividend a ostatní kapitál zahrnuje přijaté a poskytnuté úvěry včetně dluhových cenných papírů a dodavatelských úvěrů mezi přímými investory a jejich afilovanými podniky a ostatními podniky ve skupině.

V rámci směru rozšiřování ekonomických aktivit prostřednictvím PZI je rozlišujeme na horizontální, vertikální a konglomerátní. **Horizontální investice** jsou realizované ve stejném odvětví ekonomických aktivit jako má MNC, jedná se tedy v podstatě o geografickou diverzifikaci výroby. Jelikož u horizontálních PZI je zachováno odvětví činnosti investora, jsou všechny výrobní postupy relativně jednoduše aplikovatelné do zahraničí. Horizontální PZI je tedy ve většině případů méně riziková. **Vertikální investice** chápeme jako PZI ve výrobě produktů, které svým charakterem navazují na domácí produkci. Zpětná vertikální investice znamená, že v rámci PZI jsou vyráběny vstupy pro MNC. Naopak vertikální investice vpřed je využívána pro výrobu konečného produktu ze vstupů vyrobených v MNC. Při efektivní koordinaci činností MNC s jejími PZI je možné mít prospěch z transferových cen, vysokých ziskových marží, díky značné tržní síle nebo lepšímu systému kontroly kvality. **Konglomerátní investice** je realizovaná ve zcela odlišném odvětví, které spíše přispívá k diverzifikaci ekonomických aktivit, a je založena na využití ziskového potenciálu hostitelské země. U konglomerátních investic je ve většině případů obtížné aplikovat výrobní procesy z domácí výroby, a proto jsou většinou nejrizikovější.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Za transferové (převodní) ceny se považují ceny uplatňované u transakcí mezi dvěma ekonomicky či personálně spojenými (sdruženými) subjekty. Sdružené subjekty na nadnárodní úrovni mají tendenci ve vzájemných transakcích upravovat ceny tak, aby zdanitelné zisky plynuly do zemí s nižší mírou zdanění. Z tohoto důvodu je zřejmá snaha o propracovanější legislativní úpravu transferových cen, tak aby se omezilo jejich zneužívání. Transferové ceny by na základě požadavků českých daňových zákonů měly být stanoveny na principu tržního odstupu, tedy v obvyklé výši, tj. ve stejné výši, jako by byly sjednávány

mezi nezávislými subjekty. Za pomoci relevantních internetových zdrojů dohleďte aktuální národní legislativní úpravu, nadnárodní úmluvy a postoj nadnárodních institucí k problematice postupu při omezování zneužití transferových cen.

4.1.1 Motivy MNC pro přímé zahraniční investice

Mezi nejvyužívanější teorie PZI patří teorie životního cyklu produktu, teorie internalizace a eklektické paradigma (paradigma OLI). I přes opodstatnění využití dalších teorií pro PZI v jisté fázi podnikání, všeobecný rámec pro vysvětlení mezinárodních aktivit podniku poskytuje paradigma OLI. Paradigma charakterizuje specifické výhody, jimiž investor disponuje v dané oblasti ekonomických aktivit. MNC obvykle zvažují PZI, protože mohou zlepšit ziskovost podniku a tedy zvýšit bohatství akcionářů. Dle paradigma OLI, které se zabývá důvody k PZI, se tyto výhody dělí na:

- „O“ owner-specific – výhody, které pramení z vlastnictví specifických aktiv, která poskytují investorovi konkurenční výhodu (know-how, technologie, speciální vybavení, patenty, goodwill, obchodní tajemství, atd.)
- „L“ location-specific – výhody umístění ekonomických aktivit v určité lokalitě v porovnání s jinými alternativními umístěními (velikost a struktura trhu, úroveň infrastruktury, charakter pracovní síly, sociální či kulturní a jazykové aspekty, politické faktory, atd.)
- „I“ internationalization - schopnost investora vybudovat a využívat síť poboček a dceřiných společností, které jsou řízeny z mateřské společnosti a navzájem mezi sebou obchodují na vnitřním trhu (snížení nákladů, získání subdodávek, atd.)

Ve většině případů se MNC podílejí na PZI, protože mají zájem o zvýšení výnosů, snížení nákladů nebo o obojí. Rozhodnutí kam investovat je ovlivněno behaviorálními faktory. Dle teorie by finanční manažer MNC měl odhalit komparativní výhody, pak identifikovat tržní nedokonalosti a poté vyhledat zemi, kde mu komparativní výhody umožní generovat výnos výměnou za přijatelná rizika a vyšší než náklady, které bude muset vynaložit na ekonomické aktivity.

4.1.1.1 Výnosové motivy pro PZI

Mezi výnosové motivy pro PZI můžeme zařadit:

- získání nových zdrojů poptávky,
- vstup na trh, kde je možné realizovat nadprůměrný výnos,
- využití monopolního postavení,
- reakce na obchodní restrikce,
- mezinárodní diverzifikace.

MNC často dosahuje ve svém podnikání fáze, kdy je její růst v podmínkách domácí ekonomiky omezený, například kvůli intenzivní konkurenci, popřípadě její podíl na domácím trhu je již blízko svého potenciálu. MNC tak může považovat zahraniční trhy za další existující **zdroj potenciální poptávky**. MNC se může rozhodnout pro PZI také kvůli **vyšším výnosům**, které může ve srovnání s domácím trhem realizovat v zahraničí. Problémem této strategie je existence podniků na zahraničních trzích, které mohou bránit MNC v odebrání jejich tržního podílu, například dočasným umělým snížením cen. Z tohoto pohledu je výhodnější internacionalizovat se v případě, že MNC disponuje zdroji nebo dovednostmi, které nejsou konkurenčním firmám k dispozici, jsou tedy v **monopolním postavení**. Například, pokud MNC disponuje vyspělými technologiemi a úspěšně tuto výhodu využívá na místních trzích, může se také pokusit o mezinárodní rozšiřování.

V některých případech MNC používají PZI spíše jako defenzivní strategii, a to zejména z důvodu obcházení **obchodních překážek**. Vzhledem k tomu, že vývoj jednotlivých ekonomik zemí v průběhu času není dokonale korelován, čisté cash flow z prodeje produktů v různých zemích by mělo být stabilnější než srovnatelné čisté cash flow z prodeje produktů v jedné zemi. **Diverzifikací prodeje** (a také i výroby) na mezinárodní úrovni může firma učinit čisté peněžní toky méně volatilní.

Z hlediska finančního managementu je pak z pohledu jednotlivých motivů vhodné použít různé strategie. Jako finanční manažer můžete například pro:

- získání nových zdrojů poptávky => založit novou dceřinou společnost nebo získat konkurenta na novém trhu (akvizice),
- vstup na trh, kde je možné realizovat nadprůměrný výnos => získat konkurenta, který ovládá místní trh,
- využití monopolního postavení => založit dceřinou společnost na trhu, kde konkurence nemůže vyrábět totožný výrobek a prodávat dané produkty v této zemi,
- eliminace obchodních omezení => založit dceřinou společnost na trhu, kde by obchodní restrikce negativně ovlivnily objem exportu MNC z její domácí země,
- mezinárodní diverzifikaci => zřídit dceřiné společnosti na trzích, jejichž obchodní cykly se liší od těch, v nichž je umístěn MNC a další její dceřiné společnosti.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Za použití relevantních internetových zdrojů dohledejte příklady PZI založených na jednotlivých výnosových motivech a stručně charakterizujte jejich strategii realizace PZI.

4.1.1.2 Nákladové motivy pro PZI

Kromě toho že mezinárodní diverzifikace má své výnosové výhody, MNC z ní může těžit také při snižování nákladů. MNC s mezinárodní diverzifikací může využívat nižší náklady na kapitál, protože akcionáři a věřitelé vnímají v důsledku stabilnějších peněžních toků, že riziko MNC je nižší. Mezi další nákladové motivy řadíme zejména:

- prospěch z úspor z rozsahu,
- využití zahraničních výrobních faktorů,
- využití zahraničních surovin,
- využití zahraniční technologie,
- reakce na změny devizových kurzů.

MNC prodávající svůj primární produkt na nových trzích může zvýšit svůj zisk a bohatství akcionářů v důsledku **úspor z rozsahu**. Čím větší je rozsah výroby, tím nižší jsou průměrné náklady na jednotku vyplývající ze zvýšené výroby (Madura, 2017). Úspory z rozsahu realizují zejména MNC, které využívají širokou škálu strojů. Náklady na **výrobní faktory** se mezi jednotlivými zeměmi dramaticky liší. MNC se proto často pokoušejí zakládat výrobu na místech, kde jsou potřebné výrobní faktory levnější. Různé tržní nedokonalosti, jako jsou nedokonalé informace, náklady na přemístění transakcí a překážky bránící vstupu do místního průmyslu či specifické náklady na pracovní sílu mohou snížit účelnost PZI. Proto je vhodné, aby rozhodnutí MNC, zda mohou těžit z nižších nákladů tím, že budou vyrábět na těchto trzích, podložily důkladným průzkumem trhu.

Dalším důvodem pro PZI může být snížení nákladů na dopravu spojenou s dovozem **surovin z dané země**. Výhodné to je zejména pokud plánuje prodej hotových výrobků zpět spotřebitelům v dané zemi. Za takových okolností může být ekonomičtějším řešením vyrobit produkt v zemi, kde jsou suroviny umístěny. **Využívání technologie** používané v cizích zemích je taky akcelerátorem PZI. Tato technologie se pak používá zejména ke zlepšení vlastních výrobních procesů a zvýšení efektivity výroby ve všech dceřiných společnostech po celém světě. PZI mohou vyplynout také z reakce na **pohyb devizových kurzů**. Zejména v případě, kdy je cizí měna podhodnocena, mohou být počáteční náklady při přepočtu relativně nízké.

Z hlediska finančního managementu je pak z pohledu jednotlivých motivů opět vhodné použít různé strategie. Jako finanční manažer můžete například pro:

- využití úspor z rozsahu => založit dceřinou společnost na novém trhu, který umožňuje velkovýrobu a nemá omezení vývozu produktů do jiných zemí,
- využití zahraničních výrobních faktorů => založit dceřinou společnost na trhu, který má relativně nízké náklady na práci nebo půdu, a prodat hotový výrobek do zemí, kde jsou výrobní náklady vyšší,

- využití zahraničních surovin => založit dceřinou společnost na trhu, kde jsou suroviny levné i dostupné, a prodat hotový výrobek do zemí, kde jsou suroviny dražší,
- využití zahraniční technologie => podílet se na joint venture vedoucí k seznámení s výrobním procesem nebo jinými operacemi a využije to v jiných dceřiných společnostech,
- reakce na změny devizových kurzů => založit dceřinou společnost na novém trhu, kde je místní měna slabá, ale očekává se, že bude v průběhu času posilovat.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Za použití relevantních internetových zdrojů dohledejte příklady PZI založených na jednotlivých nákladových motivech a stručně charakterizujte jejich strategii realizace PZI.

Kromě dosud diskutovaných motivů PZI existují také **osobní motivy manažerů**. Tyto případy se mohou vyskytnout zejména v případě zastupitelského konfliktu (viz kapitola 1), kdy manažeři sledují výši kompenzace za zahraniční expanzi MNC. V případě, že manažeři na vysokých postech mají ve svém osobním portfoliu akcie MNC, pak mohou také preferovat PZI v důsledku záměrného snižování rizika jejich portfolia mezinárodní diverzifikací. Tato situace sice vede ke stabilizaci cen akcií MNC, avšak nevede ke splnění základního cíle MNC, což je maximalizace jejich cen a tedy maximalizace majetku akcionářů.

4.1.2 Přímé zahraniční investice z pohledu hostitelské země

Hostitelská země musí zvážit výhody a nevýhody jednotlivých druhů PZI. Na základě důkladné analýzy pak může na jedné straně poskytnout pobídky k podpoře vybraných forem PZI, na straně druhé však může nastavit bariéry bránící jiným formám PZI. Vlády jednotlivých zemí podporují zejména PZI řešící problémy jako nezaměstnanost či nedostatek technologií. Běžné pobídky nabízené hostitelskou vládou zahrnují například daňové úlevy na příjmech z nich získaných, zdarma poskytnutou půdu, nemovitosti a budovy, půjčky s nízkými úroky, dotované energie či snížené ekologické předpisy. Míra, do jaké vláda nabídne takové pobídky, závisí samozřejmě na celkových benefitech pro hostitelskou zemi.

Vlády obvykle nastavují limity a bariéry pro PZI, které by mohly negativně ovlivnit místní podniky, spotřebitele a ekonomické podmínky. Mezi bariéry PZI ze strany hostitelské země řadíme například ochranné bariéry, administrativní bariéry, bariéry v odvětví, environmentální bariéry. Kromě bariér ze strany státu musí MNC zohledňovat při PZI také bariéry sociální, kulturní či jazykové.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Jako příklad investiční pobídky můžeme uvést Francii, která prodávala půdu se slevou, nebo Irsko a Finsko, které zavedly velmi nízké korporátní daňové sazby pro specifická odvětví (např. telekomunikace). Na druhou stranu vidíme příklady bariér a nastavování limitů ze strany vlád. Španělsko například povolilo otevření továrny společnosti Ford za podmínky, že v zemi bude prodávat pouze produkci odpovídající 10 % lokálních prodejků z předchozího roku a 2/3 produkce musí být exportováno (cílem bylo zvýšení zaměstnanosti bez vážného ohrožení produkce domácích výrobců). Za použití relevantních internetových zdrojů dohleďte další příklady investičních pobídek, bariér a limitů.

4.2 Mezinárodní kapitálové rozpočtnictví

V rámci PZI mohou MNC realizovat mnohé projekty. MNC hodnotí tyto dlouhodobé mezinárodní projekty pomocí mezinárodního kapitálového rozpočtnictví, které je založeno na výběru nejlepších projektů, do kterých by měl podnik investovat finanční zdroje v závislosti na předpokládaném výnosu a riziku. Vzhledem k tomu, že mnoho MNC vynakládá značné prostředky na mezinárodní projekty, představuje mezinárodní kapitálové rozpočtnictví velice důležitou oblast finančního managementu. Správné využití mezinárodního kapitálového rozpočtnictví může identifikovat mezinárodní projekty vhodné či nevhodné k implementaci. Specifické podmínky mezinárodních projektů ovlivňující budoucí cash flow, či diskontní sazba používaná k diskontování cash flow, činí mezinárodní kapitálové rozpočtnictví mnohem komplexnější, než je kapitálové rozpočtnictví ryze domácího podniku. Finanční manažeři musí pochopit, jak aplikovat kapitálové rozpočtnictví na mezinárodní projekty tak, aby mohli maximalizovat hodnotu MNC.

4.2.1 Faktory ovlivňující mezinárodní kapitálové rozpočtnictví

Při rozhodování o výhodnosti dlouhodobého projektu je nutno vzít v potaz prognózy různých ekonomických a finančních charakteristik souvisejících s mezinárodním projektem. Mezi základní faktory řadíme:

- počáteční investice,
- cenu a spotřebitelskou poptávku,
- náklady,
- daně,
- omezení v převodech finančních prostředků,
- devizové kurzy,
- zůstatkovou (likvidační) hodnotu projektu,

- požadovanou míru výnosnosti.

Počáteční investice mateřské společnosti v projektu může být hlavním zdrojem financování. Finanční prostředky investované do projektu mohou zahrnovat nejen to, co je nezbytné pro zahájení projektu, ale také další finanční prostředky (např. pracovní kapitál), na podporu projektu v průběhu jeho trvání. Takové prostředky jsou obvykle zapotřebí k financování zásob, mzdových nákladů a dalších výdajů, až do doby, kdy projekt začne generovat dostatečně vysoké příjmy.

Cenu, za kterou lze produkt prodávat, lze předpovídat pomocí komparace konkurenčních produktů na zdejším trhu. Dlouhodobá analýza kapitálového rozpočtu vyžaduje projekce nejen pro nadcházející období, ale i očekávanou dobu trvání projektu. Budoucí ceny budou s největší pravděpodobností reagovat také na budoucí míru inflace v hostitelské zemi. Tato prognóza však může být obtížná a vyžaduje užití technik predikce. Predikce je nutná také pro odhad **spotřebitelské poptávky** po produktu, kde je nutné odhadnout zejména očekávanou míru převzetí části trhu od konkurence.

Podobně jako při odhadu ceny produktu, lze vypracovat prognózy pro **variabilní náklady**. Ty vycházejí převážně z posouzení komparativních nákladů jednotlivých komponentů, jako například hodinové náklady na pracovní sílu či náklady na vstupy. Tyto náklady by měly být také korelovány s budoucí mírou inflace v hostitelské zemi. Dokonce i v případě, že lze variabilní náklady na jednotku předpovědět přesně, předpokládané celkové variabilní náklady (variabilní náklady na produkci za určitý čas) mohou být nesprávné, pokud je nepřesně předpovězena poptávka. Obvykle lze **fixní náklady** předvídat s větší přesností než náklady variabilní, neboť obvykle nejsou citlivé na změnu poptávky. Fixní složka nákladů je však také citlivá na jakoukoli změnu míry inflace hostitelské země.

