

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií

PODNIKOVÉ FINANCIE VO VEDE A PRAXI

Zborník vedeckých statí



Vydavateľstvo EKONÓM
Bratislava 2015

Autori ©

prof. Ing. Peter Markovič, PhD., a kolektív

Recenzenti:

doc. Ing. Oľga Miková, CSc.

Ing. Elena Moravčíková, PhD.

Redakčné a zostaviteľské práce:

doc. Ing. Eduard Hyránek, PhD.

Ing. Ladislav Nagy, PhD.

Príspevky neprešli jazykovou úpravou. Za originalitu, obsah, úroveň, odbornú správnosť, jazykovú a gramatickú stránku príspevkov zodpovedajú autori.

Zborník vedeckých statí bol vydaný v súlade s Edičným programom Ekonomickej univerzity v Bratislave na rok 2015 ako výstup z riešenia grantových úloh Ministerstva školstva, vedy, výskumu a športu Slovenskej republiky VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov*, VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku*, VEGA č. 1/0064/13 *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR*, VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania*, VEGA č. 1/0662/15 *Ekonomicke-sociálne nástroje ako faktor tvorby pracovných miest v podnikoch*, VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiach v SR* a ostatných úloh riešených na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave.

© Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2015

ISBN 978-80-225-4093-3

OBSAH

Predslov	7
----------------	---

VEGA č. 1/0008/14 Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov

Peter Markovič, Dušan Mihok

Zlyhanie profesionálneho investora ako dôsledok absentujúcej racionality	9
--	---

Nikoleta Kundlová, Dávid Mézes, Eudovít Šrenkel

Kvantitatívne uvoľňovanie menovej politiky FED-u a jeho dopady na ekonomiku USA.....	18
---	----

Ivan Figuli, Denisa Gašparová, Marián Smorada

Vybrané inovatívne formy financovania podnikov v Európe a ich využívanie podnikmi	27
--	----

Alena Tóthová

Udržiavanie finančnej stability podniku plánovaním hotovosti	36
--	----

Gabriela Ponecová

Exotické formy derivátových kontraktov ako možnosť dosiahnutia zisku prostredníctvom špekulácie.....	43
---	----

Lucia Budinská

Hodnotenie investičných projektov zamerané na využitie reálnych opcíí	51
---	----

VEGA č. 1/0004/13 Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku

Elena Fetisovová, Ladislav Nagy

Siete obchodných anjelov na neinštitucionálnom trhu rizikového kapitálu	58
---	----

Magdaléna Kubranová

Kritériá rozhodovania o udržaní úverovej taktiky podniku.....	65
---	----

Lenka Kalusová

Štruktúra cudzích zdrojov financovania slovenských malých a stredných podnikov	77
--	----

Simona Kosztanko

Franšízing a malé a stredné podniky.....	86
--	----

Katarína Podmajerská

Globálna finančná kríza a jej dopady na vybrané akciové trhy	92
--	----

VEGA č. 1/0067/15 Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania

Eduard Hyránek, Ladislav Nagy, Michal Grell
Predikčné modely vo vybraných krajinách 101

Anna Harumová
Prístupy k hodnoteniu výkonnosti podniku 107

Veronika Jánošová
Dôsledky pohľadávok po lehote splatnosti 121

Anna Harumová
Aktuálne trendy finančného riadenia podnikov v kríze 126

Lubica Foltínová
Význam personálneho controllingu, prístupy a jeho nástroje 135

VEGA č. 1/0064/13 Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR

Gizela Lénártová
Uplatnenie špecifických daní vo svete 143

Katarína Vavrová
Kľúčové daňové vplyvy v investičnom rozhodovaní podnikateľa v rámci EÚ 158

Ivona Ďurinová
Zdaňovanie príjmov v Nemecku 165

VEGA č. 1/0662/15 Ekonomicko-sociálne nástroje ako faktor tvorby pracovných miest v podnikoch

Anna Polednáková
Podniková kultúra a vodcovstvo v procese fúzií a akvizícií 175

Božena Hrvoľová
Obligácie s warrantmi (predkupnými právami) a ich ohodnocovanie 180

VEGA č. 1/0042/13 Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR

Miloš Bikár
Vplyv menových politík centrálnych bánk na finančné trhy a výkonnosť ekonomík 184

Peter Badura, Miroslav Kmeťko

Vplyv vybraných makroekonomických informácií na investovanie slovenských podnikov v USA..... 194

Pavel Škriniar

Prieskum finančnej gramotnosti študentov Ekonomickej univerzity v Bratislave200

Michaela Strížencová

Bootstrapping ako spôsob financovania malých podnikov211

Výsledky vedecko-výskumnej činnosti riešiteľov ostatných grantových úloh

Elena Kubričanová

Vplyv zlúčení a splynutí na majetkovo-finančnú stabilitu podnikov217

Katarína Fedorková, Jana Czillingová

Úverové riziko ako súčasť finančného rizika podniku227

Daniela Tučníková

Metódy a modely predikcie finančnej situácie podniku 232

PREDSLOV

Predkladaný zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave prezentuje priebežné výsledky vedecko-výskumnej činnosti riešiteľov grantových úloh:

- VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov* s vedením prof. Ing. Petra Markoviča, PhD.,
- VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku* s vedením doc. Ing. Eleny Fetisovovej, CSc.,
- VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania* s vedením doc. Ing. Eduarda Hyráneka, PhD.,
- VEGA č. 1/0064/13 *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR* s vedením doc. Ing. Gizely Lénártovej, PhD.,
- VEGA č. 1/0662/15 *Ekonomicko-sociálne nástroje ako faktor tvorby pracovných miest v podnikoch* s vedením doc. Dr. Ing. Anny Polednákovej,
- VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR* s vedením Ing. Miloša Bikára, PhD.,
- a ostatných úloh riešených na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave.

Predpokladáme, že táto publikácia bude prínosnou pomôckou aj pre odborníkov finančnej praxe na Slovensku. Cenné poznatky o najnovších metódach a trendoch vo financiách podnikateľských subjektov pomôžu vedecko-pedagogickým pracovníkom pri ich práci ako aj ostatným záujemcom, ktorí majú záujem rozšíriť si svoje vedomosti z oblasti podnikových financií.

Autorský kolektív privíta všetky názory a kritické pripomienky čitateľov, ktoré využije na skvalitňovanie a objasnenie skúmanej problematiky. Vďaka patrí aj recenzentkám doc. Ing. Olge Mikovej, CSc., a Ing. Elene Moravčíkovej, PhD., ktoré svojimi cennými pripomienkami významne prispeli ku skvalitneniu konečnej verzie textu.

Bratislava jún 2015

doc. Ing. Eduard Hyránek, PhD.
vedúci Katedry podnikových financií

ZLYHANIE PROFESIONÁLNEHO INVESTORA AKO DÔSLEDOK ABSENTUJÚCEJ RACIONALITY¹

FAILURE OF PROFESSIONAL INVESTORS AS A RESULT OF AN ABSENT RATIONALITY

Peter Markovič – Dušan Mihok²

Kľúčové slová: Behaviorálna ekonómia a financie, emočná odchýlka, finančné rozhodovanie, kognitívna odchýlka, racionálny úsudok

JEL Klasifikácia: F21, G31, M16

ÚVOD

V ekonomickej vede sa dlho budovali ideálne, jednoduché modely, postavené na úhladnej matematike, ktoré však pracovali s logickým predpokladom, že ekonomickí agenti sa správajú racionálne. Z iného pohľadu je však logické, že nie sme dokonalí a robíme chyby. Časť našich rozhodnutí je správna, racionálna, ale v mnohých sa mýlime, aj keď sa rozhodujeme v najlepšej viere. Preto je dôležité obohatiť ekonómiu o poznatky našej osobnej jedinečnosti. Ako to, kým sme, vplýva na rozhodnutia, ako vlastná myseľ, ale aj okolie ovplyvňuje naše závery.

Racionalita je v tejto spojitosti zaužívaným termínom, ktorým chcem zakryť našu neschopnosť pomenovať veci pravými menami. Problém nastáva v momente, keď musíme dať racionalite ekonomický rozmer, t. j. formulovať predpoklady jej existencie a možné dosahy na ekonomické okolie. Kritika racionality nebazíruje na popieraní zaužívaných vzorcov správania sa účastníkov vlastníckych transakcií, ide nám skôr o poukázanie na istú formu dogmatizmu, ktorý prevláda v prazákadoch tradičnej ekonómie a financií.

HRY A ÚŽITOK

Významným medzníkom neoklasickej ekonómie 20. storočia bola teória očakávaného úžitku. Jej autori John von Neumann a Oskar Morgenstern (1944) spojili nový pojem úžitok (z angl. utility) s teóriou hier. Teória hier bola rozvinutá v 50-tych rokoch minulého storočia a stala sa dôležitou v mnohých spoločenskovedných a humanitných odboroch. Princíp spočíva v štúdiu strategického rozhodovania pomocou matematických modelov konfliktu a spolupráce medzi inteligentnými racionálnymi rozhodovateľmi (Myerson, 1991).

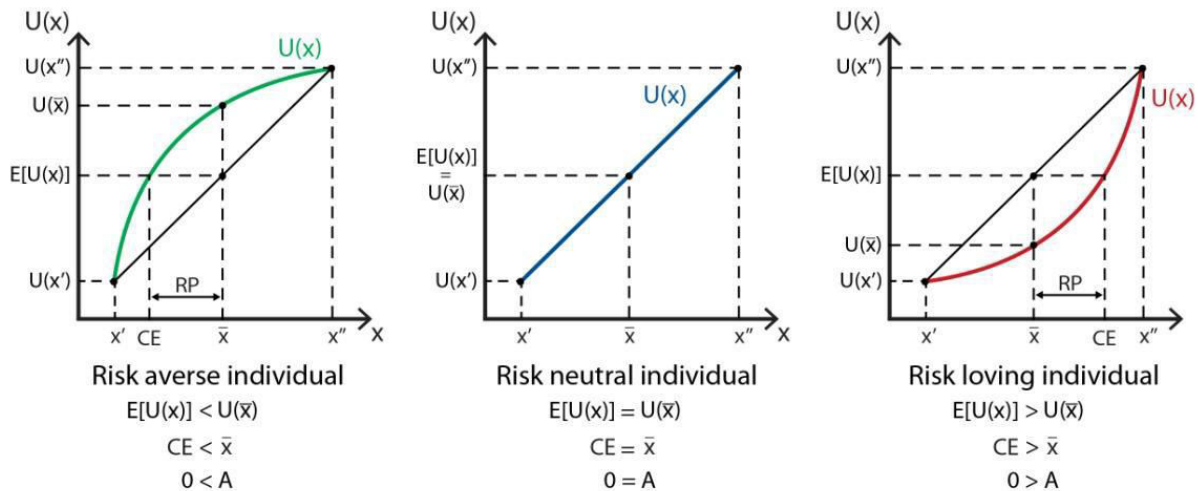
Podľa Baláza (2009, s. 42) je základná myšlienka teórie očakávaného úžitku v definícii rozhodovacích procesov ekonomických agentov. Ľudia sa podľa tejto teórie pri rozhodovaní riadia veľkosťou úžitku, ktorý im vyplýva z alternatívy a výšky pravdepodobnosti jej nastania. Takto vieme pri každom rozhodnutí modelovať, ktorá alternatíva je výhodná, prípadne akú môžeme očakávať hodnotu z opakovania určitej situácie.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 „Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov“.

² Peter Markovič, prof. Ing., PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: peter.markovic@euba.sk
Dušan Mihok, Bc., študent ŠP Manažment a ekonomické zručnosti FPM EU v Bratislave, e-mail: dsn.mihok@gmail.com

Úžitok však nestúpa donekonečna a ani sa nerovná skutočnej hodnote objektu. Je to subjektívna kategória, závislá od našich subjektívnych preferencií. Dôležitým záverom teórie je skutočnosť, ľudia sa snažia maximalizovať svoj subjektívny úžitok a nie objektívnu hodnotu, napriek tomu tento úžitok vykazuje postupne klesajúci marginálny prírastok - s každou uspokojenou jednotkou veľkosť očakávaného úžitku z ďalšej jednotky klesá.

Obrázok 1 Porovnanie funkcie úžitku pri rôznej preferencii rizika



Prameň: <http://www.policonomics.com/wp-content/uploads/Risk-aversion.jpg> [cit. 15. 5. 2015]

Do teórie očakávaného úžitku bol časom zapracovaný aj postoj k riziku, v úzkej spojitosti s predpokladom racionálneho správania človeka. Výskumy ukázali, že väčšina ľudí je averzná voči riziku, volí cestu istoty pred neistotou. Ich funkcia očakávaného úžitku tak nie je lineárna, ale vykazuje známky konvexnosti, resp. konkávnosti. Čím vyššia je averzia k riziku, tým je funkcia konkávnejšia a naopak (viď. obrázok 1). Rizikovo averzní ľudia svoj úžitok uspokojia rýchlejšie, naopak riziko preferujúci ľudia budú potrebovať ku svojej spokojnosti viac dodatočného úžitku. Toto bol prvý významný krok priblíženia teoretických modelov bežnej realite.

BEHAVIORÁLNE FINANCIE AKO SÚBOR POSUDZOVANÝCH ANOMÁLIÍ

Od samotnej behaviorálnej ekonómie musíme odlíšiť pojem behaviorálne financie. Baláž (2009, s. 211) definuje pojmy takto: „Behaviorálne financie sú interdisciplinárnou vedou, ktorá aplikuje poznatky o kognitívnych a emočných odchýlkach od racionality pri výskume ekonomických rozhodnutí na finančných trhoch“. Oproti behaviorálnej ekonómii sa skúmanie zúžuje na oblasť finančných trhov. Ďalej sa neskúmajú jednotlivci a ich priame rozhodnutia, ale hlavne hromadné štatistické údaje zo sekundárnych zdrojov.

V rámci povahy skúmaných údajov sa teda prešlo od mikroekonómie k makroekonómii. V našej empirickej časti sme sa napriek tomu zaoberali analýzou správania jednotlivca a to najmä kvôli významu a hĺbke daného prípadu, ako aj nedostupnosti štatistických údajov pre zvolenú cieľovú skupinu.

V súčasnosti sa behaviorálne financie venujú práve skúmaniu vzorcov správania ekonomických agentov a identifikujú jednotlivé systematické chyby (anomálie) v ich finančnom rozhodovaní. Tieto chyby sú odchýlkami od racionality, prejavujúcimi sa buď za účelom rýchlejšej adaptácie, teda úspory času podrobnej racionálnej analýzy, alebo ako výsledok nedokonalosti mechanizmov riešenia konkrétnych situácií. Je identifikovaných už

viac ako 50 odchýlok a nachádzame ich v rôznych fázach rozhodovacieho procesu. Zaujímavé je ich skúmanie s pohľadu:

- emócií – sú výsledkom emočného správania jedincov, ich túžob a obáv. Vzťahujú sa väčšinou na kódovanie, pociťovanie a akceptovanie straty. Emócie sú dôležitý, evolučne starší mechanizmus v človeku, ktorý vznikol na podporu rýchlych a úsporných rozhodnutí komplexných problémov, ktorých riešenie by bolo zbytočne zložité, či zaťažujúce organizmus. V určitých situáciách však môže emóciami riadené správanie vyvrcholiť v iracionálnom a škodlivom konaní. Zmeniť, alebo odstrániť tieto emočné sklony v človeku je veľmi ťažké.
- kognitívnych vlastností – tvoria rozsiahlejšiu skupinu odchýlok. Sú spôsobené chybami v procese zberu, analýzy a prijímania rozhodnutí. Na rozdiel od emočných možno ich korigovať vhodným poradenstvom.

TOSHIHIDE IGUCHI VERZUS DAIWA BANK, LIMITED

Rodák z japonskej Osaky, len 18-ročný Toshihide Iguchi, sa v lete roku 1969 ocitol na Kennedyho letisku v New Yorku. Možnosť dostať sa do Spojených štátov amerických dostal vďaka svojmu otcovi, ktorý pracoval pre japonskú exportnú firmu. Amerika bola v týchto dobách zaplavená lacnou produkciou z povojnového Japonska. Pre podobné firmy bolo bežné vysielat' svojich jednotlivých zástupcov do New Yorku, kde mali pôsobiť ako severo-americká základňa pre japonské exportné aktivity.

Iguchimu sa však v Amerike natoľko páčilo, že sa rozhodol nastúpiť tu na vysokú školu. Úspešne vyštudoval špecializáciu psychológia na dnešnej Missouri State University. Počas štúdia sa zaľúbil a oženil. Popritom pracoval ako obchodný zástupca pre Chevrolet, ktorých produkty predával miestnym farmárom. Úplne „poameričtený“ sa po ukončení štúdia vrátil už aj so svojou ženou za otcom späť do New Yorku.

Otec vďaka svojím obchodným kontaktom pre Iguchiho dohodol pracovný pohovor v New Yorskej pobočke japonskej banky Daiwa. Iguchi bol do tejto inštitúcie prijatý a tým sa začala jeho kariéra bankového zamestnanca.

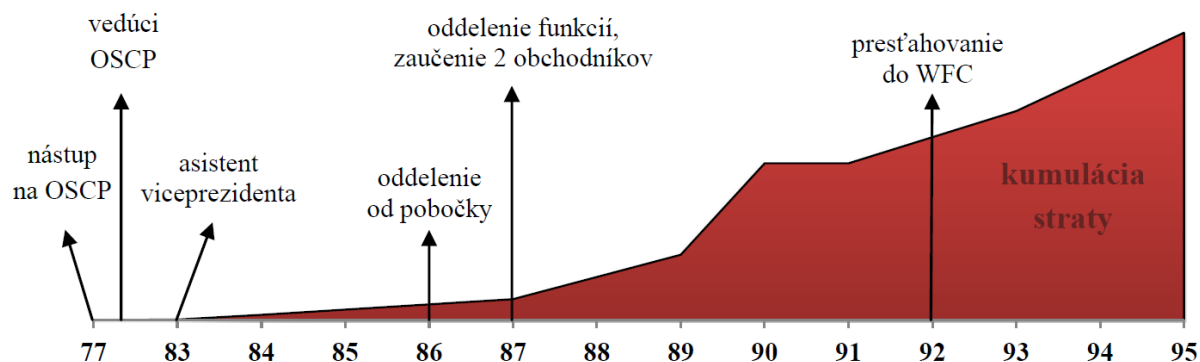
Napriek tomu, že Toshihide Iguchi žil od dosiahnutia dospelosti v USA svoj „americký sen“, priniesol si japonskú výchovu. Najsilnejšou motiváciou bola mladá rodina, kde vnímal svoju pozíciu žiteľa. Ďalším kľúčovým faktorom bol vzťah s rodičmi, najmä s otcom, ktorý ho do USA priviedol. Bol jeho vzorom a vnímal ho ako úplne čestného, rešpektu hodného človeka, ktorý tvrdo pracoval, aby zabezpečil svoju rodinu. Tento motív je v japonskej kultúre silný. Japonci sú všeobecne známi svojím pracovným nasadením. Kultúra firmy a lojálnosť k nej je u zamestnancov omnoho silnejšia oproti západným krajinám. Paradoxom bolo, že Iguchi si nerozumel s japonskými kolegami. Tí sa priebežne obmieňali, kým on bol domácim stálym zamestnancom.

Japonská banka Daiwa Bank, Limited, bola následníkom banky The Osaka Nomura Bank, založenej už v roku 1918 Tokushichim Nomurom v Osake. Na rozdiel od mnohých iných bánk, ktoré sa sústredili na významné, veľké podniky, Nomurovým úmyslom bolo poskytovať prostriedky zanedbanému sektoru malých a stredných podnikov. Po veľkom krachu na burze v roku 1929 ostala Nomurova banka jedinou autorizovanou bankovou inštitúciou prefekturálnej vlády v Osake. Neskôr, v roku 1944 sa stala prvou japonskou finančnou inštitúciou, ktorá bola zároveň bežnou aj investičnou bankou. V povojnovom období v roku 1948 sa banka premenovala na The Daiwa Bank, Limited. Nasledujúci rok bola autorizovaná na zahraničné operácie a stala sa tak komplexnou finančnou inštitúciou. V roku 1962 spustila táto banka aj penzijné investície a dodnes je významným hráčom v japonskom korporátnom penzijnom sektore.

Hlavnou úlohou americkej pobočky Daiwa banky bolo financovanie obchodných transakcií medzi Japonskom a USA. V povojnovom Japonsku nastal prudký rozmach a to najmä vďaka obrovskej pracovitosti a následnému šetreniu, ktoré bolo masívne podporované vládou. Tá potom tieto spoločné prostriedky vedela nasmerovať do kľúčových odvetví industrializácie. Ako výrobcovia a podniky rástli a mali čoraz väčší podiel na trhu, rozšírili svoje aktivity do USA a postupne tam vysielali svojich obchodných zástupcov. Práve na financovanie potrieb týchto lokálnych zástupcov mala slúžiť americká pobočka banky, spolu s funkciou prostredníka pre kapitálové operácie na americkom burzovom trhu.

Iguchi bol prijatý aj vďaka dobrej znalosti anglického jazyka, aby pomohol spolupráci medzi americkými zamestnancami a japonskými úradníkmi, ktorí anglicky príliš nevedeli. Jeho prvá pozícia bola na oddelení správy cenných papierov, ktorému nebola prikladaná veľká vážnosť. V rámci štruktúry pobočky spadalo pod pôžičkovú sekciu a pracovali tu okrem Iguchiho iba dvaja zamestnanci. Oddelenie správy cenných papierov sa staralo o vyrovnanie burzových obchodov, ktoré robili japonské investičné fondy so svojimi investíciami v amerických cenných papieroch. Pobočka Daiwa banky pôsobila ako prostredník pre tieto aktivity. Okrem zúčtovania jednotlivých obchodov vykonávalo aj fyzickú úschovu cenných papierov pre klientov, nakoľko v týchto rokoch sa ešte fyzicky doručovali. Aj keď následkom zvýšeného záujmu verejnosti o obchodovanie akcií vznikla v 70tych rokoch na Wall Street obdoba centrálneho depozitára (DTC – Depository Trust Company), Daiwa banka sa do systému nezapojila, pretože počet zúčtovaných obchodov bol v tejto dobe len zhruba 10 denne. Všetko sa v banke zaznamenávalo ručne, bez akýchkoľvek počítačov.

Obrázok 2 Časová os kariéry T. Iguchiho na oddelení správy cenných papierov



Prameň: vlastné spracovanie

V 70-tych rokoch bola už nová japonská infraštruktúra takmer vybudovaná, ekonomický rast krajiny spomalil a to znamenalo aj znížený dopyt po kapitále od bankových inštitúcií. Navyše sa vytvoril národný dlhopisový trh, ktorým chcela vláda doplniť príjmy zo spomaľujúceho sa rastu. Do roku 1977 však reálny trh neexistoval, preto boli práve banky nútené nakupovať všetky štátne dlhopisy. V Japonsku sa preferovalo šetrenie nad spotrebou. Primárnym prijímateľom depozít boli banky a tie ich potom ďalej investovali. Deregulácia trhu národných dlhopisov však priniesla pre investorov alternatívnu možnosť a banky tým utrpeli. To bolo dôvodom, prečo sa v tomto čase začali zaujímať o nové možnosti zisku v zámorí a postupne menili svoje praktiky.

Po roku práce bol Iguchiho priamy nadriadený oddelenia správy cenných papierov, presunutý na pôžičkovú sekciu a Iguchi zaujal jeho pozíciu. Dôvodom preradenia bolo zapojenie banky do schémy poskytovania obrovských projektových pôžičiek rozvojovým krajinám (z angl. Less Developed Countries – LDC), ktoré kvôli ropnému šoku a slabým

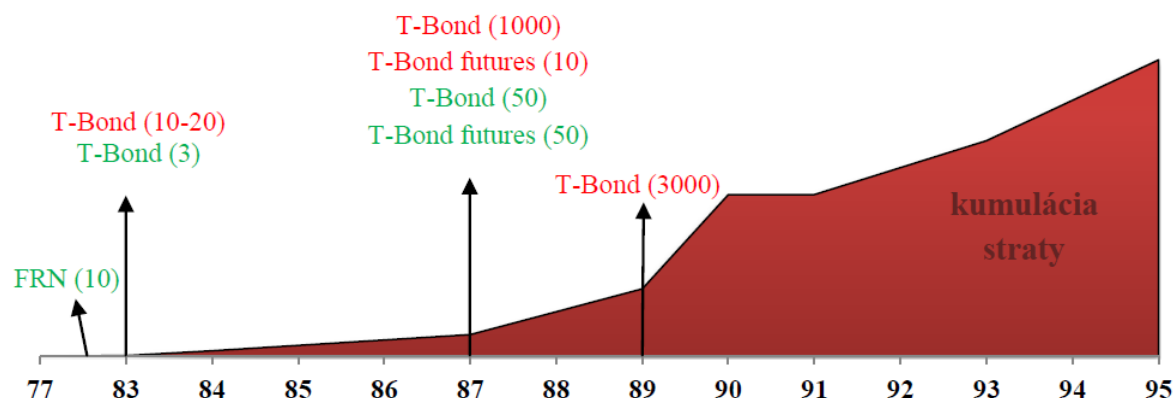
dolárovým rezervám nemali kapitál. Tieto pôžičky zväčša dohadovali významné finančné domy ako JP Morgan, alebo Chase Manhattan. Pôžičky však boli príliš vysoké a záruky nízke na to, aby ich zvládla jediná inštitúcia. Prizývali sa iné banky na zdieľanie rizík. Bežne by bol ku každej pôžičke potrebný formálny postup schválenia centrálou v Japonsku. Teraz sa však nikto nezaoberal analýzou, či bonitou dlžníka a jednoducho sa schvaľovalo s tým, že inštitúcie ako JP Morgan musia vedieť niečo viac, keď sú ochotné do takýchto obchodov vstupovať. Druhý spôsob rozširovania japonských bánk v zámorí bolo otváranie lokálnych dcérskych inštitúcií, iných ako bola už existujúca pobočka Daiwa banky. Takých, ktoré mali funkcie a možnosti bežnej tuzemskej banky. Daiwa otvorila svoju 100%-nú dcérsku spoločnosť Daiwa Bank Trust Company na Manhattane v roku 1976.

Iguchi chcel napredovať v kariére a tak sa zamerlal na štúdium dlhopisového trhu. O ďalšie dva roky už Iguchi pravidelne písal komentáre o vývoji na trhu pre divíziu penzijných fondov. Daiwa banka bola v tomto čase najväčším japonským správcom aktív investičných fondov. Táto osobná snaha viedla k tomu, že Toshihide Iguchi bol poverený manažérom penzijných fondov z Japonska k tomu, aby pre nich vykonával nákupy dlhopisov. Svoju novú právomoc využil hneď v obchodovaní nového nástroja a to dlhopisov s pohyblivým úrokom (z angl. Floating Rate Notes - FRN). Presvedčil nadriadených, že tieto dlhopisy sú oveľa bezpečnejšie ako LDC pôžičky, aj napriek nižšiemu výnosu na úrovni len 0,2% - 0,4% ročne. Emitovali ich omnoho stabilnejšie krajiny ako Švédsko, Dánsko, Malajzia či Nový Zéland. Cena týchto dlhopisov bola pomerne stabilná, pričom pri LDC pôžičkách dochádzalo kvôli kolísaniu amerických úrokových mier k veľkej fluktuácii cien. Iguchi vytvoril svoje prvé bankové portfólio FRN dlhopisov.

Situácia v pobočke sa ale pomaly zhoršovala, pretože možností bolo málo a z LDC pôžičiek sa postupne začínali hromadiť straty. Vtedy oslovil Iguchiho generálny manažér pobočky a ukázal mu výsledky obchodovania iného, podobne nadaného kolegu z dcérskej banky Daiwa, pána Yamadu. Ten svojou produktivitou vygeneroval v roku 1983 takmer 80% zisku banky. Iguchi mal toto replikovať, nakupovať a predávať FRN a získať malé zisky (fluktuácia cien bola nízka). Na tento účel dostal obchodnú autorizáciu vo výške 10 miliónov dolárov, čo bol výnimočne veľký objem prostriedkov. Znamenalo to, že na obchody v rámci tohto objemu nepotreboval povolenie od svojich nadriadených. Iguchi tlačil na generálneho manažéra, aby mu bolo umožnené obchodovať americké štátne obligácie so splatnosťou nad 20 rokov (z angl. U.S. Treasury Bonds, skr. T-Bonds), ktoré tak úspešne obchodoval pán Yamada v Daiwa Trust. Nebolo mu však vyhovené, tento pomerne nový nástroj sa u manažéra netešil popularite. I tak, na jar 1983 prinášalo Iguchiho obchodovanie banke žiadané ovocie. Popri práci na oddelení správy cenných papierov sa stal najaktívnejším obchodníkom nástroja FRN.

Fiškálny rok japonských bánk bol nastavený od začiatku apríla do konca marca nasledujúceho roka. Krátko pred 31. marcom 1983, sa Iguchimu ozval jeden z významných dilerov nových emisií FRN so zaujímavou ponukou. FRN dlhopisy boli väčšinou rýchlo rozobraté už na primárnom trhu, najmä japonskými bankami, ktoré zvyšovali svoje portfólia aktív. Po výpredaji všetkých dlhopisov sa „rozpustilo združenie“ prvotných investorov a dlhopisy sa stali súčasťou sekundárneho dlhopisového trhu. Tu ich cena väčšinou hneď poskočila nahor, keďže bol o ne veľký záujem.

Obrázok 3 Časová os obchodovaných CP (objem v mil. \$; **autorizovaný**; **neautorizovaný**)



Prameň: vlastné spracovanie

Iguchiho aktuálna bilancia obchodovania bol zisk 50 000 dolárov, čo bol dobrý výsledok, jeho oddelenie vygenerovalo zhruba 300 000 dolárov na poplatkoch. V tejto emisii videl príležitosť na rýchly zisk ďalších 20 000 dolárov, ktorý by takto na záver roka ohúril jeho nadriadených. Keďže o FRN emisie bol veľký záujem, nevidel v tomto obchode žiadne riziko a kúpil na primárnom trhu dlhopisy v plnej autorizovanej výške 10 miliónov dolárov (bežné FRN emisie mali objem okolo 200-300 mil. dolárov) pri nákupnej cene 98,80 dolárov. Plánoval ich okamžite pri prechode na sekundárny trh predat' pri cene 99 dolárov. Vďaka svojej autorizácii mal výhodu rýchlosti voči ostatným obchodníkom, ktorí museli absolvovať schvaľovací proces. Nasledujúci vývoj však nesplnil očakávania. Zaslepený vidinou jednoduchého zisku opomenul Iguchi kritický aspekt tejto emisie. Japonské banky pripravovali uzatvorenie svojich účtovných kníh a napriek záujmu nechceli nakupovať dlhopisy na poslednú chvíľu pred koncom fiškálneho roka. Prešiel deň a dlhopisy stále viazli na primárnom trhu. Podľa dílera boli banky ochotné nakupovať až na začiatku apríla v novom fiškálnom roku. Iguchi však nemohol čakať, malo ísť o rýchly obchod, potreboval sa dlhopisov rýchlo zbaviť. Poobede druhého dňa sa konečne cielene rozpustilo združenie a Iguchi mohol dlhopisy predat'. Kvôli malému záujmu cena postupne klesla na 98,10 dolára. To predstavovalo pre Iguchiho stratu 70 000 dolárov, teda zmazanie polročnej snahy a ešte aj prepád do straty. Tento obchod sa stal zásadným pre jeho ďalší život.

Po nevydarenom obchode muselo prísť rýchlo rozhodnutie, ako ďalej. Či Iguchi tento obchod regulárne nahlási, alebo nie. Vzhľadom na jeho právomoci, bolo skutočne prakticky možné, aby sa o tomto zlyhaní nikto nedozvedel. A tak sa aj stalo. Po celý čas obchodovania si Iguchi robil zúčtovanie obchodov sám, keďže táto práca bola každodenným chlebom jeho oddelenia. Nikto v banke sa nezaoberal problematikou, kto by sa mal starať o zúčtovanie obchodov robených na vlastný účet (z angl. proprietary trades) a v nikom sa nevzbudila ani štipka pochybnosti o tom, že vedúci oddelenia správy cenných papierov na jednej strane obchoduje a zároveň robí zúčtovanie pre svoje obchody. Jediná ťažkosť bola fyzické vyrovnanie obchodu, teda prevod 70 000 dolárov dílerovi tak, aby o tom nikto nevedel. Aj to bolo možné. Daiwa banka každý deň prijala a odoslala stovky platieb a kontrolu týchto pohybov podľa výpisov z New Yorkských bánk, v ktorých mala pobočka účty voči interným účtovným knihám robil sám jeden zamestnanec. Každý deň vyskočilo niekoľko položiek, ktoré nesedeli a tie potom nahlásil manažmentu. Niektoré sa s oneskorením vyrovnali, no niektoré nie a ostali na zozname. Na rozdiel od bežných ľudí, ktorí by pri takejto záhadnej strate svojich peňazí začali pátrať po príčine, Daiwa banka to nerobila a položky po čase jednoducho odpisovala.

Iguchi teda zamietol tento obchod pod koberec v najlepšej viere, že v novom fiškálnom roku stratu vyrovná. Po mesiaci bol však vo výsledku na nule. Postupne si začal uvedomovať,

že keď tieto obchody regulárne nezaznamenáva, nemusí sa držať len obchodovania FRN dlhopisov s veľmi nízkou volatilitou, ale môže obchodovať aj iné nástroje, napríklad lákavé štátne obligácie T-Bonds. Tie pri jeho autorizovanom objeme (10 miliónov = 10 kontraktov) vykazovali denne pohyby až o 200 000 dolárov. Týmto spôsobom chcel stratu vyrovnať jedným obchodom. T-Bonds už 2 roky sledoval popritom, čo vykonával nákupy tzv. Yankee Bonds (zahraničné obligácie denominované v dolároch) pre manažéra penzijných fondov. Avšak na to, aby ich začal obchodovať, potreboval presvedčiť dílerov, že je na to oprávnený. Kontaktoval toho, u ktorého vykonával aj obchody s Yankee Bonds a jednoducho mu oznámil, že začína obchodovať aj T-Bonds. Tento díler zo spoločnosti PaineWebber bol nadšený a nič viac nepotreboval. Problémom ale bolo, že Iguchi nemal prístroj zobrazujúci ceny týchto dlhopisov v reálnom čase. V banke boli iba dva monitory s týmito cenami na iných oddeleniach, ktoré teda neboli možnosťou. Všetko komunikoval priamo cez telefón s dílerom. Prvý obchod s 10 miliónovou pozíciou dopadol zle a počas krátkej chvíle prehľbil Iguchiho stratu o ďalších 112 000 dolárov. Na ďalší deň odoslal peniaze. Na tieto peňažné prevody nepotreboval schválenie, pretože mu bolo umožnené používať podpisovú pečiatku manažéra pobočky. Chýbajúce peniaze z účtovníctva ostali v zozname neobjasnených transakcií.

So stúpajúcim napätím a stratou sa Iguchi v polovici roku 1983 rozhodol zvýšiť svoju stávku z 10 na 20 kontraktov. Nasledujúci obchod ho stál ďalších 400 000 dolárov. Po tomto incidente bol takmer prezradený, lebo veľkosť straty upútala manažéra dílerskej firmy. Odhaleniu sa ale priam zázračne vyhol. O mesiac neskôr bol dokonca povýšený na asistenta viceprezidenta a bola mu udelená právomoc schvaľovať všetky peňažné prevody a zápisy do hlavných účtovných kníh. Tento ďalší dôležitý bod v kariére chcel využiť na to, aby sa skonsolidoval a prehodnotil svoj prístup. Pretože robil veľa obchodov, vždy keď nejaký neautorizovaný urobil, musel v konečnom dôsledku odoslať, alebo prijať peniaze za vyrovnanie s brokerom. Tento systém bol samozrejme riskantný, preto sa rozhodol začať využívať metódu tzv. „dollar roll“, kedy sa pozícia u dílera mohla držať dlhý čas otvorená bez potreby vyrovnania. Išlo vlastne o druh repo-pôžičky, ktorej zálohou boli v tomto prípade kupované štátne obligácie. Ďalším krokom, aby znížil podozrenie, bola žiadosť o povolenie obchodovania T-Bonds z japonskej centrály. Nakoniec ho dostal, s autorizáciou objemu 3 miliónov, podobne ako tomu bolo v dcérskej banke Daiwa Trust. Jeho obchodovanie vtedy rapidne vzrástlo. Začal obchodovať intra-denne a aj pôvodnej práce na oddelení bolo stále viac, preto potreboval ďalších asistentov. Odttedy ich mal šesť a oddelenie sa presťahovalo do väčších priestorov. S bežnými 3 miliónovými pozíciami sa mu pre banku darilo získať slušný zisk v rádoch desať tisícov dolárov. Pri svojej neautorizovanej pozícii sa snažil o dlhodobejší náhľad. Naďalej však nebol príliš úspešný, do konca roka prenášal pozíciu v objeme 100 miliónov dolárov a strata predstavovala až 2 milióny, zatiaľ však nemusel nič uhradiť.