Daňové zákony týkající se zisků vytvořených zahraniční dceřinou společností či výnosů převedených na mateřskou MNC se mezi jednotlivými zeměmi liší. Vzhledem k tomu, že odhad peněžních toků po zdanění je nezbytný pro přiměřenou analýzu kapitálového rozpočtu, musí být mezinárodní daňové dopady zohledňovány pro všechny zahraniční projekty. V některých případech hostitelská vláda omezí dceřiné společnosti **převod zisků na mateřskou společnost**. Toto omezení může odrážet podporu hostitelské země k dalším výdajům v tamní ekonomice nebo může pramenit z obavy nadměrného prodeje místní měny. Vzhledem k tomu, že omezení převodu finančních prostředků zabraňuje cash flow směrem k mateřské společnosti, budou tím ovlivněny zejména očekávané čisté peněžní toky z pohledu mateřské společnosti. Pokud jsou jasně taková omezení známá v čase analýzy výhodnosti projektu, je nutné je začlenit do predikce čistých peněžních toků. Zde je však nutné upozornit na fakt, že hostitelská vláda může upravit své omezení také v průběhu času, v takovém případě může MNC zahrnout tyto prognózy do analýzy rizika země (viz kapitola 6). Jakýkoli mezinárodní projekt bude také ovlivněn fluktuacemi **devizových kurzů během trvání projektu**. Jak bylo zmíněno v kapitole věnované kurzovému riziku, tyto pohyby jsou často velmi obtížně odhadnutelné.

Zůstatková hodnota projektu bude to záviset na několika faktorech, včetně úspěšnosti projektu, ale také přístupu hostitelské vlády. Jako extrémní možnost by hostitelská vláda mohla převzít projekt bez dostatečné kompenzace MNC (pravděpodobnost výskytu těchto událostí se v jednotlivých zemích liší, viz kapitola 6). Některé projekty mají neomezené trvání, které lze obtížně posoudit, zatímco jiné projekty jsou nastaveny na přesnou dobu působení, na jejímž konci budou likvidovány. Právě projekty na dobu určitou usnadňují analýzu kapitálového rozpočtění. Jakmile jsou odhadnuta příslušná cash flow navrhovaného projektu, tak mohou být diskontovány **požadovanou mírou výnosnosti** projektu, která se může lišit od kapitálových nákladů MNC z důvodu zakomponování rizika konkrétního projektu.

4.2.2 Rozdílnost hodnocení projektů z pozice mateřské a dceřiné společnosti

Rozhodnutí o výhodnosti konkrétního projektu může být navíc rozdílné z pohledu mateřské společnosti oproti pohledu dceřiné společnosti. Obvykle by rozhodnutí MNC měla vycházet z pohledu mateřské společnosti a maximalizace její hodnoty. Některé projekty mohou být pro dceřinou společnost výhodné, i když nejsou výhodné pro mateřskou společnost, neboť čistý příliv peněz po zdanění dceřiné společnosti se může podstatně lišit od přílivu peněz mateřské společnosti. Takovéto rozdíly v peněžních tocích mezi dceřinou společností a mateřskou společností mohou být způsobeny několika faktory:

- daňovými diferenciacemi,
- omezenými převody finančních prostředků,
- nadměrnými převody finančních prostředků,
- kurzovými pohyby.

Pokud budou příjmy z projektu vyplaceny mateřské společnosti, MNC musí zvážit, jakým způsobem dojde ke zdanění těchto příjmů. Pokud v zemi mateřské společnosti dojde k vysokým daňovým odvodům, celková výhodnost projektu pro mateřskou společnost se snižuje i přes fakt, že výhodnost projektu z pozice dceřiné společnosti může být významná. Výhodnost potenciálního projektu může být rozdílná z pohledu dceřiné a mateřské společnosti i v případě, kdy vládní nařízení v hostitelské ekonomice vyžadují zachování jistého procenta příjmů v zemi. Vzhledem k tomu, že mateřský podnik by neměl přístup k těmto prostředkům, projekt může být pro něho opět nevýhodný, přestože může být atraktivní z pozice dceřiné společnosti. Jedním z možných řešení je v tomto případě částečné financování projektu dceřinou společností. Pak může být část finančních prostředků, které není možné zaslat mateřské společnosti, použita k pokrytí nákladů na financování projektu.

Rozdílný pohled na rozhodování o projektu může nastat i v případě, že mateřská společnost účtuje dceřiné společnosti velmi vysoké administrativní poplatky, protože její management je centralizován. Pro dceřiné společnosti představují poplatky náklady. Pro mateřské společnosti představují poplatky naopak výnosy, které mohou podstatně překročit

skutečné náklady na řízení dceřiné společnosti. V takovém případě se příjmy projektu mohou z pohledu dceřiné a mateřské společnosti lišit. Výhodnost daného projektu pak opět závisí na perspektivě hodnocení. Pokud jsou příjmy z projektu vyplácány mateřské společnosti, obvykle bývají převedeny z místní měny dceřiné společnosti na měnu mateřského podniku. Částka přijatá mateřskou společností je proto ovlivněna aktuální hodnotou devizového kurzu. Projekt, který se zdá být výhodný pro dceřinou společnost, proto nemusí být pro mateřskou společnost proveditelný, a to zejména v případě, že měna dceřiné společnosti by měla časem oslabit.

Proces převodu finančních prostředků od dceřiné společnosti k mateřské společnosti je ve zjednodušené podobě následovný:

1. Cash flow vygenerovaná z projektu v dceřiné společnosti

2. - Daně odvedené v hostitelské zemi

3. Nerozdělený zisk dceřiné společnosti

4. => Peněžní toky převedené dceřinou společností

5. - Srážková daň placená hostitelské vládě

6. Peněžní toky převedené dceřinou společností po zdanění

7. => Převod cash flow na měnu mateřské společnosti

8. => Příjem finančních prostředků mateřskou společností

Tento proces znázorňuje, jak mohou být postupně snižovány peněžní toky dceřiné společnosti při převodu na mateřskou společnost. Zisky dceřiných společností jsou nejprve sníženy o daně z příjmu právnických osob placené hostitelské vládě. Pak část ze zisku zůstává dceřiným podnikům (buď na základě rozhodnutí dceřiné a mateřské společnosti nebo na základě pravidel hostitelské vlády), přičemž zbývající částka představuje finanční prostředky, které mají být převedeny na mateřskou společnost. Tyto finanční prostředky mohou podléhat srážkové dani v hostitelské zemi. Zbývající prostředky jsou nejprve převedeny na měnu mateřské společnosti a pak převedeny na mateřskou společnost.

Vzhledem k výše zmíněným faktorům, mohou peněžní toky, které dceřiná společnost skutečně vyplácí, představovat pouze malou část výnosů, které reálně vytváří. Je tedy zřejmé, že proveditelnost projektu z pohledu rodiče závisí nikoliv na peněžních tocích dceřiné společnosti, nýbrž na peněžních tocích, které v konečném důsledku obdrží mateřská společnost. Každý projekt, ať již zahraniční nebo domácí, by měl v konečném důsledku generovat dostatečné peněžní toky tak, aby zvýšil bohatství akcionářů. Z pohledu analýzy výhodnosti projektu je nutné zařadit do analýzy veškeré nově vzniklé náklady, a to i nepřímé. Mateřské společnosti mohou například vzniknout dodatečné náklady na sledování řízení nové zahraniční dceřiné společnosti nebo ke konsolidaci účetní závěrky dceřiné společnosti.

Obecně se předpokládá, že jakýkoli projekt, který může vytvářet kladnou čistou současnou hodnotu pro mateřskou společnost, by měl zvýšit bohatství akcionářů. Výjimkou může být případ, kdy zahraniční dceřiná společnost není zcela vlastněna mateřským podnikem a

zahraniční projekt je částečně financován z nerozděleného zisku mateřského podniku a dceřiné společnosti. Jakýkoliv projekt spolufinancovaný mateřskou a dceřinou společností by měl být v tomto případě přijatelný pro oba subjekty.

4.2.3 Výpočet čisté současné hodnoty projektu

I když je k dispozici několik metod kapitálového rozpočtování, běžně používaným postupem je odhad peněžních toků a zůstatkové (likvidační) hodnoty, které má mateřská společnost obdržet. Následně je možné vypočítat čistou současnou hodnotu (NPV- net present value) projektu (24):

$$NPV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{ZH_n}{(1+k)^n} \quad (24)$$

V rovnici (24) je NPV závislé na výši vstupní investice I , cash flow CF_t v čase t , požadované výnosnosti projektu k , odhadované zůstatkové hodnotě ZH_n a životnosti projektu n . Jak již bylo zmíněno, do požadované míry výnosnosti projektu se nepromítají jen náklady kapitálu, ale zohledňuje i riziko. Metody zakomponování rizika projektu do požadované výnosnosti jsou:

- **diskontní sazba upravená o riziko** - čím větší je nejistota ohledně předpokládaných peněžních toků projektu, tím vyšší by měla být diskontní sazba použitá pro převod cash flow na současnou hodnotu, přičemž ostatní položky zůstávají stejné. Takto rizikově upravená diskontní sazba snižuje hodnotu projektu o stupeň, který odráží riziko spojené s projektem. Tento přístup je sice poměrně jednoduchý, je však často kritizován. Stejná úprava diskontní sazby za všechna období neodráží rozdíly ve stupni nejistoty v čase. Pokud předpokládané peněžní toky mezi obdobími mají různé stupně nejistoty, měla by se také měnit úprava rizik peněžních toků.
- **analýza citlivosti** - MNC odhaduje scénáře výše rizika. Analýza citlivosti může být užitečnější než jednoduché bodové odhady, protože přehodnocuje projekt na základě různých okolností, ke kterým může dojít. Pro analýzu citlivosti se užívají různé software.
- **simulace** - může být použita pro vytvoření rozdělení pravděpodobnosti pro NPV na základě řady možných hodnot pro jednu nebo více vstupních proměnných. Simulace se také obvykle provádí pomocí software.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



Jako finanční manažer MNC, která disponuje volnými peněžními prostředky, máte zvolit jednu investici z 2 tříletých investičních příležitostí, které je možné realizovat. Jejich charakteristika je následující:

a) Projekt A: vstupní investice je 80 000 EUR, předpokládané každoroční čisté cash flow po dobu 3 let jsou 30 000 EUR, zůstatková hodnota po třech letech je 0 EUR.

b) Projekt B: vstupní investice je 80 000 EUR, předpokládané roční čisté cash flow jsou 1) 23 000 EUR, 2) 30 000 EUR, 3) 37 100 EUR, zůstatková hodnota po třech letech je 0 EUR.

Které investici dáte přednost při požadované neměnné míře výnosnosti 2,6 % p. a.?

$$NPV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{ZH_n}{(1+k)^n}$$

$$NPV_A = -80000 \text{ EUR} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^1} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^2} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3} + \frac{0 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3}$$

$$NPV_A = 5\,515,17 \text{ EUR}$$

$$NPV_B = -80000 \text{ EUR} + \frac{23000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^1} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^2} + \frac{37100 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3} + \frac{0 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3}$$

$$NPV_B = 5\,266,35 \text{ EUR}$$

Na základě čisté současné hodnoty projektu je zřejmé, že výhodnější je realizace investice A.

4.3 Mezinárodní corporate governance

Pokud se MNC rozšiřují na mezinárodní úrovni, podléhají různým typům zastupitelských problémů (viz kapitola 1). Mnoho zastupitelských problémů se objevuje proto, že pobídky pro manažery mateřské společnosti nebo jejích dceřiných společností nejsou vhodně nastaveny tak, aby zajistily, že se manažeři zaměřují na maximalizaci hodnoty MNC (a tedy bohatství akcionářů). Sladění manažerských cílů s cíli akcionářů může zajistit mezinárodní corporate governance.

Jak uvádějí Růčková a Roubíčková (2012), corporate governance se dá definovat z hlediska aspektů chování firmy (tzv. užší definice) jako projevy korporace ve smyslu výkonnosti, efektivity, růstu, finanční struktury a nakládání s akcionáři a ostatními zájmovými skupinami. Corporate governance se dá definovat také z hlediska normativního rámce (tzv. širší definice) jako pravidla, na základě kterých firma funguje – právní a soudní systém, finanční trhy a trhy výrobních faktorů (zejména trh pracovní síly). Ze studií z jednotlivých zemí světa vyplývá, že první způsob definování je považován obecně za logičtější. Zahrnuje mimo jiné i činnost správních orgánů či vztah jednotlivých zájmových skupin. Druhá skupina definic je nicméně opodstatněná, pokud chceme porovnávat jednotlivé země a fun-

gování společností vzájemně mezi sebou. V tomto pojetí jsou zkoumány rozdíly v normativním rámci, který má vliv nejen na chování firem ale i na rozhodování potencionálních investorů. Tato skupina definic bere v potaz daleko širší souvislosti než jen samotnou firmní strukturu. Užší definici užívají například Shleifer a Vishny (1997), kteří uvádějí, že corporate governance se zabývá způsoby, jak zabezpečit poskytovatelům finančních prostředků výnos z investice. V širším ponětí představuje corporate governance systém, v rámci něhož je korporace řízena a kontrolována.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Nesprávně nastavený corporate governance může vést ke kolapsu MNC. Jako příklad je možné uvést korporaci Royal Ahold, která v roce 2015 fúzovala s belgickým potravinovým řetězcem Delhaize a vznikla Ahold Delhaize. Nicméně ještě jako samostatný Royal Ahold se jednalo o holandskou firmu s mezinárodním významem, patřící mezi největší maloobchodní firmy s potravinami na světě. V roce 2003 však u ní vyplynul na povrch finanční skandál. Dne 24. února 2003 společnost Royal Ahold oznámila umělé navýšení tržeb o 500 mil. USD v souvislosti se situací v dceřiné společnosti U.S. Foodservice, Inc. Ahold také informovala investory, že přehodnotí dříve zveřejněné zisky, které byly nesprávně sloučeny ze společných podniků. Na základě prohlášení společnosti Ahold ze dne 24. února 2003 klesla hodnota kmenových akcií společnosti a depozitních certifikátů ADR o více než 60 %. Generální a finanční ředitelé okamžitě odstoupili.

Samostatně dohledejte příklady dalších selhání MNC a uveďte, jak by se dalo tomuto kolapsu předejít?

4.3.1 Modely corporate governance

Členění modelů corporate governance ve světě je možné pojmut z několika hledisek (Růčková a Roubíčková, 2012):

- koncentrace vlastnických práv,
- vlivu bank na nebankovní společnosti,
- způsobu financování,
- struktury správních orgánů,
- územně-historického.

Z hlediska **koncentrace vlastnických práv** rozlišujeme outsider a insider systém. V outsider systému jsou podíly na základním kapitálu společnosti rozptýleny mezi velkým množstvím investorů. Outsider je chápán jako akcionář, který pouze sleduje vývoj akcií bez faktického zájmu na řízení, kontrole společnosti nebo tvorbě její strategie. Mezi outsideri

spadají častokrát institucionální investoři, kteří také nemají tendenci vlastnit kontrolní či významné podíly ve společnosti. Jak je tedy logické, že v rámci tohoto modelu corporate governance je typický silný zastupitelský konflikt mezi manažerem a vlastníkem, který kontroluje společnost pouze nepřímou. Insider systém je naopak postaven na větší koncentraci vlastnických práv. Investoři investují do akcií společnosti zejména za účelem řízení a kontroly, nikoli spekulace na cenu akcií. Zastupitelský konflikt mezi manažerem a vlastníkem je tedy logicky menší.

Z hlediska **vlivu bank** rozlišujeme bankovně a tržně orientovaný systém. V bankovně orientovaném systému dochází k menšímu počtu primárních a sekundárních emisí akcií, převaha financování je uskutečňována přes banky, které mohou mít tedy snahu na jejich řízení. U tržně orientovaného systému jsou naopak primárně získávány finance přes kapitálové trhy. **Způsob financování** rozlišuje model nesměřující k vnitřní kontrole (ALF) a model orientovaný na kontrolu (CIF). **Struktura správních orgánů** determinuje unitární nebo duální model corporate governance. V duálním, tedy dvouúrovňovém, modelu existují mimo valné hromady (nejvyšší orgán společnosti) také dva správní orgány - představenstvo a dozorčí rada. V unitárním, tedy jednoúrovňovém, modelu existuje pouze jeden správní orgán, a to je rada ředitelů. Ta je však tvořena exekutivními a neexekutivními řediteli. Exekutivní ředitelé představují ekvivalent představenstva a neexekutivní ředitelé jsou převážně externí spolupracovníci (odborníci z praxe).

Z hlediska **územně historického** rozlišujeme systém angloamerický a kontinentálně-evropský. Obecně platí, že angloamerický systém vykazuje atributy outsider modelu, který je tržně orientován, nesměřuje ke kontrole a používá unitární řízení. Aby mohl tento systém efektivně fungovat, je nutná vysoká četnost obchodovaných titulů na veřejném kapitálovém trhu, likvidní kapitálový trh, velký počet individuálních investorů a naopak malý počet holdingů. Příklady angloamerického systému najdeme zcela logicky zejména u společností v USA nebo Spojeném království.

Kontinentálně-evropský systém vykazuje atributy insider systému, který je orientován zejména na banky, směřuje ke kontrole a užívá duální systém řízení. K fungování tohoto systému je potřebný silný bankovní sektor založený na univerzálním bankovníctví a také podrobné legislativní vymezení pravomocí výkonných orgánů společnosti. Kontinentálně-evropský systém je typický zejména pro společnosti kontinentální Evropy či Japonska. Výhody a nevýhody jednotlivých systémů jsou shrnuty v následující tabulce č. 4.

Tabulka 4: Výhody a nevýhody angloamerického a kontinentálně-evropského systému

Systém	Výhody	Nevýhody
Angloamerický	- Společnost může snadno využít prostředky získané emisí akcií -Vlastník je motivovaný -Kapitálový trh oceňuje společnosti, kurz je odrazem její situace -Neefektivní společnosti jsou odhaleny trhem	-Nedostatečná výkonnost neexekutivních ředitelů -Existence spekulativního kapitálu -Nákladná regulace proti zneužívání insider informací

		-Zastupitelský konflikt a zastupitelské náklady
Kontinentálně-evropský	<ul style="list-style-type: none"> -Předpoklady k zabezpečení stabilního okolí podniku - kooperace -Není náchylný k výkyvům na kapitálových trzích -Motivuje k prosazování dlouhodobějších cílů -Kontrolu společností provádějí vlastníci přímo -Úzké vazby s finančním sektorem dávají předpoklad k snazšímu překonání problému při přechodných finančních těžkostech 	<ul style="list-style-type: none"> - Nepružnost při změnách vlastnictví - Existence propojených holdingových společností - Existence křížového vlastnictví mezi bankovním a nebankovním sektorem - Silná vyjednávací pozice zaměstnanců a odborů

Zdroj: vlastní zpracování na základě Růčková a Roubíčková (2012)

4.3.2 Kapitálový trh jako nástroj kontroly managementu

Přes mnohé modely corporate governance popsané výše, manažeři mohou nadále činit rozhodnutí, která nejsou v souladu s cílem akcionáře. Když však fungují kapitálové trhy správně, špatná manažerská rozhodnutí by se měla odrážet v nízkých cenách akcií, v důsledku čehož by mohla firma čelit pokusu o převzetí, tedy získání takového podílu na hlasovacích právech, které umožňuje kontrolu nad společností. Pokud má MNC v současné době nízkou cenu akcií, může být převzata za velmi nízké ceny a poté restrukturalizována odstraněním neefektivních manažerů. Mezinárodní kapitálový trh tak může napravit neefektivní MNC kdekoli, což má dva významné důsledky. Manažeři MNC jsou si vědomi, že pokud činí rozhodnutí, která snižují hodnotu MNC, mohla by čelit převzetí a její manažeři by mohli ztratit svou práci. Zadruhé, když MNC rozšiřují své podnikání na globální úrovni, mohou považovat mezinárodní kapitálový trh za prostředek k dosažení svých cílů rozšiřování přes převzetí jiné společnosti.

Mnoho mezinárodních akvizic je motivováno snahou zvýšit celosvětový podíl na trhu nebo využívat úspor z rozsahu prostřednictvím globální konsolidace. Oznámení o akvizicích cizích společností vedou obecně k neutrálním nebo mírně příznivým účinkům cen akcií pro nabyvatele, zatímco akvizice domácích společností vedou v průměru k negativním dopadům na nabyvatele. MNC mohou považovat mezinárodní akvizice za efektivnější formu přímých zahraničních investic než založení nové dceřiné společnosti. Prostřednictvím mezinárodní akvizice může firma okamžitě rozšířit své mezinárodní aktivity, protože společnost již existuje (jak již bylo zmíněno v podkapitole 4.1). Převzetí se dají rozdělit na tzv. přátelská a nepřátelská. Přátelská převzetí nejsou namířena proti managementu. Management i vlastníci se vědomě a cíleně rozhodují pro určitý typ akvizice nebo fúze, která přinese firmě synergický efekt, potřebnou diverzifikaci a ekonomizaci či daňové úspory. Při zabezpečování corporate governance jsou však důležitým nástrojem zejména nepřátelská převzetí. Mezi způsoby nepřátelského převzetí řadíme:

- **veřejný odkup** (Open Market Purchases) - začátek procesu nepřátelského převzetí přes nakupování akcií na veřejném kapitálovém trhu, které zajistí anonymitu nakupování, což může vést k zabezpečení úspěšnosti celého převzetí. Útočník (bidder) nakupuje akcie a čím větší balík se mu podaří koupit, tím je větší jeho výhoda. Napadený (target) se však může začít bránit a tím celý proces prodraží či zastaví.
- **zmocnění** (Proxy Fights) - může následovat po veřejném odkupu akcií, nejde o skutečný nákup kmenových akcií, ale o získání hlasovacího práva s nimi spojeného. Jedná se o pokus akcionáře nebo skupiny akcionářů zajistit si kontrolu či výkon rozhodnutí ve společnosti získáním potřebného množství hlasovacích práv na základě zplnomocnění.
- **přejetí na ulici** (Street Sweeps) - odkup bloků akcií od arbitrážérů.
- **tendrové nabídky** (Tender Offers) - nabídka k odkoupení akcií jedním subjektem či více subjekty jednajícími ve shodě za účelem získání významných podílů ve společnosti.

Mezinárodní trh pro kontrolu podniků je omezen překážkami, které může cílová firma nebo její hostitelská vláda implementovat, aby ochránila MNC před převzetím. Společnosti mají možnost pasivní i aktivní obrany. Mezi pasivní způsoby obrany řadíme:

- **plán zaměstnaneckého vlastnictví akcií** (ESOP) - společnost přispívá do fondu vlastními akciemi nebo hotovostí (daňově odečitatelné položky) na vlastní akcie a zaměstnanci se tak stávají zároveň vlastníky společnosti.
- **jedové pilulky** (Poison Pills) - jedná se o cenné papíry vydávané potencionálně přebíraným subjektem za účelem snížení hodnoty firmy pro subjekt usilující o nepřátelské převzetí.
- **zlaté padáky** (Golden Parachutes) - atraktivní podmínky (zejména finanční) pro stávající management, které zajišťují vymoženosti i pro odcházející management po převzetí.
- **dodatky ke společenské smlouvě** (Corporate Charter Amendments) - dodatky týkající se například stanovení minimální odkupní ceny akcií minoritních akcionářů po převzetí či tzv. supermajoritního hlasování rady a jejího složení.

Z aktivních způsobů obrany může společnost využít následující techniky:

- **bílý rytíř** (White Knights) - napadená společnost hledá spojence (bílého rytíře) jako alternativního kupce při tendru útočící společnosti, jedná se o spřátelený subjekt, u něhož management předpokládá odlišné chování než u útočníka.
- **bílý kavalír** (White Squire) - dočasné umístění akcií do rukou spřáteleného subjektu do doby než pomine nebezpečí.
- **zelená pošta** (Greenmail) - nabídka napadené společnosti na zpětný odkup svých akcií útočícího subjektu za prémiovou cenu.
- **změna ve struktuře pasiv** (Debt Restructuring) - zadlužením společnosti klesá její atraktivita.

- **Pac-Man obrana** (Pac-Man Defence) - napadený se oplátí útočníkovi stejnou aktivitou tak, že začne nakupovat jeho akcie, podmínkou je dostatečná kapitálová rezerva.

4.4 Dlouhodobé financování na mezinárodních finančních trzích

Při rozhodování MNC o dlouhodobém financování, musí být zvažovány možné zdroje vlastního kapitálu nebo dluhu a také náklady a riziko spojené s každým uvažovaným zdrojem. MNC mohou při dlouhodobém financování zvažovat zvyšování **vlastního kapitálu** a to především domácí emise akcií, ve které jsou fondy denominovány v místní měně, nebo mohou zvažovat globální akciovou nabídku, ve které vydávají akcie ve své domovské zemi a také v jedné nebo více zahraničních zemích. Tento přístup umožňuje získání částečného financování v měně, kterou potřebují k realizaci ekonomických operací zahraniční dceřiné společnosti. Investoři v zahraničí se zajímají o globální nabídku zejména, pokud MNC umístí dostatečný počet akcií v této zemi, což zvyšuje jejich likviditu. MNC mohou také nabízet soukromé umístění akcií do finančních institucí ve své domovské zemi, nebo finančním institucím v zahraničí, kde rozšiřují své ekonomické aktivity. Soukromá umístění jsou výhodná zejména z důvodu, že jsou s nimi spojeny nižší transakční náklady.

Když MNC zvažují dluhové financování, tedy **cizí zdroje financování**, mají podobné možnosti jako při zdrojích vlastního kapitálu. MNC mohou získat cizí zdroje ve své domácí ekonomice nebo mohou využít globální dluhové nabídky. Kromě toho se mohou zapojit do soukromého dluhového financování ve své vlastní zemi nebo v zahraniční ekonomice, kde se rozšiřují. Z praxe vyplývá, že většina MNC získává kapitálové financování ve své domácí ekonomice. Naproti tomu se dluhové financování často provádí v zahraničí. Další text této podkapitoly bude proto zaměřen na to, jak mohou rozhodnutí o financování dluhů ovlivňovat náklady kapitálu a rizika MNC.

4.4.1 Náklady dluhového financování

Pro potřeby této opory vysvětlíme základní principy rozhodování na financování prostřednictvím emise dluhopisů. Rozhodnutí o dluhovém financování MNC je na mezinárodní úrovni obecně ovlivněno výši úrokových sazeb napříč měnami. Skutečné náklady na dlouhodobé financování jsou pak založeny jednak na kótované úrokové sazbě, ale také na procentní změně devizového kurzu měny, kterou si MNC půjčila během trvání úvěru. Stejně jako úrokové sazby z bankovních úvěrů se mezi jednotlivými měnami liší i výnosy z dluhových cenných papírů. Tabulka č.5 ukazuje výnosy desetiletých dluhopisů pro několik různých zemí. Velké rozdíly ve výnosu dluhopisů mezi zeměmi odrážejí rozdílné náklady na financování dluhů v různých zemích.

Tabulka 5: Výnosy desetiletých dluhopisů vybraných zemí za listopad 2017

Země	Výnosnost desetiletých dluhopisů (v %)	Meziroční změna
USA	2,37	-0,10%
Spojené království	1,25	-0,20%
Japonsko	0,05	0,12%
Německo	0,29	0,12%
Austrálie	2,52	-0,23%
Itálie	1,68	-0,33%
Kanada	1,85	0,20%
Brazílie	10,25	-1,54%
Francie	0,61	-0,21%
Řecko	5,26	-5,87%
Indie	7,08	0,64%
Mexiko	7,31	-0,14%
Nizozemí	0,38	-0,01%
Nový Zéland	2,79	-0,28%
Španělsko	1,41	-0,13%
Portugalsko	1,82	-1,93%
Švýcarsko	-0,17	-0,09%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů získaných z portálu [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com/bonds) (<https://tradingeconomics.com/bonds>)



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Za pomoci relevantních informačních zdrojů dohledejte aktuální výše výnosností dlouhodobých dluhopisů v různých zemích. Ve které zemi byste se rozhodli na základě výnosnosti dluhopisů pro dluhové financování?

Vzhledem k tomu, že skutečné náklady na financování pro MNC vydávající dluhopisy v cizí měně jsou ovlivněny také hodnotou této měny vůči domácí měně během trvání dluhopisu, neexistuje žádná záruka, že dluhopis bude méně nákladný než dluhopis denominován v měně domácí. MNC, která emituje dluhopisy s kupónovými platbami, musí uskutečňovat i kupónové platby v měně dluhopisu. Pokud bude tato měna zhodnocovat proti domácí měně MNC, bude potřeba k vyplacení více finančních prostředků. Z tohoto důvodu nemůže být nízká úroková sazba jediným atributem pro emisi dluhu v měně, která vykazuje

nízkou úrokovou sazbu. Pro rozhodnutí o dlouhodobém zahraničním dluhovém financování musí MNC:

1. určit výši potřebných prostředků,
2. předpovídat cenu, s jakou může dluhopis emitovat,
3. predikovat devizové kurzy pro měnu, ve které bude dluh denominován.

Tyto informace lze použít k určení nákladů na zahraniční dluh, které lze porovnat s náklady na financování ve své domácí měně. Při finančním rozhodování se rovněž musí zohlednit nejistota skutečných nákladů na financování, které vzniknou při zahraničním financování. Zjednodušený příklad rozhodování o zahraničním financování je popsán v následujícím řešeném příkladu.

ŘEŠENÁ ÚLOHA



MNC potřebuje na tři roky půjčit 100 000 EUR. Finanční manažer usoudil, že je možné emitovat dluhopisy denominované v eurech s roční kuponovou sazbou ve výši 15 %. Jako alternativu zvažuje emisi dluhopisů v čínských juanech s roční kuponovou sazbou 10 %. V takovém případě by MNC na financování svých potřeb převedla získané čínské juany na eura, poté by však každoročně musela obstarat čínské juany k úhradě kupónových plateb.

Předpokládejme, že aktuální kurz je 10 CNY/EUR a přibližně stejný kurz je predikován i po zbytek tříletého období:

Alternativa financování	Kuponové platby v jednotlivých letech (% z nominální hodnoty emise)			Roční náklady
	1	2	3	
(1) dluhopisy denominované v eurech (kuponová sazba 15 %)	15 000 EUR	15 000 EUR	115 000 EUR	15%
(2) dluhopisy denominované v čínských juanech (kuponová sazba 10 %)	100 000 CNY	100 000 CNY	1 100 000 CNY	
Predikovaný devizový kurz	10 CNY/EUR	10 CNY/EUR	10 CNY/EUR	
Platby v eurech	10 000 EUR	10 000 EUR	110 000 EUR	10%

Aby MNC získala z čínské emise 100 000 EUR, potřebuje 1 000 000 čínských juanů, ($100\,000\text{ EUR} \cdot 10\text{ CNY/EUR} = 1\,000\,000\text{ CNY}$). Pokud se kurzy nezmění, roční náklady na financování s čínskými juany jsou 10 %, což je méně než 15 % ročních nákladů na financování v eurech. V tomto zjednodušeném případě uvažujeme, že roční náklady na financování představují diskontní sazbu, kterou musí být budoucí platby diskontovány tak, aby jejich současná hodnota odpovídala půjčené částce. Pokud se cena, za kterou jsou dluhopisy původně vydávány, rovná nominální hodnotě a nedochází ke změně devizového kurzu, jsou roční náklady na financování jednoduše rovny kuponové sazbě.

Výše zmíněný příklad je pouze teoretický, v praxi jsou využívána většinou financování na delší období a předpoklad stabilního devizového kurzu se vyskytuje jen zřídka. Za normálních okolností jsou devizové kurzy mnohem obtížnější předpověditelné, obzvláště za delší časové horizonty, což je častý důvod, proč se MNC rozhodují jen pro domácí financování. V kurzovém vývoji se mohou vyskytnout dva obecné trendy ovlivňující celkové náklady na zahraniční dluh:

- **Apreciace cizí měny** - pokud měna, která byla vypůjčena, v průběhu vůči domácí měně apreciuje, pak bude MNC potřebovat více finančních prostředků na pokrytí kuponových plateb a vyplacení jistiny. Tento kurzový vývoj tedy zvyšuje náklady na zahraniční cizí zdroje financování MNC.
- **Depreciace cizí měny** - pokud měna, která byla vypůjčena, v průběhu vůči domácí měně depreciuje, pak bude MNC potřebovat méně finančních prostředků na pokrytí kuponových plateb a vyplacení jistiny. Znehodnocující cizí měna snižuje výplatní toky emitenta, a proto snižuje náklady na jeho financování.

Vzhledem k významu devizového kurzu při získávání cizích zdrojů financování v cizích měnách vyžaduje MNC spolehlivou metodu, která zohledňuje potenciální dopad kurzových změn. MNC může použít prognózu bodových odhadů. Ta však nezahrnuje nejistotu ohledně předpovědi, která se liší v závislosti na volatilitě měny. Neurčitost, která je spojena s prognózou bodového odhadu, lze vypočítat s použitím pravděpodobností nebo simulací.

4.4.2 Metody snižování kurzového rizika

Riziko devizového kurzu bylo diskutováno v kapitole zaměřené na management devizového rizika. Z již známých skutečností tedy vyplývá, že při zahraničním dluhovém financování lze snížit riziko použitím jedné z alternativních strategií:

- vyrovnávání peněžních příjmů,
- termínové kontrakty,
- měnové swapy,
- paralelní půjčky,
- diverzifikace napříč měnami.

Vyrovňování peněžních příjmů se týká společností, které mají kromě nákladů na cizí zdroje financování v dané měně také příjmy. Nicméně, v praxi je málo pravděpodobné, že by MNC dokázala dokonale přizpůsobit načasování a výši výnosů v cizí měně k pokrytí nákladů na dluh. Proto zde většinou existuje určitá devizová expozice. Expozici lze však podstatně snížit, což může pomoci stabilizovat cash flow společnosti.

MNC může zajišťovat kurzové riziko také prostřednictvím termínového trhu. Vzhledem k tomu, že termínový trh může být někdy použit k zajištění i na delší časový horizont, jeví se tato možnost jako velice přínosná. MNC může dopředu sjednat kurz nákupu cizí měny

na každou plánovanou platbu za dluhové financování. Je však nutné mít na paměti, že termínový devizový kurz může být v reálu méně výhodný jako kurz spotový. Základní pravidlo o použití termínových kontraktů je, že zajištění spolu s výší budoucích výnosových plateb nesmí být nákladnější než platby potřebné pro vydání dluhopisů denominovaných v domácí měně. Jako forma zajištění může sloužit také měnový swap, který umožňuje firmám v pravidelných intervalech měnit měny a úrokové platby.