Na jar nasledujúceho roku bol Iguchi opäť veľmi blízko k odhaleniu, keď New Jersey, kde býval, postihli silné záplavy práve v deň, keď sa jeho pozícia mala prerolovať a bez jeho inštrukcií by 5 zainteresovaných dílerov doručilo cenné papiere do banky a očakávali by protiplatbu, v tom čase už vo výške 150 miliónov. Do kancelárie sa Iguchi nedostal, ale podarilo sa mu telefonicky dílerov odprosiť o oddialenie vyrovnania o jeden deň. Aj keď im musela byť celá táto situácia podozrivá, všetci mu urobili túto láskavosť. Ďalším krokom bolo vymyslieť ako uhradiť 5,7 milióna dolárov, strata už bola príliš veľká a bolo potrebné doplniť kolaterál pozície. Táto veľká čiastka by vzbudila podozrenie, preto s iným dílerom dohodol predaj tzv. T-Notes (z angl. U. S. Treasury Notes), štátnych pokladničných poukážok so splatnosťou do 10 rokov, ktoré banka držala svojim klientom. Predal ich toľko, aby svoju stratu pokryl. Spoliehal sa na to, že kým nebudú chcieť klienti všetky T-Notes naraz predať, nebudú nikomu chýbať. V tomto období významný klient nakúpil niekoľko desiatok miliónov

týchto cenných papierov a preto o ne oddelenie nemalo núdzu. Našiel aj spôsob ako sa vyhnúť interným kontrolám, keďže banka nemala vlastných audítorov, každý mesiac sa rôzne oddelenia kontrolovali medzi sebou navzájom. Na oddelení správy cenných papierov sa kontrolovali najmä stavy cenných papierov v trezoroch ako aj stavy listín držaných v iných inštitúciách. Pobočka Daiwa banky nebola členom FEDu a nemala tak všetky oprávnenia. Nemohla fyzicky držať americké T-Bonds and T-Notes a využívala spoločnosť Bankers Trust Company (skr. BTC), aby tieto cenné papiere držala pre nich. Každý mesiac tak dostali výkaz o množstve držaných cenných papierov. Iguchi po neautorizovanom predaji časti T-Notes musel pristúpiť k sfaľšovaniu tohto dokumentu, čo nebolo ťažké, lebo výpisy boli stále robené len ručne. Od tohto momentu to bolo jeho pravidelnou rutinou.

Počas roku 1984 nabalená strata, ktorú stále tajil a prenášal prekročila 20 miliónov dolárov. V tomto čase začala inšpekcia New Yorkských pobočiek japonských bánk iniciovaná Národnou bankou Japonska, pretože sa šírili klebety o neautorizovaných stratách v pobočke banky Fuji. Neskôr sa potvrdilo, že obchodník vo Fuji banke naozaj stratil takmer 150 miliónov neautorizovaným obchodovaním, no do pobočky Daiwa banky žiadni audítori na Iguchiho šťastie nezavítali. Koncom roka však audítorský tím vyslala do všetkých pobočiek materská Daiwa banka. Nešlo ale o kariérnych audítorov, a kontrolovať mali podľa manuálu, ktorý 10 rokov nikto neaktualizoval a pri zámorskej pobočke vôbec nekorešpondoval s činnosťami pobočky. Audítori tak nemali príliš predstavu ani len o funkcii Iguchiho oddelenia. Ten sa im zbytočne nezdôveroval s informáciami ako bolo obchodovanie T-Bonds a tak nakoniec dostalo oddelenie správy cenných papierov hodnotenie excelentné bez štipky podozrenia.

Iguchi, vďaka ďalším riskantným obchodom, niesol na svojich ramenách stratu 600 miliónov sa pre ekonomický vývoj rozhodol vyčkávať ďalej. Od roku 1989 sa ale často vykonávali najrôznejšie audity pobočky Daiwa banky, japonskými aj americkými kontrolórm. Fámy o obrovskom objeme obligácií a prípadnom neautorizovanom obchodovaní sa z anonymných zdrojov dostávali k inštitúciám dohľadu nad trhom. V roku 1990 Iguchiho zaskočili počas interného auditu z centrál požiadavkou na výpis cenných papierov z BTC z predošlého dňa. Stále totiž falšoval mesačné výpisy už takmer 7 rokov. Keďže vypracovanie výpisu trvalo bežne 3 dni a jeho následné falšovanie 2 ďalšie, bol zahnaný do kúta. Audítori si mohli podať aj oficiálnu žiadosť a rýchlo by tak z originálneho výpisu zistili, že stovky miliónov dolárov cenných papierov chýbajú. Iguchi preto zavolať a požiadal úradníčku BTC o expresnú bilanciu takmer 500 rôznych emisií cenných papierov, ktoré pobočka držala. Po tom čo odmietla túto absurdnú požiadavku splniť sa dohodli, že Iguchimu pošle výpisy a on si bilanciu spíše sám. Na druhý deň dokázal audítorom ukázať falošnú bilanciu cenných papierov a jeho obrovská strata opäť unikla pozornosti...

ZÁVER

Pri sledovaní hrozivých dôsledkov, ktoré prinášajú takéto aktivity obchodníkov, vyvstáva otázka: Čo je ich hnacou silou? Čo teda nútilo ratingové spoločnosti tak veľmi „podliezať“ štandardy a následne investorov tak veľmi riskovať? Odpoveď nám ponúka Bruce (2015), ktorý analyzoval pozadie prípadov neautorizovaných obchodníkov a diania poslednej finančnej krízy. Tieto prípady sú podľa neho odrazom extrémneho oportunizmu, ktorý je vo finančnom odvetví prítomný a navyše podporovaný. Extrémny oportunizmus môžeme definovať ako extrémne, sebecké sledovanie vlastných záujmov jednotlivcov či skupín. Tento fenomén by mal byť vnímaný ako dôležitý, ale veľmi riskantný aspekt investičného prostredia. Vyššie opísané incidenty sa totiž väčšinou považujú za nepredvídateľné, náhodné situácie, ktorým nebolo možné predísť. V skutočnosti sú ale výsledkom spoločenského tlaku, ktorý vytvárajú jednotlivci a skupiny na tvorbu stále ďalších a ďalších ziskov. Riziko spojené

s takouto snahou by nemalo byť prehliadané a malo by byť rozumne kontrolované. V kultúre, kde sa v prvom rade naháňa zisk postupne dochádza k deformáciám kvality, ktorých manifestom sú vážne finančné incidenty a kolapsy, krízy. Uvoľňovanie štandardov, rozširovanie portfólií o nekvalitné aktíva a nebonitných klientov, tvorba nových zložitých a pochybných produktov bez regulácie, podvody, pričom skrývanie straty, alebo aj zisku býva často prvý prejav. Mnoho vážnych finančných kolapsov vzniklo z prvotne bezvýznamných aktivít.

Extrémny oportunizmus na inštitucionálnej úrovni potom vytvára tlak na jednotlivcov. Zamestnanci a manažéri týchto inštitúcií sú motivovaní, aby generovali čo najväčší zisk. Táto z nášho pohľadu nesprávna motivácia vedie k uchýleniu sa k nečestným činnostiam, alebo skrývaniu straty. Výborné výsledky, získané aj za cenu porušenia pravidiel bývajú väčšinou odmenené a pochybenia prehliadnuté. V prípade zlých výsledkov ale hrozí koniec kariéry. Východisko pre ľudí v takejto situácii je potom pomerne jednoznačné. Top manažment spoločností, ktorý túto kultúru živý je sám v rovnakej situácii vďaka konfliktu vlastných záujmov a záujmov vlastníkov. Aby si udržali svoje pozície a boli dobre odmeňovaní, sami skrývajú, nadhodnocujú, alebo inak zavádzajú vlastníkov a budujú tak prijateľný vzor správania vo firemnej kultúre.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota*. Bratislava : VEDA, vydavateľstvo Slovenskej akadémie vied, 2009. 451 s. ISBN 978-80-224-1082-3.
- [2] BRUCE, J. 2015. *The Rogue Myth*. USA : CreateSpace, 2015. 294 s. ISBN 1449595219.
- [3] DAIWA BANK. 2001. *Annual Report 2001*. [online]. 68 s. [cit. 2015-01-25].
- [4] MYERSON, B. R. 1991. *Game Theory: Analysis of conflict*. London : Harvard University Press, 1991. 568 s. Dostupné v databáze: EconLit. ISBN 0-674-34115-5.
- [5] TOSHIHIDE, I. 2014. *My Billion Dollar Education*. New York : PrintPro, 2014. 335 s. ISBN 978-988-13373-8-2.
- [6] VON NEUMANN, J. – MORGENSTERN, O. 1944. *Theory of Games and Economic Behavior*. [cit. 2014-06-05]. Dostupné v databáze: Google books. UK : Princeton University Press, 1944. ISBN: 0-691-11993-7.
- [7] <http://www.policonomics.com/wp-content/uploads/Risk-aversion.jpg>

KVANTITATÍVNE UVOĽŇOVANIE MENOVEJ POLITIKY FED-U A JEHO DOPADY NA EKONOMIKU USA¹

QUANTITATIVE EASING OF FED'S MONETARY POLICY AND ITS IMPACT ON THE US ECONOMY

Nikoleta Kundlová, Dávid Mézes, Ľudovít Šrenkel²

Kľúčové slová: kvantitatívne uvoľňovanie, Federal Reserve System

JEL Klasifikácia: E52

ABSTRACT

Financial crisis represent a serious danger in current times. On the one hand for the financial markets on the other hand for the economy. The economic stagnation or even worse, economic recession is impacting the situation of companies in the economy. This has direct impact on the inhabitants of the state. There are several mechanisms and institutions, which are set to act as a protector in case if such a situation occurs. Federal Reserve System had to act after the financial instability in 2008. After massive decrease of the financial markets there was a need for fast economic recovery. This recovery would last for decades in case there would not be intervention of the Federal Reserve System. After decrease the target of the federal funds rate to 0 – 0.25 percentages the situation on the financial markets seemed not to recover quick enough. Therefore FED launched the quantitative easing program. In next 6 years FED launched several programs to support the economic recovery. Main discussed actions were QE I, QE II and QE III also called QE I which stands for QE Infinity because of unclear end of the program. Most of the economic recovery support had finished by this year. It seems economy of USA is about to maintain its pace and ensure the stability from before the financial crisis.

ÚVOD

Kvantitatívne uvoľňovanie sa v poslednom období stalo využívaným nástrojom v menových politikách, a to najmä po tom, čo dosiahlo pozitívne výsledky empirického posúdenia jeho vplyvu na úrokové sadzby cenných papierov, akciové ceny a ekonomický výkon. Ako prvýkrát sa tento nástroj objavil v Japonku v roku 2001, kde však nebol taký úspešný ako v USA. Počas posledných siedmich rokov bol v USA spustený nebyvalý ekonomický experiment, nazvaný program kvantitatívneho uvoľňovania (Quantitative easing - QE) od Federálneho rezervného systému. Federálny rezervný systém USA spustil program kvantitatívneho uvoľňovania v niekoľkých etapách od marca roku 2008 až do októbra 2014 ako reakciu na finančnú krízu, ktorá v tomto období vznikla. V nasledujúcom článku sa budeme venovať vplyvu jednotlivých etáp tohto programu na ekonomiku USA.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov (2014 - 2016)*.

² Bc. Nikoleta Kundlová, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, Bc. Dávid Mézes, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, Ing. Ľudovít Šrenkel, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: ludovit.srenkel@euba.sk

FEDERAL RESERVE SYSTEM (FED)

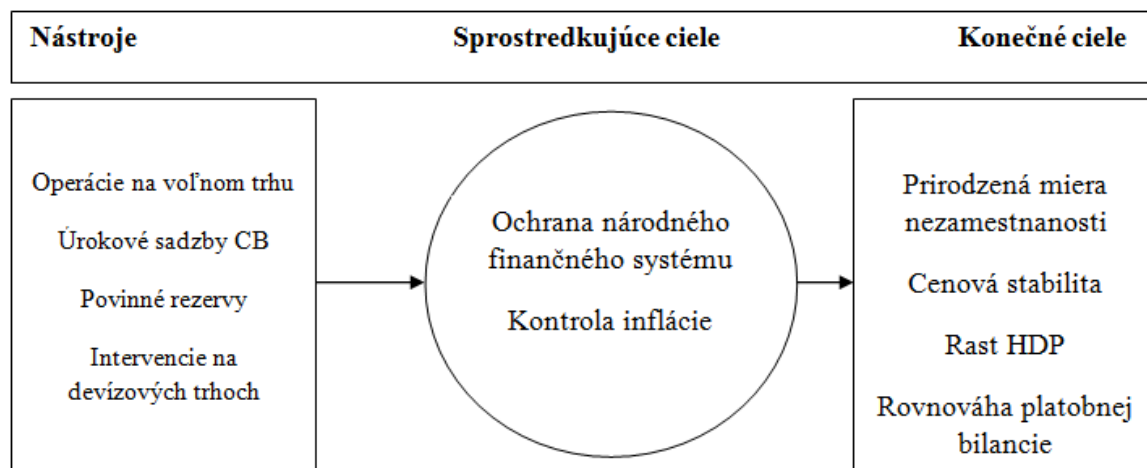
FED je systém centrálného bankovníctva v USA, ktorý vykonáva svoju funkciu od roku 1913. Federal Reserve System je sústava viacerých bánk a súvisiacich inštitúcií, ktoré spolu tvoria centrálnu banku USA. FED sa skladá z Výboru guvernérov (Board of Governors), Federálneho výboru voľného trhu (Federal Open Market Committee), dvanástich Federálnych rezervných bánk a troch poradných rád. FED má za úlohy plniť predovšetkým tieto ciele:

- Využitím monetárnej politiky spolu s jej monetárnymi a úverovými nástrojmi zabezpečiť cenovú stabilitu a plnú zamestnanosť.
- Vytvárať dohľad a reguláciu bánk a finančných inštitúcií so snahou zabezpečiť funkčnosť finančného systému a ochranu úverových práv spotrebiteľov.
- Udržiavať stabilitu finančného systému a odstraňovať systematické riziko, ktoré môže vznikať na finančných trhoch.
- Vykonávanie dohľadu nad národným platobným systémom. Poskytovať finančné služby pre vládu USA, americké finančné inštitúcie a zahraničné štátne inštitúcie.

TEORETICKÉ VÝCHODISKO MONETÁRNYCH NÁSTROJOV STIMULOVANIA HOSPODÁRSKEHO RASTU V USA

Monetárna politika je zameraná na kontrolu množstva peňazí v obehú a úrokovej miery s cieľom ovplyvňovať rozhodujúce makroekonomické veličiny. Monetárna politika prostredníctvom svojich nástrojov sa snaží dosiahnuť konečné ciele. Obrázok č. 1 zobrazuje základné monetárne nástroje ekonomík a ciele, ktoré sa snažia jednotlivé centrálné banky dosiahnuť. Graficky možno tento vzťah vyjadriť takto:

Obrázok č. 1: *Nástroje a ciele monetárnej politiky*



Zdroj: LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomia v novej ekonomike*. Bratislava: Iura Edition. 2007. s. 497. ISBN 978-80-8078-164-4.

V súčasnosti sa vyskytuje celý rad nových „netradičných nástrojov“, ktoré rozlišuje Medzinárodný menový fond (MMF) a člení ich na tri okruhy:³

- likvidné uvoľňovanie (Liquidity easing),
- kvantitatívne uvoľňovanie (Quantitative easing),

³ KLYUEV, V. – IMUS, P. – SRINIVASAN, K. 2009. *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. In: IMF STAFF POSITION NOTE [online]. 2009. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>>

- úverové uvoľňovanie (Credit easing).

Pred použitím kvantitatívneho uvoľňovania boli využívaným monetárnym nástrojom úrokové sadzby, aby regulovali ekonomiku v rámci cieľov. Úrokové sadzby ovplyvňujú zvyšok ekonomiky, pretože majú vplyv na ostatné úrokové sadzby, ktoré poskytujú obchodné banky. Tým sa zvýšia celkové bankové zdroje, ktoré sa premietnu na bankové peniaze a vyvolajú multiplikovanú expanziu ponuky peňazí.

Vyššie úrokové sadzby robia pôžičky menej atraktívne, pretože sa stavajú drahšie. Vyššie úrokové sadzby tiež zvyšujú výhodnosť sporenia, tým pádom sa celkový dopyt v danej ekonomike znižuje. Naopak nižšie úrokové sadzby majú opačný účinok. Úrokové sadzby nemožno ale znížiť pod nulu, aj keď oficiálne úrokové sadzby sa dostávali v USA blízko nuly a vplyvy na ekonomiku prostredníctvom úrokových sadzieb sa stávajú preto tlmené.

V poslednom období, keď už úrokové sadzby nedokázali ovplyvniť cenu peňazí, Federálny rezervný systém využil nový nástroj a to kvantitatívne uvoľňovanie. **Kvantitatívne uvoľňovanie** je nekonvenčná menová politika, v ktorej centrálna banka nakupuje štátne cenné papiere alebo iné cenné papiere z trhu, aby sa znížili úrokové sadzby cenných papierov (rizikových) a zvýšilo sa množstvo peňazí v obehu. Kvantitatívne uvoľňovanie zvýši ponuku peňazí tým, že zaplaví finančné inštitúcie kapitálom v snahe podporovať zvýšenú likviditu. Ciele kvantitatívneho uvoľňovania sú povzbudiť hospodársky rast a stimulovať ekonomiku. Avšak v prípade, že peňažná zásoba rastie príliš rýchlo, kvantitatívne uvoľňovanie môže viesť k vyššej miere inflácie. Navyše banky sa môžu rozhodnúť či finančné prostriedky vyprodukované z kvantitatívneho uvoľňovania ostanú v rezerve bánk alebo ich požičajú obyvateľstvu alebo podnikom. S lacnejším požičiavaním FED bude znova podporovať väčšie výdavky, ktoré uvedú dodatočný dopyt do ekonomiky USA a vytiahnu ju z recesie. Peniaze skončia ako bankové vklady a bankám by sa tiež mali zlepšiť finančné pozície. Vedľajším očakávaným efektom bude, že prílev nových peňazí zvýši ceny pre spotrebiteľov a tie dávajú ľuďom ďalší podnet ku kúpe v tomto okamihu ako odkladať nákupy na neskôr.

JEDNOTLIVÉ KOLÁ KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA V USA

Federálny rezervný systém prešiel od roku 2008 cez 3 kolá kvantitatívneho uvoľňovania zameraných na stimulovanie ekonomiky USA. Jednotlivé kvantitatívne uvoľňovania mali rôzne objemy a ciele. Teraz si jednotlivé kolá bližšie popíšeme.

Postupné spomaľovanie a pokles hodnoty na akciových trhoch v USA prinútili FED k prvým krokom stimulácie ekonomiky. Na zasadnutí Federal Open Market Committee (ďalej len FOMC) 18. septembra 2007 sa rozhodlo o znížení cieľu pre Fed Funds Rates (ďalej len FFR) o 50 bázických bodov na úroveň 4,75 %. Postupne FOMC znížilo FFR až na úroveň 0,00 až 0,25 %, konkrétne na zasadnutí 16. decembra v roku 2008. Prvé znižovanie cieľa FFR však nepreukazovalo reálny efekt pri stimulácii domácej ekonomiky, a preto skôr slúžilo ako začiatok pred mohutnejším kvantitatívnym uvoľňovaním.

PRVÉ KOLO KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA (OKTÓBER 2008 – MAREC 2010)

Označenie QE1 si prisvojilo prvé kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré bolo spustené 25. októbra 2008. FED prvýkrát začal vykonávať QE v novembri v roku 2008, krátko po tom, čo vyhlásila bankrot investičná banka Lehman Brothers a vláda začala zachraňovať banky, aby sa zabránilo rozsiahlej finančnej depresii. Federálny rezervný systém oznámil začiatok nákupu cenných papierov, ktoré bolo naplánované na nasledujúce obdobie viac ako jedného roka.

Prvý krok spočíval v nákupe záväzkov priamo súvisiacich s bývaním - tzv. agentúrny dlh od štátnych spoločností (government-sponsored enterprises - GSEs), konkrétne od spoločností Frannie Mae, Freddie Mac, Federal Home Loan Banks a hypotekárne záložné listy vydávané štátnymi spoločnosťami Frannie Mae, Freddie Mac a Ginnie Mae. Toto riešenie bolo realizované zo strany FOMC kvôli viacerým cieľom. Medzi hlavné ciele patrilo zníženie nákladov a zvýšenie dostupnosti úverov na nákup nehnuteľností, čoho cieľom bolo podporiť trh s bývaním a všeobecne zlepšiť podmienky na finančných trhoch.

FOMC vyhlásilo v prvom kole kvantitatívneho uvoľňovania nákup záväzkov priamo súvisiacich s bývaním (agentúrny dlh) v objeme 100 miliárd USD. Ďalším cieľom bol nákup v hodnote 500 miliárd USD hypotekárnych záložných listov, s predpokladom FOMC na zlepšenie situácie v nasledujúcich niekoľkých kvartáloch.

Okrem spomínaných nákupov FED vytvoril aj program TALF, ktorého úlohou bolo zrýchliť spotrebiteľský dopyt resp. výdaje, aby tak pomohol naštartovať ekonomiku USA. FED týmto spôsobom pridal k predošlým stimulom aj sumu 200 miliárd USD, ktorú bol pripravený požičať v nasledujúcom období.

Na zasadnutí FED-u dňa 18. marca 2009 sa predstavilo rozšírenie odkúpenia hypotekárnych zálohových listov od štátnych spoločností Frannie Mae a Freddie Mac v hodnote 750 miliárd USD, a tým sa zvýšil celkový nákup na úroveň 1,25 biliardy USD. V tom istom vyhlásení sa zvýšil nákup záväzkov priamo súvisiacich s bývaním o 100 miliárd na celkový objem 200 miliárd. Okrem tohto rozšírenia sa FOMC rozhodla s cieľom zlepšiť podmienky na trhu s úvermi, spustiť nákup dlhodobých štátnych dlhopisov v objeme 300 miliárd USD počas nasledujúcich 6 mesiacov. Prvé kvantitatívne uvoľňovanie sa skončilo v marci 2010.⁴

DRUHÉ KOLO KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA (NOVEMBER 2010 – JÚN 2011)

Po úspešnom odstránení „toxických“ cenných papierov z obehu, bolo nutné podporiť ekonomický rast. Rast zamestnanosti sa spomaľoval, inflácia si držala nízku úroveň, rast príjmov bol na nízkej úrovni a postupne sa zvyšovali investície spoločností do softvéru a zariadení, ale nie tempom, ktoré bolo viditeľné na začiatku roka. Práve preto sa FED rozhodol začať druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania. Spustenie QE II bolo oznámené 3. novembra 2010.⁵

FED sa rozhodol nakúpiť dlhodobé štátne dlhopisy v sume 600 miliárd USD. Nákupy realizoval postupne po 75 miliardách mesačne s plánom ukončenia druhého kola kvantitatívneho uvoľňovania koncom druhého kvartálu 2011.⁶

QE II bol program na stimulovanie trhu pomocou navýšenia monetárnej bázy, čím FED dosiahol vyššiu likviditu v ekonomike USA. Cieľom tohto stimulu bolo naštartovať podnikateľský sektor, zvýšiť zamestnanosť a vrátiť sa na úroveň pred krízy. Druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo ukončené 30. júna 2011.

⁴ Tlačová správa Federálneho rezervného systému z 16.03.2010. [online]. 2010. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100316a.htm>.

⁵ Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 03.11.2010. [online]. 2010. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>.

⁶ Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 22.06.2011. [online]. 2010. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622a.htm>.

TRETIE KOLO KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA (SEPTEMBER 2012 – OKTÓBER 2014)

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania označované ako QE III respektíve QE Infinity bolo prvotne spustené 13. septembra 2012. FED sa rozhodol podporiť zotavovanie ekonomiky USA ďalším balíčkom, a to nákupom hypotekárnych záložných listov (mortgage-backed securities) v hodnote 40 miliárd USD mesačne. Vyhlásenie FED-u obsahovalo informáciu o monitorovaní situácie na finančných trhoch po zverejnení tejto informácie. V prípade, ak by sa situácia na pracovnom trhu nezlepšila, plánoval pokračovať v nákupoch ďalej, prípadne sa uchýliť k ďalším novým nákupom.

Tretie kvantitatívne uvoľňovanie bolo neskôr po zasadnutí 12. decembra 2012 doplnené o nákup dlhodobých štátnych dlhopisov v hodnote 45 miliárd USD mesačne. Týmto krokom sa QE Infinity dostalo do svojej konečnej fázy, ktorá bola predurčená na nákup cenných papierov v hodnote 85 miliárd USD dotedy, kým sa ekonomická situácia nezlepší respektíve stabilita meny (inflácia) nezhorší. Tieto ciele FED vymedzil konkrétne. QE Infinity malo prebiehať až pokiaľ nezamestnanosť v USA neklesne pod 6,5 percenta alebo inflácia nestúpne nad 2,5 percentá.⁷

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo veľmi ostro sledované investormi, spoločnosťami a takisto aj verejnosťou. Každá informácia o zmene QE Infinity mohla vyvolať okamžitý prepád respektíve vzostup na akciových trhoch, prípadne mohla zapríčiniť masívny panický výpredaj resp. nákup cenných papierov na finančných trhoch. Z toho dôvodu bolo každé zasadanie FED-u sprevádzané veľkou opatrnosťou vo výrokoch. Počas QE Infinity sa musel FED viackrát vyjadrovať k situácii a uisťovať trh, že rôzne polemizovanie o možných krokoch FED-u, nie je relevantné, pokiaľ tak sám FED nepovie.

Dňa 18. decembra 2013 však nastal čas na znižovanie objemov mesačných nákupov FED-u. Išlo o zníženie objemu nákupu hypotekárnych záložných listov v hodnote 5 miliárd USD na mesačný objem 35 miliárd USD. Objem nákupu dlhodobých štátnych dlhopisov bol znížený zo 45 miliárd USD na 40 miliárd USD. Po tomto zasadnutí postupne FED znižoval objemy nákupov na úrovne, ktoré sú uvedené pri jednotlivých dátumoch v tabuľke č.1.⁸

Tabuľka č. 1: *Objemy nákupov cenných papierov FED-u*

Dátum	Hypotekárne záložné listy (mld. USD)	Dlhodobé štátne dlhopisy (mld. USD)
18. 12. 2013	35	40
24. 01. 2014	30	35
19. 03. 2014	25	30
30. 04. 2014	20	25
18. 06. 2014	15	20
30. 07. 2014	10	15
17. 09. 2014	5	10
29. 10. 2014	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe tlačových správ Federálneho rezervného systému

Úplné zastavenie programu QE Infinity bolo vyhlásené 29. októbra 2014, kedy FED oznámil, že už ďalej nebude nakupovať hypotekárne záložné listy a ani dlhodobé štátne

⁷ Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 12.12.2012. [online]. 2010. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>>

⁸ Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 18.12.2013. [online]. 2010. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>>

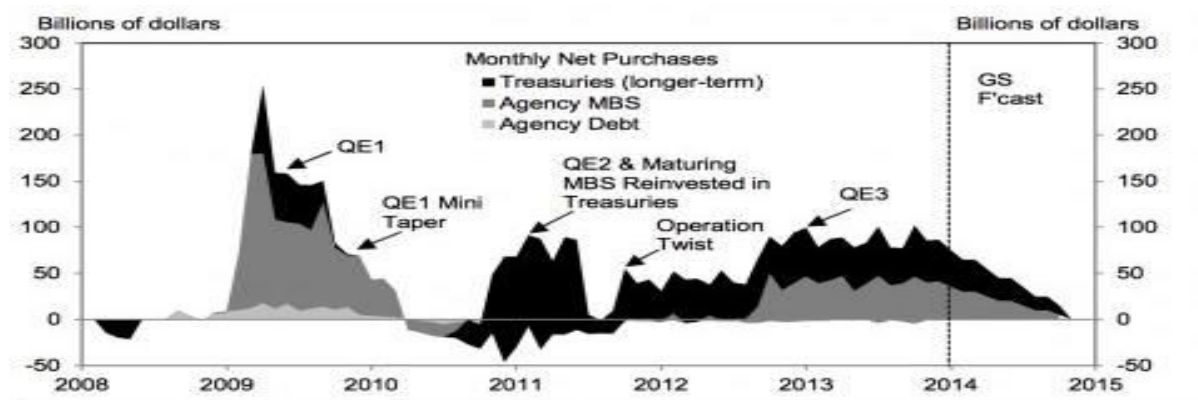
dlhopisy. Ekonomická situácia USA mala podľa FED-u znovu kondíciu na prosperujúce fungovanie.

OPERÁCIA TWIST

Okrem troch kôl kvantitatívneho uvoľňovania FED uskutočnil aj tzv. Operáciu Twist, ktorej podstatou bola výmena cenných papierov s dobou splatnosti od 6 do 30 rokov za cenné papiere s dobou splatnosti menej ako 6 rokov. Táto výmena bola realizovaná v hodnote 400 miliárd a začala 21. septembra 2011.

Obrázok č. 2 vyjadruje jednotlivé nákupy cenných papierov FED-u počas programu kvantitatívneho uvoľňovania a to: dlhodobé štátne dlhopisy, hypotekárne záložné listy a agentúry dlh.

Obrázok č. 2: *Nákupy cenných papierov za obdobie realizácie jednotlivých QE*



Zdroj: <http://static4.businessinsider.com/image/52e4250869bedd404cbf462b-480/quantitative-easing.png>

DOPADY JEDNOTLIVÝCH ETÁP KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA NA EKONOMICKÉ ČINITELE V USA

Cieľom kvantitatívneho uvoľňovania FED-u bolo spočiatku zbaviť banky len „toxických aktív“. Neskôr sa ciele rozšírili na prekonanie krízy likvidity a podporu dôvery v medzibankový trh, aby si banky medzi sebou opäť začali požičiavať a aby sa predišlo kolapsu ďalších finančných inštitúcií. Neskôr sa s odstupom času cieľ tejto politiky pretransformoval na podporu spotreby, zvýšenia inflačných očakávaní, či na manipuláciu úrokových výnosov štátnych cenných papierov, až nakoniec FED deklaruje, že bude vykonávať kvantitatívne uvoľňovanie s cieľom naštartovať ekonomiku a podporiť zamestnanosť. Hlavným zámerom bolo naštartovať hospodárstvo do takých čísel, aké dosahovalo pred vypuknutím krízy.

V článku budeme ďalej analyzovať vplyvy kvantitatívneho uvoľňovania na vývoj nezamestnanosti, hrubého domáceho produktu a inflácie v USA. V grafoch sú zaznačené jednotlivé trvania kvantitatívneho uvoľňovania.

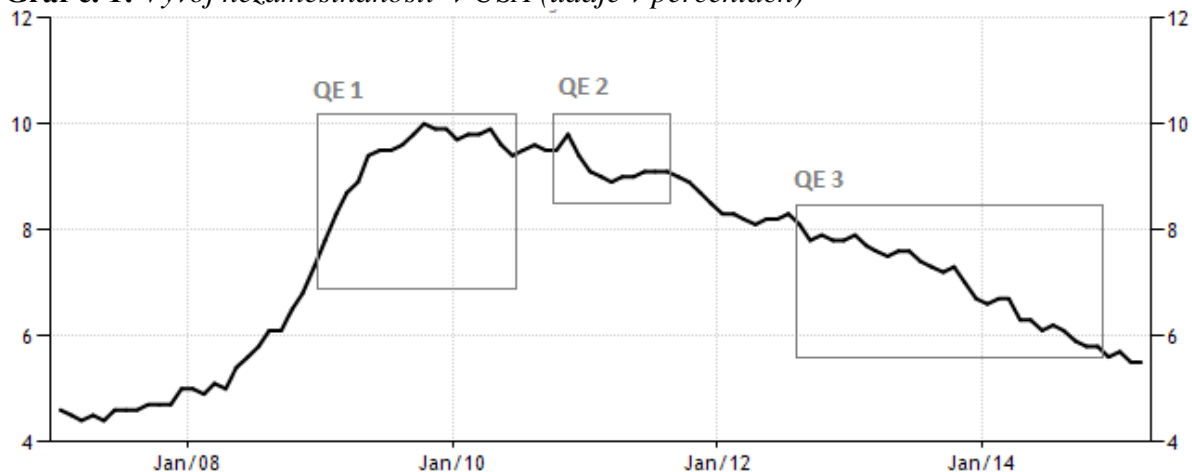
Ako môžeme vidieť na jednotlivých grafoch, uskutočnenie prvého kola kvantitatívneho uvoľňovania ešte nebolo zamerané na podporu ekonomického rastu. Tým pádom nezamestnanosť stúpala až na 10 %, HDP sa udržiavalo na úrovni 14 500 miliárd USD a inflácia taktiež rástla. FED vlastne zachránil len banky pred krachom, keď vymenil ich problémové aktíva za hotovosť. Banky túto hotovosť mali, ale z dôvodu problematického finančného trhu ju držali na bilančnej úrovni FED-u. Takže peniaze do ekonomiky neprúdili a vplyvy na ekonomiku boli negatívne. Kvantitatívne uvoľňovanie I. bolo jednoznačným krátkodobým úspechom.

Druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania už malo vplyv na ekonomiku USA. Napriek mohutnej intervencii ako zo strany vlády a FED-u, bola skutočná ekonomická výkonnosť USA však stále veľmi slabá. V tom čase sa už nezamestnanosť začala znižovať až klesla na 9 %, HDP začalo rásť takmer o 500 miliárd USD každoročne a inflácia vzrástla na 3,85 %. Tieto vplyvy nastali, pretože druhé QE už bolo zamerané na podporu ekonomiky, ktorej výkonnosť bola poznačená krízou.

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania naštartovalo ekonomiku USA. Od predchádzajúcich sa odlišovalo tým, že nastolilo nový prístup FED-u v tejto politike. V decembri roku 2012 FED oznámil, že bude nakupovať MBS a cenné papiere s dlhou dobou splatnosti v hodnote 85 miliárd USD každý mesiac. Stanovil si dve podmienky a pokiaľ sa nenaplní aspoň jedna z nich, bude pokračovať v programe QE.

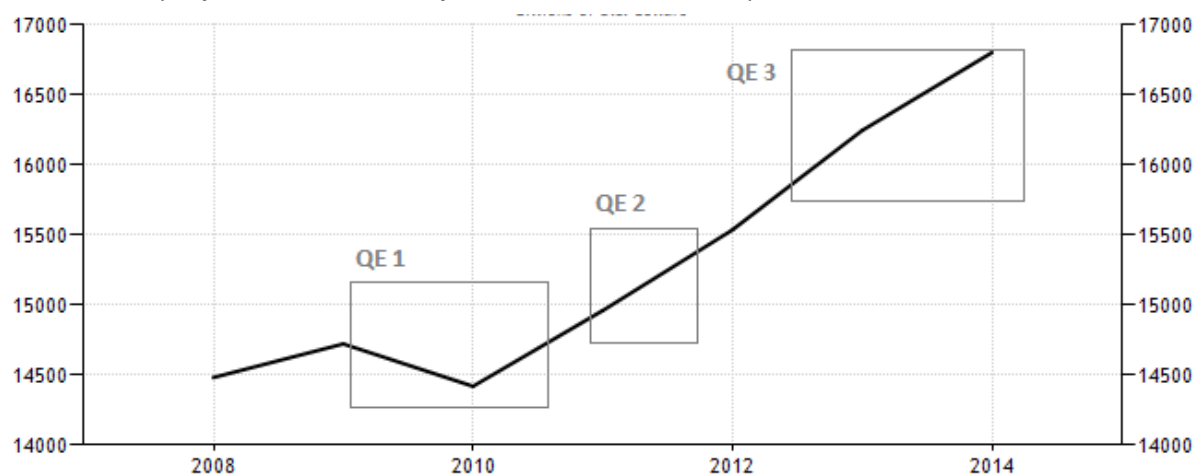
Vplyvy kvantitatívneho uvoľňovania sa začali v ekonomike výrazne objavovať a situácia sa približovala k situácii pred obdobím krízy. Nezamestnanosť klesala, čo bolo pozitívne, HDP vzrastalo a inflácia sa udržiavala na úrovni okolo 2 %. V dôsledku naplnenia podmienky nezamestnanosti v októbri 2014 Federálny rezervný systém ukončil kvantitatívne uvoľňovanie.