MNC mohou také získat finanční prostředky v cizí měně prostřednictvím paralelní (nebo zpětné) půjčky, ke které dochází, když dvě strany poskytují současně půjčky se splacením na určeném místě v budoucnu. V tomto případě vystupují v opačné pozici měny domácí a cizí. MNC může také dluh denominovat v několika cizích měnách, proto výrazné zhodnocení jedné měny drasticky nezvyšuje objem domácí měny potřebný k pokrytí finančních plateb. Ve skutečnosti společnost může zvážit několik měn, které vykazují nižší úrokové sazby a? celkové náklady spojené se získáním financí, tyto náklady však mohou být kompenzovány snížením nákladů na samotné splacení dluhu.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Mnohé MNC vydávají dluhopisy v měnách, ve kterých mají částečné příjmy ze svých ekonomických aktivit, například Coca-Cola Co., PepsiCo či Nike. Johnson & Johnson, nebo General Motors používají ke snížení kurzového rizika dluhového financování měnové swapy. Dohleďte příklady dalších podniků, které využívají dluhové financování v cizích měnách a zároveň se zajišťují proti kurzovému riziku.

4.4.3 Úrokové riziko cizích zdrojů financování

Bez ohledu na měnu, kterou MNC používá k dluhovému financování svých mezinárodních operací, musí také rozhodnout o době splatnosti. Cílem by mělo být využít splatnost, která minimalizuje celkové platby na dlužnou částku. Pokud jsou cizí zdroje získány v zemi, kde je umístěna například dceřiná společnost, pak by splatnost neměla být delší, než očekávaná životnost této společnosti v dané zemi. Úrokové riziko může být eliminováno nejen vydáváním dlouhodobých dluhopisů, které odpovídají očekávané životnosti ekonomických aktivit v cizí zemi. MNC by měla zvažovat také výnosovou křivku dotyčné země. Výnosová křivka je tvořena poptávkou po finančních fondech s různými dobami splatnosti na trhu cizích zdrojů dané země.

Z hlediska rozhodování je také důležitá otázka zda při emisi dluhopisů využít fixní nebo pohyblivé kuponové platby. Při fixních kupónových platbách hrozí riziko, že dlouhodobé úrokové sazby se v blízké budoucnosti mohou snížit, ale MNC bude muset nadále financovat dluh s vyššími náklady. MNC, které chtějí využít dlouhodobou splatnost, mohou proto

také zvážit dluhopisy s pohyblivou kupónovou sazbou. V takovém případě bude kupónová sazba kolísat v průběhu času v souladu s jinými úrokovými sazbami. Taková kupónová sazba je v praxi často spojena s mezibankovní sazbou LIBOR. Pohyblivá kupónová sazba může být výhodou pro emitenta dluhopisu během období klesajících úrokových sazeb, naopak nevýhodou v období zvyšování úrokových sazeb.



SHRNUTÍ KAPITOLY

Ve východiskách finančního managementu byly popsány základní způsoby zapojení MNC do zahraničních ekonomických aktivit, přičemž tato kapitola byla věnována těm sofistikovanějším a hlavně dlouhodobějším formám, které ovlivňují strukturu aktiv a pasiv. Tato část opory se zaměřila na způsoby řízení dlouhodobých aktiv a pasiv MNC z mezinárodního hlediska. Kapitola charakterizovala přímé zahraniční investice, popsala základní aspekty rozhodování v souvislosti s nadnárodními projekty, a také popsala kapitálové rozpočtnictví a proces rozhodování z pohledu mateřské a dceřiné společnosti. Část kapitoly se zabývala rovněž řízením podniků a dlouhodobým finančním rozhodováním MNC.



OTÁZKY

1. Co jsou to přímé zahraniční investice a jaké jsou motivy pro jejich uskutečňování?
 2. Jaké jsou příklady pobídek PZI ze strany hostitelské vlády?
 3. Jaké faktory ovlivňují mezinárodní kapitálové rozpočtnictví?
 4. Jakým způsobem je možné realizovat dlouhodobé financování na mezinárodních trzích?
 5. Jaké jsou výhody a nevýhody evropského a anglo-amerického systému corporate governance?
-

ODPOVĚDI



1. Odpověď naleznete na str. 75.
 2. Odpověď naleznete na str. 80.
 3. Odpověď naleznete na str. 81-82.
 4. Odpověď naleznete na str. 91.
 5. Odpověď naleznete na str. 88-89.
-

5 MANAGEMENT KRÁTKODOBÝCH MEZINÁRODNÍCH AKTIV A PASIV



RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Tato část opory se zaměří na způsoby řízení krátkodobých aktiv a pasiv MNC z mezinárodního hlediska. Kapitola popíše základní metody financování zahraničního obchodu a popíše instituce, které usnadňují mezinárodní obchod prostřednictvím vývozních pojištění nebo úvěrových programů. Budou zde charakterizovány motivy krátkodobého mezinárodního financování na podporu dalších mezinárodních ekonomických aktivit a vysvětleny základní principy mezinárodního cash managementu s důrazem na techniky používané k optimalizaci peněžních toků.



CÍLE KAPITOLY

Po prostudování této kapitoly budete umět:

- charakterizovat základní metody financování zahraničního obchodu,
 - popsat instituce podporující zahraniční obchod přes pojištění a úvěry,
 - vysvětlit motivy pro zahraničním krátkodobé financování,
 - definovat techniky optimalizace peněžních toků.
-



KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Financování zahraničního obchodu, dokumentární akreditiv, dokumentární inkaso, faktoring, forfaiting, mezinárodní krátkodobé financování, cash management.

Předchozí kapitola popsala stěžejní principy finančního managementu dlouhodobých aktiv a pasiv. V následujícím textu budou popsány mezinárodní aspekty managementu krátkodobých aktiv a pasiv.

5.1 Financování zahraničního obchodu

Rostoucí trend mezinárodního obchodu je přisuzován rostoucí globalizaci ekonomik a dostupnosti financování z mezinárodního finančního systému. Přestože banky také financují domácí obchod, jejich úloha při financování mezinárodního obchodu je kritičtější kvůli faktorům, které činí zahraniční obchod komplikovanějším. Vývozce jednak čelí jisté formě nejistoty, zda dovozce uskuteční platbu, ale riziko představují i státní restrikce, které mohou také zabránit v platbě vývozci. Na druhé straně dovozce nemusí důvěřovat vývozci v otázkách přepravy zboží a i kdyby vývozce zboží odeslal, obchodní bariéry nebo časové zpoždění v mezinárodní přepravě by mohly zkomplikovat dodávku.

5.1.1 Financování zahraničního obchodu

Financování zahraničního obchodu jsou v jistém ohledu od financování obchodu na lokálním trhu odlišné. Tento fakt pramení z vyšší rizikovosti, geografické vzdálenosti výroby od spotřeby, časového zpoždění plateb a dodávek zboží, náročnosti na podkladové dokumenty a působení konkurence. Jak uvádí Machková (2007), financování zahraničního obchodu zahrnuje i financování průzkumu trhu, distribučních cest, propagaci, skladování, atd. Vybrané nástroje financování, které se běžně užívají v zahraničním obchodě, jsou uvedeny v tabulce č. 6. Jejich detailnější popis bude následovat v jednotlivých podkapitolách.

Tabulka 6: Srovnání platebních metod za dodávku v rámci zahraničního obchodu

Metoda placení	Čas platby	Dodávka zboží	Riziko exportéra	Riziko importéra
Dodavatelský úvěr	Závisí na dohodě	Před zaplacením	Vysoké, závisí na importérovi, zda zaplatí	Žádné
Odběratelský úvěr	Před odesláním zboží	Po zaplacení	Žádné	Závisí výhradně na exportérovi, zda a jak dodá zboží
Zásilka	V čase dalšího prodeje zboží importérem	Před zaplacením	Vyšší, povoluje další prodej zboží před zaplacením exportérovi	Žádné
Směnka	V čase splatnosti směnky	Může být před i po realizaci platby	Riziko nezaplacení směnky	Stejně jako předcházející, importér však může očekávat dodávku i před zaplacením
Dokumentární inkaso	Při odeslání zboží	Po zaplacení	Nižší	Velmi nízké
Dokumentární akreditiv	Při odeslání zboží	Po zaplacení	Velmi nízké nebo žádné, závislé na podmínkách úvěru	Žádné riziko odeslání zboží, ale riziko přepravy zboží závislé na exportérovi

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak uvádí Shapiro (2013), nástroje k financování zahraničního obchodu plní čtyři základní funkce:

- snižují oběma stranám zahraničního obchodu riziko z neuskutečnění obchodní transakce,
- definují, kdo je nositelem rizika,
- zjednodušují přesun rizika na třetí stranu,
- zjednodušují samotné financování zahraničního obchodu.

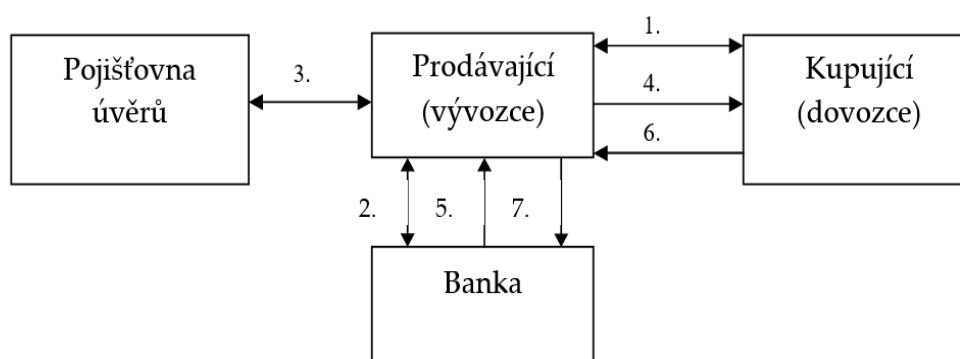
5.1.1.1 Provozní nástroje financování

Většina nástrojů provozního financování zahraničního obchodu je uzpůsobena operativním procesům v kolísání cash flow. Mezi běžné nástroje provozního financování řadíme:

- úvěry,
- eskont směnek,
- zálohování pohledávek,
- půjčky na peněžním trhu.

V rámci transakcí zahraničního obchodu poskytuje úvěr buď dodavatel (vývozce, exportér), kupující (dovozce, importér), jedna nebo více finančních institucí nebo jakákoli jejich kombinace. Dodavatel může mít dostatečné cash flow na financování celého obchodního cyklu, počínaje výrobou produktu až do okamžiku, kdy kupující zaplatí za dodávku. Tato forma úvěru je známá jako **dodavatelský úvěr**, což je nejčastější forma financování zahraničního obchodu. V některých případech, ke zvýšení cash flow na dostatečnou úroveň, musí vývozce využít bankovní financování. Exportér od své banky v tomto případě čerpá finanční prostředky dříve, než obdrží finanční plnění od importéra. Vývozce se plně spoléhá na finanční bonitu, integritu a reputaci kupujícího. Jak lze očekávat, tato metoda se používá, když prodávající a kupující mají vzájemnou důvěru a mnoho obchodních zkušeností. V praxi převažuje tíha financování na exportérovi, schéma tohoto druhu financování je uvedena na obrázku č. 7.

Obrázek 7: Průběh financování zahraničního obchodu dodavatelským úvěrem



1. Uzavření kontraktu mezi exportérem a importérem.
2. Uzavření úvěrové smlouvy mezi vývozcem a jeho bankou.

3. Uzavření pojištění exportních rizik.
4. Odeslání zboží exportérem.
5. Čerpání exportního dodavatelského úvěru.
6. Importér splácí svůj závazek dle smluvních podmínek.
7. Exportér splácí úvěr bance.

Zdroj: Vlastní zpracování

Jistou podkategorií dodavatelských úvěrů jsou **zásilky**. V tomto případě, v rámci dohody o přepravě zboží dodává vývozce zboží dovozci, avšak ten nemusí platit za zboží, dokud nebylo dál prodáno třetímu subjektu. Pokud dovozce nezaplatí, má vývozce omezené možnosti, protože zboží již bylo prodáno. V důsledku vysokého rizika jsou zásilky využívány jen zřídka. V praxi je najdeme zejména u dceřiných společností obchodujících s mateřskou společností.

Na druhé straně dodavatel nemusí chtít poskytovat veškeré finanční prostředky, v takovém případě kupující financuje požadovanou část interně z vlastních zdrojů, nebo externě především přes bankovní zdroje. V tomto případě se jedná tedy o **odběratelský úvěr**, kdy je odběratelem poskytovaná tzv. akontace, která slouží exportérovi zároveň jako záruka uskutečnění obchodu. Odběratelské úvěry jsou většinou spojeny se slevou na importované zboží a využívají se hlavně v případech zahraničního obchodu se zeměmi s vysokým ekonomickým a politickým rizikem.

K financování zahraničního obchodu se užívá také **eskont směnek**, tedy odkup směnek bankou (nebo jinou finanční institucí) před dobou jejich splatnosti. Směnky se eskontují na tzv. diskontním principu, čili za cenu nižší, než je směnečná suma. Klient navíc zůstává jako ručitel v případě, kdyby směnečný dlužník svůj závazek nesplnil. V praxi se objevují dva druhy směnek. Vlastní směnka představuje písemný slib výstavce, že v přesně stanovený den splatnosti zaplatí určitou částku určité osobě označené na směnce. Vyskytují se na ní tedy dva účastníci – výstavce a oprávněná osoba. Cizí směnka představuje platební příkaz výstavce směnky (věřitele) směnečníkovi (dlužníkovi) zaplatit v určitý přesně stanovený den dohodnutou sumu na dohodnutém místě osobě označené ve směnce (oprávněné osobě). Směnka představuje jeden z nejvyhledávanějších nástrojů platebního zajištění, protože je relativně dobře vymahatelná a náklady na ní jsou nízké.

V praxi podniky užívají také **zálohování pohledávek**, kdy banka poskytuje zálohy na dosud nesplacené obchodní pohledávky. Nevýhodou tohoto nástroje je jen částečné financování celkové výše pohledávky a vyšší úrok, který si banka účtuje jako prémii za riziko. Exportér je nadále nositelem rizika ze zahraničního obchodu.

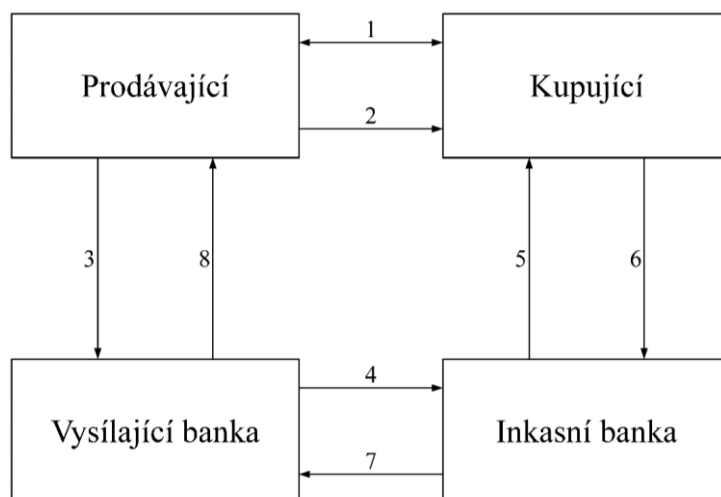
Mezi provozní nástroje financování řadíme také **půjčky na finančním trhu**. MNC v tomto případě financuje zahraniční obchod přes krátkodobé půjčky poskytované nebankovními finančními institucemi. Výhodou tohoto nástroje je obvykle nižší úroková sazba. Tento druh financování je však častokrát dostupný jen pro větší podniky.

5.1.1.2 Platebně-zajišťovací nástroje financování

Mezi nástroje, které představují kombinaci financování a jisté formy zajištění rizik, patří tzv. dokumentární platby. Nejvyužívanějšími nástroji této kategorie jsou dokumentární inkaso a dokumentární akreditiv.

Dokumentární inkaso představuje příkaz klienta (příkazce, prodávajícího) bance, aby pro něj vyinkasovala u kupujícího určité plnění proti předání stanovených dokumentů (Machková a kol. 2014). Je to nástroj s nižším rizikem, jako nástroje založené pouze na hladké platbě, přesto však exportérovi neposkytne jistotu zaplacení kupní ceny, protože inkasující banka nepřebírá žádný závazek. Schéma průběhu dokumentárního inkasa je znázorněno na obrázku č.8.

Obrázek 8: Průběh financování zahraničního obchodu přes dokumentární inkaso



1. Exportér (prodávající) a importér (kupující) uzavírají kupní smlouvu s platební podmínkou platby prostřednictvím dokumentárního inkasa.
2. Exportér odesílá zboží a sjednané dokumenty.
3. Exportér vystavuje žádost o provedení inkasa a předává bance dokumenty specifikované v kupní smlouvě.
4. Vysílající banka dává příkaz k inkasu a po kontrole kompletnosti sady dokumentů je předává inkasní bance.
5. Inkasní banka avizuje dokumenty importérovi.
6. Importér dává neodvolatelný příkaz k úhradě nebo akceptuje směnku a získává od inkasní banky dokumenty.
7. Inkasní banka převádí plnění vysílající bance.
8. Vysílající banka převádí přijaté plnění exportérovi.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Máče (2006)

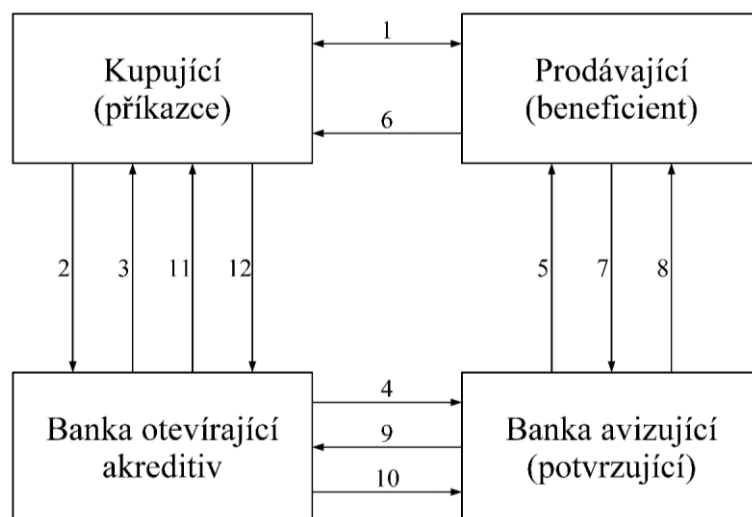
Dokumentární inkaso má svá omezení, která plynou z principů jeho fungování (Skaunic a Palečková, 2014):

- inkasní pohledávka je pohledávkou klienta (příkazce), banka odpovídá pouze za správné provedení inkasních úkonů,
- banka nemá povinnost kontrolovat dokumenty – kontrolována je pouze kompletnost sady inkasních dokumentů,
- banka nepřejímá žádnou záruku za zaplacení,
- banka vysílající ani banka inkasní nemá možnost plnění vynutit, nelze vyloučit riziko nepřevzetí zboží ani jeho nezaplacení,
- dodatečné storno platby ze strany kupujícího je vyloučeno, v případě vadné zásilky zůstává kupujícímu právo uplatnit vůči prodávajícímu reklamaci.

Dokumentární inkaso je z hlediska míry rizika relativně výhodnější pro importéra, kterému umožňuje platit až při převzetí dokumentů, tzn. většinou po doručení zboží. Jedná se o středně rizikový nástroj financování zahraničního obchodu vhodný pro méně riziková teritoria a obchodní transakce mezi důvěrně známými obchodními partnery. Jeho použití je relativně málo nákladné a také jednoduché.

Dokumentární akreditiv představuje písemný závazek banky vystavený na základě žádosti jejího klienta (příkazce, kupujícího), že poskytne třetí osobě nebo na její řád určité plnění stanovené akreditivem do výše akreditivní částky proti dokumentům předloženým v rámci platnosti akreditivu a odpovídajícím všem jeho podmínkám, jestliže beneficiet předloží včas požadované dokumenty a splní veškeré akreditivní podmínky (Machková a kol., 2014). Schéma průběhu dokumentárního akreditivu je znázorněno na obrázku č. 9.

Obrázek 9: Průběh financování zahraničního obchodu přes dokumentární akreditiv



1. Exportér (prodávající) a importér (kupující) uzavírají kupní smlouvu s platební podmínkou platby prostřednictvím dokumentárního akreditivu.
2. Importér podává bance žádost o otevření akreditivu.
3. Banka oznamuje importérovi, že otevřela akreditiv ve prospěch exportéra.
4. Banka oznamuje avizující (potvrzující) bance otevření akreditivu ve prospěch exportéra (beneficienta).
5. Banka exportérovi avizuje, případně i potvrzuje akreditiv.

6. Exportér odesílá zboží.
7. Exportér předává bance akreditivní dokumenty.
8. Banka po kontrole dokumentů plní dle akreditivních podmínek.
9. Banka exportéra postupuje dokumenty bance, která akreditiv otevřela.
10. Banka importéra kontroluje dokumenty a poté platí.
11. Banka otevírající předává dokumenty importérovi.
12. Otevírající banka zatíží účet importéra.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Skaunic a Řepková (2014)

Dokumentární akreditiv je založen na principech, které poskytují jistotu prodávajícímu, že dostane zaplacen. Anderle (2013) uvádí následující principy dokumentárního akreditivu:

- princip neodvolatelnosti - banky jsou vázány poskytnout plnění, pokud jim budou předloženy řádné dokumenty, které odpovídají akreditivním podmínkám.
- princip nezávislosti na ostatních smluvních vztazích - dokumentární akreditiv je nezávislý na kupní smlouvě, popřípadě na dalších smlouvách, se kterými věcně souvisí.
- vyloučení odpovědnosti bank - banky nepřebírají odpovědnost za formu, přesnost, pravost nebo právní účinnost jakéhokoliv dokumentu.

Pokud exportér splní všechny podmínky dodání zboží, (ve srovnání s dokumentárním inkasem) nese banka závazek zaplatit. Exportér má tak jisté zaplacení dohodnuté ceny, proto se tento nástroj využívá v případech, kdy je zvýšené riziko platební neschopnosti nebo nevěle kupujícího. Pro importéra to je výhodné z hlediska toho, že má jistotu, že platba proběhne až po předání vlastnických práv ke zboží a dokumentů stanovených akreditivem. Při použití dokumentárního akreditivu je však nutné brát v potaz vyšší nákladovost, administrativní náročnost a to, že změnu podmínek lze uskutečnit pouze se souhlasem všech stran.

5.1.1.3 Nástroje financování pohledávek

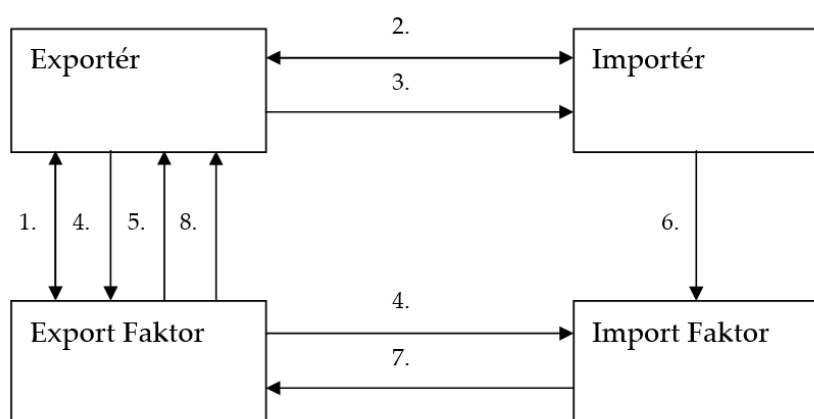
V případě řízení likvidity pohledávek vyplývajících ze zahraničního obchodu, může společnost využít faktoringu nebo forfaitingu.

Faktoring je metoda financování, která je založena na prodeji krátkodobých (se splatností do 180 dní) dosud nesplatných hromadných pohledávek vyplývajících z prodeje zboží nebo služeb (Skaunic a Řepková, 2014). Odkup pohledávek provádí specializovaná faktoringová společnost (faktor), zpravidla bez regresu (tzn. bez možnosti zpětného postihu dodavatele v případě, že odběratel nezaplatí). Faktoringová společnost si v době splatnosti vyinkasuje odkoupené pohledávky.

V mezinárodních ekonomických transakcích faktoringové společnosti za účelem zvýšení vymahatelnosti pohledávek častokrát spolupracují, mezinárodní faktoring se proto často uplatňuje v systému dvou faktorů. Průběh je obdobný klasickému faktoringu, avšak

v tomto případě jsou do odkupu pohledávek zapojeny až dvě faktoringové společnosti, tedy export faktor (faktoringová společnost v zemi exportéra) a import faktor (faktoringová společnost v zemi importéra). Z hlediska zpětného postihu členíme faktoring na regresní, kdy úvěrové riziko nadále nese exportér, a pokud importér pohledávku neuhradí, faktoringová společnost má právo pohledávku postoupit zpět exportérovi a bezregresní, kdy úvěrové riziko přebírá faktoringová společnost. I když je financování přes bezregresní faktoring nákladnější, z hlediska rizikovosti zahraničního obchodu je vhodnější. Schéma průběhu mezinárodního faktoringu je znázorněno na obrázku č. 10.

Obrázek 10: Průběh mezinárodního faktoringu



1. Uzavření faktoringové smlouvy o exportním faktoringu.
2. Uzavření obchodního kontraktu mezi exportérem a importérem.
3. Exportér odesílá zboží s fakturou, ve které je uvedena cesní klauzule o postoupení pohledávky import faktorovi v zemi importéra.
4. Exportér postoupuje pohledávku faktoringové společnosti, která ji dále postoupuje import faktorovi.
5. Faktoringová společnost exportérovi vyplácí peněžní plnění.
6. Importér hradí celou pohledávku na účet import faktora.
7. Import faktor uskutečňuje platbu na účet faktoringové společnosti v zemi exportéra.
8. Dorovnání vyúčtování pohledávky s exportérem.

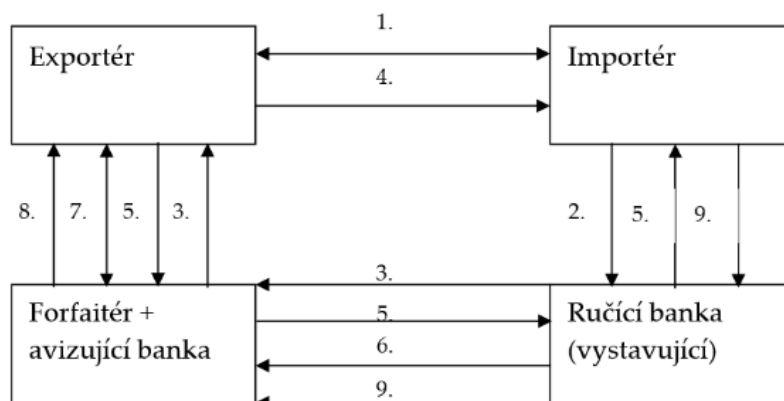
Zdroj: Vlastní zpracování

Hlavní výhodou faktoringu v rámci zahraničního obchodu je převod platebního rizika na faktora. Úvěrové riziko importéra obvykle přebírá import faktor, který jednak lépe zná prostředí, legislativu a hlavně může lépe ověřit bonitu jednotlivých importérů. Pro exportéra je výhodné zejména urychlení inkasa pohledávek, což na druhé straně představuje náklad na služby faktoringové společnosti. Diskont z odkupované pohledávky se většinou odvozuje od úrokové sazby měny, ve které probíhá inkasování, bonity exportéra a importéra, případně závisí na rizikovosti obchodní transakce.

Forfaiting je metoda financování založená na prodeji jednotlivých pohledávek s delší dobou splatnosti (minimálně 90-180 dní, někdy i 5-7 let) a vyšší hodnotou pohledávky

(minimálně 200 000 USD) (Skaunic a Řepková, 2014). Odkud pohledávek provádí specializovaná forfaitingová společnost bez regresu (bez možnosti zpětného postihu dodavatele v případě, že odběratel nezaplatí). Pohledávka musí být zajištěná, například směnkou avalovanou bankou nebo jinou bankovní zárukou, a musí být denominovaná ve volně směnitelných měnách. Schéma průběhu forfaitingu je znázorněno na obrázku č. 11.

Obrázek 11: Průběh exportního forfaitingu



1. Uzavření kontraktu mezi exportérem a importérem.
2. Podání žádosti o vystavení akreditivu.
3. Informování o otevření akreditivu.
4. Exportér odesílá zboží.
5. Předávání dokumentů akreditivu.
6. Vystavující banka akceptuje dokumenty akreditivu.
7. Exportér uzavírá smlouvu o postoupení pohledávky s forfaitérem.
8. Forfaitér vyplatí pohledávku exportérovi.
9. Vystavující banka hradí pohledávku forfaiterovi a importér své bance.

Zdroj: Vlastní zpracování

Forfaitingový kontrakt se uskutečňuje ještě před samotnou operací zahraničního obchodu. Po realizaci této operace subjekt zahraničního obchodu okamžitě získá peněžní plnění až do výše 100 % pohledávky. Náklady forfaitingu jsou tvořeny diskontem, závazkovou, zpracovatelskou a opční provizí. Jejich výše představuje největší nevýhodu forfaitingu. Forfaiting však odstraní úrokové a měnové riziko, která přejdou na forfaitéra.

5.1.2 Instituce podporující zahraniční obchod

MNC mohou při svých zahraničněobchodních aktivitách využívat služeb poskytovaných specializovanými institucemi z oblasti poradenství, financí, či pojištění. Shapiro (2013) rozděluje tyto instituce do třech kategorií:

- **Exportní/importní banka** – poskytuje půjčky malým a středním podnikům. Financování exportní bankou nesmí přesáhnout 50 –85 % hodnoty exportu. Doba

splatnosti úvěru bývá delší než jeden rok. Úvěr je poskytován pouze podnikům, které nemohou získat kapitál z jiných zdrojů. Poskytnutí úvěru je podmíněno pojištěním exportu. Daleko využívanější je nástroj státní záruky úvěru, kdy exportér požádá stát o zaručení se za něj, aby získal úvěr u některé z bankovních institucí.

- **Pojišťovna exportních úvěrů** – chrání před nepříznivými dopady z politických, teritoriálních a komerčních rizik. Toto pojištění snižuje exportérovi náklady na sjednání úvěru od některé finanční instituce, protože zajišťuje úvěr případným pojistným plněním.
- **Exportní agentura** – neposkytuje přímé finanční prostředky, ale podporuje export přes poradenství ohledně záruk, pojištění, znalostí situace na vybraném trhu, atd.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



V České republice mohou firmy využívat jako podporu svých exportních aktivit například Exportní a garanční pojišťovnu (EGAP) nebo Českou exportní banku. Dohleďte jejich poskytované služby a charakterizujte jejich důležitost pro ekonomiku a jednotlivé podniky.

5.2 Krátkodobé financování na mezinárodních finančních trzích

MNC kromě financování zahraničního obchodu popsaného v předchozí podkapitole musí činit také rozhodnutí ohledně krátkodobého financování na podporu dalších mezinárodních ekonomických aktivit. Ke krátkodobému financování je možné užít interní i externí zdroje financování. Předtím, než mateřská nebo dceřiná společnost využije externích finančních prostředků, měla by zvážit využití interních fondů. Tento proces je obzvláště vhodný v obdobích, kdy jsou náklady na získání externích finančních prostředků relativně vysoké. Za interní zdroje lze považovat i případ, kdy mateřská společnost může získat finanční prostředky od svých dceřiných společností. Může buď zvýšit cash flow, které získává za dodávky dceřiné společnosti, nebo úvěrem od dceřiné společnosti.

Jednou z metod externího krátkodobého mezinárodního financování, která se v posledních letech stále více využívá, je vydávání euro-dluhových cenných papírů, obchodovaných na euro-měnových trzích (jsou denominovány v jiné měně než měně země, ve které je obchodována). Úrokové sazby z těchto cenných papírů jsou založeny na mezibankovních úrokových sazbách a mají obvykle splatnost jeden, tři nebo šest měsíců. MNC emitují také krátkodobé euro-komerční papíry. Splacnost může být v tomto případě přizpůsobena preferencím emitenta. Krátkodobé finanční prostředky lze získat také přes přímé eurokredit úvěry (viz kapitola 2).

Bez ohledu na to, zda se mateřská nebo dceřiná společnost rozhodne získat finanční prostředky z interních nebo externích zdrojů, musí učinit rozhodnutí ohledně měny, ve které si půjčí. Zahraniční financování může být využito k vyrovnání cash flow v cizích měnách (vyrovnání čisté pohledávkové pozice) nebo ke snížení nákladů, pokud jsou úrokové sazby v těchto měnách relativně nízké. Vzhledem k tomu, že úrokové sazby se mezi jednotlivými měnami liší, náklady na půjčování se mohou mezi jednotlivými zeměmi značně lišit. MNC, které mají ekonomické aktivity v zemích s vysokými úrokovými sazbami, čelí vysokým nákladům na krátkodobé financování v domácí měně. Když proto MNC zvažuje krátkodobé financování v cizí měně, pak rozhodnutí závisí na úrokové sazbě cizích zdrojů a na pohybu devizového kurzu po dobu trvání úvěru. Skutečná, nebo efektivní, míra financování se proto může od kótované úrokové sazby lišit.

Jak je vidět, rozhodnutí ohledně využití krátkodobých finančních zdrojů v cizích měnách je obdobné rozhodnutí o využití dlouhodobých finančních zdrojů. Hlavní rozdíl spočívá v užití instrumentů finančního trhu, které mají obvykle splatnost do jednoho roku a v charakteru predikce devizového kurzu, jehož předpověď na kratší období bývá zcela logicky přesnější. Obecně se MNC při konečném rozhodnutí o tom, kterou měnu nebo měny půjčovat, může opírat o tři pilíře:

- parita úrokových sazeb,
- forwardový devizový kurz,
- predikce devizového kurzu.

Teorie parity úrokových sazeb říká, že rozdíl v národních úrokových sazbách u aktiv stejného rizika a splatnosti by měl mít stejnou velikost ale opačné znaménko jako termínová prémie či diskont zahraniční měny (Madura, 2017). Z finančního hlediska může MNC využít kryté úrokové arbitráže. Nejprve si půjčí cizí měnu a převede tuto měnu na domácí měnu. Také současně zakoupí cizí měnu za forwardový kurz v objemu potřebném k splacení úvěru. Pokud je úroková míra cizí měny nízká, mohlo by jít o uskutečnitelnou strategii. Když však platí parita úrokových sazeb, tak forwardovou premií kompenzuje rozdíl mezi zahraniční úrokovou sazbou a domácí úrokovou sazbou. Pokud tedy existuje parita úrokových sazeb, krytá úroková arbitráže bude mít za následek efektivní míru financování podobnou domácí úrokové sazbě. I když existuje parita úrokových sazeb, může být financování cizí měnou stále výhodné. Musí však být provedeno na nekryté bázi (bez použití forwardového hedgingu).