Graf č. 1: Vývoj nezamestnanosti v USA (údaje v percentách)



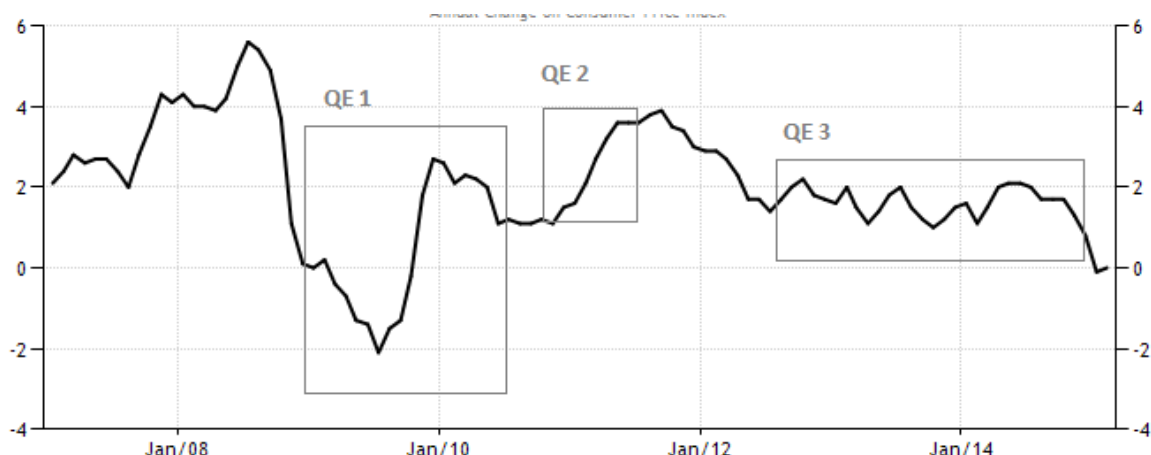
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <http://www.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

Graf č. 2: Vývoj HDP v USA (údaje v miliárdach amerických dolárov)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp>

Graf č. 3: Vývoj inflácie v USA (údaje v percentách)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

ZÁVER

Expanzívna monetárna politika Federálneho rezervného systému počas obdobia od 2008 až 2014 priniesla pozorovateľný výsledok. Pozorovateľný efekt na ekonomický rast bol priaznivý pre štát, podnikateľský sektor a v neposlednom rade aj obyčajných obyvateľov USA. Okrem podpory stability pomocou intervencie na finančných trhoch, FED pomocou kvantitatívneho uvoľňovania a pravidelných vyhlásení FOMC upokojoval situáciu a emócie na finančných trhoch, ktoré mohli viesť k zbytočným negatívnym výpredajom cenných papierov. Po ukončení tretieho kola kvantitatívneho uvoľňovania všetky ekonomické ukazovatele naznačujú stabilný rast ekonomiky USA. Nezamestnanosť sa postupne znižuje, HDP zaznamenáva stabilný rast a všetko naznačuje, že monetárne intervencie FED-u naplnili svoj cieľ.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] KLYUEV, V. – IMUS, P. – SRINIVASAN, K. 2009. *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. In: IMF STAFF POSITION NOTE [online]. 2009. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>>
- [2] LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. Bratislava: Iura Edition. 2007. 634 s. ISBN 978-80-8078-164-4.
- [3] POLEDNÁKOVÁ, A. 2006. *Medzinárodný finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition. 2006. 352 S. ISBN 80-8078-100-1.
- [4] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 16.03.2010. Dostupné na internete: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100316a.htm>
- [5] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 03.11.2010. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>>
- [6] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 22.06.2011. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622a.htm>>
- [7] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 18.12.2013. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>>

- [8] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 22.06.2011. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622a.htm>>
- [9] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 13.09.2012. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>>
- [10] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 29.01.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140129a.htm>>
- [11] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 19.03.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140319a.htm>>
- [12] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 30.04.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140430a.htm>>
- [13] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 18.06.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140618a.htm>>
- [14] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 30.07.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140730a.htm>>
- [15] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 17.09.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917a.htm>>
- [16] Tlačová správa Federálneho rezervného systému z dňa 29.10.2014. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>>

VYBRANÉ INOVATÍVNE FORMY FINANCOVANIA PODNIKOV V EURÓPE A ICH VYUŽÍVANIE PODNIKMI¹

SELECTED INNOVATIVE FORMS OF FINANCING COMPANIES IN EUROPE AND THE USE OF COMPANIES

*Ivan Figuli, Denisa Gašparová, Marián Smorada*²

Kľúčové slová: cudzí kapitál, rizikový kapitál, finančné zdroje, investície

JEL Klasifikácia: G32

ABSTRAKT

The article is focused on the selected forms financing for enterprises in Slovak Republic and Europe. It refers to the evolution of funds deriving innovative forms of financing businesses in Europe. Financial assistance to enterprises is operated mainly by private investors, by the State and the European Union. We have focused specifically on private investors and specialized investment vehicles which invest their capital for its further utilization, support for start-up projects and high-tech industries, start or transformation of private companies with high growth potential. Investing by means of shareholder participation or share input enable businesses to get conditions for a reduction of interest rate. The method of financing is particularly suitable for small and medium-sized enterprises and innovation potential.

ÚVOD

Jednou zo základných činností manažéra je zabezpečenie finančných zdrojov pre hospodárske aktivity podniku, pričom peňažné zdroje sú rozhodujúcim kritériom aktívneho fungovania podnikateľskej činnosti a pozitívneho vykročenia do konkurenčného boja na danom trhu. Primárnymi možnosťami financovania pri inovatívnom podnikateľskom projekte sú úvery od bánk a iných finančných inštitúcií, ktoré sú vo väčšine prípadov ťažko dostupné a ich získanie je viazané na splnenie množstva prísnych kritérií. Je všeobecne platné, že interné zdroje financovania sú pre podnik drahšie ako zdroje z externého prostredia podniku, tak podnik svoju pozornosť upína hlavne týmto smerom. Avšak toto tvrdenie možno vyvrátiť vo vyspelých ekonomikách, v ktorých podnikatelia využívajú najmä čistý zisk a odpisy. V Slovenskej republike sú doby odpisovania relatívne zdĺhavé a tak sa znižuje možnosť nejakej revitalizácie podniku týmto zdrojom. Efekty získané zo zisku nie sú dostatočné pre presun do rezervných fondov v podnikoch v SR, preto sú základným zdrojom financovania externé formy. Základné externé zdroje financovania sú teda úvery a pôžičky, ale v praxi sa stále viac využívajú inovatívne formy financovania firiem. Inovatívnymi a osobitnými formami financovania v praxi sú okrem lízingu, faktoringu a forfaitingu aj rôzne podoby rizikového kapitálu. Rizikový kapitál je prostriedkom pri zahájení činnosti podniku, jeho

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov (2014 - 2016)*.

² Bc. Ivan Figuli, študent - 5. ročník, Katedra podnikovohospodárska FPM EU v Bratislave
Bc. Denisa Gašparová, študentka - 5. ročník, Katedra podnikovohospodárska FPM EU v Bratislave
Ing. Marián Smorada, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: marian.smorada@euba.sk

d'alsieho rozvoja alebo expanzie, kedy vo väčšine prípadov investor vkladajúceho kapitálu získava podiel na imaní spoločnosti, čo predstavuje protihodnotu poskytnutej finančnej injekcie. Nami predkladaný príspevok špecifikuje základnú problematiku rizikového kapitálu a poukazuje na jeho využívanie v Európe. „Rizikový kapitál sú zdroje poskytované profesionálmi, ktorí investujú spolu s manažmentom do mladých, rýchlo rastúcich spoločností, ktoré majú potenciál rozvinúť sa do významných ekonomických subjektov. Rizikový kapitál je dôležitým zdrojom vlastného kapitálu pri zakladaní spoločnosti.“³

RIZIKOVÝ KAPITÁL

Vo svete sa stále viac k bežným formám financovania zaraďujú inovatívne možnosti v podobe rizikového kapitálu. Rizikový kapitál sa dnes vníma ako synonymum pojmu „private equity“. Ide o financovanie na základe fondu, ktorý poskytuje začínajúcim podnikom prostriedky na rozbeh alebo rozvoj ich hospodárskej aktivity a tým získava menšinový podiel v danom podniku. Predstavuje to preň možnosť podieľať sa na rozhodovaní v podniku alebo aj možnosť ovplyvniť návratnosť svojich vložených investícií. Keď vložený kapitál je nesprávnou investíciou do neúspešného podniku, tak investor stráca dané finančné prostriedky, v opačnom prípade pri úspešnosti je možné zhodnotenie vkladu aj niekoľkonásobne.⁴

Venture kapitál je investičnou aktivitou do podnikov, ktoré nie sú obchodované na verejných burzách. Vo svete daná forma podnikania predstavuje samostatnú oblasť s označením „venture capital industry“. V prípade vloženia zdrojov prostredníctvom venture kapitálu nejde len o jednorazové poskytnutie finančných prostriedkov, ale dlhodobý vzťah medzi investorom a podnikateľom. Medzi investorov v oblasti rizikového kapitálu môžeme zaradiť nasledovné subjekty, resp. jednotlivcov:

- podnikové penzijné fondy,
- verejné penzijné fondy,
- nadácie,
- jednotlivcov,
- súkromné spoločnosti.

Venture kapitál ako inovatívna forma financovania má svoj začiatok existencie v USA a na Slovensku je stále málo rozvinutý a nedostatočný pre potreby podnikov. Na Slovensku sa danej forme financovania venuje viacero spoločností. Medzi najznámejšie patria:

- Slovak Business Agency, ktorá investuje prostredníctvom dcérskej spoločnosti Národný holdingový fond, s. r. o.,
- Slovca (Slovenská asociácia rizikového kapitálu), asociácia zastrešuje aj Národný holdingový fond, s. r. o. a Slovenský rastový kapitálový fond, a. s.,
- SAEF (Slovensko – americký podnikateľský fond),
- Arca Capital a i.⁵

³ HEČKOVÁ, J. – HRABOVSKÁ, Z. 2006. Trh rizikového kapitálu v Slovenskej republike. In: *Biatec*. ISSN 1335-0900. Roč. 14, č. 11, s. 25.

⁴ FREŇÁKOVÁ, M. - KARCHOVÁ, M. 2009. *Rizikový a rozvojový kapitál ako špecifický finančný zdroj podniku*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. 115 s. ISBN 978-80-225-2821-4.

⁵ BELANOVÁ, K. 2013. Alternatívne zdroje financovania a ich využívanie v podmienkach SR. In: *Biatec*. [online]. NBS, 2013. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2013/03-2013/03_biatec13-3_belanova.pdf.

NÁRODNÝ HOLDINGOVÝ FOND. 2015. *Slovca*. [online]. [cit. 2015-04-26]. Dostupné na internete: <http://www.nhfond.sk/o-nas/slovca/>.

Medzi inovatívne formy financovania podnikov možno teda zaradiť nasledovné druhy:

- *venture kapitál* predstavuje formu rizikového kapitálu, kedy fond rizikového kapitálu investuje finančné prostriedky na rozvoj alebo rozbeh aktivít podniku, resp. podnikateľského zámeru. V rámci venture kapitálu poznáme nasledovné formy financovania:
 - pred štartovné financovanie (seed capital),
 - štartovné financovanie (start-up capital),
 - financovanie rozvoja na začiatku činnosti (early stage expansion capital),
 - rozvojové financovanie (expansion capital).
- *rozvojový kapitál (private equity)* označuje príbuzný typ financovania ako pri venture kapitáli, ale ide o novšiu podobu financovania. Fondy, v tomto prípade formy investovania, často investujú kapitál do podnikov, ktoré sa nachádzajú v ťažkej finančnej situácii. Táto forma pre investora neznamená získanie manažérskeho podielu a ani možnosť podieľať sa na riadení a kapitál sa využíva pri typických situáciách podniku, ako napr. reštrukturalizácia podniku, presun vlastníckych práv alebo tiež pri potrebe zdrojov na akvizíciu inej spoločnosti. Rozvojový kapitál nesie myšlienku pomoci spoločnosti v ťažkej situácii a keď sa podnik stane rentabilným, hľadá investor kupca pre ďalší predaj svojho podielu s pridanou hodnotou, ktorú predstavuje zisk – „*exit stratégia investora*“.⁶
- *mezanínový kapitál (mezzanine capital)* je financovaním prostredníctvom rizikového kapitálu, kedy je vlastný kapitál v podniku nedostatočný a to znamená, že nie je možné využiť úverové financovanie na podporu podnikových aktivít, resp. inovačných projektov. Mezanínový kapitál poskytujú špecializované spoločnosti a investor má právo na pravidelné úroky z vkladu kapitálu do podnikania, táto skutočnosť je rovnaká ako pri cudzích zdrojoch financovania ale stáva sa súčasne aj spolumajiteľom, keďže zvyšuje vlastný kapitál spoločnosti. S investovaním do spoločnosti investor získava aj právo na kontrolu spoločnosti v prípade, že dôjde ku krachu.⁷
- *business angels kapitál* (kapitál podnikateľských anjelov) je kapitálom súkromných osôb, ktoré majú záujem o investovanie do zaujímavých projektov alebo rýchlo rastúcich spoločností. Mnohé malé a stredné podniky majú problém s finančnými prostriedkami alebo sú prekážkou ich ďalšieho rozvoja. Nepriaznivá situácia je aj v prípade, že podniky, ktoré vstupujú na trh nemajú úverovú históriu a pri začínajúcich podnikoch sú banky veľmi opatrné, t. z., že žiadatelia sú prakticky bez šance, ak nemajú čím úver zabezpečiť a zámer podnikania nesie so sebou aj riziko. V tomto prípade sú veľmi dobrým zdrojom financovania tzv. podnikateľskí anjeli, resp. obchodní anjeli. Obchodní anjeli sú súkromné osoby s kapitálom a skúsenosťami z podnikania a ochotou poskytnúť kapitál na investovanie do zaujímavých nápadov. V podstate ide o nákup minoritného podielu v spoločnosti a po určitej dobe jeho predaja a na základe rozdielu medzi nákupnou a predajnou cenou získanie zisku. Pridanou hodnotou investora pre prijímajúci podnik sú skúsenosti, kontakty, know-how. Takýto kapitálový vklad sa realizuje anonymnou formou na rozdiel od ostatných foriem a často sa jedná najmä

⁶ KLONOWSKI, D. 2010. *The Venture Capital investment process*. Palgrave Macmillan Publisher, 2010. ISBN 978-02-3061-288-4.

⁷ MÜLLER, O. 2007. Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung. In: *Mezzanine Finance. Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*. [online]. 2007. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: http://www.mezzaninefinance.ch/pdf/030807_Mueller_MF1_IFZ.pdf.

o high-tech odvetvia.⁸ Na Slovensku existuje Klub podnikateľských anjelov Slovenska (KPAS), problémom daného financovania je, že samotných „anjelov“ nie je také veľké množstvo a vstupujú do minima projektov, teda vyberajú si väčšinou, ako už bolo spomínané len vysoko výnosné projekty, t. z. že len veľmi malé množstvo projektov má šancu byť nimi podporovaných.

- *crowdfunding* je novovznikajúca alternatívna forma financovania, zastrešuje investorov, ktorí majú prebytok finančných prostriedkov a sú ochotní ich investovať na realizáciu zaujímavých podnikateľských projektov. Základným princípom je zhromažďovanie menších peňažných súm od väčšieho počtu prispievateľov prostredníctvom internetu. Takto akumulované prostriedky sa následne použijú na financovanie projektov rôzneho typu, či už ide o inovácie, výskumné a vývojové projekty ale aj filantropické a charitatívne nápady. Napriek tomu, že myšlienka crowdfundingu existuje už dlho, jeho výraznejšie využívanie sa začalo len pred niekoľkými rokmi spolu s rozmachom internetu. V Európe dnes už existuje viacero crowdfundingových platforiem (internetové stránky s prezentovanými projektmi) medzi ktoré patria napr. Kickstarter, Fundedbyme či Indiegogo, avšak u nás sa doposiaľ nepodarilo vybudovať nič podobné. Z tohto dôvodu sa slovenskí podnikatelia pri snahe získať uvedenú alternatívnu formu financovania musia obracať na zahraničie. Jedným z príkladov realizácie podnikateľského nápadu za pomoci crowdfundingových prostriedkov je projekt Culcharge (najmenšie USB káble pre smartfóny a mobilné zariadenia), ktorý bol v roku 2013 prvou celosvetovo úspešnou crowdfundingovou kampaňou zo Slovenska.

VÝHODY A NEVÝHODY FINANCOVANIA PROSTREDNÍCTVOM RIZIKOVÉHO KAPITÁLU

Financovanie rizikovým kapitálom prináša pozitívne aj negatívne stránky. Medzi výhody investovania patria hlavne:

- Skutočnosť, že neprináša povinnosť návratu poskytnutých prostriedkov počas lehoty ich využívania príjmom.
- Rizikový kapitál nepožaduje vyplácanie dividend, určité osobné záruky.
- Rizikový kapitál navýši kapitál spoločnosti pre jej štart, čo zvýši čistú hodnotu aktív spoločnosti.
- Spoločnosť sa stane atraktívnejšou pre bankové inštitúcie a potenciálnych investorov.
- Zvyšuje reputáciu podniku, či už pre zákazníkov, ďalších investorov alebo dodávateľov.
- Využívanie znalostí a skúseností odborníkov z rôznych odvetví – priemyselnej technológie, účtovníctvo, právo, dane, či strategické riadenie, atď.

Na druhej strane dané financovanie podnikateľských aktivít rizikovým kapitálom prináša aj nepriaznivé stránky, resp. nevýhody, konkrétne:

- Zníženie podielu vlastníckeho práva majiteľov spoločnosti využívajúcej rizikový kapitál.
- Rizikový kapitál môže byť v konečnom dôsledku drahšou formou ako dlhové financovanie, pretože spoločnosť, resp. jednotlivec alebo fond poskytujúca kapitál získava podiel na vlastníctve subjektu.

⁸ EUROPEAN BUSINESS ANGEL NETWORK. 2008. *European directory of Business Angel networks in Europe, Brussel*. [online]. 2008. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: http://www.fnaba.org/doc/EBAN_Directory_2008_Final.pdf.

- Mnoho času stráveného pri hľadaní podpory podnikania spoločnosti.⁹

RIZIKOVÝ KAPITÁL V EURÓPE

Významnejší rozmach financovania podnikov prostredníctvom rizikového kapitálu sa v Európe začal už v 80. rokoch minulého storočia. Príchod tejto formy kapitálovej investície zapríčinil nielen rozmach finančného segmentu na kontinente, ale zároveň zmenu preferencií od štartovacích investícií k rozvojovým. Postupom času sa investície rizikového kapitálu v Európe navyšovali a od roku 1998 do 2002 bolo investovaných viac ako 161 miliárd EUR do európskych fondov zastrešujúcich rizikový kapitál. Medzi hlavných inštitucionálnych investorov patrili a dodnes aj patria banky, penzijné fondy a poisťovne. Rozmach tejto inovatívnej formy financovania bol taký intenzívny, že celkové investície už v roku 2004 prekročili hranicu 37 mld. EUR a v roku 2006 sa dostali nad úroveň 71,2 miliárd EUR.¹⁰

Európska asociácia rizikového kapitálu (EVCA), ako hlavný predstaviteľ a reprezentant záujmov rizikových investorov v Európe, každoročne zverejňuje vo svojich správach úroveň zrealizovaných rizikových investícií v jednotlivých krajinách. Pri analyzovaní úrovne využívania inovatívnych foriem financovania európskymi subjektmi je dôležité poznamenať, že asociácia sleduje rizikový kapitál v troch základných formách:

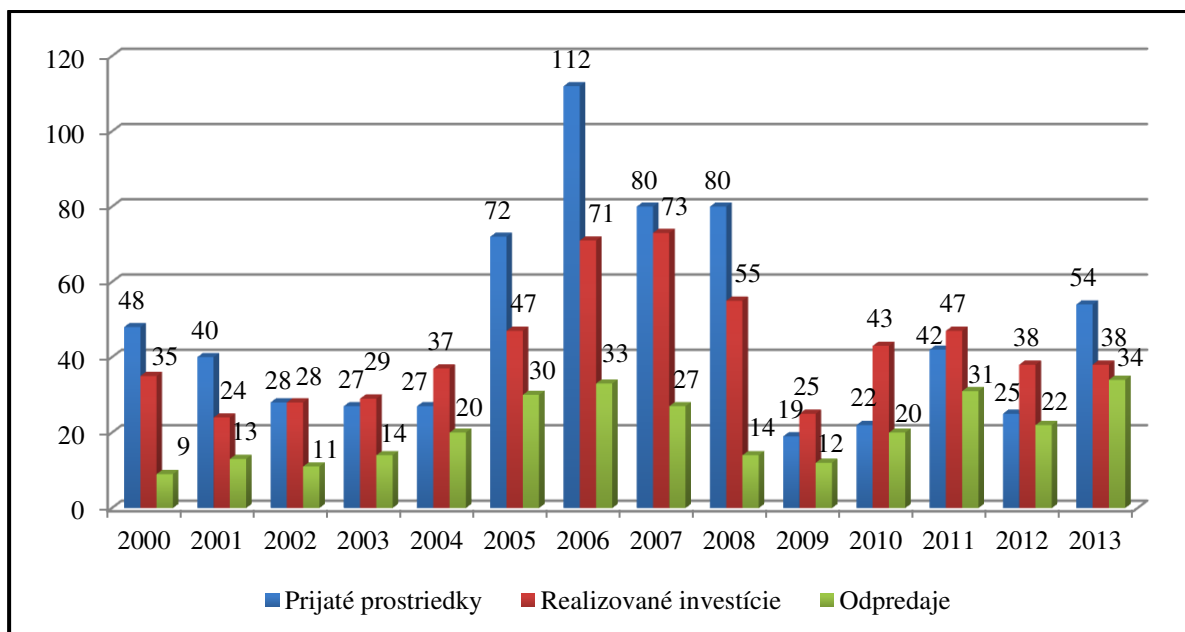
- fundraising – výška nahromadených finančných prostriedkov vo forme príspevkov a dotácií do fondov rizikového kapitálu,
- investície – výška poskytnutých (vložených) finančných prostriedkov do podnikov s inovatívnymi projektmi,
- divestments – odpredaje nadobudnutých podielov, získaných prostredníctvom vloženia rizikového kapitálu do podniku.

Vývoj uvedených foriem investícií rizikového kapitálu v krajinách Európy v predchádzajúcich rokoch zobrazuje nasledujúci graf.

⁹ ZUŽIK, J. – WEISS, R. – WEISS, E. 2014. Využívanie jednotlivých foriem rizikového kapitálu v Európe. In Zborník vedeckých prác „Transfer inovácií“. [online]. Košice, Technická univerzita, 2013. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete : <http://www.sjf.tuke.sk/transfereinovaci/pages/archiv/transfer/29-2014/pdf/312-314.pdf>.

¹⁰ FETISOVOVÁ, E. 2007. *Rizikový kapitál - alternatívny zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Ekonóm, 2007. 96 s. ISBN 978-80-225-2289-2.

Graf 1 Vývoj private equity investícií - fundraising, investments, divestments (v biliónoch EUR)

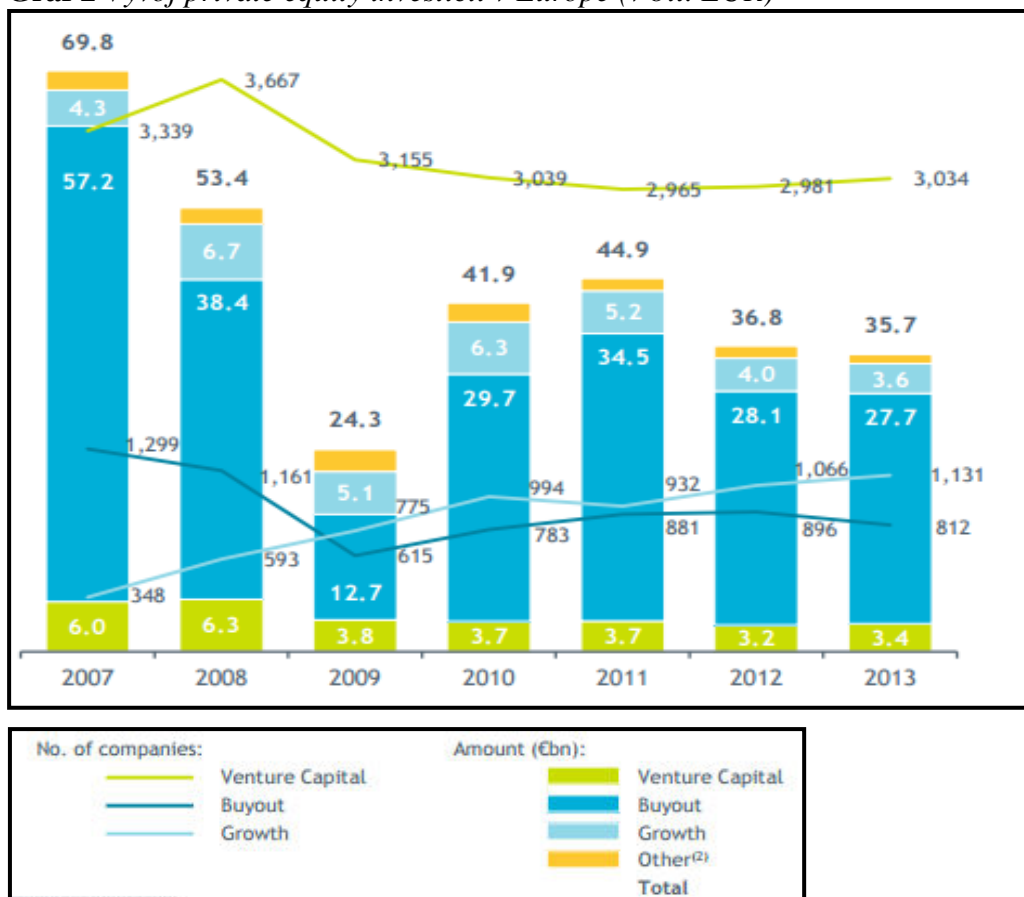


Prameň: vlastné spracovanie podľa EVCA, 2013.

Z grafu môžeme vidieť, aká časť prostriedkov sa každoročne kumulovala vo fondoch rizikového kapitálu v Európe (fundraising) a tiež aká časť týchto prostriedkov bola uvoľnená v rámci financovania inovatívnych projektov európskych podnikov (investments). Zvyšnú časť investícií predstavujú tzv. dezinvestície, teda odkupy. V rámci zrealizovaných rizikových investícií do podnikov s inovatívnymi projektmi môžeme vidieť, že do roku 2007 ich objem každoročne narastal vo významnej miere. Svetová finančná a ekonomická kríza však zasiahla aj tento trhový segment, čo sa prejavilo výrazným poklesom využívania rizikového kapitálu v rámci celého európskeho trhu. Od roku 2009 sa obnovil rast tohto segmentu, no dodnes nedosiahol hodnoty z pred krízy.

Zrealizované private equity investície možno ďalej členiť na rizikové (venture), rozvojové (growth) investície a manažérske odkúpenia (buyout). Vývoj uvedených foriem private equity je zobrazený na nasledujúcom grafe.

Graf 2 Vývoj private equity investícií v Európe (v bil. EUR)



Prameň: EVCA, 2013.

Z predchádzajúceho grafu môžeme vidieť ako sa vyvíjal tok rizikového kapitálu v Európe a tiež jeho podiel na zrealizovaných private equity investíciách. Krivky na grafe znázorňujú celkový počet spoločností, financovaných inovatívnymi zdrojmi v jednotlivých rokoch a stĺpce predstavujú výšku investovaných prostriedkov. Za príčinou znižovania objemu zrealizovaných rizikových (venture) investícií môžeme vidieť predovšetkým nízku atraktivitu podnikateľských zámerov: Inovatívne nápady podnikateľov nedokážu v takej miere osloviť investorov, aby svoje voľné finančné prostriedky ochotne investovali do rizikovejších no za to perspektívnych projektov. Aj z tohto dôvodu sa väčšina podnikov obracia na banky s cieľom získať potrebný kapitál na pokrytie ich rozvojových aktivít. Zároveň z grafu jasne vidieť, že prevažná časť private equity investícií smeruje do expanzných fáz podniku, na rozdiel od start-upov (rizikovejších fáz), ktoré si vyžadujú v dnešnej dobe vyššiu pozornosť.

Medzi ďalšie dôvody obmedzujúce rozvoj rizikového kapitálu na európskom kontinente možno zaradiť:

- fragmentácia trhu – kapitálové trhy európskych krajín sú aj v súčasnosti charakteristické nízkou likviditou či trhovou kapitalizáciou,
- regulačné bariéry – neexistencia účinného a všeobecne záväzného právneho rámca v oblasti rizikového kapitálu na národnej i medzinárodnej úrovni,
- daňové zaťaženie – daňové systémy v jednotlivých krajinách v oblasti rizikového kapitálu sú neprehľadné, nejednotné, do veľkej miery zaťažujú investorov (vysoké sadzby na daň z dividend),

- nízka kvalifikácia ľudského kapitálu – nedostatočné skúsenosti a vedomosti vedúcich pracovníkov v podniku vedie k značným problémom v oblasti získavania rizikových investorov.

Pre ďalší rozvoj rizikového kapitálu v Európe je v prvom rade nevyhnutné odstrániť alebo aspoň čiastočne eliminovať uvedené bariéry, ktoré vo veľkej miere vplyvajú na rozhodovanie podnikov pri získavaní cudzích zdrojov. Zároveň je potrebné, aby sa zvýšila informačná základňa o existencii danej alternatívnej formy financovania podnikateľských aktivít. Mnoho podnikov (väčšinou malých) dodnes nevie o tom, že svoje rozvojové projekty môžu financovať aj prostredníctvom nebankových zdrojov. Ak je však podnikateľ oboznámený aj s touto možnosťou získania potrebného kapitálu, častokrát naráža na ďalšiu prekážku, ktorou je byrokraticko-dokumentačná platforma súvisiaca so žiadosťou o tento typ investície a zároveň vysoké požiadavky na kvalitu vypracovaného podnikateľského projektu. Postupným zvyšovaním povedomia o existencii rizikového kapitálu a tiež poskytovaním poradenskej činnosti v oblasti získania potencionálneho investora by rozvoj tohto finančného segmentu mohol v budúcnosti významnejšie napredovať.

ZÁVER

Inovatívne formy financovania podniku predstavujú alternatívny spôsob získavania cudzích zdrojov. Hlavným predstaviteľom uvedených foriem externých finančných prostriedkov je rizikový kapitál, ktorý sa stáva po vstupe do podniku súčasťou jeho vlastného kapitálu. Rizikový kapitál slúži predovšetkým na podporu počiatkových a rozvojových fáz podniku. Tieto fázy sú sprevádzané zvýšeným rizikom, preto na oslovenie a prilákanie strategického investora je potrebné vypracovať dôkladný a atraktívny podnikateľský plán, preukazujúci dlhodobú životaschopnosť novej investície. Ďalším stimulom ochoty investora vstúpiť do podniku je skutočnosť, že rizikové investície prinášajú vyššiu mieru výnosu, v porovnaní s uložením voľných finančných prostriedkov v banke. Aj napriek uvedeným skutočnostiam a dlhodobého pôsobenia inovatívnych foriem financovania na európskom trhu dodnes nedošlo k výraznejšiemu expandovaniu tohto finančného segmentu. Hlavnou príčinou prečo sa aj v súčasnosti podnikateľské subjekty obracajú vo vysokej miere na financovanie prostredníctvom bankových úverov je nedostatočne vybudovaná informačná základňa o rizikovom kapitáli a tým minimálne povedomie o jeho existencii a výhodách. Ďalšími dôvodmi sú neochota podnikateľov podstupovať vyššie riziko či nedostatočne rozvinutá podpora zo strany štátu. Rizikový kapitál však po vstupe do podniku prináša výhody nielen pre investora ale aj pre samotný podnik. Investície tohto typu sú zamerané hlavne na inovačné aktivity a idú ruka v ruku s technologickým pokrokom, know-how i vznikom nových pracovných miest, čo v konečnom dôsledku vedie k zvyšovaniu životnej úrovne a následne k rastu ekonomiky krajiny. Na základe uvedených skutočností je dôležité neignorovať existenciu inovatívnych foriem financovania a usilovať sa o podporu ich rozvoja predovšetkým zo strany štátu.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BELANOVÁ, K. 2013. Alternatívne zdroje financovania a ich využívanie v podmienkach SR. In: *Biatic*. [online]. NBS, 2013. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete :
http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatic/Rok2013/03-2013/03_biatic13-3_belanova.pdf.

- [2] EUROPEAN BUSINESS ANGEL NETWORK. 2008. *European directory of Business Angel networks in Europe, Brussel*. [online]. 2008. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: http://www.fnaba.org/doc/EBAN_Directory_2008_Final.pdf.
- [3] EVCA. 2013: *Statistic on Fundraising, Investments and Divestmenst*. [online]. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>.
- [4] FETISOVOVÁ, E. 2007. *Rizikový kapitál - alternatívny zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Ekonóm, 2007. 96 s. ISBN 978-80-225-2289-2.
- [5] FREŇÁKOVÁ, M. - KARCHOVÁ, M. 2009. *Rizikový a rozvojový kapitál ako špecifický finančný zdroj podniku*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. 115 s. ISBN 978-80-225-2821-4.
- [6] HEČKOVÁ, J. – HRABOVSKÁ, Z. 2006. Trh rizikového kapitálu v Slovenskej republike. In: *Biatec*. ISSN 1335-0900. Roč. 14, č. 11, 28 s.
- [7] KLONOWSKI, D. 2010. *The Venture Capital investment process*. Palgrave Macmillan Publisher, 2010. ISBN 978-02-3061-288-4.
- [8] MÜLLER, O. 2007. Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung. In: *Mezzaanine Finance. Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*. [online]. 2007.[cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete: http://www.mezzaninefinance.ch/pdf/030807_Mueller_MF1_IFZ.pdf.
- [9] NÁRODNÝ HOLDINGOVÝ FOND. 2015. *Slovca*. [online].[cit. 2015-04-26]. Dostupné na internete: <http://www.nhfond.sk/o-nas/slovca/>.
- [10] SLOVAK BUSINESS AGENCY. *Crowdfunding*. [online].[cit. 2015-04-26]. Dostupné na internete: <http://www.sbagency.sk/crowdfunding-ked-potrebuje-peniaze-prebiznis#.VTy5sNLtmko>
- [11] ZUZIK, J. – WEISS, R. – WEISS, E. 2014. Využívanie jednotlivých foriem rizikového kapitálu v Európe. In Zborník vedeckých prác „*Transfer inovácií*“. [online]. Košice, Technická univerzita, 2013. [cit. 2015-04-07]. Dostupné na internete : <http://www.sjf.tuke.sk/transferinovacii/pages/archiv/transfer/29-2014/pdf/312-314.pdf>.

UDRŽIAVANIE FINANČNEJ STABILITY PODNIKU PLÁNOVANÍM HOTOVOSTI¹

MAINTAINING FINANCIAL STABILITY OF THE ENTERPRISE CASH FLOW PLANNING

Alena Tóthová²

Kľúčové slová: finančné plány, finančná analýza, plán hotovosti, peňažné príjmy, peňažné výdaje, modely plánu

JEL Klasifikácia: G30, G32, M30, M41

ÚVOD

Dnes viac ako kedykoľvek predtým platí, že úspech finančných manažérov závisí od ich schopnosti pozerat' sa do budúcnosti. Finanční manažéri zvažujú, či podnik zvládne a najmä ako dlho ustáť pokles dopytu, do ktorých oblastí a v akom rozsahu musí investovať aby dlhodobo prežil, akým spôsobom si môže dovoliť financovať prípadné investičné aktivity, pri súčasnej snahe štátu naplňovať štátnu kasu hľadajú finanční manažéri cesty optimalizácie daňového a odvodového zaťaženia podniku, prehodnocujú úroveň riadenia pracovného kapitálu, aby sa vyhli problémom spojených s platobnou neschopnosťou. Dá sa povedať, že pohľad finančného manažéra do budúcnosti sprostredkováva spracovaný finančný plán podniku. Finančný plán podniku je výsledkom viac, či menej zložitého plánovacieho procesu. Vypracovanie finančných plánov (krátkodobých a dlhodobých) si vyžaduje vynaloženie značného úsilia a času. Náročnosť plánovacieho procesu závisí od viacerých atribútov ako napríklad: charakter podnikateľskej činnosti, fáza životného cyklu podniku, veľkostná kategória podniku, organizačná štruktúra, zvolená metóda plánovania atď.