Pokud tedy existuje parita úrokových sazeb, **forwardový devizový kurz** může být použit jako stěžejní informace pro vyhodnocení rozhodnutí o financování. Pokud společnost financuje své krátkodobé potřeby cizí měnou (a tato pozice je nekrytá), efektivní míra financování bude nižší než domácí sazba, pokud budoucí spotový devizový kurz cizí měny v době splacení úvěru bude nižší než forwardový devizový kurz v okamžiku poskytnutí úvěr. Naproti tomu efektivní míra financování zahraničního úvěru bude vyšší než domácí sazba, pokud se budoucí spotový devizový kurz cizí měny ukáže být vyšší než forwardový devizový kurz. Pokud je forwardový devizový kurz pro MNC nástrojem k predikci budou-

ciho spotového devizového kurzu, pak se efektivní míra financování cizí měny bude v průměru rovnat míře domácího financování. V tomto případě firmy, které trvale půjčují cizí měny, nedosáhnou nižších nákladů na financování. I když efektivní míra financování může být v některých obdobích nižší než domácí míra, bude v dalších obdobích vyšší, což způsobí vyrovnávací efekt. Proto MNC, které jako stěžejní predikci devizových kurzů užívají forwardový devizový kurz, upřednostňují půjčování své domácí měny, kde je míra financování známa s jistotou a není očekáváno, že bude v průměru vyšší než zahraniční financování.

Z hlediska finančního managementu pak z pohledu jednotlivých scénářů vyplývá několik důležitých faktů (Madura, 2017):

- parita úrokových sazeb platí \Rightarrow Zahraniční financování a souběžné zajištění pozice na forwardovém trhu bude mít za následek náklady financování, které jsou podobné nákladům financování v tuzemsku,
- parita úrokových sazeb platí a forwardová sazba je přesnou prognózou budoucího devizového kurzu \Rightarrow Nekryté zahraniční financování povede k nákladům financování, které jsou podobné nákladům financování na domácím trhu.
- parita úrokových sazeb platí a předpokládaná forwardová sazba bude vyšší než budoucí spotový devizový kurz \Rightarrow Předpokládá se, že nekryté zahraniční financování bude mít za následek nižší finanční náklady než ty, které by vznikly v souvislosti s domácím financováním.
- parita úrokových sazeb platí a předpokládaná forwardová sazba bude nižší než budoucí spotový devizový kurz \Rightarrow Předpokládá se, že nekryté zahraniční financování bude mít za následek vyšší finanční náklady než ty, které by vznikly v souvislosti s domácím financováním.
- parita úrokových sazeb neplatí a forwardová prémie (diskont) přesahuje (je menší) úrokový diferenciál \Rightarrow Zahraniční financování se současným zajištěním této pozice na forwardovém trhu vede k vyšším finančním nákladům, než jsou náklady na domácí financování.
- parita úrokových sazeb neplatí a forwardová prémie (diskont) je nižší (přesahuje) úrokový diferenciál \Rightarrow Zahraniční financování se současným zajištěním této pozice na forwardovém trhu vede k nižším finančním nákladům, než jsou náklady na domácí financování.

Z uvedeného tedy vyplývá, že konečné rozhodnutí by mělo být učiněno na **predikce devizového kurzu**. Jakmile společnost vytvoří prognózu pro procentní změnu devizového kurzu v průběhu období trvání příslušného finančního vztahu, pak může tuto prognózu použít společně se zahraniční úrokovou sazbou k předpovědi efektivní sazby financování v cizí měně. Tato sazba pak může být porovnána s domácí úrokovou sazbou na příslušné finanční zdroje a rozhodnutí může být učiněno bez zajištění.

I když zahraniční financování může mít za následek výrazně nižší náklady na financování, variace nákladů zahraničního financování v průběhu času je vyšší. MNC mohou být

schopny dosáhnout nižších finančních nákladů bez nadměrného rizika **financováním portfoliem cizích měn**.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Dohleďte úrokové sazby a forwardové kurzy v Česku a ve vybrané jiné zemi. Pro financování ve které měně byste se rozhodli a proč?

5.3 Mezinárodní cash management

Cash management obecně označuje krátkodobé řízení peněžních prostředků v podniku, přičemž zahrnuje všechny úlohy a opatření, která vedou k zajištění a maximalizaci likvidity v platebním styku (Madura, 2017). Jeho součástí je také provádění krátkodobé kapitálové politiky podnikání. Z mezinárodního hlediska je cash management složitější, protože zákony a nařízení týkající se přeshraničních peněžních převodů se mezi zeměmi liší. Kromě toho může také kolísání devizových kurzů ovlivnit hodnotu přeshraničních peněžních převodů.

5.3.1 Cash management z pohledu dceřiné a mateřské společnosti

Management provozního kapitálu (jako např. zásoby, pohledávky a hotovost) má přímý vliv na výši a načasování cash flow. Řízení pracovního kapitálu a řízení peněžních toků jsou v rámci MNC integrovány a jejich mezinárodní specifika si ujasníme v dalším textu.

Výdaje dceřiné společnosti

Dceřiné společnosti budou mít zpravidla obtížnější prognózu budoucích výdajů, pokud jsou jejich nákupy mezinárodní, a nikoli domácí. Existuje zde totiž předpoklad, že platby budou podstatně vyšší díky zhodnocení fakturované měny. V důsledku toho může mít společnost tendence udržovat rozsáhlé zásoby dodávek a surovin tak, aby mohla čerpat ze zásob a snížit nákupy, pokud měna fakturovaná měna apreciuje. Dalším faktorem mezinárodního aspektu cash managementu je, že dovážené zboží z jiné země může být omezeno hostitelskou vládou (prostřednictvím kvót apod.). V takovém případě by větší zásoby poskytl více času na hledání alternativních zdrojů dodávek nebo surovin. Dceřiná společnost s ryze domácími zdroji dodávek nečelí takovému problému, a proto obvykle nepotřebuje tak velké zásoby. Platby za dodávky budou ovlivněny budoucími tržbami. Je-li objem prodeje výrazně ovlivněn fluktuacemi devizových kurzů, jeho budoucí hodnota se stává nejistou. Taková nejistota může donutit dceřinou společnost k udržení větších peněžních zůstatků, aby pokryla neočekávané zvýšení poptávky.

Příjmy dceřiné společnosti

Pokud dceřiné společnosti exportují své výrobky, jejich objem prodeje může být volatelnější, než kdyby se zboží prodávalo jen na domácím trhu. Tato volatilita může být způsobena fluktuacním kurzem fakturační měny. Pokud fakturační měna apreciuje, poptávka importérů po tomto zboží se s největší pravděpodobností sníží. Objem exportovaného objemu produkce je také citlivý na obchodní cykly dovážejících zemí. Pokud by se zboží prodávalo doma, neměly by výkyvy devizového kurzu přímý dopad na prodej, přestože by i nadále měly nepřímý dopad, neboť by fluktuace ovlivnila ceny za konkurenční výrobky dovážené místními zákazníky ze zahraničí. Dalším faktorem jsou úvěrové standardy. Pokud jsou úvěrové standardy volnější, může to způsobit zpomalení peněžních toků z prodeje, které by mohly kompenzovat přínosy ze zvýšeného prodeje. Správa pohledávek je důležitou součástí řízení provozního kapitálu dceřiné společnosti z důvodu jejího potenciálního dopadu na peněžní příjmy.

Platby dceřiné společnosti mateřskému podniku

Od dceřiné společnosti lze očekávat pravidelné zasílání výplaty dividend a dalších poplatků mateřské společnosti. Tyto poplatky by mohly představovat licenční poplatky nebo poplatky za režijní náklady vzniklé mateřské společnosti, které využívá k mezinárodním aktivitám dceřiné společnosti. Příkladem jsou náklady na výzkum a vývoj vzniklé mateřské společnosti, které zlepšují kvalitu zboží vyráběného dceřiným podnikem. Bez ohledu na důvod, jsou platby dceřiné společnosti mateřské často nezbytné. Pokud jsou platby dividend a poplatků známy předem a jsou denominovány v měně dceřiné společnosti, prognóza peněžních toků je pro dceřinou společnost jednodušší. Úroveň dividend vyplácených dceřinými společnostmi mateřské společnosti závisí na potřebách likvidity každé dceřiné společnosti, potenciálním využití finančních prostředků v různých pobočkách, očekávaných pohybech v měnách dceřiných společností a na pravidlech vlády hostitelské země.

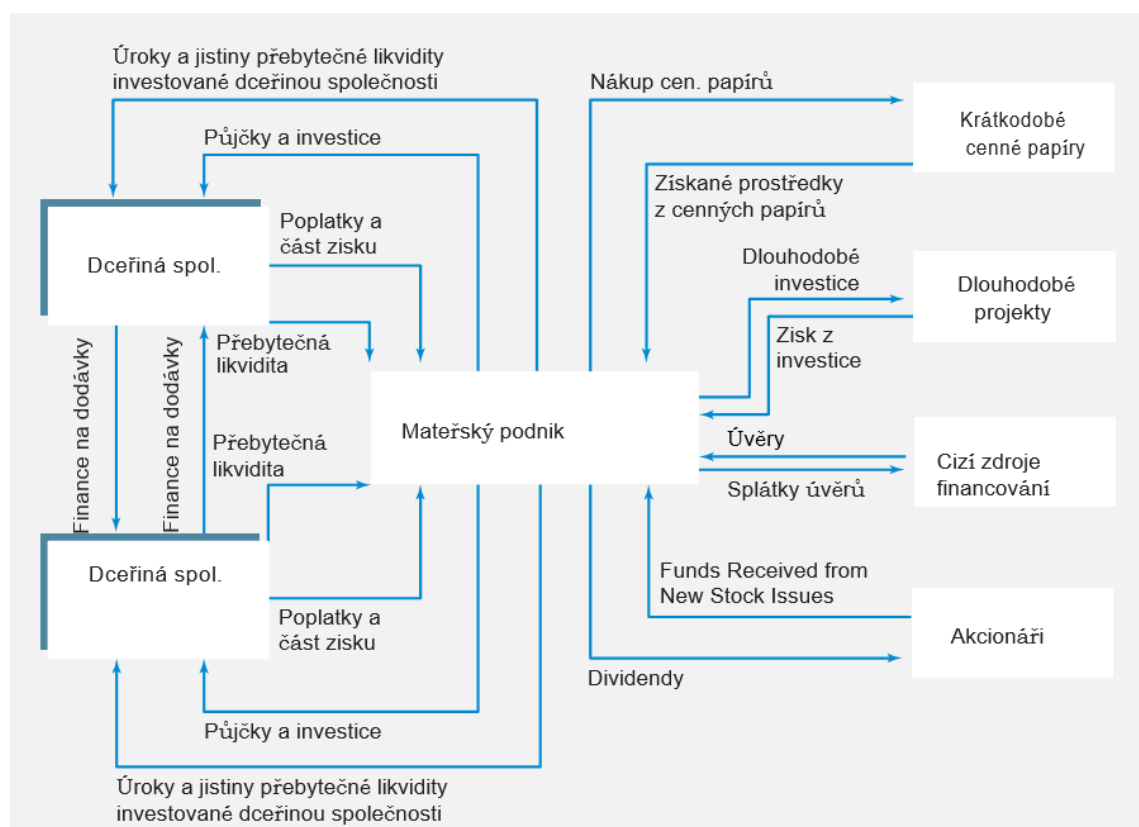
Řízení likvidity dceřiné společnosti

Po vyúčtování všech příjmů a výdajů se dceřiná společnost ocitne buď v přebytku, nebo v nedostatku peněžních prostředků. Společnost pak využívá řízení likvidity buď k tomu, aby investovala své nadbytečné peněžní prostředky, nebo si je vypůjčila, aby pokryla ty chybějící. Pokud společnost předpokládá nedostatečnou likviditu, je nutné krátkodobé financování, jak je popsáno v předchozí podkapitole. Pokud předpokládá nadměrnou likviditu, musí učinit rozhodnutí, jak s touto likviditou naložit, zda využít možností krátkodobého investování. Řízení likvidity je rozhodující součástí řízení dceřiného kapitálu. Dceřiné společnosti mají obvykle přístup k řadě úvěrových a kontokorentních linek v různých měnách. Proto mohou zachovat dostatečnou likviditu bez vyšších zůstatků peněžních prostředků. I když je likvidita z pozice celé MNC důležitá, nelze ji sledovat běžně užívanými ukazovateli likvidity. Z hlediska celé MNC je potenciální přístup k finančním zdrojům důležitější než peněžní zůstatky.

Centralizovaný cash management

Každá dceřiná společnost by měla spravovat svůj pracovní kapitál zvážením všech dosud diskutovaných bodů. Často se však každá dceřiná společnost zabývá více vlastními operacemi než celkovými operacemi MNC. Centrální MNC může proto sledovat a případně spravovat peněžní toky na vnitrodceřině a mezipodnikové úrovni. Tento nástroj je důležitý zejména pro dceřiné společnosti, které potřebují finanční prostředky, nebo jsou příliš vystaveny kurzovému riziku. Jednotlivá cash flow mezi dceřinými společnostmi a mateřskou společností jsou znázorněna na obrázku č. 12.

Obrázek 12: Schéma cash flow mezi dceřinými společnostmi a mateřskou společností



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Madura (2017)

Každá MNC může zpracovávat své platby jiným způsobem, proto je obrázek č. 12 založen na zjednodušených předpokladech, které pomohou ilustrovat některé klíčové koncepty mezinárodního cash managementu. Schéma vychází z předpokladu, že dceřiné společnosti pravidelně zasílají splátky úvěrů a dividendy mateřské společnosti nebo zasílají přebytečnou likviditu mateřské společnosti (pokud se předpokládá proces centralizovaného managementu hotovosti). Tyto peněžní toky představují přicházející peněžní prostředky mateřské společnosti z dceřiných společností. Výplata mateřského podniku dceřiným společnostem může zahrnovat půjčky a vrácení peněžních prostředků. Dceřiné společnosti mohou mít mezi sebou rovněž peněžní toky, a to zejména, když mezi sebou obchodují.

Zatímco každá dceřiná společnost spravuje svůj pracovní kapitál, cash management je delegován na mateřskou společnost. Mezinárodní řízení hotovosti lze rozdělit do optimalizace pohybu peněžních toků a investic přebytečné likvidity. MNC by při svém rozhodování měla zvažovat jakýkoli potenciální nepříznivý dopad na peněžní toky a mít scénář, jak se vyhnout takovému nepříznivému dopadu.

5.3.2 Techniky optimalizace cash flow

Peněžní toky mohou být optimalizovány následujícími způsoby:

- zrychlení příjmů peněžních prostředků,
- minimalizace nákladů na konverzi měn,
- management blokováných prostředků,
- management mezipodnikových hotovostních převodů.

Zrychlení příjmů peněžních prostředků

Prvním cílem mezinárodního řízení hotovosti je urychlit příjmové peněžní toky, protože čím rychleji jsou příjmy přijaty, tím rychleji mohou být investovány nebo použity k jiným účelům. Několik manažerských postupů se prosazuje pro toto úsilí, z nichž některé mohou být realizovány jednotlivými dceřinými společnostmi. Vzhledem k tomu, že mezinárodní transakce mohou mít poměrně dlouhý čas zpracování platby, mohou být tyto metody pro zrychlení peněžních příjmů poměrně cenné. Peněžní toky mohou být zrychleny otevřením účtů u poboček bank, u kterých je zaručené rychlé připsání platby ihned po úhradě, nebo použitím předběžně schválených plateb, které umožňují zúčtovat účet zákazníka až do určitého limitu.

Minimalizace nákladů na konverzi měn

Další technikou optimalizace pohybů peněžních toků je netting, kterým může být provedena mezi dceřinými společnostmi nebo samotnou MNC. Tato technika optimalizuje peněžní toky tím, že snižuje administrativní a transakční náklady vyplývající z měnové konverze. Proces nettingu byl podrobně popsán v kapitole věnující se managementu devizového rizika. Netting nabízí několik výhod, protože snižuje počet přeshraničních transakcí mezi dceřinými společnostmi, čímž se sníží celkové administrativní náklady těchto převodů a snižuje se riziko fluktuace devizového kurzu, protože transakce probíhají méně často, čímž se snižují transakční náklady spojené s konverzí měn. Netting vyžaduje také důkladnou kontrolu informací o transakcích mezi dceřinými společnostmi, což vyúsťuje do koordinovanější spolupráce dceřiných společností. Predikce peněžních toků je rovněž jednodušší, jelikož na konci každého období jsou prováděny pouze čisté peněžní převody, nikoli jednotlivé peněžní převody během celého období.

Management blokováných prostředků

Peněžní toky mohou být také ovlivněny blokadí fondů hostitelské vlády. Aby bylo možné vypořádat se s blokováním finančních prostředků, může MNC implementovat stejné strategie, které používají, když vláda hostitelské země uloží vysoké daně. Jak uvádí Madura (2017), pro efektivní využití těchto prostředků může MNC dceřiné společnosti například nařídit, aby založila divizi, která bude generovat náklady a případně i další výnosy. Další strategií je použití převodních cen tak, aby se zvýšily výdaje dceřiné společnosti. Efektivní může být také využití zdrojů financování na lokálním trhu, nikoliv od mateřské společnosti.

Management mezipodnikových hotovostních převodů

Správný cash management může být přínosný také pro společnost, která potřebuje získat cizí finanční zdroje. Strategie leading a lagging můžou efektivně využívat hotovostní převody a tím opticky snížit dluh. Některé hostitelské vlády zakazují tuto praxi tím, že vyžadují, aby mezi dceřinými společnostmi došlo k platbě v okamžiku převodu zboží. MNC si proto musí být vědoma všech zákonů, které omezují používání této strategie.



SHRNUTÍ KAPITOLY

Tato část opory se zaměřila na způsoby řízení krátkodobých aktiv a pasiv MNC z mezinárodního hlediska. Kapitola popsala základní metody financování zahraničního obchodu a instituce, které usnadňují mezinárodní obchod prostřednictvím vývozních pojištění nebo úvěrových programů. Byly v ní také charakterizovány motivy krátkodobého mezinárodního financování na podporu dalších mezinárodních ekonomických aktivit a vysvětleny základní principy mezinárodního cash managementu s důrazem na techniky používané k optimalizaci peněžních toků.



OTÁZKY

1. Jaká je podstata a princip fungování faktoringu?
2. Jaká je podstata a princip fungování forfaitingu?
3. Jaké jsou základní platební metody v zahraničním obchodě?
4. Jak lze minimalizovat náklady na konverzi měn?
5. Jaké strategie může použít MNC při blokování finančních prostředků?

ODPOVĚDI



1. Odpověď naleznete na str. 104-105.
 2. Odpověď naleznete na str. 105-106.
 3. Odpověď naleznete na str. 99.
 4. Odpověď naleznete na str. 113.
 5. Odpověď naleznete na str. 114.
-

6 ANALÝZA RIZIKA ZEMĚ



RYCHLÝ NÁHLED KAPITOLY

Tato kapitola bude věnována faktorům a technikám běžně používaným k měření rizika země, ze kterých se odvíjí celková úroveň rizika země. Také zde bude objasněna podstata hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodnutí MNC, zejména při posuzování, zda započít podnikatelské aktivity nebo pokračovat v podnikání v určité zemi. Bude zde vysvětleno politické i ekonomické a finanční riziko země.



CÍLE KAPITOLY

Po prostudování této kapitoly budete umět:

- identifikovat faktory a techniky používané k měření rizika země,
 - odvodit celkovou úroveň rizika země,
 - vysvětlit podstatu hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodnutí MNC.
-



KLÍČOVÁ SLOVA KAPITOLY

Riziko země, analýza rizika země, politické riziko země, ekonomické a finanční riziko země

Riziko země představuje pro MNC potenciálně nepříznivý dopad prostředí země, ve které jsou realizovány ekonomické aktivity, na její cash flow a tedy i hodnotu celé společnosti. Analýza rizika země může být použita k monitorování zemí, ve kterých MNC již má umístěné své ekonomické aktivity, nebo ve kterých uvažuje o rozšiřování své působnosti. Analýza rizika země je neustále probíhajícím procesem. Pokud se úroveň rizika země začne zvyšovat, pro MNC to může být impulzem pro zdejší ukončení aktivit. Analýza rizika země se neomezuje pouze na předvídaní závažných krizí. MNC může také tuto analýzu využít k revizi svých investičních nebo finančních rozhodnutí s ohledem na nedávné události. Tato rizika vyplývají z nejistoty politického a makroekonomického vývoje jednotlivých zemí, ale mohou být také důsledkem administrativních opatření, přírodních katastrof, bojkotu zboží, embarga apod. Každá z těchto událostí by mohla ovlivnit potenciální peněžní toky MNC a tím ovlivnit hodnotu MNC.

Rizika země se dotýkají jak mezinárodního obchodu, tak i všech dalších forem podnikání v mezinárodním měřítku. Nejvýrazněji se projevují u mezinárodních úvěrových vztahů a přímých zahraničních investic, mohou však ovlivnit i vztahy mezinárodní kooperace i vědecko-technické spolupráce. Dopadají jak na jednotlivé započaté obchodní transakce, tak mohou způsobit znehodnocení majetku podniku v dané zemi, ale vedou také většinou i k nenaplnění podnikatelských záměrů na daném trhu do budoucnosti. Rizika země dělíme na rizika politická a rizika ekonomická či finanční.

6.1 Politické riziko země

Dle Machkové a kol.(2014) se v rizicích země nejostřeji projevují většinou právě politická rizika, která mohou vést k nečekané nutnosti omezení nebo i přerušení hospodářských vztahů s danou oblastí a k následným škodám (na zboží či na nezaplacených pohledávkách, ztráty nákladů vynaložených na zpracování trhu, odnětí možnosti disponovat majetkem apod.). Toto riziko vystupuje intenzivně v hospodářských vztazích zejména se zeměmi s politickou nestabilitou. Při rozhodování o dlouhodobých formách hospodářské spolupráce je situace ztížena tím, že předvídaní některých politických aktů a událostí v delším časovém horizontu je poměrně obtížné. Mezi formy politického rizika například patří:

- postoj spotřebitelů v hostitelské zemi,
- opatření hostitelské vlády,
- blokování převodů finančních prostředků,
- měnová konvertibilita,
- neefektivní byrokracie,
- korupce,
- válka, vnitřní nepokoje a teroristické útoky,
- vyvlastnění.

Mírnou formou politického rizika je tendence obyvatel k nákupu pouze místně vyrobeného zboží. I když se MNC rozhodne založit dceřinou společnost v zahraničí, tato strategie nemusí být úspěšná. Všechny země mají tendenci vyvíjet určitý **tlak na spotřebitele k nákupu místních výrobků**. MNC, které zvažují vstup na zahraniční trh (nebo již vstoupili na tento trh), by měly sledovat obecnou loajalitu spotřebitelů vůči místně vyráběným produktům. Pokud jsou spotřebitelé velmi loajální vůči místním produktům, může být joint venture s místní společností více úspěšný než exportní strategie.

Mezi rizika země řadíme i **činnost hostitelské vlády**, která může ovlivnit přímo i nepřímo podnikatelské aktivity v hostitelské zemi. Vláda může například zavést standardy kontroly znečištění životního prostředí (které ovlivňují náklady), navýšit daň z příjmů společností (které ovlivňují výnosy po zdanění), navýšit srážkovou daň. Některé MNC používají změnu ve vládě jako zástupce politického rizika země (i když sama o sobě neslouží jako vhodné zastoupení politického rizika). Hostitelská vláda může ke kontrole podnikání MNC využít různé prostředky. Může například vyžadovat obsazení vedoucích pozic v dce-

řiné společnosti místními zaměstnanci. Hostitelská vláda může požadovat speciální povolení, uložit speciální daně nebo dotovat domácí konkurenty. Místní vláda může rovněž uložit omezení nebo pokuty, které mají chránit místní konkurenci. V některých případech jsou MNC nepříznivě ovlivněny nedostatkem omezení v hostitelské zemi, což umožňuje nelegitímnímu podnikatelskému chování získat tržní podíl. Jak uvádí Madura (2017), jedním z nejvíce znepokojujících problémů pro MNC je neúspěch hostitelských vlád prosadit zákony o autorských právech vůči místním firmám, které neoprávněně kopírují produkt MNC (například místní firmy v Asii běžně kopírují software vyráběný americkými MNC a prodávají je zákazníkům za nižší ceny). Právní systémy v některých zemích navíc adekvátně chrání firmu před porušováním autorských práv nebo jinými nezákonnými prostředky k získání podílu na trhu.

Různé formy administrativních opatření v oblasti hospodářské a obchodní politiky mají podobu zákazu či omezení dovozu nebo vývozu, odebrání dovozní nebo vývozní licence či zavedení antidumpingového celního řízení. Vlády hostitelské země mohou také **omezit převod finančních prostředků**, které ovlivňují peněžní toky po zdanění zasláné mateřské společnosti. Dceřiné společnosti MNC často odesílají finanční prostředky zpět ve formě splátek úvěrů, plateb za dodávky vstupů, administrativních poplatků, vyměřených výnosů, atd. V některých případech může hostitelská vláda blokovat převody finančních prostředků, a tak donutit dceřiné společnosti k realizaci neoptimálních projektů v hostitelské zemi (jen aby využily prostředky). MNC může investovat blokové prostředky také do místních cenných papírů, které poskytují určitou návratnost, ta však bývá obvykle nižší než výnosnost investic realizovaných po vyplacení prostředků přímo MNC.

V některých případech není možná **konvertibilita domácí měny** do jiných měn. Výnosy vytvořené dceřinou společností v těchto zemích tedy nelze převést na mateřskou společnost prostřednictvím měnové konverze. Pokud je měna nesměnitelná, MNC ji může využít na nákup zboží v dané zemi.

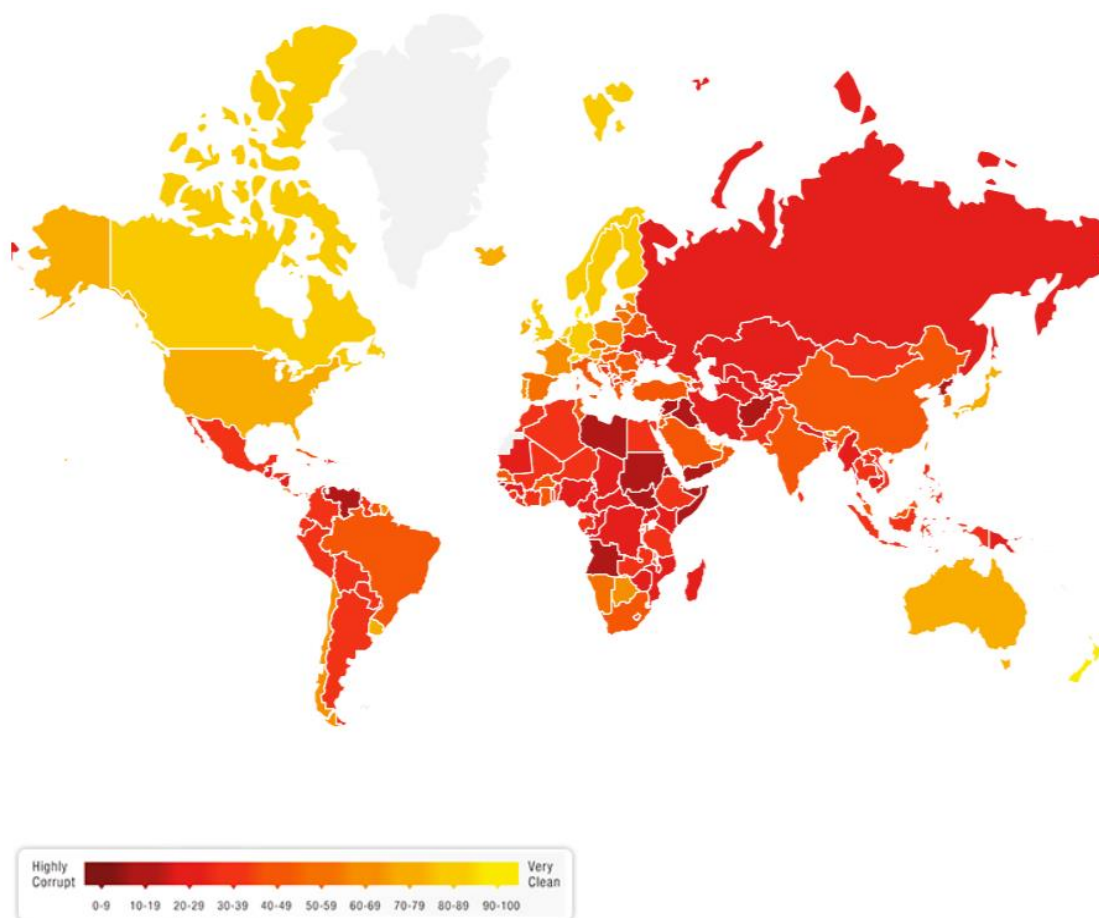
Některé země mají tendenci zapojovat se do **konfliktů s jinými zeměmi** nebo mohou mít riziko **vnitřních nepokojů**. To může mít vliv na bezpečnost zaměstnanců najatých dceřiným podnikem MNC nebo obchodníky, kteří se pokoušejí o vytvoření exportních trhů pro MNC. Kromě toho země postižené hrozbou války mají obvykle nestálé obchodní cykly, které způsobují, že peněžní toky generované z těchto zemí jsou nejisté. Expozice vůči riziku **teroristických útoků** je tak v některých zemích mnohem vyšší než u jiných.

Dalším rizikovým faktorem země je **byrokracie**, která může komplikovat činnost MNC. Tento rizikový faktor je obzvláště důležitý pro MNC, které zvažují projekty v různých rozvíjejících se zemích. V některých případech je problém způsoben nedostatečnou organizací, takže nové projekty jsou pozastaveny, dokud nejsou schváleny různé žádosti na různých úsecích byrokracie.

V některých případech je byrokratický problém způsoben státními zaměstnanci, kteří očekávají "finanční kompenzace" dříve, než schválí žádosti MNC. **Korupce** může negativně ovlivnit mezinárodní obchod MNC, protože může zvýšit náklady na podnikání, nebo

snížit celkové příjmy. Například MNC může ztratit příjmy, protože vládní zakázka je přidělena místní firmě, která podplatila státního úředníka. Zákony vymezující korupci a jejich prosazování se v jednotlivých zemích liší, problémem je také velmi obtížná měřitelnost její skutečné úrovně. V praxi se tak používají spíše ukazatele založené na vnímání korupce, jako například Corruption Perceptions Index (index vnímání korupce) který zveřejňuje mezinárodní organizace Transparency International. Index z roku 2016 je znázorněn na obrázku č. 13. Čím nižší je hodnota indexu (červená barva), tím je korupce v dané zemi vnímána jako vyšší. Jak je vidět, korupce je celosvětovým problémem.

Obrázek 13: Corruption Perceptions Index pro rok 2016



Zdroj: https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2016

Extrémní formou politického rizika je možnost, že hostitelská země převezme ekonomické aktivity MNC. K **vyvlastnění majetku MNC** státem může dojít z různých důvodů. Obvykle je to při radikální změně politického režimu, kdy představitelé vlády argumentují využíváním zdrojů hostitelské ekonomiky, udržováním nízkých mezd a přesunem zisku zpět do zahraniční mateřské společnosti. V některých případech vyvlastnění je MNC při-

znána náhrada (částka určená vládou hostitelské země), která je obvykle neadekvátní vzhledem k tržní hodnotě. V ostatních případech je majetek zabaven bez nároku na jakoukoliv náhradu.



SAMOSTATNÝ ÚKOL

Vyberte si 5 libovolných zemí a zkuste je seřadit dle výše politického rizika. K seřazení použijte dostupné informace z relevantních internetových zdrojů.

6.2 Ekonomické a finanční riziko země

Spolu s politickými faktory by při posuzování rizika země měly být zohledněny také ekonomické a finanční faktory. Skupina ekonomických a finančních rizik zahrnuje rizika ekonomiky, finančního systému nebo obchodních partnerů v hostitelské zemi. Z makroekonomického prostředí jsou to především:

- současný a potenciální stav ekonomiky země,
- úrokové sazby,
- inflace,
- devizové kurzy.

Jedním z nejvýznamnějších faktorů je v tomto případě **současný a potenciální stav ekonomiky země**. MNC, která vyváží do země nebo zakládá dceřinou společnost v zemi, je ovlivněna poptávkou této země po svých produktech. Tato poptávka je samozřejmě silně ovlivněna ekonomikou země. Recese v zemi obvykle výrazně snižuje poptávku po vývozu MNC nebo po výrobcích prodávaných místní dceřinou společností MNC. K měření potenciálního hospodářského růstu lze použít historický vývoj úrovně hrubého domácího produktu (HDP) země.

Vyšší **úrokové sazby** mají tendenci zpomalovat růst ekonomiky a snížit poptávku po produktech MNC. Nižší úrokové sazby často stimulují ekonomiku a zvýšení poptávky po produktech MNC. Na očekávaný růst úrokových sazeb zase mohou investoři reagovat zrychleným splácením závazku a zajištěním financování ze země s nižší úrokovou mírou. Silná měna může snížit poptávku po vývozu země, zvýšit objem dovážených výrobků do země. Velmi slabá měna může způsobit spekulativní odliv a snížit objem finančních prostředků, které podniky mohou financovat z růstu. Vysoká volatilita **devizových kurzů** zase zvyšuje potřebu zajištění se proti kurzovému riziku a společnosti s vysokým zapojením do zahraničních ekonomických aktivit to může přimět k využívání stabilnějších měn případně k přesunutí investice do země se stabilním vývojem devizového kurzu. **Inflace** zase může ovlivnit kupní sílu spotřebitelů a tím i jejich poptávku po zboží MNC. K dalším ekonomickým rizikům můžeme zařadit vysokou dluhovou službu ve vztahu k exportní výkonnosti

země či nedostatečné devizové rezervy, podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP, případně rozdíl mezi oficiálním a neoficiálním devizovým kurzem.