CHARAKTERISTIKA KRÁTKODOBÉHO FINANČNÉHO PLÁNOVANIA

Finančné plánovanie je úvahou o finančnej budúcnosti podniku, je orientačným nástrojom, minimalizuje riziko neúspechu, naplňuje základné ciele podnikania v oblasti finančného hospodárenia – zabezpečuje likviditu, finančnú stabilitu a rentabilitu podniku. Finančným plánovaním sa v podniku rozhoduje o hospodárení s peňažnými prostriedkami, o spôsobe tvorby a použitia zisku, o prípadných investíciách. Finančné plánovanie dáva odpoveď na otázky:

- Ako môžu byť jednotlivé kapitálové zdroje používané?
- Kde možno získať dodatočný kapitál a za akú cenu?
- Aký má byť pomer medzi cudzími a vlastnými zdrojmi?
- Ako sa budú financovať opakujúce sa potreby?
- Aká má byť štruktúra majetku?
- Aké sú obmedzenia rastu majetku a tržieb s ohľadom na peňažné toky?³

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov.*

² Ing. Alena Tóthová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: alena.tothova@euba.sk

Krátkodobé finančné plánovanie (v pomerne stabilných podmienkach zachytáva ročný a kratší časový horizont, na turbulentných trhoch je žiaduce plánovanie až na 15 mesiacov) je charakteristické podrobným plánovaním, pretože plánovači majú k dispozícii presnejšie informácie ako v prípade dlhodobého plánovania. Do procesu detailného projektovania budúcnosti sa úspešne etablovala metóda kĺzavého plánovania („rolling plan“), zásluhou ktorej došlo k zvýšeniu efektívnosti plánovacieho procesu. Každý štvrťrok sa nanovo plánuje ďalších päť štvrťrokov, pričom detailný je iba plán prvého štvrťroka v časovom rade. Aktuálne zmeny externého a interného prostredia je týmto spôsobom možné zohľadňovať v štvrťročných periódach, t.j. nie iba jedenkrát ročne, ale neustále. Krátkodobý finančný plán môže mať rôznu mieru presnosti. Mnohé podniky majú dlhodobo zaužívané postupy a metodiku zostavovania finančného plánu, iné (najmä malé podniky) plánujú svoju budúcnosť skôr intuitívne. Kvalita krátkodobého finančného plánu sa v prvom rade odvíja od úrovne znalostí súčasného stavu podniku, ktorý komplexne zobrazuje jeho účtovná závierka. Skúmaním ukazovateľov vykazovaných v súvahe, výkaze ziskov a strát, či prehľade peňažných tokov dokážeme vyhodnotiť podmienky vytvorené pre realizáciu podnikateľskej činnosti, ako aj priebeh a výsledky transformačného procesu. Analýzou finančných výsledkov podniku môže finančný manažér upozorniť vrcholové vedenie na potenciálne problémové oblasti, ale rovnako aj na oblasti prinášajúce výhody. V súvahe sú uvedené informácie o majetku podniku, o jeho štruktúre, kvalite a o spôsobe jeho financovania. Majetok je členený podľa funkcie, ktorú plní v transformačnom procese a podľa schopnosti premeny na peňažné prostriedky. V ťažšie likvidnej až nelikvidnej časti majetku (neobežný majetok) je potrebné hodnotiť štruktúru a mieru jeho zastarania. Ide o produkčný potenciál podniku, obstaranie ktorého je finančne náročné a aj starostlivosť o jeho schopnosť prevádzky si vyžaduje nemalý objem peňažných prostriedkov. Produkčný potenciál musí byť doslova „šitý na mieru“ podniku, t.j. aby sa zabezpečila plynulosť prevádzky a zároveň, aby sa predišlo neefektívnemu nakladaniu s týmto majetkom. Zlý signálom pre podnik je využitie kapacít na menej ako 100%. Čím je nižšia úroveň využitia kapacít, tým dochádza k väčšej strate zisku a čím je väčšia zastaranosť majetku, tým zostáva menší priestor pre tvorbu zisku. Obežný majetok je síce oveľa likvidnejší, menej finančne náročný, ale pri nesprávne zvolenom spôsobe jeho riadenia môže dôjsť takisto k závažným škodám. Nevhodnou obchodnou a platobnou politikou sa zvyčajne narušujú dodávateľsko-odberateľské vzťahy, čo sa v konečnom dôsledku negatívne odzrkadľuje v platobnej schopnosti podniku. Zvolená taktika financovania majetku je pomerne detailne čitateľná v konkrétnej finančnej štruktúre podniku. Finančný manažér musí vyhodnotiť efektívnosť využitia majetku, zachovávanie finančnej stability podniku i únosnosť preferovaného financovania. Vysokou úrovňou samofinancovania sa získava istá miera nezávislosti, zlepšuje sa renomé podniku a znižuje sa finančné riziko, no tieto výhody podnik získava za pomerne vysokú cenu. Vlastný kapitál je oveľa drahší ako cudzí, dodatočné vklady (emisie) navyše menia vlastnícke pomery. Viacej dlhov zasa zvyšuje finančné riziko, no ide o lacnejšie a cudzie zdroje, ich dostupnosť pre podnik, ako aj preukázaná schopnosť ich priebežného splácania vysiela signál dôveryhodnosti pre veriteľov, prípadných investorov i obchodných partnerov. Zadlženosť by ale nikdy nemala prekročiť hranicu, pri ktorej vzniká vzhľadom na možnosti podniku až neúmerne vysoké finančné riziko. Výkaz ziskov a strát mapuje výkonnosť podniku. Zobrazuje spôsob dosahovania zisku/straty, pevnosť základov vytvoreného výsledku hospodárenia, pôsobenie externého a interného prostredia na výkonnosť podniku. Z výkazu ziskov a strát možno zistiť či finančný efekt z jeho hlavnej podnikateľskej činnosti je dostatočne vysoký vzhľadom na nároky prameniace z nepravidelných aktivít, zo spôsobu financovania, prípadne z pohybov na finančných trhoch. Analytici dokážu vyhodnotiť schopnosť podniku umiestňovať svoje produkty na trh, dokážu pomerne presne pomenovať úzke miesta vo výkonnosti podniku. Prehľad

³ VALACH, J. a kol. 2001. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6.

peňažných tokov zasa vysvetľuje ako podnik dokáže pretransformovať zisk/stratu na zmenu peňažných prostriedkov. Každý podnik potrebuje peniaze investovať do budov, strojov, zásob, pohľadávok a do iných aktív potrebných na zabezpečenie podnikateľských aktivít. Aktíva je v zásade možné financovať buď dlhodobými, alebo krátkodobými zdrojmi kapitálu. Požiadavky na tento kapitál sú však nerovnomerné a často javia znaky sezónnosti. Všeobecne platí, že ak dlhodobé financovanie dostatočne nepokrýva požiadavky na kapitál, podnik si musí na pokrytie rozdielu obstarat' krátkodobý kapitál. Väčšina podnikov sa pri financovaní snaží zachovávať zlaté pravidlá financovania. Hlavne dlhodobý majetok financujú dlhodobými zdrojmi, krátkodobý majetok krátkodobými zdrojmi a trvale investujú do čistého pracovného kapitálu. Investíciu do čistého pracovného kapitálu (obežný majetok - krátkodobé cudzie zdroje) financujú z dlhodobých zdrojov. Podniky s vyšším obežným majetkom mávajú obvykle vyššiu úroveň likvidity. Napríklad podnikom z oblasti vyspelých technológií rastú zisky oveľa rýchlejšie ako objavujú nové investičné príležitosti s kladnou NPV, preto svoj prebytok hotovosti investujú do nákupu krátkodobých cenných papierov. Inokedy je väčšia rezerva hotovosti podmienená vysokými nákladmi na obstaranie dodatočných zdrojov, prípadne finančne náročným výskumom a vývojom. Väčšia zásoba hotovosti má svoje výhody a nevýhody. Finanční manažéri podnikov s prebytkom hotovosti sa neobávajú o platenie účtov, majú väčšiu zábezpeku v prípade nepriaznivej situácie. Negatívnym dôsledkom držania nadbytočnej hotovosti je strata úrokových výnosov (hotovosť sa zhodnocuje veľmi malou mierou) a strata ostražitosť finančných manažérov (ak nemusia šetriť, prestanú sa zaujímať o použitie hotovosti v prevádzke). V prehľade peňažných tokov sa uvádza ako sa peňažné prostriedky (hotovosť) vytvorili a akým spôsobom sa s nimi nakladalo. Základným predpokladom prírastku hotovosti je zisk, predaj nepotrebného majetku, znižovanie zásob, pohľadávok, čerpanie úverov, pôžičiek, získanie výnosových úrokov z poskytovaných pôžičiek, dodatočné vklady. Za znížením hotovosti treba hľadať prírastok aktív (zásob, pohľadávok, dlhodobého majetku), splátky úverov, pôžičiek, platenie nákladových úrokov, platenie daní, poskytovanie pôžičiek, výplatu dividend atď. Práve problematika zachovávaní finančnej stability podniku, zabezpečenia dostatočného objemu hotovosti v stanovenom čase je stredobodom záujmu krátkodobého finančného plánovania.

PLÁNOVANIE HOTOVOSTI

Plánovanie hotovosti plní dve základné úlohy. Plán hotovosti je dôležitým podkladom pre kontrolu a posudzovanie výkonov a zároveň upozorňuje finančného manažéra na potreby budúcich tokov peňazí. Jednotlivé fázy, kroky zostavovania plánu hotovosti popisujeme na ilustratívnom príklade v nasledujúcej časti príspevku.

Tabuľka 1 Plán predaja v roku 201x

Ukazovatele	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
Predajná cena (v €)	1,50	1,50	1,40	1,60
Očakávaný predaj (v kg)	200 000,00	230 000,00	235 000,00	240 000,00
Tržby z predaja výrobkov (v €)	300 000,00	345 000,00	329 000,00	384 000,00

Prameň: vlastné spracovanie

Prvá fáza plánovania hotovosti sa týka plánovania peňažných príjmov. Základným zdrojom peňažných príjmov podniku ZETA je predaj textílií. Plánovacie tabuľky je možné upraviť napr. na mesačné periódy, čím sa dosiahne podrobnejší prehľad predaja a po zohľadnení doby splatnosti pohľadávok získavame plán inkasa pohľadávok a z nich prameniace peňažné príjmy. Podniky bežne sledujú dobu splatnosti pohľadávok, čo umožňuje plánovanie premeny tržieb na peniaze v danom plánovacom období. Zvyšná časť tržieb sa

presúva do nasledujúceho štvrťroku v podobe pohľadávok. Napríklad predpokladáme, že 75% pohľadávok sa inkasuje v danom štvrťroku a 25% až v nasledujúcom.

Tabuľka 2 Plán inkasa pohľadávok v roku 201x

Č.r.	Ukazovatele	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
1.	Pohľadávky na začiatku obdobia	81 000,00	86 000,00	97 250,00	93 250,00
2.	Tržby z predaja výrobkov	300 000,00	345 000,00	329 000,00	384 000,00
3.	Inkaso:				
4.	Tržby bežného obdobia (75%)	225 000,00	258 750,00	246 750,00	288 000,00
5.	Tržby minulého obdobia (25%)	70 000,00*	75 000,00	86 250,00	82 250,00
6.	Inkaso celkom	295 000,00	333 750,00	333 000,00	370 250,00
7.	Pohľadávky na konci obdobia 1+2-6	86 000,00	97 250,00	93 250,00	107 000,00

*Predpokladáme, že tržby v poslednom štvrťroku predchádzajúceho roka boli 280 000 €.

Prameň: vlastné spracovanie

V 1. štvrťroku je inkaso 75% z predaja 300 000 € a takisto sa bude inkasovať 25% z predaja predchádzajúceho obdobia (z 280 000 € v poslednom štvrťroku predchádzajúceho roka). Stav pohľadávok na konci jednotlivých období sa zisťuje pomocou nasledovnej rovnice:

$$\text{pohľadávky na konci obdobia} = \text{pohľadávky na začiatku obdobia} + \text{tržby} - \text{inkaso}$$

Tabuľka 3 zobrazuje plánované zdroje hotovosti a ich možné použitie. Hlavným zdrojom peňažných príjmov podniku ZETA je inkaso pohľadávok. Celkovú sumu peňažných príjmov v 2. štvrťroku zvyšuje predaj nepotrebného majetku a v poslednom 4. štvrťroku výplata poistného plnenia. Prípadné iné možnosti zvyšovania peňažných príjmov nezvažujeme. Keď už máme predstavu o zdrojoch hotovosti, nasledujú úvahy o konkrétnom použití kapitálu.

Tabuľka 3 Prvotný plán hotovosti v roku 201x

Peňažné toky	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
Zdroje hotovosti				
Inkaso pohľadávok	295 000,00	333 750,00	333 000,00	370 250,00
Iné:				
Predaj nepotrebného majetku	0,00	10 000,00	0,00	0,00
Výplata poistného	0,00	0,00	0,00	1 000,00
Zdroje celkom	295 000,00	343 750,00	333 000,00	371 250,00
Použitie hotovosti				
Platby záväzkov	180 000,00	207 000,00	197 400,00	230 400,00
Zvýšenie zásob	1 000,00	33 000,00	5 500,00	5 500,00
Osobné, administratívne a iné výdavky	60 000,00	69 000,00	65 800,00	76 800,00
Kapitálové výdavky	0,00	0,00	200 000,00	20 000,00
Dane, úroky a dividendy	24 000,00	27 600,00	26 320,00	30 720,00
Použitie hotovosti celkom	265 000,00	336 600,00	495 020,00	363 420,00
Zdroje - použitie	30 000,00	7 150,00	-162 020,00	7 830,00
Výpočet potreby dodatočných zdrojov				
Hotovosť na začiatku obdobia	15 000,00	45 000,00	52 150,00	-109 870,00
Zmena hotovosti	30 000,00	7 150,00	-162 020,00	7 830,00
Hotovosť na konci obdobia	45 000,00	52 150,00	-109 870,00	-102 040,00

Prameň: vlastné spracovanie

Musíme zistiť, či požiadavky na hotovosť nebudú prevyšovať jej plánovaný objem. Spotrebu hotovosti sme rozdelili do piatich kategórií. Pri praktickej aplikácii prezentovaného postupu je však možné zvoliť oveľa širšie spektrum použitia zdrojov. Predpokladané platby záväzkov korešpondujú s vývojom predaja textílií. Predávajú sa len vyrobené výrobky, t.j. zvýšený predaj vyžaduje väčší objem výroby a tým pádom viac nákupov vstupov. Zároveň počítame s tým, že všetky záväzky budú splatené do dátumu splatnosti. So zvýšenou výrobou logicky súvisí zvyšovanie zásob. Osobné, administratívne a iné výdavky zahŕňajú všetky ostatné pravidelné výdavky podniku. V 3. a 4. štvrťroku si podnik ZETA naplánoval rekonštrukciu svojich výrobných kapacít a preto je suma kapitálových výdavkov prepočítaná podľa rozsahu predpokladaných prác. Do bežného života podnikateľského subjektu neodmysliteľne patrí aj platenie priamych a nepriamych daní, platenie úrokov z čerpaných úročených cudzích zdrojov a na záver roka sa zvyčajne plánuje pre vlastníkov vyplácanie podielov na zisku. Na záver je potrebné navzájom porovnať sumu vytvorených zdrojov a plánované použitie hotovosti. Z tabuľky 3 vyplýva, že v 1., 2. a 4. štvrťroku budú zdroje vyššie ako ich použitie, teda v týchto obdobiach sa predpokladá zvyšovanie hotovosti (v 1. štvrťroku o 30 000 €, v 2. o 7 150 € a vo 4. štvrťroku o 7 830 €). Jediným obdobím, kedy nebude postačovať pre potreby podniku suma vytvorených zdrojov je 3. štvrťrok (schodok hotovosti je naplánovaný na úroveň 162 020 €). Schodok v hotovosti vznikne vďaka investíciám podniku ZETA do rekonštrukcie výrobných kapacít. V plánovacom procese hotovosti sa automaticky počíta s požiadavkou finančných manažérov na zachovanie minimálnej finančnej rezervy v hodnote 15 000 €, ktorá má slúžiť na finančné krytie nepredvídateľných udalostí.

Tabuľka 4 Plánovanie zabezpečenia dodatočnej potreby hotovosti v roku 201x

Peňažné toky	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
Čerpanie úveru	0,00	0,00	140 000,00	20 000,00
Predĺženie splatnosti záväzkov	0,00	0,00	30 000,00	50 000,00
Celkom základné dodatočné zdroje	0,00	0,00	170 000,00	70 000,00
Splátky				
Bankové úvery	0,00	0,00	0,00	40 000,00
Predĺžená splatnosť záväzkov	0,00	0,00	0,00	30 000,00
Celkom splátky	0,00	0,00	0,00	70 000,00
Iné dodatočné zdroje				
Predané cenné papiere	0,00	0,00	10 000,00	0,00
Kúpené cenné papiere	0,00	0,00	0,00	2 000,00
Celkom získaná hotovosť	0,00	0,00	180 000,00	-2 000,00
Platby úrokov				
Z úverov	0,00	0,00	1 400,00	1 400,00
Z predĺženej splatnosti záväzkov	0,00	0,00	0,00	1 500,00
Z predaných cenných papierov	0,00	0,00	0,00	200,00
Celkom platby úrokov	0,00	0,00	1 400,00	3 100,00
Čisté získané dodatočné zdroje	0,00	0,00	178 600,00	-5 100,00
Potreba dodatočných zdrojov	-30 000,00	-7 150,00	162 020,00	-7 830,00

Prameň: vlastné spracovanie

Od 3. štvrťroku vzniká napätie v podnikových financiách a preto je potrebné veľmi zodpovedne voliť cesty zmiernenia tohto napätia. Zároveň je tabuľka 3 len odhadom peňažných tokov a preto by sa ešte mala vyhodnotiť ich miera neistoty. Do úvahy prichádza

napríklad analýza citlivosti nárokov na zdroje v závislosti od zmien tržieb, alebo predĺženia inkasa pohľadávok, straty dodatočných príjmov, zvýšenia ceny vstupov atď. Istým obmedzením je možnosť merania citlivosti iba na jeden parameter, pričom v praxi často dochádza k súčasnej zmene viacerých činiteľov. Ďalším vhodným riešením by bolo vypracovanie modelu plánu hotovosti a potom by stačilo len simulovať rôzne kombinácie parametrov.

Poslednou fázou publikovaného plánovacieho procesu je hľadanie prijateľných spôsobov vyrovnania vzniknutého schodku hotovosti. Podniky obvykle mávajú viacero možností doplnenia chýbajúcej hotovosti. Všetko závisí od trhovej pozície podniku, vyrovnanosti jeho doterajších finančných výsledkov, fázy životného cyklu atď. V prezentovanom ilustratívnom prípade sme na doplnenie zdrojov zvolili čerpanie úveru, predĺženie splatnosti záväzkov a predaj cenných papierov. Počítame s tým, že podnik ZETA bude čerpať úver v 3. a čiastočne 4. štvrťroku, s pravidelnými rovnakými štvrťročnými splátkami istiny, so začatím splácania vo 4. štvrťroku, splátka sa realizuje na konci obdobia spolu s platbou úroku vo výške 1% p.q. z dlžnej sumy. Pri odklade splácania záväzkov podnik stratí zľavu z ceny vo výške 5% z odloženej splátky (táto suma je vykazovaná ako platby úrokov z predĺženej splatnosti záväzkov: 4. štvrťrok = $30\,000 \cdot 0,05 = 1\,500$). Predajom cenných papierov podnik stratí úrokové výnosy vo výške 2% (4. štvrťrok = $10\,000 \cdot 0,02 = 200$). Zapracovaním dodatočných peňažných tokov do tabuľky 4 sa dosiahlo zosúladenie zdrojov hotovosti s ich použitím. Získané nové zdroje v 3. štvrťroku dokonca prevyšujú potreby podniku a v poslednom štvrťroku síce budú dodatočné peňažné výdavky o 5 100 € vyššie ako peňažné príjmy, ale vzhľadom na plánovaný prírastok hotovosti o 7 830 € nedôjde k ohrozeniu finančnej stability podniku. Plánovací proces je následne potrebné zavŕšiť hodnotením kvality zostaveného plánu hotovosti. Finančný manažér by si mal položiť niekoľko doplňujúcich otázok ako napríklad: Dodržia sa zlaté pravidlá financovania? Hodnoty ukazovateľov likvidity budú postačujúce? Dokáže podnik v ďalších obdobiach bez problémov vysporiadať splátky vyplývajúce z dodatočného riešenia schodku hotovosti? Odkladom splatnosti záväzkov sa nenarušia dodávateľsko-odberateľské vzťahy. Nemôže podnik ZETA získať výhodnejšie zdroje na plánovanú investíciu? Neexistujú rezervy v riadení pracovného kapitálu? Dá sa povedať, že plánovanie hotovosti sa deje metódou pokusu a omylu. Plánovací proces sa končí len vtedy, keď nás už nenapadá žiadne lepšie riešenie.

ZÁVER

Stredobodom záujmu krátkodobého finančného plánovania je jednoznačne problematika zachovania finančnej stability podniku. Prvoradou úlohou finančného manažéra je zabezpečiť peňažné prostriedky v požadovanom čase a objeme, aby sa aj napriek ziskovosti neohrozila platobná schopnosť podniku, aby podnik mohol okamžite využiť ponúkané investičné príležitosti na trhu, aby nedošlo k narušeniu plynulosti jeho prevádzky. Svoje úlohy si ale musí plniť efektívne, t.j. s čo najnižšími nákladmi na kapitál. Veľmi vhodnou pomôckou pre splnenie uvádzaných nárokov je modelové spracovanie plánu hotovosti, prípadne plánovanej bilancie, či plánu výkazu ziskov a strát. Plánovanie je, tak ako to ukázal aj v príspevku prezentovaný príklad, o veľkom počte rutinných prepočtov, ktoré sa v menších podnikoch dajú veľmi rýchlo zrealizovať pomocou tabuľkového procesora Microsoft Excel. Modely sa dajú zostaviť v súlade s individuálnymi potrebami finančného manažéra tak, že pomerne rýchlo vypočítajú dôsledky rozličných predpokladov a stratégií financovania. Zložitejšou nadstavbou sú už tzv. optimalizačné modely krátkodobého financovania, pracujúce na princípe lineárneho programovania, ktoré označia najlepší plán z celej množiny alternatív.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BREALEY, R.A. – MYERS, S.C. – FRANKLIN, A. 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Albatros Media a.s., 2014. 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5
- [2] GRÜNWALD, R. – HOLEČKOVÁ J. 2009. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2009. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2
- [3] MARKOVIČ, P.- TÓTHOVÁ, A. - KUBRANOVÁ, M. 2013. *Finančný manažment na prahu 21. storočia*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. 267 s. ISBN 978-80-225-3721-6
- [4] VALACH, J. a kol. 2001. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6.

EXOTICKÉ FORMY DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTOV AKO MOŽNOSŤ DOSIAHNUTIA ZISKU PROSTREDNÍCTVOM ŠPEKULÁCIE¹

EXOTIC FORMS OF DERIVATIVE CONTRACTS AS THE POSSIBILITY OF MAKING A PROFIT, THROUGH SPECULATION

Gabriela Ponecová²

Kľúčové slová: Swapový kontrakt, opčný kontrakt, menové riziko, finančné riziko, úroková sadzba, menový kurz, opčná prémie

JEL Classification: G52

ÚVOD

Menové riziko je jedným z prejavov finančného rizika. Existuje niekoľko foriem menového rizika. Všeobecne sú známe pod pojmami transakčná, translačná a ekonomická expozícia. Nie všetky tieto formy zasahujú všetky podniky rovnakou intenzitou, resp. niektorých podnikov sa netýkajú vôbec. O menovom riziku vo všeobecnosti hovoríme vtedy, ak podnik obchoduje nielen v domácej, ale aj v zahraničnej mene, resp. ak je napríklad spoločnosťou so zahraničným kapitálom, kde je nevyhnutné prevádzať položky výkazov účtovnej závierky z domácej meny do zahraničnej. Existuje mnoho spôsobov ako menové riziko eliminovať. Jedným z nich sú aj finančné deriváty. V tomto príspevku sú spomínané len swapové a opčné kontrakty, resp. niektoré z ich exotickjších foriem. Poukážeme na to, čo všetko so sebou prinášajú špekulatívne deriváty a aké straty sa môžu prostredníctvom nich prejaviť.

Exotické opcie sú opcie, ktoré v sebe zahŕňajú zložité komponenty a komplexné platby. Ich platby alebo iné kľúčové premenné závisia často od rôznych vonkajších faktorov, ktoré sa v čase menia. Kvôli svojej zložitosti sa často obchodujú len na OTC trhoch a nie na burzách.³ Pri plain vanilla opciách sú všetky premenné (realizačná cena, životnosť, expirácia, menový pár) presne a fixne stanovené, kvôli čomu sú aj ich opčné prémie výrazne vyššie ako pri exotických opciách.

V príspevku budú spomenuté 4 typy exotických swapových kontraktov a 8 typov exotických opčných kontraktov, ich bližšia charakteristika, popis fungovania na konkrétnom príklade, využitie produktu a s tým spojené výhody a nevýhody.

EXPRESS SWAP

Východnou situáciou tohto kontraktu je investor, ktorý má určité úverové portfólio a jeho cieľom je optimalizovať náklady tohto portfólia. Investor zároveň očakáva len veľmi mierne posilnenie kurzu. V našom príklade budeme uvažovať s kurzom EUR/TRY⁴. Investor chce

¹ Príspevok je výsledkom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní podnikov v podmienkach nestabilných finančných trhov*.

² Ing. Gabriela Ponecová, Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, e-mail: gabriela.ponecova@euba.sk

³ www.investorwords.com/6805/exotic_option.html

⁴ TRY – nová turecká líra

znižiť svoje úrokové náklady vyplývajúce z jeho úverového portfólia, zároveň je však ochotný a pripravený podstúpiť riziko, že v prípade nenaplnenia jeho očakávaní (len mierny pohyb kurzu) bude musieť poskytnúť (zaplatiť) príslušné úrokové platby, ktoré mu vyplynú zo swapového kontraktu. Investor si je vedomý teoreticky neobmedzeného rizika straty. Platby budú prebiehať v mene EURO.

Charakteristika swapového kontraktu:

Investor kupujúci si swap a banka ako partner platí na konci každého stanoveného obdobia úrokovú sadzbu, ktorá je závislá od vývoja menového kurzu EUR/TRY. Investor (kupujúci swapu) bude v tomto prípade v stanovených termínoch (raz za pol roka) počas trvania kontraktu (3 roky) inkasovať jendorázovo postupne po sebe nasledujúce úrokové sadzby: 5%, 10%, 15%, 20%, 25, 30% menovitej hodnoty kontraktu v prípade, že menový kurz EUR /TRY v stanovenom dátume splatnosti úrokovej platby (každý polrok) neprekročí úroveň 2,400TRY/EUR, resp. bude presne na tejto úrovni. V prípade, že investorovi je platba zaplatená, swapový kontrakt sa uzavrie. Ako protihodnotu neplatí investor nič. V prípade, že bude teda kurz na úrovni 2,400 TRY/EUR alebo pod touto hranicou, získava kupujúci swapu výnos zo swapu. V prípade, že v čase porovnávania menového kurzu s realizačnou cenou swapového kontraktu je menový kurz na úrovni 2,400 TRY/EUR, banka neplatí kupujúcemu žiadnu platbu a swapový kontrakt beží ďalej. V prípade, že v čase porovnávania menového kurzu s realizačnou cenou swapového kontraktu v posledný deň splatnosti swapu, je menový kurz nad úrovňou 2,400 TRY/EUR, má kupujúci swapu náklady vyplývajúce zo swapového kontraktu, ktoré budú dosahovať hodnotu, počítanú na základe vzorca:

$$\text{MH kontraktu} \times (\text{EUR/TRY v čase splatnosti swapu} - 2,400)/2400$$

Tieto náklady má kupujúci swapu na konci životnosti kontraktu, pričom je to len v prípade, že v každom porovnávanom období bol menový kurz nad úrovňou 2,400 TRY/EUR. V tomto prípade vzniká pre kupujúceho teoreticky neobmedzené kurzové riziko.

Tabuľka č. 1 Express swap

strike EUR/TRY	2,400				
MH v EUR	1 000 000				
investor získa % z nominálu	30,00				
EUR/TRY	2,0000	2,3900	2,400	2,500	2,900
investor získa % z nominálu	30,00	30,00	30,00	0,00	0,00
investor platí % z nominálu	0,00	0,00	0,00	4,17	20,83
výhoda /nevýhoda v %	30,00	30,00	30,00	-4,17	-20,83
absolútna suma v EUR	300 000	300 000	300 000	-41667,00	-208333,00

Prameň : vlastné spracovanie

V spomenutom príklade v tabuľke je zreteľne naznačené, aké sú úrokové výhody vyplývajúce zo swapového kontraktu v prípade, že kurz je pod úrovňou 2,400TRY/EUR, resp. na takejto úrovni. Zároveň je ale zrejmé, akú teoreticky neobmedzenú stratu môže kupujúci swapu dosiahnuť v prípade, že sa jeho očakávania o „len“ miernom pohybe kurzu nenaplnia.

SECOND CHANCE SWAP

Východnou situáciou tohto kontraktu je investor, ktorý má určité úverové portfólio a jeho cieľom je optimalizovať úrokové náklady tohto portfólia. Investor chce profitovať zo správneho odhadu vývoja úrokovej sadzby (v našom prípade 12 mesačný EURIBOR). Výnos sa bude odvíjať od toho, či sa stanovená referenčná úroková sadzba bude pohybovať v rámci vopred stanoveného koridoru alebo mimo neho. Kupujúci tohto typu exotického produktu musí byť pripravený na to, že v prípade zlého odhadu bude musieť znášať vyššie úrokové zaťaženie.

V prípade tohto produktu bude kupujúci platiť úrokovú sadzbu, ktorá môže dosahovať trojakú úroveň: *Úroková sadzba „best case“*, *„second chance“*, *„worst case“*.

Úroveň tejto úrokovej sadzby je závislá od toho, či sa bude referenčná úroková sadzba pohybovať v rámci alebo mimo vopred stanoveného koridoru. Druhá strana kontraktu (banka) bude platiť fixnú úrokovú sadzbu, ktorá je vopred dohodnutá, v našom prípade 4% p.a.

Charakteristika swapového kontraktu :

Investor inkasuje od banky v stanovených termínoch pevnú vopred dohodnutú úrokovú sadzbu (4 % p.a.). Ako protiplatbu bude platiť úrokovú sadzbu na úrovni „best case – 3,20% p.a.“ v prípade, že sa 12 M EURIBOR bude pohybovať v pásme I. 3,60 – 5,00% p.a. V prípade, že 12M EURIBOR bude vybočovať z pásma I, ale zároveň bude v pásme II. (3,10 – 5,00% p.a.), investor bude platiť úrokovú sadzbu na úrovni „second chance - 3,70% p.a.“. V prípade, že sa 12M EURIBOR vymkne z oboch pásiem, bude platiť kupujúci swapu úrokovú sadzbu na úrovni „worst case - 6,70% p.a.

Tabuľka č. 2 Second chance swap

best case %	3,20				
second chance %	3,70				
worst case %	6,70				
MH kontraktu	2 500 000				
Koridor I.v %	3,60	5,00			
Koridor II.v %	3,10	5,00			
12 M EURIBOR	5,15	4,85	3,75	3,5	3
Investor získa	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Investor platí	6,70	3,20	3,20	3,70	6,70
výhoda / nevýhoda	-2,70	0,80	0,80	0,30	-2,70

Prameň : vlastné spracovanie

CALLABLE RANGE ACCRUAL SWAP

„Accrual swap“ je swapový kontrakt, pri ktorom plynú nejaké úrokové platby len vtedy, ak je referenčná úroková sadzba v stanovenej vopred určenej oblasti. Táto oblasť môže byť fixne stanovená pre celé obdobie životnosti kontraktu alebo sa môže meniť. „Callable swap“ je swapový kontrakt, ktorý je vypovedateľný. V našom konkrétnom prípade je vypovedateľnosť možná len zo strany banky.

Východnou situáciou tohto kontraktu je investor, ktorý má určité úverové portfólio a jeho cieľom je optimalizovať úrokové náklady tohto portfólia. Investor je ochotný podstúpiť určité

obmedzené riziko a je presvedčený, že sa 10 – ročná úroková sadzba najbližšie 3 roky nezmení.

Charakteristika swapového kontraktu:

Investor v tomto kontrakte platí pevnú sadzbu na úrovni 5% p. a. Banka platí za tie dni, kedy je počas stanoveného obdobia referenčná úroková sadzba v rámci stanoveného pásma (3,5 – 5,15% p.a.) vyššiu pevnú úrokovú sadzbu (v našom prípade 6% p. a.). Banka má zároveň 3 – mesačnú vypovedaciu lehotu, pričom toto právo je jednostranné.

Tabuľka č. 3 Callable range accrual swap

počet dní, kedy je úroková sadzba v stanovenom pásme	360	180	60
referenčná úroková sadzba	10- ročná sadzba zo swapu		
hlavný obchod			
pevná úroková sadzba (-)	6,00%	6,00%	6,00%
swapový kontrakt			
znižená pevná úroková sadzba (-)	5,00%	5,00%	5,00%
pevná sadzba banky závislá od dní v pásme (6% p.a. x n/N)	6,00%	3,00%	1,00%
sadzba investora	5,00%	8,00%	10,00%

Prameň : vlastné spracovanie

Uvedený typ swapového kontraktu prináša so sebou riziká, ale aj možnosť participácie na zisku. Prostredníctvom takto stanovených podmienok je možné stanoviť maximálnu úrokovú sadzbu, čo zabezpečuje istotu, že vyššia nebude. Je to zároveň možnosť značného podieľania sa na vybočení referenčnej úrokovej sadzby zo stanoveného pásma. Produkt so sebou prináša zároveň možnosť redukcie úrokových nákladov. Je potrebné uvedomiť si, že swapový kontrakt nemá nič spoločné so samotným úverovým produktom. Ak teda dôjde k ukončeniu úverového produktu, neznamená to automatické ukončenie swapového kontraktu.

FX LINKED KNOCKOUT SWAP

Východnou situáciou tohto kontraktu je investor, ktorý má určité úverové portfólio a jeho cieľom je optimalizovať úrokové náklady tohto portfólia. Zároveň má očakávania, že vývoj meny (USD) bude mať negatívny spád a bude sa približovať až k určitej hranici (1,4 USD/EUR).

Charakteristika swapového kontraktu:

Investor bude platiť 3M EURIBOR zvýšený o prirážku, ktorá bude závisieť od vývoja kurzu EUR/USD. V najlepšom prípade bude táto prirážka na úrovni 0% p.a. Banka ako protistrana bude platiť 3M EURIBOR s prirážkou 1% p.a. Ak sa vyvinie kurz EUR/USD tak, že prekročí realizačnú cenu swapu (1,3600 USD/EUR), neplatí kupujúci swapu žiadnu prirážku a získa tak najlepšiu možnú situáciu, keď neplatí žiadnu prirážku a má výhodu, resp. výnos zo swapového kontraktu na úrovni 1% p.a. V prípade, že je v priebehu obdobia dosiahnutá, resp. prekročená „knockout bariéra“ (1,500 USD/EUR), bude platiť táto najlepšia možná situácia na zvyšné obdobie trvania swapového kontraktu. V prípade, že sa bude

pohybovať kurz medzi úrovňou „strike“ a „break even point“, získa investor určitý výnos zo swapu počítaný na základe vzorca:

$$3M \text{ EURIBOR} + 100\% \times ((1,3600 - \text{EUR/USD})/\text{EUR/USD})$$

Ak sa v priebehu životnosti swapu nedosiahne ani raz KO bariéra a v čase splatnosti je úroveň kurzu pod „zlomovým bodom“, vzniká z kontraktu pre investora úroková strata.

Tabuľka č. 4: FX Linked knockout swap

strike	1,3600				
knockout bariéra	1,5000				
prirážka banky v %	1,00				
EUR/USD	1,1000	1,3000	1,347	1,370	1,600
investor platí prirážku v %	23,64	4,62	1,00	0,00	0,00
investor inkasuje prirážku v %	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
výhoda /nevýhoda v %	-22,64	-3,62	0,00	1,00	1,00

Prameň : vlastné spracovanie

BARIÉROVÉ OPCIE (BARRIER OPTIONS)

Bariérové opcie, sú také opcie, ktorých uplatnenie závisí od toho, či bola alebo nebola určitá hranica (bariéra) dosiahnutá, resp. prekročená počas alebo na konci ich životnosti. Charakteristickou premennou je tzv. „spúšťač“ (trigger). Ak je tento spúšťač dosiahnutý, je opcia buď aktivovaná (Knock In) alebo zanikne (Knock Out). Knock – out opcie sú najbežnejšie používanými bariérovými opciami.⁵ Existuje 8 typov bariérových opcií⁶:

Opcie typu „knock – in“ – bariérou je pre tento typ opcií dosiahnutá hodnota podkladového aktíva, pri ktorej sa aktivujú.

Down – and – in call – call opcia, ktorá je aktivovaná, ak hodnota podkladového aktíva počas životnosti opcie klesne pod určitú vopred definovanú hodnotu tzv. „barrier level“, alebo sa tejto hodnoty dotkne zhora.

Down – and – in put – ide o put opciu, ktorá je aktivovaná rovnakým spôsobom ako down – and – in call opcia

Up – and – in call - v tomto prípade ide o call opciu, ktorá je aktivovaná, ak sa počas životnosti opcie hodnota podkladového aktíva vyšplhá, resp. prekročí vopred definovanú hodnotu.

Up – and – in put – put opcia, ktorá sa aktivuje rovnako ako up – and – in call opcia.

Opcie typu „knock - out“ – Bariérové opcie typu knock – out sú opcie, ktoré pri dosiahnutí určitej vopred stanovenej hodnoty podkladového aktíva zanikajú. Rovnako ako pri knock – in opciách, aj knock – out opcie nájdeme **v štyroch prevedeniach, a to:**

- **Down – and – out call** – ide o klasickú call opciu, ktorá zaniká, ak dôjde počas životnosti opcie k prerazeniu bariéry zhora.
- **Down – and – out put** – put opcia, ktorá je alternatívou k down – and – out call opcii, teda zaniká, ak je sa hodnota podkladového aktíva počas životnosti opcie dotkne zhora, resp. pod túto hodnotu klesne.

⁵ Bloss, M., Eil, N., Ernst, D., Fritsche, H., Hacker, J.: Währungs – derivate, Oldenburg Wissenschaftsverlag, Muenchen, 2009.

⁶ Spracované podľa : <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2008/zbornik/files/prispevky/kundrikova.pdf>

- **Up – and – out call** – call opcia, ktorá zaniká, ak je počas životnosti opcie dosiahnutá bariéra, teda ak hodnota podkladového aktíva dosiahne alebo vzrastie nad tzv. barrier level.
- **Up – and – out put** – zaniká za rovnakých podmienok ako up – and – out call opcia.

OPCIE S PRIEMERNOU CENOU (AVERAGE OPTIONS)

Priemerové opcie sú opcie, ktorých výnos závisí od priemernej hodnoty podkladového aktíva počas stanoveného obdobia. Známe sú aj ako ázijské opcie, aj keď to vôbec nesúvisí s miestom ich vzniku. Ázijské opcie sa nazývajú aj opcie s priemernou cenou (average price options - ARO). Tieto zahŕňujú aj opcie s priemernou expiračnou cenou (average strike Asian options - ASO), u ktorých expiračná cena predstavuje priemernú cenu podkladového aktíva namiesto fixnej expiračnej ceny ako u vanilkových opcií.⁷

OPCIE S POHLADOM SPÄŤ (LOOKBACK OPTIONS)

Opcie s pohľadom späť sú opcie, ktoré sú známe aj ako opcie extrémnej hodnoty. V porovnaní s priemerovými opciami, sa neodvolávajú na priemernú hodnotu podkladového aktíva, ale na jeho extrémnu hodnotu. Aj v tomto prípade rozlišujeme dva druhy opcií :

- **Rate lookback options**
- **Strike lookback options**

Pri prvom type je payoff závislý od porovnania maximálnej, resp. minimálnej ceny a realizačnej ceny stanovenej fixne v čase uzavretia obchodu. Vlastnosti tohto typu opcií a možnosť dosiahnutia vyššieho výnosu sú dôvodom vyššej opčnej prémie ako pri plain vanilla opciách. Strike lookback opcie sú opcie, ktoré sa líšia od predchádzajúcich v tom, že počas životnosti opcie nie je známa pevná realizačná cena. Podľa toho, či ide o call alebo put opciu, je realizačná cena stanovená až v čase expirácie, a to buď ako najvyššia, resp. najnižšia spotová cena podkladového aktíva. Táto cena sa potom porovnáva s aktuálnym kurzom v čase splatnosti od čoho závisí aj výnos z opcie. Rovnako ako v prípade rate lookback options je pri nich vyššia opčná prémie najmä z dôvodu potenciálne vyššieho výnosu ako pri plain vanilla opciách.

HÁKOVÉ (RATCHET) A REBRÍKOVÉ (LADDER) OPCIE

Hákové opcie sú opcie, ktoré v pravidelných časových odstupoch prispôsobujú realizačnú cenu aktuálnemu trhovému kurzu a táto sa zaznamená. Táto opcia sa niekedy nazýva aj Lock – In. Rozdiely medzi aktuálnou trhovou cenou podkladového aktíva a realizačnou cenou sa v každom časovom intervale akumulujú. Podobne ako hákové opcie fungujú aj rebríkové opcie. Oproti hákovým opciám nedochádza k prispôbovaniu realizačnej ceny trhovej cene v periodických intervaloch, ale len v prípade, že trhovú cenu dosiahne určitú vopred stanovenú úroveň. Na rozdiel od hákovej opcie sa vnútorné hodnoty neakumulujú, ale zaznamená sa len najvyššia z nich. V zriedkavých prípadoch môžu byť vnútorné hodnoty aj pri rebríkových opciách akumulované.

OPCIE VÝBERU (CHOOSER)

Chooser opcie sú opcie, pri ktorých má držiteľ opcie právo rozhodnúť sa počas doby existencie opcie medzi vanilla CALL alebo vanilla PUT opciou. Avšak za túto možnosť je

⁷ www.derivat.sk

kupujúci povinný zaplatiť vypisovateľovi opcie prémie vopred. K špecifikácii vanilla CALL alebo vanilla PUT opcii dôjde až neskôr. Držiteľ opcie musí svoje rozhodnutie oznámiť vypisovateľovi do vopred dohodnutého času. Kupujúci si vyberie tú opciu, ktorá je v peniazoch, teda má vnútornú hodnotu a je pravdepodobné, že sa v čase expirácie bude realizovať. Čím je dlhší čas medzi dňom rozhodovania sa kupujúceho o druhu opcie a dňom expirácie, tým je opcia výberu drahšia.

DIGITÁLNE (BINÁRNE) OPCIE

Binárne opcie patria medzi opcie s jednoduchým spôsobom výplaty. Tieto opcie vyplatia určitú sumu, ak sú splnené (dosiahnuté) stanovené podmienky. Oproti plain vanilla opciám, ktoré majú určenú schému vyplácania, binárne opcie sú opciami „všetko alebo nič“. Pri nedosiahnutí vopred stanovených podmienok, nevypláca opcia žiaden obnos. Existuje viacero druhov binárnych opcií :

- Opcia vyplatí fixnú čiastku, v prípade, že v čase splatnosti opcie bude aktuálna cena podkladového aktíva nad alebo pod stanovenou hranicou
- Opcia vyplatí fixnú čiastku, v prípade, že pred splatnosťou opcie bude aktuálna cena podkladového aktíva nad alebo pod stanovenou hranicou
- Opcia vyplatí fixnú čiastku v prípade, že sa spotová cena bude pohybovať len vo vopred stanovenom pásme

V prípade digitálnych opcií nie je možné hovoriť o zabezpečovaní sa, pretože v prípade, že nie je splnená ktorákoľvek podmienka, opcia nevyplatí nič, a preto sú vhodné skôr na špekulatívne účely.

KOŠÍKOVÉ (BASKET) OPCIE

Charakteristickou črtou košíkových opcií je, že umožňujú pokryť širokú škálu rizík prostredníctvom jedného produktu. Tieto opcie sú vhodné predovšetkým pre podniky, ktoré obchodujú v mnohých menách a sú tak vystavené väčšiemu menovému riziku. Košíková opcia umožňuje zaradiť všetky tieto meny do jedného celku – „koša“ a vytvorí jednu opciu. Z menového koša sa vytvorí index mien. Cena opcie potom závisí na zmene tohto indexu a nie na zmenách jednotlivých mien.

DÚHOVÉ (RAINBOW) OPCIE

Dúhové opcie pozostávajú z viacerých exotických menových opcií. Na rozdiel od košíkových opcií, s ktorými si nemožno dúhové opcie zamieňať, sú jednotlivé menové opcie v rámci celku brané samostatne, kým pri košíkových opciách ako celok.

ZÁVER

Cieľom príspevku bolo poukázať na niektoré vybrané charakteristiky špecifických exotických opčných a swapových kontraktov, ich popis, vlastnosti, využitie a efekt ich pôsobenia. Zámerom bolo zdôrazniť, že je potrebné brať do úvahy pri rozhodovaní riziko s nimi spojené. Možnosť dosiahnutia zisku je lákavá, ale spája sa s ňou aj riziko neobmedzenej straty.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] MARKOVIČ, P. a kol. 2007. *Manažment finančných rizík podniku. Implementácia derivátových kontraktov*. Bratislava : Iura edition 2007. ISBN 9788080781323
- [2] MARKOVIČ, P. 2003. *Ohodnocovanie finančných nástrojov*. Bratislava : Iura edition 2003. ISBN 80-89047-84-X
- [3] BLOSS, M., EIL, N., ERNST, D., FRITSCH, H., HACKER, J. 2009. *Währungs – derivate*. Muenchen : Oldenburg Wissenschaftsverlag. 2009. ISBN 9783486583441
- [4] www.derivat.sk
- [5] <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2008/zbornik/files/prispevky/kundrikova.pdf>
- [6] www.investorwords.com/6805/exotic_option.html

HODNOTENIE INVESTIČNÝCH PROJEKTOV ZAMERANÉ NA VYUŽITIE REÁLNYCH OPCII¹

EVALUATING INVESTMENT PROJECTS FOCUSED ON THE USING OF REAL OPTIONS

*Lucia Budinská*²

Kľúčové slová: investičný projekt, dynamické metódy, statické metódy, reálne opcie

JEL Klasifikácia: G11

ÚVOD

Budovanie dobre fungujúceho, prosperujúceho podniku je náročný a dlhodobý proces. Stabilný a úspešný vývoj sa dosahuje veľmi ťažko, ale na druhej strane sa veľmi ľahko a rýchlo stráca.

Úspech podniku sa dá do značnej miery ovplyvniť tým, že budú zodpovedne naplánované aktivity podniku. To znamená, že pozornosť sa bude venovať investičným projektom s adresnou cieľovou štruktúrou. Aby bol vytvorený takýto investičný projekt je potrebné starostlivo si premyslieť a preskúmať investičný zámer, varianty, spôsoby realizácie, bezpečnosť a očakávanú účinnosť, a to najmä z hľadiska budúcnosti - schopnosti uspokojiť potreby a požiadavky zákazníkov, zabezpečiť životaschopnosť a prosperitu podnikania.

Zlomovým bodom pri investičných projektoch je ich hodnotenie, na základe ktorého sa daný projekt prijíma alebo zamieta. Proces hodnotenie zahŕňa riziko, pretože projekty sú spravidla dlhodobé a budúce dôsledky nie sú stanoviteľné s úplnou istotou. Naopak efekty z nich plynúce sú značné neisté. Preto je dôležité vybrať vhodné metódy hodnotenia investičného projektu, ktoré zabezpečia relevantný podklad pre rozhodnutie o realizácii, resp. nerealizácii daného projektu.

KLÚČOVÉ ASPEKTY HODNOTENIA INVESTIČNÝCH PROJEKTOV

K použitiu jednotlivých metód hodnotenia investičných projektov je potrebné identifikovať a kvantifikovať kľúčové aspekty investičných projektov, ktoré predstavujú vstupné veličiny aplikácie každej jednej metódy. Hlavným kľúčovým aspektom sú peňažné toky, ktoré delíme na kapitálové výdavky a peňažné príjmy z investícií.

Kapitálové výdavky možno všeobecne charakterizovať ako relevantný výdaj spojený s investičným projektom, sú tvorené nasledujúcimi položkami: [12, s. 147]

- obstarávacía cena investície (vrátane dopravy, montáže, školenie a pod.)
- zvýšenie čistého pracovného kapitálu
- výdavky spojené s predajom a likvidáciou nahradzovaného investičného majetku
- daňové vplyvy

Peňažné príjmy z investícií predstavujú prognózu peňažných tokov plynúcich z projektu. Práve vymedzenia očakávaných peňažných príjmov je kritickým miestom celého

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov*

² Ing. Lucia Budinská, Katedra podnikových financií, FPM EU v Bratislave, budinska.lucia@gmail.com

projektu. Životnosť investičného majetku je omnoho dlhšia ako doba jeho obstarania, čím sa prehĺbuje faktor času a rizika. Do úvahy je potrebná brať infláciu a riziko odklonu skutočných peňažných príjmov od očakávaných. [13, s. 274] Za peňažné príjmy sa považujú: [8, s. 188]

- ročný zisk po zdanení
- ročný odpis
- zmena obežného majetku (čistý pracovný kapitál)
- príjem z predaja investičného majetku na konci životnosti

Diskontovaná sadzba sa síce používa iba pri metódach, ktoré pracujú s faktorom času, ale nakoľko sú tieto metódy najčastejšie využívané, možno diskontovanú sadzbu definovať ako druhý kľúčový aspekt hodnotenia investičných projektov. Diskontovaná sadzba umožňuje úpravu peňažných tokov na ich súčasnú hodnotu.

ETAPY HODNOTENIA INVESTIČNÝCH PROJEKTOV

Postup hodnotenia technicko-ekonomickej efektívnosti investičných projektov vychádza z konkrétnych podmienok podniku a konkrétneho typu výroby, pričom hodnotenie vždy zohľadňuje:

- hlavný cieľ podniku - rast trhovej hodnoty
- parciálne ciele - progresivity inovácií, výnosnosť, likvidita a riziko projektu

Výber ideálneho investičného projektu, alebo investičnej možnosti je určovaný pomocou štyroch etáp, ktoré sú znázornené v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 1 Etapy hodnotenia efektívnosti investičného projektu

	CIEĽ	KRITÉRIÁ	METÓDY
I. ETAPA Informácie potrebné na formuláciu investičného problému	získať informácie o dopyte a vývoji makroekonomických ukazovateľov	- veľkosť trhu - podiel na trhu - ceny výrobkov - makroukazovatele	SWOT analýza analýza trhu
II. ETAPA Posúdenie technicko-technologickej úrovne	navrhnuť variantné riešenia IP	- technické - technologické	benchmarking
III. ETAPA Posúdenie ekonomickej efektívnosti	posúdiť ekonomickú priechodnosť variantov IP pomocou hodnotenia efektívnosti	- ekonomické	dynamické
IV. ETAPA Posúdenie finančnej stability	posúdiť finančnú stabilitu variantov IP na základe konkrétneho spôsobu financovania IP	- finančné	dynamické
V. ETAPA Komplexné vyhodnotenie	vybrať optimálny variant IP a vyčíslit' možné dopady vybraných rizikových faktorov na jeho efektívnosť	- najvyššia relatívna technicko - ekonomická úroveň	viackriteriálne hodnotenie analýza rizika

Prameň: vlastné spracovanie podľa: JANEKOVÁ, J. 2007. Metodika hodnotenia efektívnosti investičných projektov: grantovaná úloha KEGA, Košice : Novus Scienta, 2007. s. 188.

Základom rozhodnutia, či prijať a realizovať daný projekt, a ktorý z navrhovaných projektov vybrať, je prepočet určitých ukazovateľov ekonomickej efektívnosti. Tieto ukazovatele merajú spravidla výnosnosť (návratnosť) zdrojov vynaložených na realizáciu projektu. [4, s. 68]

Existuje viacero postupov pre zhodnotenie ekonomicko - finančnej efektívnosti projektov, pričom ich možno deliť na štyri základné skupiny: statické metódy, dynamické metódy, rozhodovacie stromy a reálne opcie.

STATICKE METODY

Statické metódy sú často označované ako pomocné praktické postupy, kvôli tomu, že neberú do úvahy časovú hodnotu peňazí (súčasnú hodnotu budúcich peňazí). Veličiny, ktoré sú v ich aplikácii využité sú náklady, zisk a rentabilita. [10, s. 45]

Statické metódy sú jednoduché a zrozumiteľné, preto slúžia primárne na rýchle prvé vyhodnotenie projektu. Pri projektoch, kde faktor času zohráva dôležitú úlohu, by jednoznačne mali byť doplnené ďalšími metódami. Medzi základné statické metódy patrí:

- **priemerné ročné náklady**
Hodnotí investičný projekt z pohľadu nákladovej časti, pričom zahŕňa nielen kapitálové výdavky, ale aj ďalšie vzniknuté náklady v priebehu životnosti projektu, ako odpisy a iné prevádzkové náklady. Táto metóda vyberá najvýhodnejší projekt na základe najnižších priemerných ročných nákladoch.
- **doba návratnosti investície**
Určuje čas, za ktorý sa kumulované peňažné príjmy vyrovnajú výdavkom. Je to vlastne doba, kedy príjmy plynúce z projektu splatia prvotne vynaložené výdavky. Najvýhodnejší projekt je charakteristický najkratšou dobou návratnosti.
- **rentabilita investovaného kapitálu**
Tento ukazovateľ dáva do pomeru priemerný ročný zisk z projektu voči obstarávacej cene investičného majetku. Vyjadruje efektívnosť vynaložených peňažných prostriedkov. Najvyššia rentabilita signalizuje najvýhodnejší projekt.

DYNAMICKE METODY

Princípom dynamických metód je zohľadnenie faktora času, a to prostredníctvom diskontovania všetkých do výpočtu vstupujúcich veličín. Medzi základné metódy patrí:

- **čistá súčasná hodnota (ČSH)**
Vyjadruje rozdiel medzi kapitálovými výdavkami a diskontovanými CF (cash flow) plynúcimi z investičného projektu. Ak je ČSH kladná, dochádza k zhodnoteniu investovaného kapitálu nad úroveň požadovaného (alternatívneho) výnosu. V opačnom prípade je projekt stratový, a teda zamietnutý.
- **vnútorné miera výnosnosti (VMV)**
Podstatou je výpočet vnútorného výnosového percenta investičného projektu a jeho porovnanie s požadovaným výnosom. Vnútorné výnosové percento je taká miera výnosu, pri ktorej sa súčasná hodnota CF z investičného projektu rovná kapitálovým výdavkom, resp. pri ktorej sa ČSH rovná nule. [13, s. 294]
- **index ziskovosti (IZ)**
Vyjadruje pomer diskontovaných CF a kapitálových výdavkov, preto je žiaduce aby akceptovateľný projekt dosiahol IZ väčší ako jedna (to zodpovedá ČSH > 0).
- **diskontovaná doba návratnosti (DDN)**
Vyjadruje počet rokov, ktorý je potrebný k tomu, aby sa kumulované prognózované hotovostné toky vyrovnali počiatocným kapitálovým výdavkom. [6, s. 284]
- **diskontovaná pridaná hodnota podniku (DEVA)**
EVA predstavuje súhrn ekonomického zisku, ktorý zostane v podniku po uspokojení všetkých vkladateľov kapitálu. Veritelia získajú odmenu za požičaný kapitál (úrok) a vlastníci majú nárok na časť zo zisku po zdanení. DEVA túto hodnotu diskontuje.

Ak DEVA dosahuje kladnú hodnotu, všetky zúčastnené strany sú uspokojené a v podniku zostáva časť zisku na rozvojové potreby.

- **priemerný výnos z účtovnej hodnoty**

Vyjadruje pomer priemerných prognózovaných ziskov (peňažné príjmy upravené o odpisy a dane) a priemerných čistých účtovných hodnôt investície. Najvyššia percentuálna hodnota je kritériom výberu najvýhodnejšieho projektu.

Dynamické metódy odstraňujú nedostatky statických metód zohľadnením faktora času (diskontovaním prognózovaných peňažných príjmov) a čiastočne i faktora rizika. Avšak majú viaceré nedostatky, ktoré sú znázornené v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 2 Nevýhody dynamických metód

PREDPOKLAD	REALITA
Rozhodnutia sú ukončené, peňažné toky v budúcnosti sú fixné	Neistota a variabilita budúcich výsledkov, niektoré rozhodnutia sú odložené do budúcnosti, kedy je miera neistoty menšia.
Projekty sú považované za „mini firmy“ a sú zameniteľné s celou firmou	Podniky sú portfóliom zloženým z rôznych projektov a ich výsledných spoločných CF, preto niektoré projekty nemôžu byť hodnotené ako samostatné (nezávislé) CF.
Po zahájení je projekt riadený pasívne	Projekty sú aktívne riadené počas celého životného cyklu v závislosti od príležitostí, možností, rozpočtových obmedzení a pod.
Budúce voľné CF sú predikovateľné a deterministické	Je ťažké odhadnúť budúce CF, pretože sú stochastickou veličinou a majú rizikovú povahu.
Diskontná sadzba projektu predstavuje oportunitné náklady kapitálu, ktoré sú úmerné nediverzifikovateľnému riziku	Existujú mnohé zdroje rizika s rôznymi charakteristikami, niektoré sú diverzifikovateľné v rámci projektu a času.
Všetky riziká sú kompletne zahrnuté v diskontnej sadzbe	Riziko firmy a projektu sa môže v priebehu životnosti projektu meniť.
Všetky faktory, ktoré môžu ovplyvniť výsledky projektu a hodnotu pre investora sú zohľadnené v dynamických metódach modeloch cez ČSH alebo VMV	Z dôvodu komplexnosti projektu a možných externalít je nemožné kvantifikovať všetky faktory ovplyvňujúce CF. Neplánované výsledky z podnikateľského zámeru môžu byť významné a strategicky dôležité.
Neznáme, nehmotné a nemerateľné faktory sú ocenené nulou	Mnoho dôležitých benefítov vyplýva z nehmotných aktív alebo z kvalitnej strategickej pozície
CF plynie z projektu a do projektu v rovnakom čase, typicky na konci roka	CF plynie v nepravidelných intervaloch.
Všetky toky sú diskontované rovnakou sadzbou počas celej životnosti, t.j. riziko počas životnosti projektu je stále rovnaké	Riziko sa neustále mení pod vplyvom rôznych endogénnych a exogénnych veličín

Prameň: vlastné spracovanie podľa: MUN, J. 2002. Real options analysis. Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions. New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2002, 416 s. ISBN 0-471-25696-X. a FABOZZI, J. F. - PETERSON, P. 2003. Financial management and analysis, New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2003. 1024 s. ISBN: 978-0471234845

ROZHODOVACIE STROMY

Rozhodovacie stromy sa primárne snažia sa o identifikáciu zlomových bodov. Bodov, kedy investor volí jednu z možných ciest, o ktorej si myslí, že je najvýhodnejšia. Obmedzením tejto metódy je počet možných vetvení ako aj časových momentov

rozhodovania. Problémom je naplnenie rozsiahlych rozhodovacích stromoch vierohodnými hodnotami a naopak pri prílišnom zjednodušovaní strácajú vypovedaciu hodnotu.

REÁLNE OPCIE

Využitie reálnych opcií v procese hodnotenie investičných projektov je jedna z najnovších metód v tejto oblasti. Jej vznik bol podnietený nedostatkami dynamických metód, ktoré reálne opcie riešia primárne nasledujúcim spôsobom:

Tabuľka 3 *Dynamické metódy vs. reálne opcie*

DYNAMICKÉ METÓDY	REÁLNE OPCIE
Operatívne rozhodnutia sú vykonané a nemenia v budúcnosti.	Možnosť vykonať zmeny na základe zistenia nových informácií.
Vopred určené očakávané CF.	CF závisí od budúcich neistých podmienok.
Statické a pasívne.	Umožňujú manažérsku flexibilitu - reakciu na meniace sa podmienky.

Prameň: vlastné spracovanie podľa: BRACH, M. A. 2003. H.2005. *Real Options in Practice*. 1. vyd. New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2003. 331 s. ISBN 0-471-26308-7.

Najväčším prínosom reálnych opcií je zahrnutie faktora flexibility. Tieto metódy predstavujú aktívny prístup, ktorý je charakteristický možnosťou vykonať budúce rozhodnutie na základe dodatočných informácií, ktoré v čase hodnotenia neboli známe.

Táto kľúčová výhoda reálnych opcií zároveň predstavuje určité obmedzenie ich použitia. Reálne opcie nie je možné používať univerzálne na všetky typy projektov. Možno ich použiť len v prípadoch takých projektov, kedy manažment disponuje schopnosťou reagovať na neistotu, meniace sa konkurenčné prostredie a tiež formujúce sa budúce prostredie. [2, s. 305]

Preto pre podniky pôsobiace v stabilných odvetviach, je použitie metódy reálnej opcie zbytočné, pretože hodnota reálnej opcie je nulová (kvôli nulovej hodnota flexibility). Z tohto titulu budú hodnoty vypočítané pomocou reálnej opcie totožné s hodnotami vypočítanými použitím tradičných metód.

Metodológia hodnotenia investičných projektov na základe reálnych opcií vychádza priamo z finančných opcií, ktoré sa využívajú vo svete bankovníctva a burzových trhov.

Finančné opcie sú transakcie, pri ktorých je v reálnom čase uzavretá zmluva medzi dvoma subjektami o zobchodovaní určitého množstva určitého aktíva v presne stanovenom termíne v budúcnosti za podmienok, keď je už v súčasnosti určená cena, za ktorú bude aktívum zobchodované. [11, s. 6] Základnou charakteristikou opcií je asymetrické právo, t.j. jedna strana je zvýhodnená, pretože má právo zmluvu využiť, nie však povinnosť.

V závislosti od práva kúpy alebo predaja sú opcie rozdeľujú na:

- kúpna opcia (call) - držiteľ má právo kúpiť a vypisovateľ povinnosť predat'
 - predajná opcia (put) - držiteľ má právo predat' a vypisovateľ povinnosť kúpiť
 - zložená opcia (compound) - opcia, ktorá je vypísaná na inú štandardnú opciu
- Na základe charakteru subjektu vstupujúceho do kontraktu sa pri opciách rozlišuje:
- dlhá pozícia (long) - nákupca a vlastník opcie
 - krátka pozícia (short) - vypisovateľ opcie

Pod reálnou opciou sa chápe priestor pre jednanie, ktorý vzniká vo väzba na investičný projekt. Táto vyjednávacía pozícia umožňuje flexibilnú reakciu, resp. prispôbenie investičných rozhodnutí prostredníctvom managementu. [14, s. 145]

Reálne opcie tak predstavujú príležitosť nielen vytvoriť, ale aj oceniť budúce hodnoty vytvárané strategickými rozhodnutiami manažmentu. Hodnota projektu je podľa reálnych opčných metód čistá súčasná hodnota (vypočítaná prostredníctvom tradičných metód) zvýšená o prémii, ktorá je ohodnotením flexibility budúcich rozhodnutí manažmentu v súvislosti s realizovaným projektom. [11, s. 20]

Táto prémia predstavuje pozitívne riziko súvisiace s investičným projektom, t.j. hodnotu flexibility, ktorá je vyjadrená hodnotou reálnej opcie. Hodnotu reálnej opcie možno určiť možno dvomi základnými spôsobmi:

- **Black-Scholesov model** (spojitý)

Jedná sa o veľmi sofistikovaný a zložitý model. Jeho základným je predpokladom je, že hodnota podkladového aktíva prípadne peňažných tokov sa mení spojitým v čase, čo znamená, že časový úsek je rozdelený na nekonečné množstvo podúsekov.

- **binomický model** (stochastický nespojitý)

Vychádza z predpokladu, že celý vývoj počas priebehu životnosti opcie možno rozdeliť do určitého (konečného) počtu čiastkových časových úsekov. To samozrejme spôsobuje značné zjednodušenie reality. Napriek tomu je tento model dôležitým nástrojom, pre pochopenie mnohých dôležitých aspektov, ktoré s opciami súvisia. Dokonca dá sa dokázať, že v mnohých prípadoch tento model konverguje k Black-Scholesovmu modelu. [1, s. 86]

Pred samotnými výpočtami hodnoty opcie je potrebné identifikovať druh opcie súvisiacej s investičným projektom. Existuje viacero druhov reálnych opcií, pričom medzi základné patrí:

Tabuľka 4 Druhy reálnych opcií

REÁLNA OPCIA (DRUH)	PRÁVO NA	TYP OPCIE
VYČKÁVANIA	Získanie CF z projektu za platbu kapitálových výdavkov.	call
ROZFÁZOVANIA	Rozdelenie platieb výdavkov a príjmov do viacerých časových období.	compound
PRERUŠENIA	Budúce CF, ktoré sú hradené len fixnými operatívnymi nákladmi.	call
UKONČENIA	Získanie likvidačnej hodnoty za cenu budúcich CF.	put
ROZŠÍRENIA / ZÚŽENIA	Dané CF za cenu investičných nákladov.	call alebo put
ZÁMENY	Ukončenie / otvorenie existujúcich aktivít	call a put
INOVÁCIE	Hodnotu nasledujúcich projektov za akceptáciu uskutočnených projektov.	call alebo compound

Prameň: vlastné spracovanie podľa: SCHOLLEOVÁ H.2005. *Reálne opce*. 1. vyd. Praha : Oeconomica, 2005. s. 40. ISBN 80-245-0868-0.

Z pohľadu praxe sa metodológia reálnych opcií veľmi nevyužíva aj z dôvodu komplikovanosti a zdĺhavosti. Napriek tomu mnoho manažérov, najmä vo svete, aspoň intuitívne „počíta“ s možnosťou modifikácie hodnotenej investície, a teda s možnosťou existencie flexibility projektu bez toho, aby hodnotu flexibility aj oceňovali. To im minimálne umožňuje „popremýšľať“ aj nad projektom, ktorý by bol na základe tradičných metód zamietnutý. Z toho vyplýva, že ak nie je metóda reálnych opcií v praxi priamo aplikovaná, je prinajmenšom uplatňovaná ako spôsob myslenia. [7, s. 41]

ZÁVER

Investičné projekty majú rôznu formu a sú posudzované z rôznych hľadísk, záleží na konkrétnom projekte a podniku, v ktorom je schvaľovaný. Každá metóda hodnotenia má svoje limity, výhody aj nevýhody a tiež podmienky, v ktorých funguje lepšie ako ostatné metódy. Preto sa odporúča kombinácia jednotlivých metód sledujúcich vytýčený podnikový cieľ s prihliadnutím na dané špecifiká a potreby investičného projektu.

Prínosom metódy reálnych opcí je zohľadnenia flexibility. Predstavujú aktívny prístup, kedy je možnosť vykonať budúce rozhodnutie na základe dodatočných informácií, ktoré v čase hodnotenia nie sú známe.

Okrem správneho výberu metódy hodnotenia investičného projektu je veľmi dôležitá dôkladná príprava investičného projektu. Treba jej venovať dostatočnú pozornosť, pretože jedine kvalitné spracovanie investičného projektu umožní odhaliť slabé miesta (projektu alebo podniku), rýchlo a adekvátne reagovať na zmeny v okolitom prostredí, a tak vytvoriť predpoklady pre dlhodobý úspech podniku a jeho prosperitu.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] AMBROŽ, L. 2002. Oceňování opcí. Praha : C. H. Beck, 2002. 313 s. ISBN 80-7179-531-3.
- [2] BRACH, M. A. 2003. Real Options in Practice. 1. vyd. New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2003. 384 s. ISBN 0-471-26308-7.
- [3] FABOZZI, J. F. - PETERSON, P. 2003. Financial mamagement and analysis. 2. vyd. New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2003. 1024 s. ISBN 978-0471234845.
- [4] FOTR, J. - SOUČEK, I. 2011. Investiční rozhodování a řízení projektů : jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů. 1. vyd. Praha : Grada Publishing a.s., 2011. 408 s. ISBN 978-80-247-3293-0.
- [5] JANEKOVÁ, J. 2007. Metodika hodnotenia efektívnosti investičných projektov : grantovaná úloha KEGA. Košice : Novus Scienta, 2007. 190 s.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. 2010. Manažerské finance. 3. vyd. Praha : C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [7] KRAMÁROVÁ, K. - KICOVÁ, E. 2014. Použitie reálnych opcí ako metódy hodnotenia projektov v rámci investičnej činnosti podniku. In GRANT journal. ISSN 1805-062X, 2014. roč. 3. č.1. s. 37 - 41. [online]. [cit. 13-05-2014] Dostupné na internete: <<http://www.grantjournal.com/issue/0301/PDF/0301kramarova.pdf> >
- [8] MULAČOVÁ, V. - MULAČ, P. a kol. 2013. Obchodní podnikání ve 21. století. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, a.s., 2013. 520 s. ISBN 978-80-247-4780-4.
- [9] MUN, J. 2002. Real options analysis : Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions. New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2002, 416 s. ISBN 0-471-25696-X.
- [10] NOVOTNÝ, J. - SUCHÁNEK, P. 2007. Nauka o podniku II. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2007. 172 s. ISBN 978-80-210-449-68.
- [11] SCHOLLEOVÁ, H. 2005. Reálné opce. 1. vyd. Praha : Oeconomica, 2005. 102 s. ISBN 80-245-0868-0.
- [12] SYNEK, M. a kol. 2011. Manažerská ekonomika. 5. vyd. Praha : Grada Publishing, a.s., 2011. 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.
- [13] VALACH, J. 2010. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. vyd. Praha : EKOPRESS, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
- [14] VÁCHAL, J. - VOCHOZKA, M. 2013. Podnikové řízení. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, a.s., 2013. 685 s. ISBN 978-80-247-4642-5.

SIETE OBCHODNÝCH ANJELOV NA NEINŠTITUCIONÁLNOH TRHU RIZIKOVÉHO KAPITÁLU¹

BUSINESS ANGELS NETWORK ON THE INFORMAL VENTURE CAPITAL MARKET

Elena Fetisovová², Ladislav Nagy³

Kľúčové slová: neformálny trh rizikového kapitálu, obchodní anjeli, siete obchodných anjelov, rizikové investície

JEL Klasifikácia: G24, G28, M13

ÚVOD

Hlavným zdrojom „klasického“ rizikového kapitálu je tzv. neformálny trh, ktorý tvoria jednotlivci s obrovským majetkom. Sú to ľudia, ktorí sa sami presadili a uspeli, majú značné podnikateľské skúsenosti a sú ochotní investovať svoje vlastné prostriedky do podnikov.

Väčšina z nich sú investori, ktorí neinvestujú príliš často a neukazujú sa navonok. Nie sú vedení v žiadnych adresároch a neexistujú nijaké verejne prístupné záznamy o ich investíciách. Preto nie je možné povedať, koľko ich v skutočnosti je a koľko preinvestovali, všetko sú to len odhady.

BUSINESS ANGELS – OBCHODNÍ ANJELI

Business angels (obchodní, podnikateľskí anjeli) sú rozmanitou skupinou a je veľmi ťažké ju, ako aj jej činnosť zovšeobecniť. Napriek tomu môžeme uviesť hlavné znaky investície obchodných anjelov podľa parametrov:

- *veľkosť investície* ⇒ investujú skôr menšie sumy;
- *znaky podniku* ⇒ podnikoví anjeli investujú do všetkých priemyselných sektorov, ale predovšetkým do úplne začínajúcich podnikov a podnikov v ranej etape rozvoja (aj keď investície možno nájsť vo všetkých etapách rozvoja podnikov);
- *štruktúra investície* ⇒ väčšina investícií predstavuje financovanie základného kapitálu podniku.

Investície podnikateľských anjelov však môžu byť spojené aj s úvermi.

Podnikateľskí anjeli zvyčajne nemajú kontrolný podiel v podniku, hovorí sa im, že sú to investori s pridanou hodnotou. Do podniku prispievajú svojím obchodným prehľadom a zručnosťami, podnikateľskými skúsenosťami, know-how a neformálnymi kontaktmi, čo predstavuje širokú škálu strategických, monitorovacích a podporných vstupov do podniku.

Z hľadiska geografického rozloženia neformálny trh rizikového kapitálu je miestnym, lokálnym trhom. Väčšina investícií, ktoré zrealizujú, sú miestne investície, zvyčajne vo vzdialenosti 75 – 150 km od miesta, kde žijú. Podnikoví anjeli, ktorí sa vysoko špecializujú

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku*.

² doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, efetisov@euba.sk

³ Ing. Ladislav Nagy, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, ladislav.nagy@euba.sk

v investovaní (napr. do konkrétneho sektora alebo do technológií), investujú aj na väčšie vzdialenosti.