Z mikroekonomického hlediska je pak doporučeno sledovat platební disciplínu a riziko platební neschopnosti obchodních partnerů, postupy u dodavatelských úvěrů, pravidla pro zajištění úvěru či regulaci přeshraničních peněžních toků.

6.3 Měření rizika země

Rizika země mohou mít negativní vliv na výsledky jednotlivých obchodních transakcí, ale také na realizaci podnikatelských záměrů v určité zemi, a proto je nevyhnutelné se jimi zabývat. Makroekonomický odhad rizika země představuje celkové posouzení rizika země a zahrnuje posouzení všech proměnných, které ovlivňují riziko země, s výjimkou těch, které jsou jedinečné pro konkrétní firmu nebo průmysl. Tento typ posouzení je vhodný v tom smyslu, že zůstává stejný pro danou zemi, bez ohledu na firmu nebo průmysl, kterých se týká. Makroekonomické hodnocení rizika země slouží jako základ, který může být pozměněn tak, aby odrážel konkrétní činnost MNC. Mikroekonomický odhad rizika země zahrnuje posouzení země z pohledu konkrétního typu podnikání MNC. Konkrétní forma rizika země může ovlivnit MNC různými způsoby, a proto je zapotřebí mikroposouzení rizika země.

Machková a kol. (2014) uvádějí, že nejúčinnějším preventivním opatřením je získávání informací o jednotlivých zemích, které jsou předmětem komerčního zájmu podniku. Mezi zdroje pro čerpání informací můžeme zařadit statistické podklady, zprávy mezinárodních organizací, informace ze zastupitelských úřadů či specializovaných informačních agentur apod. Na prognózách rizik zemí jsou zainteresovány podniky angažované v mezinárodních ekonomických aktivitách, banky, pojišťovny a další subjekty poskytující financování a pojišťování rizik.

6.3.1 Rating země

Globalizace a potřeba analýz rizikovosti země vedly také k rozvoji informačních služeb a specializovaných institucí, které poskytují ratingové služby. Pravidelně analyzují faktory ovlivňující politickou a ekonomickou situaci zemí i některých jejich podnikatelských i nepodnikatelských subjektů a hodnotí jejich bonitu. Rating obecně představuje nezávislé hodnocení různých subjektů, které je řadí do několika kategorií a dovoluje tak přibližné srovnání, případně i vytvoření pořadí. Tabulka č. 7 uvádí ratingové hodnocení jednotlivých zemí (tzv. sovereign rating) v roce 2017 na základě nejvýznamnějších ratingových agentur Moody's (www.moody.com), Standard & Poor's (www.standardandpoors.com), a Fitch (www.fitchratings.com).

Tabulka 7: Ratingové hodnocení jednotlivých zemí v roce 2017

Moody's		Standard & Poor's		Fitch
Investiční stupně				
Aaa	Austrálie, Dánsko, Kanada, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, N. Zéland, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, USA	AAA	Austrálie, Dánsko, Hongkong, Kanada, Lucembursko, Německo, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko	Dánsko, Kanada, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, USA, Austrálie
Aa1	Finsko, Rakousko, Spojené království	AA+	Finsko, Nizozemsko, Rakousko, USA	Finsko, Hongkong, Rakousko
Aa2	Francie, Hongkong, Korea, Kuvajt	AA	Belgie, Francie, Korea, Kuvajt, Nový Zéland, Spojené království	Belgie, Francie, Kuvajt, Nový Zéland, Spojené království
Aa3	Belgie, Chile, Tchaj-wan	AA-	ČESKÁ REPUBLIKA , Čína, Estonsko, Tchaj-wan, Chile	Korea, S. Arábie
A1	ČESKÁ REPUBLIKA , Čína, Estonsko, Izrael, Japonsko, S. Arábie	A+	Irsko, Izrael, Japonsko, S. Arábie, Slovensko	ČESKÁ REPUBLIKA , Čína, Estonsko, Chile, Izrael, Slovensko, Tchaj-wan
A2	Polsko, Slovensko	A	Island, Slovinsko	Irsko, Japonsko, Malta
A3	Irsko, Island, Litva, Lotyšsko, Malajsie, Malta, Mexiko	A-	Litva, Lotyšsko, Malajsie, Malta	Litva, Lotyšsko, Malajsie, Polsko, Slovinsko
Baa1		BBB+	Kazachstán, Mexiko, Polsko, Španělsko	Island, Itálie, Mexiko, Španělsko
Baa2	Bulharsko, Itálie, J. Afrika, Španělsko	BBB		Kazachstán
Baa3	Indie, Indonésie, Kazachstán, Maďarsko, Rumunsko, Slovinsko	BBB-	Indie, Indonésie, Itálie, Maďarsko, Rumunsko	Bulharsko, Indie, Indonésie, J. Afrika, Maďarsko, Rumunsko, Rusko, Turecko
Spekulativní stupně				
Ba1	Portugalsko, Rusko, Turecko	BB+	Bulharsko, J. Afrika, Kypr, Portugalsko, Rusko	Portugalsko
Ba2	Brazílie, Chorvatsko	BB	Brazílie, Chorvatsko, Makedonie, Turecko	Brazílie, Chorvatsko, Makedonie, Srbsko, Vietnam
Ba3	Srbsko	BB-	Černá hora, Mongolsko, Vietnam, Srbsko	Kypr
B1	Albánie, Kypr, Vietnam	B+		Mongolsko
B2		B	Argentina, Bosna a Hercegovina, Pákistán	Argentina, Egypt
B3	Argentina, Bosna a Hercegovina, Egypt, Moldávie, Mongolsko, Pákistán	B -	Bělorusko, Egypt, Řecko, Ukrajina	Ukrajina
Caa1	Bělorusko	CCC+		
Caa2	Kuba	CCC		Řecko
Caa3	Řecko, Ukrajina	CCC-		
Ca		CC		
C		C		
Default				
D		D		

Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/

Jak je vidět, hodnocení různých agentur se může lišit (i když to obvykle nebývá výrazně), a proto je při posuzování rizika vhodná komparace jejich ratingu. Země s nejvyšším kreditním ratingem (Aaa, resp. AAA) je považována za bezpečnější investici než země, která má rating nižší. Při korporátních ratingech obvykle platí, že emitenti cenných papírů ve většině případů nemají lepší ratingová hodnocení, než má země jejich působení. Mělo by tedy platit, že žádná korporace v Česku by neměla dosáhnout lepšího ratingu, než který

má právě Česko, respektive české státní dluhopisy, což představuje určitým způsobem benchmark pro jednotlivé společnosti v zemi.

SAMOSTATNÝ ÚKOL



Dohleďte aktuální ratingové hodnocení zemí dle ratingových agentur Moody's, Standard & Poor's a Fitch. Aktuální hodnocení srovnajte s Tabulkou č. 7 a uveďte hlavní důvody pro případné změny.

6.3.2 Měření rizika země v MNC

Mezi relativně populární techniky odhadu rizika země, které využívají samotné MNC, patří:

- checklist přístup,
- metoda Delphi,
- kvantitativní analýza,
- kontrolní návštěvy,
- kombinace metod.

Analýza pomocí kontrolního seznamu, nebo tzv. **checklist přístup**, je velmi jednoduchá technika využívající seznam položek. Checklist přístup zahrnuje posouzení všech politických a finančních faktorů (makroekonomických i mikroekonomických), které přispívají k posouzení rizika země ze strany MNC. K seznamu různých finančních a politických faktorů jsou přiřazovány ratingy a tyto ratingy jsou pak konsolidovány tak, aby bylo možné získat celkové hodnocení rizika země. Některé faktory (například růst reálného HDP) lze měřit z dostupných statistických údajů, zatímco jiné (např. pravděpodobnost války) bývají někdy měřeny subjektivně. Všechny faktory jsou kvantifikovány a jsou jim přiřazeny váhy vzhledem k důležitosti a míře ovlivnění celkového rizika. Faktorům, u nichž se předpokládá, že mají větší vliv na riziko země, by měly mít přiděleny větší váhy.

Metoda Delphi využívá subjektivní názory členů expertní skupiny (obvykle 8-12 členné) s cílem získání celkového konsensu názorů, a tedy stanovení odborného odhadu. Metoda Delphi je čteně využívána při kvalitativní analýze rizik, ale také řízení projektů a celé řadě dalších oblastí, u kterých je třeba skupinou odborníků odhadnout budoucí vývoj či stav. V jejím průběhu odborníci vyjadřují své názory jednotlivě a anonymně, přičemž mají v průběhu přístup k názorům ostatních odborníků. Ti mohou své rozdílné názory konfrontovat a též je v jednotlivých kolech měnit. Výsledky bývají statisticky zpracovány do závěrů týkajících se rizika analyzované země.

V případě, že jsou finanční a politické proměnné kvantifikovatelné, je možné identifikovat charakteristiky, které ovlivňují úroveň rizika země prostřednictvím různých typů

kvantitativních analýz. V MNC se běžně využívají modely vyhodnocení rizika země založené na regresní analýze. Regresní analýza může měřit citlivost jedné proměnné na jiné proměnné a její výsledky tedy naznačují citlivost konkrétního podniku na ekonomiku země. MNC tak na základě výsledků regresní analýzy může snížit nebo zvýšit míru své podnikatelské činnosti v dané zemi. Přestože kvantitativní modely mohou kvantifikovat dopad vybraných proměnných na MNC, nemusí přesně odhalit všechna rizika země a ani nemohou přesně vyhodnotit subjektivní údaje, které nelze kvantifikovat.

Kontrolní návštěvy zahrnují cestování do země a setkávání se s vládními a státními úředníky, vedoucími pracovníky či spotřebiteli. Taková setkání mohou pomoci objasnit zejména nejisté informace, kterými o dané zemi disponuje MNC. Navíc některé proměnné, například mezikulturní vztahy, mohou být obtížně posuzovány bez cesty do hostitelské země.

Mnohé MNC nedisponují jednou formální metodou k posouzení rizika, ale používají **kombinaci technik**. Některé MNC zase spoléhají na posouzení rizika země externími institucemi. V každém případě by mělo být riziko země začleněno do rozhodování o jakémkoliv zahraniční ekonomické aktivitě. Riziko země v kvantifikované podobě by se také mělo zohlednit v diskontní sazbě u modelů čisté současné hodnoty MNC, či jejich jednotlivých projektů, nebo u odhadu cash flow. Diskontní sazba by měla odrážet požadovanou míru návratnosti daného projektu. Čím nižší je rizikový rating země, tím vyšší je vnímané riziko a vyšší diskontní sazba použitá na peněžní toky projektu.

6.4 Snižování rizika země

MNC disponují určitými možnostmi ochrany před riziky země. Dle Machkové a kol. (2014) jde o respektování rizikovosti při volbě trhu, o určitou teritoriální diverzifikaci podnikatelských aktivit, v obchodu potom o volbu platebních podmínek nebo o přenesení financování obchodu na takové subjekty, které mají lepší profesionální předpoklady pro zvládnutí teritoriálního rizika. Účinná bývá v některých případech i spolupráce s jinými podnikatelskými subjekty, při které dochází k rozdělení rizika (např. v rámci konsorcií, joint ventures apod.). Velmi obvyklé je využívání možnosti pojišťování teritoriálního rizika. Tyto pojistné služby jsou ve většině zemí poskytovány podnikům jen se státní podporou.

Podpora státu při ochraně obchodních a investičních aktivit vlastních podnikatelských subjektů bývá značná především v oblasti obchodněpolitické. Je vytvářena v procesu dvoustranných i mnohostranných jednání, uzavíráním úmluv (např. o vzájemné podpoře a ochraně investic), nástroji obchodní diplomacie, ale i poskytováním subvencovaných služeb finančních, pojišťovacích, informačních, marketingových apod.

SHRNUTÍ KAPITOLY



MNC provádí analýzu rizika země při posuzování, zda započít podnikatelské aktivity nebo pokračovat v podnikání v určité zemi. Riziko země může být rozděleno na politické riziko země a ekonomické riziko země. Finanční manažeři musí pochopit, jak měřit riziko země, aby mohli činit investiční rozhodnutí, která maximalizují hodnotu MNC. Tato kapitola byla věnována faktorům a technikám běžně používaným k měření rizika země, ze kterých se odvíjí celková úroveň rizika země. Také byla objasněna podstata hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodnutí MNC. Bylo rovněž vysvětleno politické i ekonomické a finanční riziko země.

OTÁZKY



1. V čem spočívá podstata rizika země?
 2. Jaké jsou formy politického rizika?
 3. Jakými způsoby lze měřit riziko země?
 4. Co je to rating země?
 5. Jakými způsoby lze snížit riziko země?
-

ODPOVĚDI



1. Odpověď naleznete na str. 116.
 2. Odpověď naleznete na str. 117.
 3. Odpověď naleznete na str. 121-124.
 4. Odpověď naleznete na str. 121.
 5. Odpověď naleznete na str. 124.
-

LITERATURA

ANDRLE, P., 2013. *Dokumentární akreditiv v praxi*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4830-6.

IAS 1 , Presentation of Financial Statements. *European Commision* [online]. [vid. 15. srpna 2017]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf.

IAS 2 , Inventories. . *European Commision* [online]. [vid. 15. srpna 2017]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias2_en.pdf.

IAS 7, Statement of cash flows. *European Commision* [online]. [vid. 15. srpna 2017]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias7_en.pdf.

IAS 21, The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates. *European Commision* [online]. [vid. 15. srpna 2017]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias21_en.pdf.

IAS 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement. *European Commision* [online]. [vid. 15. srpna 2017]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias39_en.pdf.

MACHKOVÁ, H. a kol. 2014. *Mezinárodní obchodní operace*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4874-0.

MACHKOVÁ, H. a A. SATO. 2007. *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*. Praha: Grada Publishing. ISBN 807-35-7321-8.

MADURA, J., 2017. *International Financial Management*. 13th ed. Boston: Cengage Learning. ISBN 978-1-337-09973-8.

MADURA, J. a R. FOX, 2016. *International Financial Management*. 4th ed. Hampshire: Cengage Learning. ISBN 978-1-4737-2550-8.

MANDEL, M. a J. DURČÁKOVÁ, 2016. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-287-1.

RŮČKOVÁ, P. a M. ROUBÍČKOVÁ, 2012. *Finanční management*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4047-8.

SHAPIRO, A.C., 2013. *Multinational Financial Management*. 10th ed. Wiley. ISBN 978-1-118-57238-2.

SHLEIFER, A. a R.W. VISHNY, 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52 (2), 737-783. ISSN 1540-6261.

SKAUNIC, I. a I. ŘEPKOVÁ, 2014. Platební a zúčtovací styk. SU OPF. ISBN 978-80-7510-025-2.

SOUKUP, J., 2009. *Makroekonomie*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-219-2.























STAVÁREK, D., 2014. *Mezinárodní finance*. Karviná: SU OPF. ISBN 978-80-7510-021-4.

SHRNUTÍ STUDIJNÍ OPORY

Distanční studijní opora Mezinárodní finanční management poskytla studentům navazujícího magisterského studia ucelený pohled na klíčové aspekty problematiky finančního managementu mezinárodních ekonomických aktivit. Záměrem opory bylo propojit vědomosti z oblasti finančního řízení podniků, financí, účetnictví a podnikové ekonomiky a vsadit je do mezinárodního kontextu. Tento studijní text charakterizoval základní formy zapojení podniků do mezinárodních ekonomických aktivit a objasnil nejen příležitosti, ale také i rizika s nimi spojená. V opoře byly popsány důvody a formy zapojení do mezinárodního podnikání. Prostor byl také věnován mezinárodním finančním trhům, a to zejména z pohledu jejich využití pro realizaci mezinárodních ekonomických aktivit. Důraz byl kladen hlavně na devizový trh, který je z pohledu mezinárodního finančního managementu stěžejní.

Různé formy zapojení do mezinárodních aktivit způsobují různé vystavení podniků devizovému riziku, což vyústí ve potřebu specifické strategie finančního řízení. Opora se proto dále věnovala různým metodám používaným k predikci devizových kurzů. V textu byly také blíže popsány jednotlivé způsoby vedoucí k snížení jednotlivých druhů devizových expozic, tedy transakčních, translačních a ekonomických. Část opory se zaměřila i na způsoby řízení mezinárodních aktiv a pasiv. Poslední část opory se zabývala riziky země a podstatou hodnocení rizika země z hlediska finančních rozhodování.

PŘEHLED DOSTUPNÝCH IKON

	Čas potřebný ke studiu		Cíle kapitoly
	Klíčová slova		Nezapomeňte na odpočinek
	Průvodce studiem		Průvodce textem
	Rychlý náhled		Shrnutí
	Tutoriály		Definice
	K zapamatování		Případová studie
	Řešená úloha		Věta
	Kontrolní otázka		Korespondenční úkol
	Odpovědi		Otázky
	Samostatný úkol		Další zdroje
	Pro zájemce		Úkol k zamyšlení

Název: **Mezinárodní finanční management**

Autor: **Ing. Jana Šimáková, Ph.D.**

Vydavatel: Slezská univerzita v Opavě
Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné

Určeno: studentům SU OPF Karviná

Počet stran: 130

Recenze: doc. Ing. Petra Růčková, Ph.D.
Ing. Veronika Kajurová, Ph.D.

Vydání: on-line

ISBN: Chyba! V dokumentu není žádný text v zadaném stylu.4

Tato publikace neprošla jazykovou úpravou.