Väčšinu podnikateľských anjelov motivuje príležitosť dosiahnuť zisk z kapitálu. Preto sa zaujímajú len o investovanie do podnikov, ktoré majú potenciál dosiahnuť ziskový rast. To predstavuje návratnosť investície ročne vo výške 30 % a viac (spriemerované podľa životnosti investície) v prípade začínajúcich podnikov a minimálne 20 %, ak investujú do už etablovaných podnikov. Podnikateľských anjelov motivujú aj *nefinančné aspekty*, predovšetkým príležitosť zohrať úlohu v podnikovom procese a zábava pri realizovaní investície.

Prístup podnikových anjelov k investovaniu ovplyvňujú 3 hlavné skutočnosti:

- pretože investujú svoje vlastné peniaze, nemusia svoje rozhodnutie predkladať nikomu na schválenie,
- zvyčajne v rámci neformálnych investícií investujú relatívne malú časť svojho majetku, a keďže sú dostatočne bohatí, nepotrebujú ani výnosy z úspešnej investície,
- podnikateľské skúsenosti a finančné znalosti väčšiny podnikových anjelov znamenajú, že vedia zhodnotiť výhody a riziká príslušnej investície, predovšetkým investujú v tých odvetviach, kde už majú skúsenosti.

VÝHODY A NEVÝHODY VSTUPU NEFORMÁLNEHO RIZIKOVÉHO KAPITÁLU

Neformálny podnikový kapitál má niekoľko prítlačlivých stránok. Aj keď podnikový anjel chce dosiahnuť návratnosť svojich investícií vo forme zhodnotenia kapitálu, čiastočne ho motivujú aj nefinančné zábery a záujmy, preto je ochotný pristúpiť aj na nižšiu predpokladanú návratnosť.

Vo všeobecnosti sa podnikateľskí anjeli rozhodujú rýchlo o tom, či investujú, alebo nie. Štúdie zrealizované v USA poukazujú na to, že čas, ktorý uplynie od prvého stretnutia po získanie finančných prostriedkov, je kratší v prípade týchto investorov než fondov rizikového kapitálu (2,5 mesiaca v porovnaní so 4,5 mesiacom). Väčšina podnikových anjelov sa priamo zapája do života podnikov, do ktorých investovali. V niektorých prípadoch môže tento investor dokonca zohrávať aktívnu manažérsku úlohu.

SIETE OBCHODNÝCH ANJELOV

Skúsenosti vo viacerých krajinách sveta ukazujú, že začínajúci podnikatelia majú ťažký prístup k jednotlivým zdrojom financovania. V dôsledku obmedzeného prístupu ku kapitálu vzniká tzv. *kapitálová medzera* alebo medzera financovania (equity gap, finance gap), ktorá je výsledkom nedostatočnej ponuky finančných zdrojov v predštartovacej a štartovacej fáze i vo fáze začiatočného rozvoja malého podnikania. Nerovnováhu spôsobujú subjekty na strane ponuky a dopytu súčasne, ktorá vedie k vzniku informačných asymetrií medzi subjektami, ktoré ponúkajú kapitál a podnikateľov hľadajúcich finančné zdroje. Hlavnými príčinami týchto problémov sú najmä absencia dôvery medzi jednotlivými účastníkmi trhu a snaha bánk a spoločností rizikového kapitálu eliminovať vysokú rizikovosť začínajúcich malých podnikov. Malé podniky na strane dopytu po kapitáli spravidla nepoznajú výhody financovania rizikovým kapitálom, nedôverujú investorom, majú obavy zo straty samostatnosti pri rozhodovaní a snažia sa vyhnúť kontrole pri podnikaní. Majú krátku, príp. nemajú žiadnu históriu a absentujú preukázateľné výsledky „ex post“, tieto rizikové faktory zvyšuje aj nízka úroveň podnikateľských zámerov. Na základe týchto skutočností je prirodzené, že banky odmietajú poskytnúť malým podnikateľom úver, pretože existuje väčšie nebezpečenstvo, že sa dostanú do platobných ťažkostí. Na druhej strane malí podnikatelia majú nedostatok majetku, ktorým by obchodnej banke ručili za získaný úver. Banky

a spoločnosti rizikového kapitálu nie sú schopné efektívne reagovať na výzvy vyplývajúce z rizikovosti a nárokov malých podnikateľov. Dostupnosť úverov a externých vlastných zdrojov pre malé podniky sa obmedzuje aj v dôsledku vysokých transakčných nákladov a slabá ponuka malého objemu finančných zdrojov vedie k vzniku kapitálovej medzery.

Od polovice 80. rokov 20. storočia sa trh private equity prešiel významnými zmenami. Segment inštitucionálneho trhu rizikového kapitálu sa začal orientovať hlavne na financovanie špeciálnych typov akvizícií – na manažérske odkúpenia (MBO, MBI, BIMBO), na financovanie rozvoja (expansion) a na vstup revitalizačného a náhradného kapitálu. Dôvody sú veľmi jednoduché: rizikovosť investície je podstatne nižšia vo väčších, už existujúcich podnikoch s dlhšou históriou a návratnosť investície je takisto kratšia.

Prístup ku kapitálu na založenie, štart a začiatkový rozvoj malých podnikov čoraz vo väčšej miere závisí od atraktívneho fungovania neinštitucionálneho trhu rizikového kapitálu. Obchodní anjeli, ako neformálne subjekty na strane ponuky trhu rizikového kapitálu, sú významnými fyzickými osobami, ktoré investujú finančný i duševný kapitál (podnikateľské skúsenosti, vedomosti, odborné znalosti) do malých, začínajúcich podnikov, s ktorými pred investíciou nemali žiadne vzťahy. Neukazujú sa navonok, investujú len malú časť svojho majetku a sú vysoko motivované s bohatými skúsenosťami s vedením svojich podnikov.

Sprostredkovateľské inštitúcie – **siete obchodných anjelov** (business angel network) – tvoria tzv. informačný kanál medzi obchodnými anjeli a malými podnikateľmi, ktorí hľadajú rizikový kapitál. Hlavnou úlohou týchto sietí je riešiť dve hlavné príčiny nízkej účinnosti neformálneho trhu rizikového kapitálu, ktorými sú: skrývajúce sa správanie obchodných anjelov a vysoké náklady oboch strán na vyhľadávanie partnerov.

Siete obchodných anjelov so svojimi službami umožňujú, aby podnikatelia mohli ponúknuť investičný návrh súčasne viacerým súkromným investorom. Okrem toho ponúkajú široký okruh investičných príležitostí pre obchodných anjelov, pričom zabezpečujú pre nich aj anonymnosť až do okamihu rokovania s malými podnikateľmi.

V súčasnosti veľmi rozšírenou formou je *virtuálne sprostredkovanie* prostredníctvom internetu. Investori a podnikatelia udajú na internetovej stránke siete presnú charakteristiku preferovanej investície/preferovaného investora, tieto údaje sa potom dostanú do počítačovej databázy. Počítač zabezpečuje virtuálne stretnutie ponuky a dopytu. *Investičné oznámenia* sú pravidelne vydané informačné publikácie obsahujúce investičné príležitosti. Výhodou týchto publikácií je, že podnikový anjel si môže sám vybrať cieľovú spoločnosť. Treťou formou sprostredkovania sú *investičné fóra*, kde podnikateľ prezentuje sám svoje podnikateľské iniciatívy, nápady, tak sa vytvára priestor na osobné stretnutie s obchodným anjelom. Na investičné rozhodnutia obchodných anjelov má totiž veľký vplyv samotná osobnosť a charizma podnikateľa.

Stratégia sietí obchodných anjelov je zameraná na vybudovanie spolupráce s čo najväčším počtom podnikateľov a investorov, určitý počet členov je totiž potrebný na zabezpečenie plynulého fungovania sprostredkovateľskej činnosti a na chod inštitúcie. Nábor členov sa uskutočňuje pomocou seminárov, publikácií v odborných časopisoch, vydávaním vlastných publikácií a pod. Vznik sietí je spravidla výsledkom spoločnej iniciatívy verejného a súkromného sektora. Siete neziskového charakteru sú podporované nielen z verejných, ale aj zo súkromných zdrojov (členské príspevky a podpora sponzorov zo súkromného sektora).

Z hľadiska geografického rozloženia rozlišujeme nasledujúce typy sietí:

- **regionálne alebo lokálne siete.** Obchodní anjeli preferujú najmä regionálne projekty a investujú do takých podnikov, ktorých sídlo je vo vzdialenosti 50 – 150 km od miesta, kde žijú. Blízkosť umožňuje vybudovať osobné kontakty a rýchle informačné toky. Väčšina sietí funguje na regionálnej úrovni, napríklad Nordbayerische Business Angels;

- **národné siete**, ktorých hlavnou úlohou je spájať lokálne siete, napríklad v Škótsku Local Investment Network Company, v Anglicku National Business Angel Network;
- **medzinárodné siete**, ktorých vznik determinovali rastúca globalizácia hospodárskeho života a integračné procesy. Podporujú mobilitu investorov, napomáhajú spoluprácu medzi jednotlivými národnými sieťami a podporujú výskumné aktivity. V Európe tieto úlohy vykonáva Európska sieť obchodných anjelov (European Business Angel Network).

Špeciálnym účastníkom anglického neformálneho trhu rizikového kapitálu je *inštitucionálny archanjel* (institutional archangel). Je ziskovou organizáciou, ktorá vyhľadáva a kategorizuje investičné príležitosti, potom z členov siete vytvára investičné syndikáty. Odmenu dostáva od začínajúcich podnikateľov hľadajúcich investorov. Vo väčšine prípadov aj spolupracuje so spoločnosťami rizikového kapitálu, ktoré spravujú také fondy, do ktorých môžu obchodní anjeli (ako pasívni investori) investovať.

Ponukovú stránku neinštitucionálneho segmentu trhu rizikového kapitálu tvoria súkromné osoby a ich individuálne syndikáty, čo umožňuje rozvíjať humánne aspekty systému vzťahov medzi investormi a podnikateľmi, a pri investičných transakciách sa nie vždy uplatňuje ekonomická racionalita. Obchodní anjeli sa v porovnaní s inštitucionálnymi investormi podieľajú na rozvoji malého podnikania nielen z finančných záujmov, ale ich investičné rozhodnutia determinujú aj hedonistické a altruistické príčiny. *Hedonizmus* (po grécky *hedone* – rozkoš) je filozofický smer, etické učenie, podľa ktorého je dobro to, čo ľuďom poskytuje rozkoš alebo ich zbavuje utrpenia. *Altruizmus* je mravný princíp spočívajúci na nezištnej službe iným ľuďom, v ochote obetovať pre nich dobro

Tabuľka 1 Poradie investičných motívov nemeckých a amerických obchodných anjelov

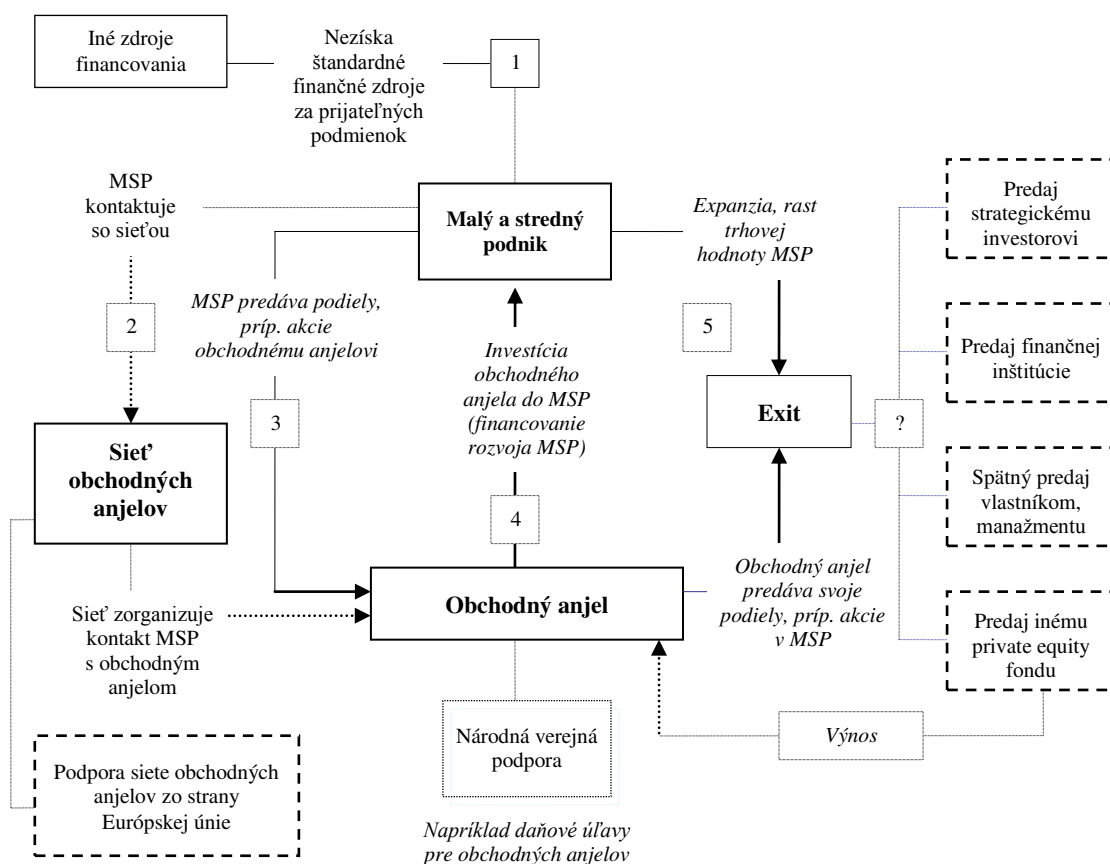
Hlavné motívy	Nemeckí anjeli	Americkí anjeli
Investovanie poskytuje radosť (hedonistické dôvody)	1.	4.
Podporovať mladých podnikateľov (altruistické dôvody)	2.	5.
Záujem dosiahnuť vysokú mieru výnosnosti investície	3.	1.
Podpora výroby nevyhnutného produktu pre spoločnosť	4.	6.
Finančná pomoc kamarátom pri založení podniku	5.	3.
Optimalizácia daňovej povinnosti	6.	2.

Prameň: Karsai (2012)

Komparácia výsledkov tabuľky 1 poukazuje na veľmi ostré rozdiely v investičných motívoch nemeckých a amerických anjelov. Nemeckí anjeli investujú s cieľom dosiahnuť psychologické prínosy, kým americkí na prvom mieste poznačili finančné záujmy. Výrazné sú humánne aspekty investovania nemeckých anjelov, takéto investovanie totiž prispieva vo väčšej miere k rastu malého podnikania, pretože sa sledujú nielen vlastné záujmy, ale i záujmy druhej strany (podnikateľa). Uprednostnenie hedonistických a altruistických motívov investovania môže byť výsledkom aj toho, že obchodní anjeli sú dostatočne bohatí a nepotrebujú výnosy z úspešnej investície. Rozdielne poradie motívov môžu vyvolať aj kultúrne rozdiely v jednotlivých krajinách.

Podľa prieskumu britských ekonómov Masona, M. C. a Harrisona, T. R (2012) mnohí obchodní anjeli sú ochotní alokovať väčší podiel svojho investičného portfólia do nekótovaných spoločností, t. j. do malých a stredných podnikov. Investičné aktivity britských

obchodných anjelov významnou mierou ovplyvnili aj priznivé daňové stimuly. Určitou bariérou je to, že mnohé malé a stredné podniky nezodpovedajú ich investičným kritériám a väčšina investičných návrhov je vypracovaná na menej kvalitnej úrovni.



Obrázok 1 Model fungovania sietí obchodných anjelov v praxi

Obrázok 1 znázorňuje, ako siete obchodných anjelov fungujú v európskej praxi. Najväčší počet sietí obchodných anjelov sú vo Veľkej Británii, kde je neformálny trh rizikového kapitálu najefektívnejší v porovnaní s ostatnými krajinami západnej Európy, potom nasleduje Nemecko a Francúzsko. Väčšina sietí má neziskový charakter a sú financované z verejných zdrojov, z podpory súkromných sponzorov a z ročných registračných poplatkov svojich členov. Sieť sa zriadi a propaguje sa ako kontaktné miesto pre investorov a podnikateľov. Organizuje priamy kontakt potenciálnych investorov s malými a strednými podnikmi. Za túto službu platí investor a podnik poplatok. Investor a malý a stredný podnikateľ rokujú o dohode, na základe ktorej obchodný anjel dodá kapitál a vo väčšine prípadov aj poradenskú podporu za majetkový podiel. Záležitosťou oboch strán je, aby dospeli k dohode. V mnohých prípadoch obchodný anjel nedostane zaplatené za svoj čas, ale dostane podiel na zisku, príp. možno dohodnúť aj poplatok za jeho poradenskú službu. Obchodný anjel na záver môže predat' svoj podiel v partnerskom podniku. Členské štáty EÚ môžu poskytnúť daňové stimuly pre obchodných anjelov, aby nadobúdali podiely, príp. akcie v malých a stredných podnikoch.

Ponukovú stránku neinštitucionálneho segmentu trhu rizikového kapitálu tvoria súkromné osoby a ich individuálne syndikáty, čo umožňuje rozvíjať humánne aspekty systému vzťahov medzi investormi a podnikateľmi, a pri investičných transakciách sa nie vždy uplatňuje ekonomická racionalita. Obchodní anjeli sa v porovnaní s inštitucionálnymi investormi podieľajú na rozvoji malého podnikania nielen z finančných záujmov, ale ich investičné rozhodnutia determinujú aj hedonistické a altruistické príčiny.

Tabuľka 2 Rozdiely medzi neformálnym a formálnym trhom rizikového kapitálu

Kritériá	Neformálny trh rizikového kapitálu	Formálny trh rizikového kapitálu
Investori	obchodní anjeli	hlavne inštitucionálni investori
Financované podniky	začínajúce malé podniky	podniky nekótované na burzách
Lokalita investície	regionálna	medzinárodná, národná
Charakter zmluvy o spolupráci	jednoduchý	zložitý
Investovaný kapitál	vlastný majetok	majetok fondu rizikového kapitálu
Strategický cieľ	úspech podniku	rýchla návratnosť, vysoká výnosnosť
Návratnosť	nie je dôležitá	je dôležitá
Spolupráca s podnikom	veľmi aktívna	strategický a kontrolný charakter
Výstup	nie je dôležitý	je dôležitý
Due diligence (hlbková analýza)	minimálna	dôsledná
Charakter investorovho portfólia	menej diverzifikovaný	diverzifikovaný

Prameň: vlastné spracovanie

Neformálny a formálny trh rizikového kapitálu nefungujú izolovane, ale v určitej miere sa navzájom dopĺňajú. Vzťahy medzi jednotlivými segmentmi trhu môžu byť rôzne, zahŕňajú na seba nadväzujúce investície v rôznych fázach rozvoja podniku, spoločné investície anjelov a inštitucionálnych investorov, odovzdanie investičných transakcií (pri výstupe z malého podniku syndikát obchodných anjelov odpredá svoje podiely fondu rizikového kapitálu) a v neposlednom rade investície obchodných anjelov do fondov rizikového kapitálu.

ZÁVER

Ak vznikne perspektívny podnikateľský zámer, existuje niekoľko spôsobov, ako získať finančné prostriedky na jeho realizáciu. Predovšetkým sú to akumulované úspory, úver od banky, lízing a rizikový kapitál.

Prístup k finančným zdrojom hlavne v období vzniku a začiatočného rozvoja podniku nebýva ľahký. Vyplýva to aj z opatrnosti bánk pri poskytovaní úverov, ale aj z toho, že tieto štádiá majú svoje špecifiká: je tu vysoké riziko neúspechu, že daný výrobok alebo služba na trhu neobstojí; sú tu potenciálne vysoké výnosy, ktoré v prípade úspechu prinesie inovácia svojim realizátorom. Preto aj vo vyspelých trhových ekonomikách sa tieto štádiá väčšinou nefinancujú pomocou úveru, ale práve špeciálnymi zdrojmi.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] FETISOVOVÁ, E. 2007. *Rizikový kapitál – alternatívny zdroj financovania podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo Ekonóm, 2007. 96 s. ISBN 978-80-225-2289-2.
- [2] FETISOVOVÁ, E.; VLACHYNSKÝ, K.; SIROTKA, V. 2004. *Financie malých a stredných podnikov*. Bratislava : Iura Edition, 2004. 206 s. ISBN 80-89047-87-4.
- [3] FETISOVOVÁ, E.; HUCOVÁ, E.; NAGY, L.; VLACHYNSKÝ, K. 2012. *Aktuálne problémy financií malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo Ekonóm, 2012. 258 s. ISBN 978-80-225-3366-9.
- [4] HYRÁNEK, E.; BIKÁR, M. 2010. *Manažment úverového financovania a úverových obchodov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2010. 224 s. ISBN 978-80-225-3042-2.
- [5] HYRÁNEK, E.; BRIEDIKOVÁ, A.; GRELL, M. 2013. Zlepšovanie kľúčových procesov podniku ako súčasť jeho stratégie. In *Ekonomické rozhl'ady*. ISSN 0323-262X, 2013, roč. 42, č. 2, s. 210-225.
- [6] HYRÁNEK, E. 2004. Trendy smerovania podnikovej sféry v súvislosti so vstupom do Európskej únie. In *Ekonomické rozhl'ady*. ISSN 0323-262X, 2004, roč. 33, č. 1, s. 39-45.
- [7] HYRÁNEK, E.; GRELL, M. 2005. Krátkodobé finančné rozhodovanie v podnikovej praxi. In *Ekonomika a manažment*. ISSN 1336-3301, 2005, roč. 2, č. 2, s. 19-29.
- [8] HYRÁNEK, E. 2007. Vlastnícky aspekt merania efektívnosti podniku. In *Nová ekonomika*. ISSN 1336-1732, 2007, roč. 6, č. 2, s. 74-78.
- [9] KARSAI, J. 2012. *A kapitalizmus új királyai*. Budapest : Közgazdasági Szemle Alapítvány és a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézete, 2012. 249 o. ISBN 978-963-08-3176-5.
- [10] MAKRA, Zs.; KOSZTOPULOSZ, A. 2004. Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. In *Közgazdasági Szemle*. ISSN 0023-4346, 2004. július–augusztus. LI. évf., 717-739. o.
- [11] MASON, M. C.; HARRISON, T. R. 2012. Barriers to investment in the informal venture capital sector. In *Entrepreneurschip and Regional Development*. ISSN 0898-5626. 2012, Nr. 14, pp. 271-287.

KRITÉRIÁ ROZHODOVANIA O UDRŽANÍ ÚVEROVEJ TAKTIKY PODNIKU¹

DECISION CRITERION ABOUT KEEPING OF COMPANY CREDIT TACTICS

Magdaléna Kubranová²

Kľúčové slová: úverová taktika, platobná podmienka, oneskorené platby, úroky z omeškania

JEL Klasifikácia: G22, G32, M21

ÚVOD

Mnoho platieb v obchodných transakciách medzi hospodárskymi subjektmi alebo medzi hospodárskymi subjektmi a orgánmi verejnej moci sa uskutočňuje s omeškaním, než ako bolo dohodnuté v obchodnej zmluve alebo stanovené vo všeobecných obchodných podmienkach. Hoci bol tovar dodaný alebo služby poskytnuté, zodpovedajúce faktúry sú často zaplatené dlho po termíne splatnosti. Takéto oneskorené platby negatívne ovplyvňujú likviditu a komplikujú finančné hospodárenie podnikov, hlavne v prípade, keď veriteľ z dôvodu oneskorenej platby musí riešiť nedostatok peňažných prostriedkov z externých zdrojov. Oneskorené platby predstavujú jednu z hlavných prekážok voľného pohybu tovaru a služieb na jednotnom trhu. Aj Európska smernica o oneskorených platiach bola prijatá ako odpoveď na reálnu potrebu rozvoja kultúry včasných platieb a tým umožnila podnikom uplatniť jej atribúty v úverovej politike a samotnej taktike obchodných rokovaní. Cieľom príspevku je formulovať určité aplikačné aspekty, ktoré významne ovplyvnia rozsah informácií potrebných pri rozhodovaní o udržiavaní úverovej taktiky vo vzťahu k obchodným partnerom.

ÚVEROVÁ TAKTIKA A ROZSAH INFORMÁCIÍ

Úverová taktika podniku súvisí v prevažnej miere s obchodnou úverovou politikou t.j. poskytovaním obchodného úveru odberateľom podnikových produktov a služieb. Úverová politika je úzko spojená s dlhovou, marketingovou a platobnou politikou a tento fakt vyžaduje procesný prístup, ktorý dáva do popredia toky činností. Procesný manažment je ucelený pohľad na koncepciu. Pohľadávky predstavujú popri dlhodobom majetku a zásobách jednu z troch najvýznamnejších položiek aktív a poskytujú veľký priestor pre zvýšenie ziskovosti, spokojnosti zákazníkov a zlepšenie cash flow.

Riadeniu pohľadávok je venovaná zo strany podnikov často malá pozornosť a aj to väčšinou iba v prípade, ak sa v pohľadávkach vyskytne nejaký problém. Manažment sa sústreďuje na rast spoločnosti a zvyšovanie tržieb, a predpokladá, že všetok predaj sa automaticky zinkasuje. Na rýchlosť a kvalitu inkasa pohľadávok sa často zabúda. Treba si uvedomiť, že zamestnanci, ktorí v podnikoch monitorujú pohľadávky majú plne v rukách najdôležitejšiu časť výkazu ziskov a strát a to tržby, pretože musia každé euro tržieb premeniť na hotovosť. Keďže sú v priamom kontakte s odberateľmi môžu zvýšiť ich spokojnosť alebo naopak poškodiť vzťahy podniku pri vymáhaní pohľadávok. Môžu podniku

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku.*

² Ing. Magdaléna Kubranová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: magdalena.kubranova@euba.sk

ušetriť významné prostriedky, ak by hrozil vznik nedobytných pohľadávok a nákladov na ich financovanie cudzími zdrojmi.

Riadenie pohľadávok odráža určité konfliktné ciele pri riadení celého podniku, ktorými sú ***rast tržieb, ziskovosť, cash flow, miera rizika a náklady***. Voľnejšie riadenie úverového rizika a doby obratu pohľadávok umožňuje zrýchliť rast tržieb, to však môže viesť k zhoršeniu inkasa a cash flow a k zvýšeniu zadlženia podniku pretože musí financovať vyššiu úroveň pohľadávok. Dosiahnutie maximálnej efektívnosti v riadení pohľadávok si zase vyžaduje dostatočnú podporu zo strany informačných systémov a personálneho obsadenia, čo vedie k nárastu nákladov.

Ak má podnik na trhu nový vysoko ziskový produkt a chce si zabezpečiť rýchly rast trhového podielu musí tak urobiť kým ho neohrozuje konkurencia. Povaha mnohých produktov ako napr. investičné zariadenie umožňuje manažmentu zmluvne riešiť pohľadávky tak, že pri neuhradení faktúry môže odberateľ zaviazat' produkt vrátiť späť. V tomto prípade len efektívny právny nástroj odradí pochybných odberateľov. Osoba zodpovedná za riadenie a inkaso pohľadávok často nemá pod kontrolou všetky faktory, ktoré ovplyvňujú kvalitu pohľadávok a najmä predajnú stratégiu, prijímanie a spracovávanie objednávok a realizáciu dodávky. Preto je lepšie, ak zodpovednosť za celý predajný cyklus (order-to-cash) t.j. od objednávky po inkaso vrátane riadenia úverového rizika je presunutá pod jeden funkčný manažment, čo umožní zosúladiť zodpovednosť s možnosťami ovplyvniť ukazovatele riadenia pohľadávok. Výhodami *efektívneho riadenia pohľadávok* podniku je zvýšenie cash flow, zvýšenie tržieb a ziskových marží, elimináciou nedobytných pohľadávok, zliav a dobropisov, zníženie administratívnych nákladov na riadenie pohľadávok, zvýšenie spokojnosti zákazníkov, ale aj zníženie administratívnej záťaže obchodného a finančného útvaru. Neuspokojivá kvalita pohľadávok odráža nedokonalosti *celého predajného cyklu*, nielen kvalitu riadenia inkasného procesu. Môže ísť o nesúlad dodávky so zmluvou, problémy s kvalitou, omyly pri prijímaní objednávky, neprehľadnú cenotvorbu, chyby na faktúrach, či predaj zákazníkom v zlej finančnej kondícii.

Pohľadávky voči odberateľom vznikajú odovzdaním tovaru resp. poskytnutím služby. Pohľadávky musia byť do doby úhrady financované, a to aj s rizikom, že odberateľ uhradí pohľadávku s oneskorením, alebo ju dokonca neuhradí vôbec. Náklady na poskytnutie obchodného úveru pozostávajú z niekoľkých položiek, ktoré môžu odčerpať značnú časť zisku a tržieb. Okrem úrokov zo súm viazaných v objednávkach zahŕňajú tieto položky aj náklady na administratívu, systém kontroly pohľadávok a straty z nevymožiteľných pohľadávok.

Dohodnutie podmienok pri obchodných rokovaniach podniku s odberateľmi tovarov a služieb je *predmetom úverovej taktiky*. *Najdôležitejším atribútom úverovej taktiky je zistenie bonity odberateľa a dohoda o termíne splatnosti vznikajúcej pohľadávky*. Zmeny v prostredí nútia manažerov hľadať nové spôsoby riešenia, ako čo najlepšie reagovať na vzniknuté situácie. Napriek tomu, že nové prístupy a myšlienky neprinášajú okamžité výsledky pod vplyvom prebiehajúcich zmien silnie motivácia manažerov na overovanie a uplatňovanie inovovaných prístupov. Procesný prístup na vytváranie úverovej taktiky je vyvolaný všeobecnou potrebou reagovať na zmeny v prostredí kvalitatívne iným spôsobom a tak riešiť problémy. Podporné procesy sú všetky procesy, ktorých jediným cieľom je zabezpečiť fungovanie hlavných procesov a chodu podniku.. Podporné procesy sú pre zákazníka neviditeľné, ale z hľadiska kvality produktu a efektívneho fungovania podniku nevyhnutné. Môžu byť zabezpečené i externe, avšak z dôvodov minimalizácie rizík a z dôvodu ekonomickej výhodnosti sú často vykonávané interne.

ZÁKONNÉ POVINNOSTI V PLATOBNÝCH TRANSAKCIÁCH

Oneskorené platby oslabujú domáci i cezhraničný obchod a narušujú hospodársku súťaž. Každý rok zbankrotuje mnoho európskych podnikov, ktoré čakajú na úhradu svojich faktúr. Oneskorené platby majú preto negatívny účinok na celé európske hospodárstvo. Smernica o oneskorených platbách môže vo výraznej miere pomôcť podnikom, a to najmä malým a stredným podnikom, ktoré tvoria 99 % z celkového počtu podnikov v EÚ. Správne vykonávanie smernice a jej uplatňovanie v praxi by malo pomôcť uvoľniť peňažný tok pre európske podniky a pomôcť im prekonať hospodársku krízu. EÚ sa z dôvodu prehľadnosti a racionalizácie rozhodla vykonať podstatné zmeny v pôvodne platnej smernici Európskeho parlamentu ešte z roku 2000. **Členské štáty EÚ boli povinné transponovať uznesenia novej Smernice z roku 2011 do vnútroštátneho práva najneskôr do marca roku 2013.** Nová smernica upravuje všetky obchodné transakcie - medzi súkromnými alebo verejnoprávnymi podnikmi, alebo medzi podnikmi a verejnými orgánmi, teda obchodné transakcie medzi hlavnými zmluvnými stranami a ich dodávateľmi a subdodávateľmi **a dotýka sa aj slobodných povolaní. Dodávka tovaru a poskytovanie služieb za odplatu, na ktoré sa vzťahuje by takisto mali zahŕňať plánovanie a vykonávanie verejných prác a stavebno-inžinierskych prác.**

Veritelia by mali tiež dostať náhradu nákladov na vymáhanie, ktoré vznikli kvôli oneskorenej platbe, vrátane administratívnych nákladov, náhrady za interné náklady v dôsledku oneskorenej platby, ako aj ostatných nákladov na vymáhanie (ako je využitie právnických služieb alebo spoločnosti na vymáhanie pohľadávok). Stanovená je minimálna paušálna suma vo výške 40 EUR v prípade, že sa úrok z omeškania stane splatným. Táto suma je splatná bez potreby upozornenia dlžníka a je minimálnou náhradou za náklady veriteľa na vymáhanie. Okrem tejto sumy je veriteľ oprávnený požadovať od dlžníka primeranú náhradu všetkých nákladov na vymáhanie a nákladov vzniknutých v dôsledku omeškania platby. Podrobnejšie sú riešené transakcie medzi podnikmi a transakcie medzi podnikmi a orgánmi verejnej moci, rozvrhy platieb, nekalé zmluvné podmienky a obchodné praktiky, výhrada vlastníctva, postupy vymáhania nesporných pohľadávok. Zákonná povinnosť okrem iného zahŕňa opatrenia:

- **harmonizáciu lehoty splatnosti v prípade platieb verejných orgánov podnikom** t.j. verejné orgány musia za obstaraný tovar a služby zaplatiť do 30 dní alebo vo veľmi výnimočných prípadoch do 60 dní a podľa odhadov by správne uplatňovanie tohto pravidla prinieslo podnikom dodatočnú likviditu vo výške takmer 180 miliárd EUR;
- **zmluvnú slobodu v obchodných transakciách medzi podnikmi** t.j. podniky musia uhradiť svoje faktúry do 60 dní, pokiaľ sa výslovne nedohodli inak a pokiaľ nie je táto dohoda zjavne nevýhodná pre veriteľa;
- **podniky majú v prípade oneskorenej platby automaticky právo požadovať úrok z omeškania** a navyše automaticky získať paušálnu sumu vo výške najmenej 40 EUR ako náhradu nákladov spojených s vymáhaním platby; taktiež môžu žiadať náhradu za všetky ďalšie primerané náklady spojené s vymáhaním.

Cieľom v boji proti oneskoreným platbám v obchodných transakciách je odstránenie jednej z hlavných prekážok voľného pohybu tovarov a služieb.

UPLATŇOVANIE NÁROKU NA ÚROKY Z ONESKORENEJ PLATBY

Kritériá v oblasti **výpočtu úrokov z omeškania** sa týkajú každého, kto si voči svojim dlžníkom uplatňuje svoje dlžné pohľadávky, a to nielen v obchodných záväzkových vzťahoch, ale aj vo vzťahoch **občianskoprávných vrátane vzťahov zo spotrebiteľských zmlúv**. Zmeny sa dotýkajú určenia sadzieb úrokov z omeškania, teda ich výšky. Výška

úrokov z omeškania v občianskoprávných vzťahoch vrátane vzťahov zo spotrebiteľských zmlúv bola do konca januára 2013 **8 % + základná úroková sadzba Európskej centrálnej banky** platná k prvému dňu omeškania dlžníka so zaplatením sumy (t. j. deň po dni splatnosti dlžnej sumy). Ak záväzkový vzťah **vznikol od februára 2013**, teda zmluva z ktorej vyplývala pre dlžníka povinnosť platiť pohľadávku bola uzavretá po prvom februári 2013 a v tomto vzťahu sa dostal dlžník do omeškania, veriteľ si môže od dlžníka nárokovať úroky z omeškania v sadzbe **5 percentuálnych bodov + základná úroková sadzba ECB**. Posledná zmena teda prináša **zníženie sadzby o 3 percentuálne body v prospech dlžníka, vo väčšine prípadov v pozícii spotrebiteľa**. Výška úrokov z omeškania v občianskoprávných vzťahoch určená nariadením vlády je koncipovaná ako **najvyššia prípustná výška, veriteľ si teda môže uplatňovať menej**, nie však viac. V občianskoprávných vzťahoch sa na rozdiel od obchodných záväzkových vzťahov **zmluvne nedá dojednať iná výška úrokov než zákonná**. Výška úrokov z omeškania platná k prvému dňu omeškania **platí počas celej doby omeškania**, čiže prípadné následné zmeny základnej úrokovej sadzby ECB po vzniku omeškania na výšku úrokov z omeškania nemajú vplyv.

V prípade obchodných záväzkových vzťahov má prioritu pocktivé zmluvné dojednanie. Aktuálne má veriteľ možnosť voľby, a teda od dlžníka si môže nárokovať buď **fixné úroky z omeškania alebo variabilné úroky z omeškania**. Sadzba *fixných úrokov z omeškania* sa rovná základnej úrokovej sadzbe ECB k prvému dňu omeškania + **9 percentuálnych bodov**. Takto určená sadzba **platí počas celej doby omeškania s plnením peňažného záväzku**. Teda zmena základnej úrokovej sadzby ECB po vzniku omeškania, nemá na výšku úrokov z omeškania vplyv (z tohto dôvodu sa táto sadzba úrokov z omeškania nazýva fixná). Podnikový veriteľ si môže **namiesto fixných úrokov z omeškania nárokovať od dlžníka tzv. variabilné úroky z omeškania**, teda môže od dlžníka žiadať úroky z omeškania **v sadzbe základnej úrokovej sadzby ECB platnej k prvému dňu príslušného kalendárneho polroka + 8 percentuálnych bodov**. Ak by si veriteľ uplatnil variabilné úroky z omeškania, tak tento spôsob určenia úrokov, platí počas celej doby omeškania. Variabilné úroky z omeškania znamenajú, že **výška úrokov z omeškania sa môže meniť v závislosti od zmien základnej úrokovej sadzby ECB platných k prvému dňu príslušného kalendárneho polroka, teda k 1. 1. a k 1. 7. príslušného roku**. Ak si podnikateľ zvolí uplatnenie jedného režimu napr. variabilnú sadzbu úrokov z omeškania, **nemá následne možnosť zmeny na druhý režim** fixnú sadzbu z úrokov z omeškania. Voľba jedného režimu teda vylučuje uplatnenie druhého. **Kombinácie napríklad pre rôzne časové úseky omeškania so splnením jedného záväzku sú zakázané**. Variabilné úroky z omeškania prinášajú pre veriteľa **väčšie riziko**, lebo počas omeškania dlžníka môže dôjsť aj k zníženiu základnej úrokovej sadzby ECB. Uplatnenie fixných úrokov z omeškania je teda istejšie a pohodlnejšie. Pri variabilných úrokoch z omeškania **nie je prípustné voliť spomedzi sadzieb platných pre jednotlivé polročné intervaly** s tým, že na určenie konečnej sumy úrokov z omeškania sa použije len tá najvyššia sadzba. V prípade pevnej sadzby musí dlžník zaplatiť úrok z omeškania, ktorý sa rovná základnej úrokovej sadzbe Európskej centrálnej banky, zvýšenej o 9 %. V prípade variabilnej sadzby musí dlžník zaplatiť úrok z omeškania, ktorý sa rovná základnej úrokovej sadzbe ECB, zvýšenej o 8 %. Ak si veriteľ vyslovene nevybral jednu z dvoch sadzieb úroku z omeškania, prednosť má pevná sadzba.

OBMEDZENIE PLATIEB V HOTOVOSTI

Platbou v hotovosti sa rozumie presun peňazí *odovzdanie bankoviek alebo mincí v hotovosti* v mene euro alebo bankoviek alebo mincí v hotovosti v inej mene odovzdávajúcim a prijatie tejto hotovosti príjemcom. Znamená to, že platbou v hotovosti sa rozumie akékoľvek odovzdanie bankoviek a mincí bez ohľadu na právny dôvod tejto platby.

*Hodnotou platby v hotovosti v inej mene ako je euro je nominálna hodnota bankoviek a mincí prepočítaná na eurá referenčným výmenným kurzom určeným a vyhláseným Európskou centrálnou bankou alebo Národnou bankou Slovenska, ktorý je platný v deň predchádzajúci dňu platby v hotovosti. Jedným z opatrení zameraných proti daňovým únikom resp. daňovým podvodom je aj obmedzenie platieb v hotovosti medzi právnickými osobami, fyzickými osobami podnikateľmi i nepodnikateľmi navzájom. Takéto obmedzenie bolo možné stanoviť len zákonom. Opatrením, ktoré spočíva v obmedzení platieb v hotovosti sa eliminuje fiktívne vystavovanie faktúr bez reálneho plnenia, pričom následne platby buď neprebehli, alebo boli príjmovými a výdavkovými dokladmi deklarované ako hotovostné platby. Problematiku zákazu platieb v hotovosti a očakávaného cieľa, ktorým je predovšetkým obmedzenie daňových únikov zavedením povinnosti bezhotovostnej platby v obchodnom styku nad určitý limit upravuje zákon. Viac ako dva roky je platný zákon o obmedzení platieb v hotovosti, ktorý zakazuje vykonávať platby v hotovosti prevyšujúce sumu 15 000 eur, ak ide o platby medzi fyzickými osobami – nepodnikateľmi. Ak je odovzdávajúcim alebo preberajúcim platby *fyzická osoba vykonávajúca podnikateľskú alebo inú samostatnú zárobkovú činnosť alebo právnická osoba, platba v hotovosti nesmie presiahnuť sumu 5 000 eur*. Zákon zakazuje akékoľvek platby v hotovosti bez ohľadu na ich právny dôvod, okrem výnimiek presne definovaných v zákone. Zákaz sa vzťahuje nielen na platby za predaj tovaru a poskytovanie služieb, ale aj na platby pôžičiek, plnenie záväzkov, vklady spoločníkov do základného imania, vyplácanie podielov na zisku, platby záloh a preddavkov a pod. Avšak platba vykonaná za dodanie tovaru na dobierku, ako aj platba platobnou kartou sa nepovažuje za platbu v hotovosti. Presne sú však vymedzené *výnimky*, v ktorých situáciách sa môže vykonať *platba v hotovosti* presahujúca stanovený limit.*

Ak zamestnávateľ vypláca svojmu zamestnancovi odstupné pri rozviazaní pracovného pomeru v sume 6 000 eur, platba môže byť vykonaná v hotovosti, pretože ide o plnenie vyplývajúce zo Zákonníka práce, na ktoré sa zákon nevzťahuje. Ak fyzická osoba vkladá do úschovy notárovi peniaze za účelom ich vydania určitému príjemcovi v sume 8 000 eur, platba môže byť vykonaná v hotovosti i napriek tomu, že notár je osobou vykonávajúcou samostatne zárobkovú činnosť, lebo sa jedná o plnenie, na ktoré sa zákon nevzťahuje. V prípade, že podnikateľ pri dražbe v rámci daňovej exekúcie vydraží nehnuteľnosť za sumu 54 000 eur platba môže byť vykonaná v hotovosti, pretože ide o plnenie, ktoré je zaradené medzi výnimky zo zákona.

Hodnotou platby v hotovosti, ktorá je rozdelená na niekoľko samostatných platieb, je **súčet hodnôt týchto platieb**, ak tieto platby vyplývajú z jedného právneho vzťahu. To znamená, že ak bude uzatvorená medzi obchodnými partnermi zmluva, v ktorej je určená celková výška platby jedného alebo viacerých plnení prevyšujúca 5 000 eur, žiadna platba vyplývajúca z tejto zmluvy nemôže byť odovzdaná a prijatá v hotovosti, ani záloha alebo preddavok. Ak teda na základe jedného právneho vzťahu dochádza k čiastkovým platbám, celkovou hodnotou platby je súčet týchto čiastkových platieb. V prípade, že celková hodnota platby z jedného právneho vzťahu presiahne sumu 5 000 eur, nie je možné uskutočniť ani čiastkovú platbu v hotovosti. Na platby v hotovosti odovzdané alebo prijaté **pri poskytovaní platobných služieb, poštových služieb a poštového platobného styku, sa tento zákaz nevzťahuje**. Platba platobnou kartou sa nepovažuje za platbu v hotovosti. Ak odovzdávajúceho zastupuje jeho **zákonný zástupca**, opatrovník, prokurista, splnomocnený zástupca alebo zamestnanec oprávnený na odovzdávanie bankoviek a mincí, platba sa posudzuje tak, **akoby ju odovzdal zastupovaný**. Ak platba medzi odovzdávajúcim a príjemcom prebieha **prostredníctvom sprostredkovateľa**, tento sprostredkovateľ vystupuje buď ako odovzdávajúci alebo ako príjemca. Ak je sprostredkovateľ fyzickou osobou nepodnikateľom, limit platby v hotovosti sa posudzuje podľa toho, či odovzdávajúcim alebo

prijemcom je podnikateľský alebo nepodnikateľský subjekt. Ak je sprostredkovateľom fyzická osoba podnikateľ, platba v hotovosti môže byť vykonaná iba do výšky 5 000 eur. Obmedzenie platieb v hotovosti sa vzťahuje aj na platby vykonané v zahraničí, ak súvisia s plnením uskutočneným na území SR a ak odovzdávajúci alebo príjemca platby má v SR trvalý pobyt, prechodný pobyt, tolerovaný pobyt, sídlo, prevádzkareň alebo miesto podnikania. To znamená, že ak slovenský podnikateľský subjekt **predá tovar alebo poskytne službu pre zahraničného odberateľa na území SR**, nemôže od tohto zahraničného odberateľa prevziať platbu v hotovosti nad 5000 eur, aj keď bude platba vykonaná v zahraničí. Rovnako to platí aj v prípade, ak slovenský podnikateľský subjekt **obstará tovar alebo poskytnutie služby od zahraničného dodávateľa na území SR**, nemôže platbu nad 5000 eur za tento tovar alebo službu vykonať v hotovosti, aj keď by bola platba vykonaná v zahraničí. Ak k plneniu dôjde na území SR, na slovenský podnikateľský subjekt sa vždy vzťahuje zákaz platby v hotovosti, aj keď by bola platba vykonaná v zahraničí. **Sankcie pri porušení zákazu platby v hotovosti**, ak dôjde k porušeniu zákona zo strany fyzickej osoby – nepodnikateľa, predstavujú uloženú pokutu za priestupok do 10 000 eur. Ak dôjde k porušeniu zákona fyzickou osobou podnikateľom alebo právnickou osobou, bude uložená pokuta za správny delikt do 150 000 eur.

VPLYV FAKTURÁCIE NA EFEKTY ÚVEROVEJ TAKTIKY

Manažment podniku by sa nemal orientovať v rámci svojej obchodnej politiky len na pozitívne efekty, ktoré úverovanie odberateľa prináša v podobe vyššieho predaja a zisku, ale mali by tiež zväžiť obvykle ďalšie vznikajúce náklady a riziká z nezaplatenia tovaru. Ak analyzujeme pohľadávky podniku z právneho hľadiska, predstavujú majetkový nárok veriteľa. Možno ich definovať ako zmluvné právo na príjem peňažných prostriedkov alebo tovaru a služby, pričom toto právo uplatňuje podnik vo vzťahu k svojim zákazníkom alebo iným subjektom. Pohľadávky sú klasifikované predovšetkým z hľadiska splatnosti na krátkodobé a dlhodobé, z hľadiska ich charakteru na obchodné a ostatné (neobchodné) pohľadávky. Úspešnosť manažmentu pohľadávok vo veľkej miere **závisí od procesov**, ktoré predchádzajú samotnej fakturácii a riadeniu inkasa. Tieto **procesy tvorí príprava cenovej ponuky, zmluvnej dokumentácie, prehľadný cenový mechanizmus t. j. tvorba cien, spracovanie objednávok a splnenie dodávky, bezchybná a rýchla fakturácia**. Kvalitu týchto procesov ovplyvňuje bezchybnosť fakturácie a efektívnosť inkasa. Všetky nezrovnalosti vedú následne k chybám na faktúrach, nedorozumeniam, sporom a následne k predlžovaniu doby splatnosti a nižšej efektívnosti inkasa. Naopak bezchybnosť vyššie uvedených procesov pomáha v podstatnej miere urýchľovať inkaso. Podnik však môže mať problémy s inkasom napriek tomu, že má dobre nastavené procesy riadenia pohľadávok. Napríklad nízka kvalita dodávok tovarov a služieb alebo poruchovosť produktov vedie k tomu, že zákazníci budú odmietať zaplatiť a efektívnosť inkasa sa zhorší.

Prehľadná cenová ponuka so všetkými informáciami, ktoré má obsahovať, je predpokladom pre bezchybné splnenie objednávky a následnú fakturáciu. Ide predovšetkým o dodržanie parametrov obsiahnutých v cenovej ponuke. Podnik by mal zabezpečiť, aby ponuky obsahovali štandardné produkty, podmienky dodania, a schválené ceny. Napríklad produktové katalógy podniku môžu presne definovať jednotlivé produkty a obchodné podmienky, ku ktorým sa podnik môže zaviazat' (napr. kvalitatívne parametre dodávky, podmienky a rýchlosť dodania, štandardné doby splatnosti, cenníky, a pod.). Pre produkty dodávané na mieru, ako sú investičné celky alebo rôzne druhy služieb by mal podnik vytvoriť kontrolný mechanizmus, ktorý bude vyžadovať schválenie ponuky zo strany technického a výrobného útvaru, odboru kvality, projektového manažéra, a pod.

Nesprávne uvedené ceny na faktúre patria k najčastejším dôvodom, pre ktoré zákazníci majú námietky k faktúram a oddávajú úhradu. Existuje niekoľko možností, ako znížiť mieru reklamácií faktúr. Ak podnik pošle faktúru s nesprávne uvedenou výškou zľavy niektorému z veľkých maloobchodných reťazcov na Slovensku, nejaký čas faktúru držia, potom ju vrátia a požiadajú o opravnú faktúru. Výsledkom je niekoľko týždňové až mesačné omeškanie inkasa. **Pravdepodobnosť cenových nezrovnalostí na faktúrach** sa zvyšuje s rozsahom produktového portfólia, ponúkaných zliav, počtom zákazníkov alebo ak podnik predáva rovnaký produkt rôznym zákazníkom za rôzne ceny. Rozsahom týchto aktivít (predajov za zníženú cenu, predaj 2 + 1) a iných opatrení, ktorých cieľom je ovplyvniť objem predaja (napr. kompenzovať pokles predaja mimo sezóny, vypredať zásoby, zvýšiť tržby na jednu dodávku a pod. sa ceny taktiež menia. Náročnosťou cenového mechanizmu a frekvenciou zmien, napr. ak sa ceny menia v závislosti od cien komodít sa podnik vystavuje riziku. **Nízka automatizácia objednávkového a fakturačného procesu**, komplikovanejší proces cenotvorby častejšie ovplyvňuje chybovosť pri príprave cenových ponúk a vystavovaní faktúr, a tým náročnejšie sa zabezpečuje aktuálnosť cenníkov v systéme. Niekedy samotný informačný systém ani nedokáže podchytiť všetky dohodnuté cenové podmienky a na faktúry sa dostávajú nesprávne ceny. Obzvlášť rizikovým obdobím je prechod na nový informačný systém. Je veľa prípadov, keď nový systém správne neprebral registre, číselníky a cenníky a následne mal podnik reklamácie faktúr zo strany zákazníkov. Podobné situácie majú negatívny vplyv nielen na cash flow a vzťahy so zákazníkmi, ale môžu ohroziť prístup k financovaniu pohľadávok, ako je napríklad faktoring.

Vyhýbať sa opatreniam, ktoré cenotvorbu zbytočne komplikujú je často ťažko dosiahnuteľné, pretože systém cenotvorby je ovplyvnený krokmi konkurencie, vyjednávacou pozíciou zákazníkov alebo druhom odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Napriek tomu je možné aplikovať niektoré pravidlá, ktoré cenotvorbu zjednodušia, napríklad efektívnym udržiavaním základných cenníkových cien a zadefinovaním štandardných úrovní zliav a druhov promo aktivít. Podnik by mal zabezpečiť, aby boli cenníky vždy aktuálne, t.j. odrážali aktuálne zmluvné podmienky a všetky novo dohodnuté zľavy a iné zmeny. Pre uvedenie správnych údajov na faktúru sú dôležité údaje akými sú základná t.j. cenníková cena daného produktu alebo služby, DPH, zľavy, podmienky dodania a doprava, spôsob fakturácie, t.j. kedy je presne vystavená faktúra (pri dodaní, čiastočná fakturácia atď.). Neodmysliteľnou súčasťou sú platobné podmienky, t.j. aká je doba splatnosti faktúry a od ktorého dňa sa počíta. Využívaním spätných zliav, ktoré zákazníkovi podnik poskytne dodatočne napr. formou dobropisu, ľahšie zabezpečí bezchybnú fakturáciu a inkaso počas obdobia, na ktoré sa zľava vzťahuje.

Bezchybná fakturácia je najdôležitejším predpokladom pre rýchle a bezproblémové inkaso pohľadávok. Mnohé slovenské podniky uvádzajú ako dôvod oneskoreného inkasa pohľadávok chyby na vystavených faktúrach. Cieľom efektívnej fakturácie je minimalizovať počet chýb na vystavených faktúrach, zabezpečiť operatívne vystavovanie faktúr ihneď po realizácii dodávky. Dôležitejším z týchto dvoch parametrov je chybovosť faktúr. Ak faktúra obsahuje chyby (nesúlad s objednávkou alebo dodacím listom, nesprávne uvedenie zľavy a pod.), je potrebné so zákazníkom vyjasniť nezrovnalosti a chybu odstrániť vydaním dobropisu alebo novej faktúry. To často zaberie aj niekoľko týždňov, už len preto, lebo samotný zákazník môže na chyby v dodávateľskej faktúre prísť neskoro, alebo ich môže zneužívať na zámerné odkladanie platby. **Predpokladom pre bezchybne vystavené faktúry sú dobre zvládnuté procesy prípravy cenovej ponuky, zmluvnej dokumentácie, cenotvorby a spracovania objednávok.** Pri fakturácii je potrebné zabezpečiť, aby vystavená faktúra bola v súlade s požiadavkami zákazníka a **umožňovala bezproblémové spracovanie a schválenie faktúry.** Niektorí odberatelia, napríklad nadnárodné korporácie alebo štátne spoločnosti majú špeciálne definované požiadavky, čo všetko musí faktúra obsahovať. Chybná faktúra vedie

k dodatočnej administratívnej záťaži aj na strane odberateľa. Niektoré spoločnosti vyhodnocujú mieru chybovosti dodávateľských faktúr ako jeden z parametrov ratingu svojich dodávateľov. Rýchle vystavenie faktúry je dôležité vtedy, ak sa splatnosť faktúry začína počítať odo dňa jej doručenia odberateľovi.

Zodpovední manažéri by mali zabezpečiť, aby faktúry vždy obsahovali všetky náležitosti, ktoré požaduje odberateľ (číslo objednávky / zmluvy, fakturačnú adresu, dohodnuté platobné podmienky a pod.). Automatizácia objednávkového a fakturačného procesu umožňuje výrazne znížiť faktor ľudských chýb a zvýšiť presnosť faktúr. Pre veľké objednávky je vhodný **system kontroly spokojnosti zákazníka**. Po prijatí objednávky je nezanedbateľný kontakt s odberateľom a potvrdenie špecifikácie dodávky a dodacích podmienok, jasná formulácia ohľadne platobných podmienok a termínov. Kontakt s odberateľom aj po realizácii dodávky a ubezpečenie sa, že všetko prebehlo v poriadku a dodávka je v súlade s objednávkou a očakávaniami odberateľa umožní **včas identifikovať sporné situácie** a skrátiť riešenie reklamácie a tiež zvýšiť spokojnosť zákazníka. Podobný kontrolný proces je zvlášť vhodný napríklad pre podniky, ktoré dodávajú výrobné zariadenia alebo podnikové služby, alebo pre jednorazové veľké objednávky.

Monitorovanie počtu chybných faktúr je jeden z ukazovateľov riadenia pohľadávok. Jednoduchý **ukazovateľ kvality fakturácie** dáva do pomeru počet sporných faktúr k celkovému počtu vystavených faktúr v danom období (príp. v hodnotovom vyjadrení). Ak je napríklad vyšší ako 5%, znamená to, že personál musí revidovať a opravovať každú dvadsiatu faktúru. Pre podniky s veľkým počtom transakcií to znamená vysoké administratívne náklady a výrazné spomalenie inkasa. **Počet a objem nevyfakturovaných dodávok** by mal byť na čo najnižšej úrovni. Niektoré spoločnosti zámerne vystavujú a rozosielať faktúry raz týždenne, čím si sami predlžujú dobu inkasa faktúr. Najvhodnejší spôsob riešenia reklamácií chybných faktúr je napríklad vystavenie dobropisu na spornú čiastku a súčasná úhrada uznannej čiastky zo strany odberateľa, čo urýchli inkaso i keď komplikuje párovanie platieb. Pohodlným riešením pre podniky je zavedenie **E-invoicing - elektronickej fakturácie**. Používanie elektronickej fakturácie, upravuje zákon o dani z pridanej hodnoty pričom papierové a elektronické faktúry sú v rovnocennom postavení. Zmeny v daňovej legislatíve podporujúce rozšírenie elektronickej fakturácie môžu vyvolať inovácie v obchodnom styku. S účinnosťou od 1. januára 2013 Slovenská republika prebrala do zákona č. 222/2004 Z. z. o dani z pridanej hodnoty v znení neskorších predpisov smernicu Rady 2010/45/EÚ z 13. júla 2010, ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2006/112/ES o spoločnom systéme dane z pridanej hodnoty, pokiaľ ide o pravidlá fakturácie (ďalej len „fakturačná smernica“). Fakturačná smernica je výsledkom snáh o zjednotenie pravidiel jednotlivých členských štátov pre vystavovanie faktúr a digitalizáciu Európskej únie potom, čo Európska únia vyhlásila strategický cieľ dosiahnuť do roku 2020 elektronickú fakturáciu ako prevažujúci spôsob fakturácie. Súčasný stav predstavuje menej ako 10%. Smernica a transpozícia do slovenskej legislatívy, ktorou sa upravil zákon o dani z pridanej hodnoty podporuje rovnocenné postavenie elektronickej fakturácie, ktorá sa môže uplatniť vo všetkých vzťahoch podnikania – business to business (B2B), business to government (B2G), alebo business to consumer (B2C). Elektronickou faktúrou je taká faktúra, ktorá obsahuje všetky zákonom stanovené náležitosti a zákazníkovi bola zaslaná alebo sprístupnená v akomkoľvek elektronickom formáte. Použitie zvoleného elektronického formátu závisí na rozhodnutí podnikovej účtovnej jednotky. Elektronickú faktúru je však možné vydať len so súhlasom jej príjemcu. Zaujímavou skutočnosťou je, že tento súhlas môže byť vo forme písomného potvrdenia, e-mailového potvrdenia. Dokonca aj samotné zaplatenie elektronickej faktúry by malo vyjadrovať súhlas príjemcu s jej vydaním v elektronickej podobe. Ďalšou podmienkou elektronickej fakturácie je zabezpečenie vierohodnosti pôvodu, neporušenosti obsahu

a čitateľnosti faktúry. Lokálne právne úpravy členských štátov pritom nemôžu obmedzovať aký spôsob si dodávateľ a odberateľ zvolia.

Medzi hlavné výhody, ktoré sa očakávajú od zavedenia elektronickej fakturácie, patrí zjednodušenie a zrýchlenie obratu pracovného kapitálu vzhľadom k rýchlejšiemu doručeniu a uhradeniu faktúr. Nezanedbateľný je aj ekologický aspekt tejto iniciatívy. Okrem zníženia nárokov na papier sa znížia požiadavky na kancelárske priestory a archiváciu tlačенých papierových dokumentov. Všetky výhody sa však nedosiahnu, ak elektronizácia zasiahne iba proces zasielania faktúry príjemcovi, t.j. ak sa vytlačená podpísaná faktúra naskenuje a zašle elektronickou poštou zákazníkovi. Plné výhody elektronizácie sa dosiahnu len pri úplnej dematerializácii počas celého životného cyklu faktúry. Riešenia ponúkajú elektronickú generáciu faktúry, jej schválenie, automatické zaúčtovanie, zaslanie príjemcovi a následnú archiváciu.

Pravidlami pre riešenie reklamácií faktúr, ktoré by si každý podnik mal stanoviť sa cenové nezrovnalosti operatívne doriešia a okamžite odstránia, ak sú zadané jednotlivé kroky a časové limity, napr. konkrétny počet dní na identifikáciu problému a konkrétny počet dní na odstránenie problému. Evidencia príčin reklamácií a ich frekvencia umožňuje eliminovať riziká obchodných operácií. Ak by sa ukazovatele inkasa pohľadávok stali súčasťou odmeňovania personálu organizačného útvaru, ktorý vystavuje faktúry, určite by to prispelo k zvýšeniu kvality ich vystavovania. Častou príčinou cenových nezrovnalostí je nedostatočná spätná väzba od zamestnancov, ktorí ceny so zákazníkmi dohodnú. Ak bude inkaso pohľadávok súčasťou ich odmeňovacej schémy, bude ich motivovať k efektívnej komunikácii. Obchodníci by mali mať v rukách informačné nástroje, ktoré im umožnia zmeny v cenových podmienkach rýchlo dostať do informačného systému.

ZMLUVNÁ DOKUMENTÁCIA A INFORMAČNÝ SYSTÉM

Zmluvná dokumentácia je neoddeliteľnou súčasťou obchodného vzťahu a predpokladom pre bezproblémové riadenie pohľadávok. Nesúlad predajných cien a ostatných obchodných podmienok uvedených na faktúre so zmluvnou dokumentáciou je jedným z najčastejších problémov meškania inkasa pohľadávok. Obchodné vzťahy so zákazníkom sú často založené na rámcovej zmluve, na základe ktorej sa realizujú čiastkové dodávky alebo objednávky počas zmluvného obdobia. Vtedy sú najčastejším problémom, ktorý ovplyvňuje efektívnosť inkasa pohľadávok, nezrovnalosti medzi cenami (príp. inými obchodnými podmienkami) uvedenými v zmluve a na faktúre. To vedie k sporným situáciám, nutnosti vystavovať dobropisy alebo opravné faktúry, a následne k predlžovaniu splatnosti pohľadávok. **Exaktnosť definovania hlavných obchodných a platobných podmienok** spočíva v predmete dodávky (parametre, kvalita, názov produktu a pod.), aby bolo odberateľovi jasné, k čomu sa ponuka vzťahuje a za čo bude platiť. Dôležitá je aj jednotková cena a celková cena, prípadne zľavy a podmienky ich poskytnutia a DPH. Podmienky dodania a doprava (napr. Incoterms, doba dodania, kto hradí prepravu, a pod.) sú neodmysliteľnou súčasťou v zahraničných, ale i tuzemských vzťahoch. Spôsob fakturácie, t.j. kedy presne bude vystavená faktúra t.j. či pri dodaní, čiastočná fakturácia atď. sa viaže na platobné podmienky. Dôležitá je doba splatnosti faktúry a hlavne od ktorého dňa sa počíta.

Medzi najčastejšie dôvody sporných situácií patrí to, že rámcové zmluvy nie sú včas **obnovené a podpísané**. Vtedy dochádza k situácii, keď podnik realizuje dodávky po ukončení rámcovej zmluvy bez toho, aby boli ceny a ostatné obchodné podmienky zmluvne podchytené, čo automatiky zvyšuje riziko sporov so zákazníkom. Ak napríklad podnik poskytuje servis zákazníkovi, ktorí zakúpili jeho produkt (informačný systém alebo aplikáciu, technológiu a pod.), často im na základe rámcovej servisnej zmluvy poskytuje zvýhodnené ceny oproti ostatným zákazníkom. Vtedy sa môže stať, že hoci obe strany majú záujem

pokračovať v poskytovaní servisných služieb, po vypršaní rámcovej zmluvy systém dodávateľa automaticky na faktúru doplní vyššie ceny, ktoré sa fakturujú štandardným zákazníkom. Podmienky nových alebo obnovených zmlúv nie sú **včas vložené do informačného systému dodávateľa**, čo vedie k rovnakému problému, ako je uvedené v predchádzajúcom prípade.

Často vzniká situácia zmeny cien počas zmluvného obdobia. Cenový mechanizmus v rámcových zmluvách obvykle umožňuje úpravu cien, napríklad ak sú ceny odvodené od cien obchodovaných komodít, alebo je skomplikovaný systémom rôznych rabatov a zliav závislých napr. od objemu predaja. Problém vzniká v momente, keď dodávateľ včas neaktualizuje predajné ceny vo svojom systéme, napríklad preto, lebo zodpovední zamestnanci nedostali od obchodného oddelenia informáciu o dohodnutej zmene, alebo sa včas nezachytil moment, od ktorého má zákazník nárok na zľavu z fakturovanej ceny.

Určité riziká vznikajú pri jednorazových a špeciálnych dodávkach. Napríklad podniky dodávajúce spotrebný tovar do maloobchodných reťazcov majú so zákazníkom podpísané rámcové zmluvy, ale zároveň počas roka môžu participovať na cenovej tzv. promotion akcii zákazníka, kedy zákazníkovi dohodnuté množstvo rovnakého produktu dodajú za cenu nižšiu ako je cena dohodnutá v rámcovej zmluve. Následne môže dôjsť pri vystavovaní faktúr za tovar dodaný v promotion akcii k uvedeniu nesprávnej ceny (t.j. ceny z rámcovej zmluvy). Ak je to možné, do rámcovej zmluvy by mala byť zakomponovaná doložka o automatickom obnovení zmluvy na ďalšie obdobie. Zmluva sa automaticky predĺži, pokiaľ ju jedna zo zmluvných strán v stanovenom čase pred ukončením platnosti pôvodnej zmluvy nevypovie, alebo pokiaľ sa strany nedohodnú na nových podmienkach.

Informačný systém by mal sledovať doby platnosti všetkých obchodných zmlúv a včas upozorňovať na blížiaci sa termín expirácie zmluvy. Proces upozornenia je vhodný s dostatočným časovým predstihom, t. j. aj niekoľko mesiacov pred expiráciou zmluvy. Informácie o blížiacom sa ukončení zmlúv by sa mali automaticky dostávať k pracovníkom obchodného oddelenia alebo iným osobám zodpovedným za uzatváranie zmlúv so zákazníkmi. Pre situácie, kedy sa zmluvy blížia k dátumu ukončenia platnosti je potrebné uplatniť interný proces, na základe ktorého budú napríklad všetky zmluvy, ktorých platnosť končí za 30 dní, reportované obchodnému a finančnému útvaru a prípadne členom manažmentu, ktorí môžu so zákazníkmi obnoviť dohodu o predĺžení zmluvy. Vytvorené **pravidlá a kontrolné procesy** zase zabezpečia, že všetky podpísané dodatky o predĺžení zmlúv, zmene fakturačných cien alebo iných informácií dôležitých pre správnu fakturáciu (fakturačná adresa, doba splatnosti, dodacie podmienky) budú včas vložené do systému a vždy aktuálne.

S úplnou elektronizáciou fakturácie sú tiež spojené dopady na IT systémy a IT infraštruktúru spoločnosti. Možno je očakávať, že spoločnosti s veľkým počtom zákazníkov budú hľadať nové IT riešenia alebo špecifické nadstavby – tzv. zákaznicke informačné systémy. Ich úspešná implementácia závisí aj od správneho zvolenia vhodného IT riešenia, testovania a migrácie. Nedostatky vo faktúre zákazníkovi znamenajú okrem rizika nedôveryhodnosti aj predovšetkým riziko finančnej straty. Na elektronickú faktúru sa vzťahujú rovnaké požiadavky na archiváciu ako na jej papierovú formu. Elektronické faktúry by preto nemali ostať uložené len na pevnom disku jedného počítača, a podniky by mali zvážiť okrem dostatočných zálohovacích postupov aj riziko nadviazania vo fakturačnej oblasti, čo znamená, schopnosť pokračovať v činnosti aj v prípade úplného odstavenia IT systémov napr. pri prírodnej katastrofe. Podniky by mali zabezpečiť dostatočné kontrolné postupy pri kolobehu fakturácie svojim zákazníkom, na nich je bremeno zabezpečenia ich dôveryhodnosti. Veľkou výhodou je, že elektronické faktúry je možné odosielať a prijímať v jednom elektronickom formáte, a potom ich konvertovať na iný formát. Podniky sa teda

nemusia obávať toho, že budú odkázané na použitie rovnakého IT riešenia počas celej doby archivácie elektronických faktúr.

SLEDOVANIE UKAZOVATEĽOV

Optimalizáciu pohľadávok je možné dosiahnuť zlepšením interných procesov v oblasti riadenia pohľadávok a to umožní výrazné skrátenie doby obratu a uvoľnenie finančných prostriedkov viazaných v pohľadávkach. Priemerný podnik predávajúci na odberateľský úver má v pohľadávkach viazané finančné prostriedky, ktoré zodpovedajú jedno až dvojmesačným tržbám. Pritom zmluvne dohodnutá splatnosť faktúr je takmer vždy nižšia ako skutočná priemerná doba obratu pohľadávok. Vysoká doba obratu pohľadávok je vo veľkej miere zapríčinená nedostatočnými kontrolnými procesmi, ktoré má každý podnik pod vlastnou kontrolou. Podnik tak financuje svojich odberateľov v oveľa väčšej miere, ako je potrebné. Existuje viacero spôsobov, ako znížiť dobu obratu pohľadávok bez toho, aby zníženie malo negatívny dopad na vzťahy s odberateľmi. **Pravidelné vyhodnocovanie ukazovateľov pohľadávok spočíva** v ukazovateľoch efektívnosti inkasa pohľadávok, vekovej štruktúre pohľadávok, v percentách vystavených chybových faktúr, priemernej dobe, ktorá uplynie od dodávky po vystavenie faktúry, informácií o vystavených dobropisoch v objeme, štruktúre a príčinách, i v problematických a nedobytných pohľadávkach. Finanční manažéri by mali byť zodpovední za pravidelné vyhodnocovanie pohľadávok, upomienky pre zákazníkov a riešenie pohľadávok po splatnosti v spolupráci s obchodným oddelením. Pohľadávky po splatnosti môžu byť zahrnuté medzi cieľové ukazovatele, od ktorých sa odvíja odmeňovanie obchodníkov. Úloha obchodného útvaru podniku nie je iba predávať, ale zabezpečiť, aby podnik za dodaný tovar peniaze skutočne zinkasoval.

Mnoho podnikov pracuje s dlhšou dobou inkasa pohľadávok ako je doba splatnosti ich záväzkov. Táto nerovnováha vedie k nadbytočnému viazaniu finančných zdrojov v pohľadávkach. Ak je podnik nútený zo strany dominantných zákazníkov zmäkčiť podmienky platenia, mal by sa snažiť tento tlak preniesť na svojich dodávateľov, inak sa stáva tým prvkom, ktorý v dodávateľskom reťazci financuje väčšinu svojich obchodných partnerov.

Proces automatizovaného párovania prijatých platieb s vystavenými faktúrami uľahčuje kontrolu platobnej disciplíny, rýchlu identifikáciu pohľadávok po lehote splatnosti a umožňuje zautomatizovať proces platobných upomienok. Včasné vystavenie faktúry v deň dodania pomáha urýchľovať inkaso pohľadávok. Ak podnik s vystavením faktúry mešká, daruje odberateľovi niekoľko dní, ktoré rád využije.

Ako už bolo uvedené, chyby na faktúrach alebo dodacích listoch patria k najčastejším dôvodom, pre ktoré odberatelia meškajú so zaplatením. Veľkí odberatelia tieto chyby radi využívajú na oddaľovanie platieb. Mnoho dodávateľov musí manuálne opravovať vystavené faktúry z dôvodu najrôznejších chýb, ktoré sú buď priamo vo faktúre, alebo v podkladových dokumentoch. Najlepším riešením je automatizácia pohľadávkového cyklu - automatizovaný prenos dát z objednávok do dodacích listov a faktúr. Dôsledný proces upomienok uplatňujú napríklad podniky poskytujúce mobilné hlasové služby. Operátor takmer okamžite pošle automatickú SMS správu, v ktorej odberateľ a služieb upozorní na omeškanie platby. Mnoho dlžníkov zaplatí až vtedy, keď ich na to dodávateľ vyzve. Podnik by mal zaviesť proces upomienok, ktorý bude meškajúcich odberateľov upozorňovať už napríklad 3-4 dni po dátume splatnosti. Do rámcových zmlúv je potrebné zapracovať aj penále z omeškania a v prípade nesplnených termínov úhrad ich použiť. Odberatelia, ktorí spravidla meškajú s platením faktúr v priemere do jedného týždňa sa obvykle dajú donútiť k tomu, aby začali platiť načas, zatiaľ čo odberatelia, ktorí meškajú dlhšie, sú prevažne problematickí. Včasná špecifikácia platobných podmienok a ich písomné dohodnutie v momente objednávky výrazne pomáha predchádzať nedorozumeniam a konfliktným situáciám.

ZÁVER

Európsky platobný index 2014 ukázal, že odkedy sa informačná kampaň o oneskorených platbách začala, priemerné meškanie oneskorených platieb v Európe pokleslo. Priemerné trvanie úhrad medzi podnikmi sa skrátilo z 52 dní v roku 2012 na 47 dní v roku 2014 a priemerné trvanie platieb od verejného sektora sa skrátilo zo 65 dní v roku 2012 na 58 dní v roku 2014. Napriek tomuto zlepšeniu však európskym podnikom naďalej hrozí riziko bankrotu v dôsledku neuhradených faktúr. Objem oneskorených platieb vzrástol v roku 2014 na 360 mld. €, čo predstavuje nárast o 10 mld. € v porovnaní s rokom 2012. Oneskorené platby a nedodržanie záväzkov zo strany zákazníkov pritom môžu mať dominový efekt na celý dodávateľský reťazec, cez priemyselné odvetvia až k veľkým finančným inštitúciám, kde sa vo viacerých prípadoch musia angažovať vlády. Aj keď oneskorené platby sú značne škodlivou obchodnou praxou, ktorú je potrebné rozhodnými krokmi napraviť, k riešeniu situácie by sa malo pristupovať obozretné. Podstatný podiel obchodovania na úrovni business-to-business prebieha tak, že pri ňom podniky využívajú obchodný úver, čo je oboma zmluvnými stranami vopred dohodnuté.. I keď oneskorené platby sú často chápané ako výhradne negatívny jav pri obchodovaní, môžu byť tiež užitočným nástrojom jeho rastu. Ak budeme chápať problematiku oneskorených platieb komplexne, je nutné aby obchodní partneri využili všetky relevantné nástroje vrátane udržania princípov úverovej taktiky na zamedzenie negatívnych dopadov oneskorených platieb na podniky.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] FOTR, J. - ŠVECOVÁ, L. 2010. *Manažerské rozhodování: postupy, metody a nástroje*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 474 s. ISBN 978-80-86929-59-0.
- [2] http://ec.europa.eu/internal_market/payments/framework/index_en.htm [cit. 28.4.2015].
- [3] KUBRANOVÁ, M. 2012. *Cash management podniku*. 1. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 107 s. ISBN 978-80-225-3420-8.
- [4] MARKOVIČ, P. - TÓTHOVÁ, A.- KUBRANOVÁ, M. 2013. *Finančný manažment na prahu 21. storočia*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. 267 s. ISBN 978-80-225-3721-6.
- [5] SAN JOSÉ, L. et al. 2008. *Treasury Management Versus Cash Management. International Research Journal of Finance and Economics* [online]. 2008, č. 19.s.192-204 [cit.2015-04-26]. Dostupné na: <http://www.eurojournals.com/irjfe_19_15.pdf>. ISSN 1450-2887.
- [6] ŠURANOVÁ, Z. 2012. *Finančné účtovníctvo a riadenie s aplikáciou IFRS : praktikum*. Bratislava : Iura Edition, 2012. 363 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-474-4.
- [7] TENNENT, J. 2012. *Guide to cash management. How to avoid a business credit crunch*. London: The economist in association with Profile Books Ltd. 2012. 211 p. ISBN 978-1-84668-597-2.
- [8] VALACHOVIČOVÁ, V. 2012. *Ako nám fungujú INCOTERMS*. In *Revue priemyslu : ľudia, manažment a hospodárstvo*. - Bratislava : Vydavateľstvo Revue priemyslu, 2012. ISSN 1336-9857, február 2012, č. 2, s. 36-37.
- [9] Zákon č. 9/2013 Z.z. Zákon, ktorým sa mení a dopĺňa zákon č.513/1991 Zb. Obchodný zákonník.
- [10] Zákon č.394/2012 Z.z. o obmedzení platieb v hotovosti.

ŠTRUKTÚRA CUDZÍCH ZDROJOV FINANCOVANIA SLOVENSKÝCH MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV¹

THE STRUCTURE OF FOREIGN FUNDING SOURCES FOR SLOVAK SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Lenka Kalusová²

Kľúčové slová: malé a stredné podniky, štruktúra cudzích zdrojov, obchodný úver, bankové úvery

JEL Klasifikácia: G30, G32

ÚVOD

Formovanie štruktúry zdrojov financovania a určenie optimálneho pomeru medzi vlastnými a cudzími zdrojmi v podniku patrí medzi jedny z najdôležitejších úloh finančného manažéra. Rôzne teórie pojednávajúce o optimálnej štruktúre zdrojov financovania ponúkajú návod, ako dosiahnuť finančnú štruktúru, pri ktorej budú napr. náklady na kapitál minimálne. V súvislosti s týmito teóriami sa však vynára množstvo otázok a problematických oblastí. Jedným z problémov je nereálnosť podmienok, z ktorých uvedené teórie vychádzajú. Ďalší problém spôsobujú, najmä v segmente malých a stredných podnikov (ďalej už len MSP), možnosti získavania jednotlivých zdrojov financovania. MSP totižto vzhľadom na svoje špecifiká a vyššiu rizikovosť majú problém získať niektoré zdroje financovania. A pri otázke a možnostiach formovania finančnej štruktúry podnikov vzniká ešte jeden problém, ktorému sa zväčša nevenuje pozornosť, a to ako vhodne zostaviť štruktúru zdrojov financovania nielen, čo sa týka pomeru vlastných a cudzích zdrojov, v prípade cudzích zdrojov je dôležitá aj ich vnútorná štruktúra, ktorá v prípade nesprávneho pomeru medzi jednotlivými zložkami môže spôsobiť podnikom značné problémy s finančnou stabilitou a platobnou schopnosťou, čo môže vyústiť až do existenčných problémov podnikov. V príspevku sa preto zameriavame na analýzu a posúdenie vnútornej štruktúry cudzích zdrojov financovania vybraných MSP na Slovensku, a to počas rokov 2003-2012.

DÔVODY PROBLÉMOV MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV PRI ZÍSKAVANÍ CUDZÍCH ZDROJOV FINANCOVANIA

O problémoch získavania vybraných zdrojov financovania pojednávajú viacerí autori. *Fetisovová, E., Hucová, E., Nagy, L. a Vlachynský, K.*³ uvádzajú, že jedným zo štandardných problémov MSP je obmedzený prístup k bankovým úverom. Tento problém súvisí podľa

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku a grantu mladých učiteľov, vedeckých pracovníkov a doktorandov v dennej forme štúdia pod evidenčným číslom I-15-104-00 Komparácia faktorov determinujúcich finančnú štruktúru slovenských a českých podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu týchto podnikov*

² Ing. Lenka Kalusová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: lenka.kalusova@euba.sk

³ FETISOVOVÁ, E. – HUCOVÁ, E. – NAGY, L. – VLACHYNSKÝ, K. 2012. *Aktuálne problémy financií malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 89 s. ISBN 978-80-225-3366-9.

autorov s nízkym stupňom diverzifikácie MSP a s ich malou kapitálovou silou. Obmedzený prístup k bankovým úverom má viacero príčin:

- poskytnutie úveru malému alebo strednému podniku je pre banku rizikovejšie ako poskytnutie úveru veľkému podniku – je to spôsobené tým, že existuje objektívne vyššie riziko, že sa MSP dostane do problémov s platobnou schopnosťou a nebude schopný splácať ako splátku istiny, tak aj úroky z úveru,
- pre banku je pracnejšie, a tak isto aj nákladnejšie obslúžiť veľký počet MSP ako obsluha iba niekoľkých veľkých klientov,
- MSP väčšinou nemajú dostatok majetku na ručenie,
- začínajúci podnikatelia zväčša nemajú dostatočné vedomosti na spracovanie kvalitného podnikateľského plánu, ktorý býva podkladom pre získanie bankového úveru,
- krátka úverová história podnikateľskej činnosti MSP.

Rovnako autorka **Belanová, K.**⁴ sa prikláňa k tvrdeniu, že podstatná časť sektora MSP nemá dostatok prostriedkov na financovanie svojej činnosti – financovanie bankovými úvermi je zložité, pretože podniky nemajú dostatok majetku na zabezpečenie úveru a na využívanie rizikového kapitálu nemajú dostatočne veľký obrat, ktorý by pritiahol pozornosť investorov. Tento stav sa začal označovať ako tzv. **finančná medzera MSP**. Znamená to, že v súčasnosti, najmä v tranzitívnych ekonomikách, existuje veľký počet MSP, ktoré by mohli produktívne využívať peňažné fondy, ak by im boli dostupné, avšak nedokážu ich z formálneho finančného systému získať. Z tohto dôvodu im obmedzený prístup k financiám zabraňuje v ich možnom raste.

O problémoch nedostatku zdrojov financovania v segmente MSP pojednáva aj **správa Európskej komisie SMEs' Access to Finance**⁵. V uvedenej správe bol ako druhý najvýznamnejší problém MSP identifikovaný prístup ku financiám – tento problém uvádza až 15 % MSP, pričom najviac tento problém pociťujú MSP na Cypre, kde trápi až 40 % MSP, nasleduje Grécko (32 %) a Chorvátsko a Španielsko (23 %). Slovensko sa v rámci tohto výskumu pohybuje nad priemerom EÚ – problém nedostatku financií pociťuje až 18 % MSP.

METODIKA VÝSKUMU

Obsahové vymedzenie príspevku si vyžaduje použitie viacerých vedeckých metód, a to ako zo skupiny všeobecných – logických metód (analýza, syntéza; indukcia, dedukcia), tak aj zo skupiny exaktných metód (v podobe štatistických metód a komparácie).

Okrem vyššie uvedených metód využívame aj metódu **finančných pomerových ukazovateľov**, v rámci ktorých sa pozornosť zameriava na ukazovatele zadlženosti skúmaných MSP. Jednotlivé ukazovatele zadlženosti sme pre potreby tohto výskumu konštruovali nasledovne:

$$\text{úverová zadlženosť} = \frac{\text{bankové úvery}}{\text{celkový kapitál}}, \quad (1)$$

$$\text{dlhodobá úverová zadlženosť} = \frac{\text{bankové úvery dlhodobé}}{\text{celkový kapitál}}, \quad (2)$$

$$\text{krátkodobá úverová zadlženosť} = \frac{\text{bežné bankové úvery}}{\text{celkový kapitál}}, \quad (3)$$

⁴ BELANOVÁ, K. 2010. *Teória a politika podnikateľských financií*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2010. 213-214 s. ISBN 978-80-225-3109-2.

⁵ SMEs' Access to Finance. Survey 2013. Analytical Report. [online] Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf>

$$\text{krátkodobá zadlženost} = \frac{Kbú+KfV+KzOS}{\text{celkový kapitál}}, \quad (4)$$

$$\text{dlhodobá zadlženost} = \frac{\text{dlhodobé cudzie zdroje}}{\text{celkový kapitál}}, \quad (5)$$

$$\text{celková zadlženost} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{celkový kapitál}}. \quad (6)$$

CHARAKTERISTIKA VÝSKUMNEJ VZORKY PODNIKOV

Výskumu boli podrobené MSP pôsobiace na území SR. Kategorizácia podnikov na podniky malé a stredné bola v súlade s *Nariadením Európskej komisie č. 2003/361/EC* (z výskumu boli vylúčené mikropodniky a podniky s počtom zamestnancov menej ako 20). Údaje boli získavané z účtovných závierok podnikov z databázy CRIBIS a databázy spoločnosti Soliditet, s.r.o.. Analýze sme podrobili roky 2003-2012 (zvolené obdobie považujeme pre potreby a možnosti tejto štúdie za postačujúce, pretože vo vývoji makroprostredia sa prejavilo niekoľko tendencií – v období rokov 2003-2012 sa vystriedalo obdobie výrazného rastu hospodárstva s obdobím krízy, a teda sú tu podľa nášho názoru dostatočne zachytené vývojové tendencie prostredia, v ktorom podniky vykonávajú svoju činnosť a ktoré ich do značnej miery môžu ovplyvniť). Výskumu boli podrobené podniky pôsobiace v oblasti priemyselnej výroby (SK NACE C – Priemyselná výroba). Výberovú vzorku tvorilo 52 MSP pôsobiacich v oblasti priemyselnej výroby, t.j. pri analýze sme testovali údaje získané z 520 účtovných závierok. Ďalšie charakteristiky výberového súboru podnikov uvádzame v nasledujúcej tabuľke (tabuľka 1).

Tabuľka 1 Charakteristika skúmanej vzorky podnikov

Kritérium	Ohraničenia
Veľkosť podniku	počet zamestnancov – 20-249
SK NACE	C – priemyselná výroba
Vlastníctvo	súkromné tuzemské
Dátum zápisu	1.1.1993-1.1.2003

Prameň: vlastné spracovanie

Výberový súbor podnikov je tvorený 52 MSP, podiel podnikov z hľadiska právnej formy je v skúmanej vzorke pomerne vyrovnaný – 51,92 % spoločností s ručením obmedzeným a 48,08 % akciových spoločností.

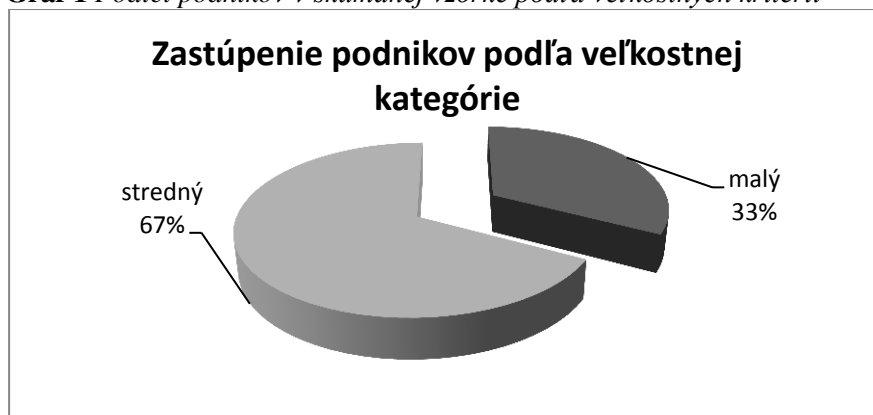
Tabuľka 2 Podiel podnikov podľa právnej formy

Právna forma	Počet	Percentuálny podiel
Spoločnosť s ručením obmedzeným	27	51,92%
Akciová spoločnosť	25	48,08%
Spolu	52	100,00 %

Prameň: vlastný výskum

Z hľadiska veľkostnej kategórie podnikov prevažujú vo výberovom súbore podniky stredné (t.j. podniky s počtom zamestnancov 50-249), ich podiel na celkovom počte podnikov je 67,31 %. V menšej miere sú zastúpené podniky malé – 32,69 %.

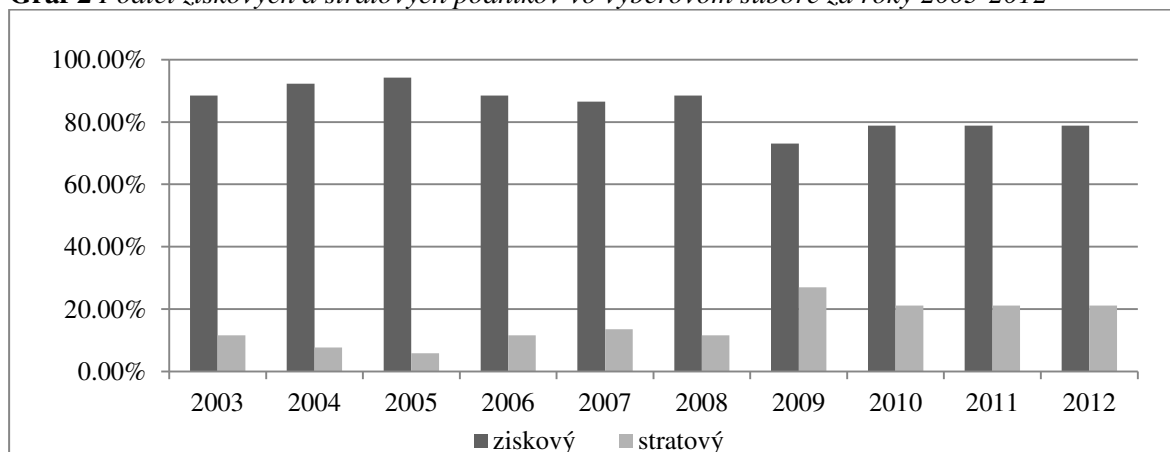
Graf 1 Podiel podnikov v skúmanej vzorke podľa veľkostných kritérií



Prameň: vlastný výskum

Ďalším kritériom použitým na opis výberového súboru MSP je kritérium hospodárenia podniku.

Graf 2 Podiel ziskových a stratových podnikov vo výberovom súbore za roky 2003-2012



Prameň: vlastný výskum

Z hľadiska hospodárenia podniku prevládajú vo všetkých sledovaných rokoch v skúmanej vzorke podnikov podniky ziskové. Najväčší podiel týchto podnikov bol v rokoch 2004 a 2005, naopak v rokoch 2009-2012 si môžeme všimnúť rapidný nárast počtu podnikov vykazujúcich stratu. Tento vývoj dávame do súvisu s hospodárskou krízou, ktorá sa na Slovensku naplno prejavila práve v roku 2009 a kde predpokladáme, že má za následok zhoršenie dosahovaných výsledkov hospodárenia skúmaných podnikov.

SKÚMANIE ŠTRUKTÚRY CUDZÍCH ZDROJOV VO VÝSKUMNEJ VZORKE PODNIKOV

Percentuálny podiel vybraných cudzích zdrojov financovania môžeme skúmať prostredníctvom vývoja ukazovateľov zadlženosti skúmaných MSP. Priemerné hodnoty jednotlivých ukazovateľov sú obsiahnuté v tabuľke č. 3.

Tabuľka 3 Vývoj priemerných ukazovateľov zadlženosti za roky 2003-2012

Rok	Celková zadlženosť	Dlhodobá zadlženosť aktív	Krátkodobá zadlženosť aktív	Krátkodobá úverová zadlženosť	Dlhodobá úverová zadlženosť	Úverová zadlženosť celkom	(Kbú+KFV+KZzOS) aktíva
2003	64,84%	10,91%	53,92%	7,90%	0,0297	10,88%	40,45%
2004	60,85%	11,42%	49,44%	5,72%	0,0575	11,48%	36,33%
2005	58,17%	12,39%	45,78%	12,33%	0,0130	13,63%	35,28%
2006	58,27%	11,99%	46,28%	7,04%	0,0663	13,67%	32,98%
2007	58,83%	12,63%	46,20%	7,50%	0,0619	13,69%	31,47%
2008	55,21%	12,21%	43,00%	7,53%	0,0566	13,19%	28,72%
2009	51,40%	10,75%	40,64%	9,11%	0,0359	12,70%	28,28%
2010	53,02%	11,04%	41,98%	7,79%	0,0336	11,15%	29,39%
2011	55,52%	10,32%	45,19%	8,75%	0,0300	11,76%	30,71%
2012	55,53%	9,48%	46,05%	7,61%	0,0345	11,06%	31,19%

Prameň: vlastný výskum

Na základe vývoja týchto ukazovateľov môžeme konštatovať, že priemerná celková zadlženosť skúmanej vzorky MSP sa pohybuje v priebehu sledovaného obdobia v rozsahu 51,40 % - 64,84%. V rokoch 2005-2007 osciluje okolo hodnoty 58 %, od roku 2008 sa začína miera zadlženosti podnikov mierne znižovať. Najmenej využívali cudzie zdroje financovania skúmané MSP v roku 2009, naopak najvyššia priemerná zadlženosť podnikov bola vykázaná v roku 2003.

Celková priemerná zadlženosť výberovej vzorky MSP je tvorená predovšetkým krátkodobými záväzkami, ktorých vývoj je v súlade s vývojom celkovej priemernej zadlženosti podnikov. Dlhodobé záväzky sú zastúpené v porovnaní so záväzkami krátkodobými iba nepatrnou mierou (priemerná miera dlhodobej zadlženosti sa pohybuje v rozsahu približne 10-12 %).

Využívanie bankových úverov MSP najlepšie zobrazujú ukazovatele úverovej zadlženosti podnikov. Podľa výsledkov nášho výskumu je zrejmé, že bankové úvery nepatria medzi najvýznamnejšie zdroje financovania tohto segmentu podnikov. Na celkových zdrojoch, ktorými sa kryje majetok podniku, sa bankové úvery podieľajú iba približne 10-14 %. Počas sledovaného obdobia sa úverová zadlženosť výberovej vzorky MSP významne nemenila. Hoci v rokoch 2009-2012 môžeme pozorovať pokles úverovej zadlženosti, tento pokles nie je rapídny (iba o 2 %). V rámci úverovej zadlženosti je potrebné sledovať podiel krátkodobých a dlhodobých bankových úverov. Výsledky v tejto oblasti sú v súlade s našimi predpokladmi, t.j. očakávali sme, že MSP využívajú predovšetkým krátkodobé úverové zdroje, ktoré sú pre tento segment podnikov prístupnejšie než dlhodobé úverové zdroje (krátkodobá banková zadlženosť sa pohybuje v priemere okolo 8-9 %, zatiaľ čo dlhodobá zadlženosť bankovými úvermi sa v posledných rokoch pohybuje okolo 3 %). Výsledky v oblasti úverovej zadlženosti sú však do určitej miery skreslené. Na tomto mieste považujeme za dôležité poukázať na to, že *viaceré malé a stredné podniky* zahrnuté do výskumnej vzorky *bankové úvery*, či už dlhodobé alebo krátkodobé, *nevyužívajú vôbec*.

V rokoch 2003-2005 sa podniky podľa veľkostnej kategórie značne odlišovali vo využívaní bankových úverov. Zatiaľ čo v segmente malých podnikov využívali bankové úvery na financovanie svojich podnikateľských potrieb približne každý druhý podnik, v malých podnikoch využívalo bankový úver až okolo 80 % podnikov. Od roku 2006 sa však pomaly začína zvyšovať podiel malých podnikov využívajúcich bankové úvery, tento podiel je však stále nižší ako v prípade podnikov stredných.

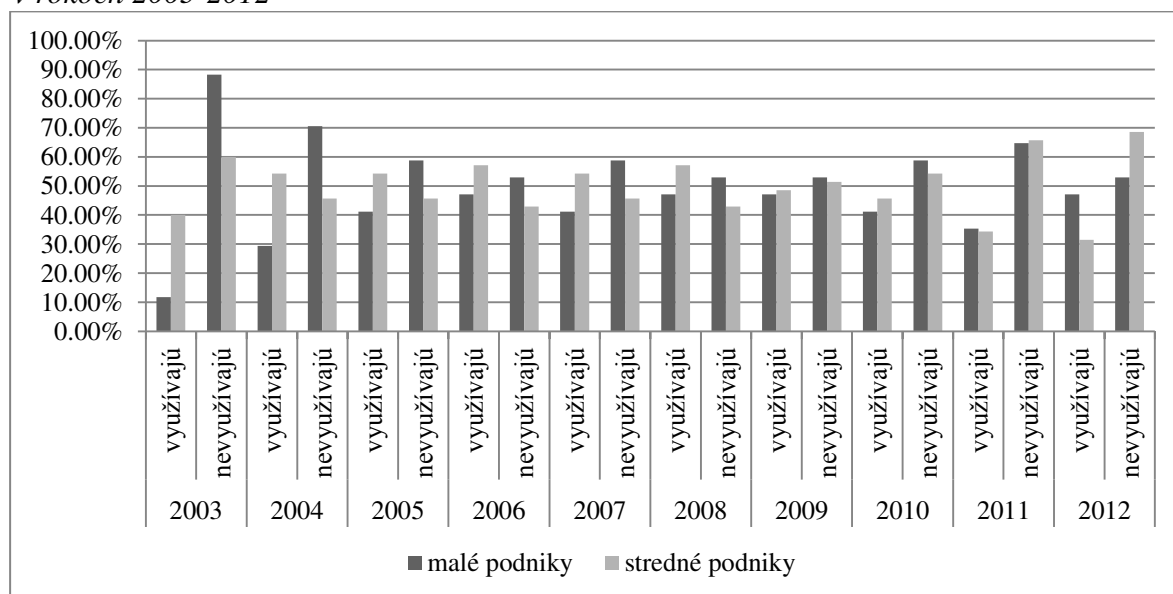
Tabuľka 4 Využívanie bankových úverov podľa veľkostnej kategórie podnikov za roky 2003-2012

Rok	Jednotka	2003		2004		2005		2006		2007	
		využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú
malé podniky	%	41,18	58,82	52,94	47,06	58,82	41,18	76,47	23,53	76,47	23,53
stredné podniky	%	65,71	34,29	74,29	25,71	85,71	14,29	77,14	22,86	80,00	20,00
Rok	Jednotka	2008		2009		2010		2011		2012	
		využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú	využívajú	nevyužívajú
malé podniky	%	70,59	29,41	70,59	29,41	58,82	41,18	70,59	29,41	70,59	29,41
stredné podniky	%	80,00	20,00	74,29	25,71	68,57	31,43	74,29	25,71	65,71	34,29

Prameň: vlastný výskum

Predpokladáme, že v rámci jednotlivých typov bankových úverov budú rozdiely medzi využívaním, resp. nevyužívaním bankových úverov badateľnejšie najmä v kategórii dlhodobých bankových úverov.

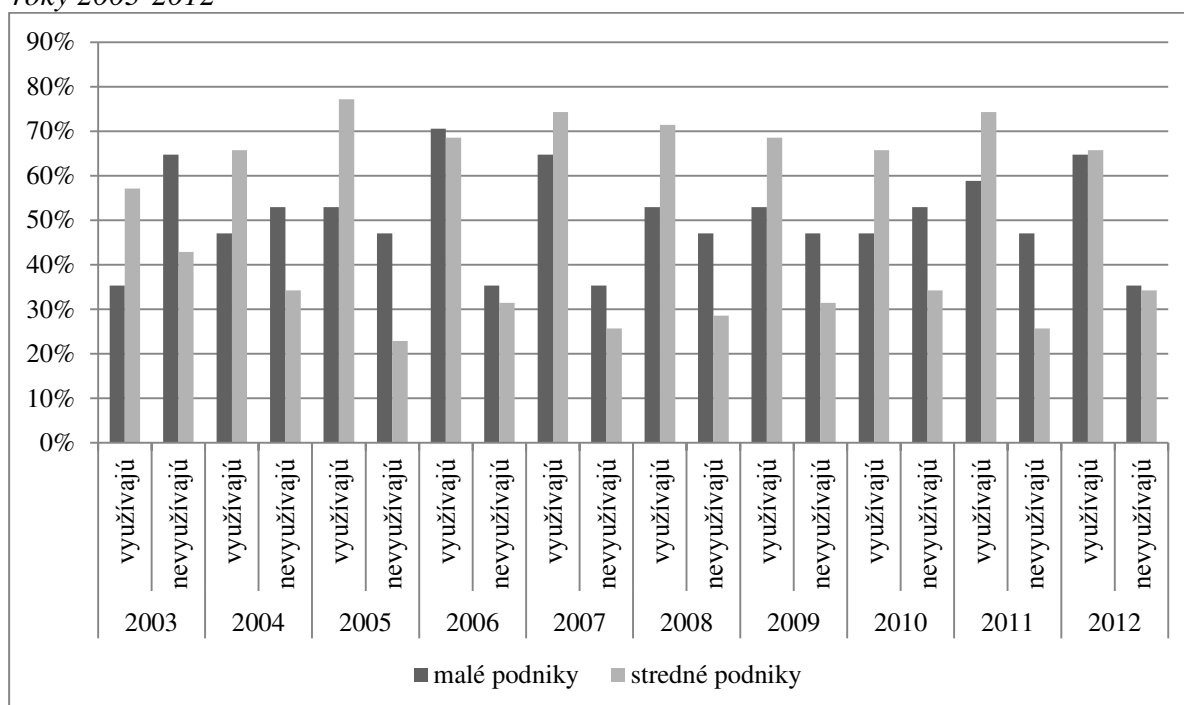
S výnimkou roku 2012 môžeme pozorovať, že vo všetkých sledovaných obdobiach malé podniky využívajú dlhodobé bankové úvery v menšej miere ako podniky stredné. Tento rozdiel je najviac viditeľný v rokoch 2003-2005. Pozitívne však môžeme hodnotiť skutočnosť, že podiel malých podnikov využívajúcich dlhodobé bankové úvery mierne narastá.

Graf 3 Využívanie dlhodobých bankových úverov podľa veľkostnej kategórie podnikov v rokoch 2003-2012

Prameň: vlastný výskum

Napriek tomu, že sme predpokladali, že rozdiel vo využívaní bankových úverov v jednotlivých veľkostných kategóriách v segmente MSP bude badateľnejší najmä pri využívaní dlhodobých bankových úveroch, podstatne väčšie rozdiely môžeme pozorovať najmä pri využívaní krátkodobých bankových úveroch. Môžeme konštatovať, že opäť vo veľkostnej kategórii malých podnikov sú krátkodobé bankové úvery využívané v menšej miere ako v kategórii stredných podnikov, ich podiel je však podstatne vyšší.

Graf 4 Využívanie krátkodobých bankových úverov podľa veľkostnej kategórie podnikov za roky 2003-2012



Prameň: vlastný výskum

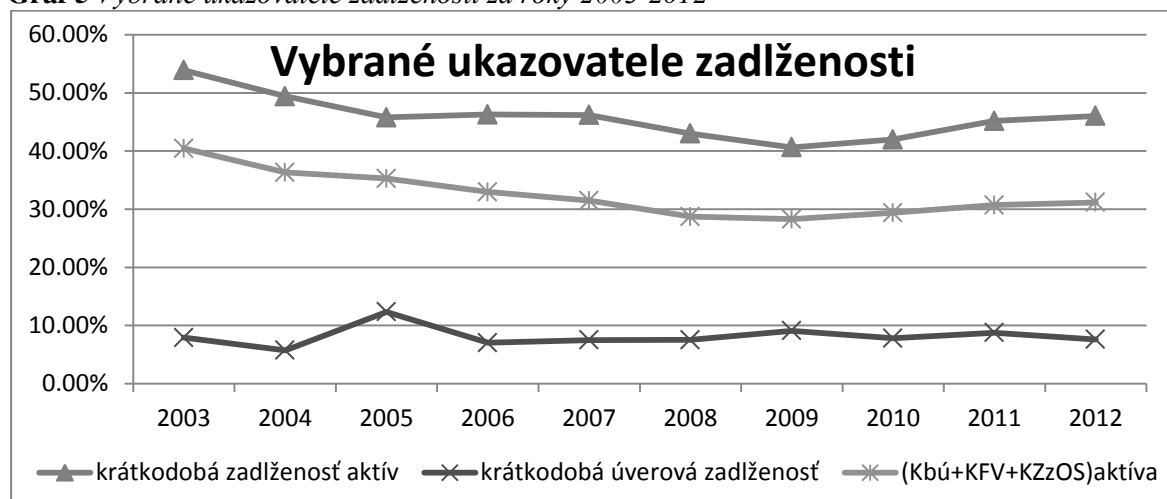
Na základe nášho výskumu sme dospeli k názoru, že spomedzi cudzích zdrojov financovania je v rámci skúmaných MSP **dominantným cudzím zdrojom financovania obchodný úver**. Naše tvrdenie opierame o výsledky v tabuľke č. 5.

Tabuľka 5 Vývoj vybraných priemerných ukazovateľov zadlženosti skúmanej vzorky podnikov za roky 2003-2012

Rok	Krátkodobá zadlženosť aktív	Krátkodobá úverová zadlženosť	$\frac{(Kbú+KfV+KZzOS)}{\text{aktíva}}$	Rozdiel c-b	% podiel "d" na "a"
označenie riadka	a	b	c	d	e
2003	53,92%	7,90%	40,45%	32,54%	60,35%
2004	49,44%	5,72%	36,33%	30,61%	61,92%
2005	45,78%	12,33%	35,28%	22,95%	50,13%
2006	46,28%	7,04%	32,98%	25,94%	56,04%
2007	46,20%	7,50%	31,47%	23,97%	51,89%
2008	43,00%	7,53%	28,72%	21,19%	49,28%
2009	40,64%	9,11%	28,28%	19,17%	47,17%
2010	41,98%	7,79%	29,39%	21,60%	51,46%
2011	45,19%	8,75%	30,71%	21,95%	48,57%
2012	46,05%	7,61%	31,19%	23,58%	51,20%

Prameň: vlastný výskum

Graf 5 Vybrané ukazovatele zadlženosti za roky 2003-2012



Prameň: vlastný výskum

Podstatný podiel na celkovej zadlženosti aktiv skúmaných MSP má krátkodobá zadlženost aktiv. Pri skúmaní štruktúry cudzích zdrojov sme zisťovali aj podiel krátkodobých bankových úverov (Kbú), krátkodobých finančných výpomocí (KfV) a podiel obchodných úverov (t.j. krátkodobých záväzkov z obchodného styku, KzZOS) na celkovom majetku podniku. V prípade, že tento ukazovateľ zadlženosti očistíme o krátkodobé úvery, dostaneme podiel obchodných úverov a krátkodobých finančných výpomocí na aktívach podniku. Nakoľko krátkodobé finančné výpomoci podniky vykazovali vo svojich účtovných závierkach ojedinele, môžeme tvrdiť, že celý tento podiel predstavuje zadlženost obchodnými úvermi. Pri analýze podielu tohto ukazovateľa na celkovej krátkodobej zadlženosti podnikov zisťujeme, že viac ako 50 % celkovej krátkodobej zadlženosti (ktorá je rozhodujúcou zložkou celkovej zadlženosti) skúmaných MSP je tvorených obchodnými úvermi.

ZÁVER

Analýza štruktúry cudzích zdrojov financovania vybraných slovenských MSP poukazuje na zaujímavú situáciu. Napriek tomu, že priemerná miera celkovej zadlženosti skúmaných podnikov je na primeranej úrovni (pohybovala sa na úrovni okolo 60 %) a dodržiavajú sa odporúčania ohľadom pomeru vlastných a cudzích zdrojov na celkových finančných zdrojoch podniku (t.j. dvojtretinový podiel cudzích zdrojov a tretinový podiel zdrojov vlastných), zaujímavé je v tomto prípade sledovanie vnútornej štruktúry zadlženosti podnikov. Táto štruktúra nám totižto vypovedá o tom, že napriek relatívne nízkej zadlženosti skúmaných MSP, sa môžu skúmané podniky dostať do problémov s platobnou schopnosťou ako dôsledok väčšinového využívania krátkodobých finančných zdrojov. Uvedená analýza poukazuje na to, že úroveň dlhodobej zadlženosti skúmaných podnikov je veľmi nízka, rovnako ako aj úroveň využívania dlhodobých bankových úverov. Nazdávame sa, že táto nevhodná štruktúra zdrojov financovania môže v prípade MSP súvisieť okrem iných dôvodov aj so samotnou podstatou a rizikovosťou MSP, kedy tieto podniky majú sťažený prístup k niektorým cudzím zdrojom (napr. problematické získavanie bankových úverov), a preto sú nútené využívať zdroje, ktoré majú k dispozícii, bez ohľadu na dobu splatnosti týchto zdrojov.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BELANOVÁ, K. 2010. *Teória a politika podnikateľských financií*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2010. 213-214 s. ISBN 978-80-225-3109-2.
- [2] FETISOVOVÁ, E. – HUCOVÁ, E. – NAGY, L. – VLACHYNSKÝ, K. 2012. *Aktuálne problémy financií malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 89 s. ISBN 978-80-225-3366-9.
- [3] KALUSOVÁ, L. 2014. Problémy získavania bankových úverov slovenskými MSP. In *MMK 2014*. Hradec Králové : MAGNANIMITAS, 2014. ISBN 978-80-87952-07-8.
- [4] NARIADENIE KOMISIE ES č. 800/2008. o vyhlásení určitých kategórií pomoci za zlučiteľné so spoločným trhom podľa článkov 87 a 88 zmluvy (Všeobecné nariadenie o skupinových výnimkách). [online] Dostupné na internete: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:sk:PDF>>.
- [5] SMEs' Access to Finance. Survey 2013. Analytical Report. [online] Dostupné na internete: < http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf>
- [6] ZALAI, K. et al. 2013. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava : Sprint 2, 2013. 453 s. ISBN 978-80-89393-80-0.
- [7] Výsledky vlastného výskumu.

FRANŠÍZING A MALÉ A STREDNÉ PODNIKY¹

FRANCHISING AND SME's

*Simona Kosztanko*²

Kľúčové slová: franšízingu, MSP, kooperácia, internacionalizácia, konkurencia, príležitosť

JEL Klasifikácia: L14, L24

ÚVOD

Franšízingu poskytuje možnosť zefektívnenia podnikateľskej činnosti malých a stredných podnikov, (ďalej len MSP). Na Slovensku je tento pojem stále dosť neznámy, v zahraničí je ale tento typ podnikania veľmi rozšírený. MSP vzhľadom na obmedzenú veľkosť svojho podniku nie sú vždy schopné inovovať svoje produkty a pružne reagovať na príležitosti na trhu. Spájanie MSP formou franšízingu môže dopomôcť k lepšej konkurencieschopnosti produktov a služieb, efektívnej internacionalizácii a k predĺženiu životného cyklu podnikov.

Vybudovanie dobrej značky dnes nepatrí k ľahkým úlohám. O to viac, pokiaľ hovoríme o MSP, ktoré sa musia usilovať v prvom rade o tom, aby získali kapitál na pokrytie základných činností podniku. V tejto súvislosti potom vybudovanie známej značky patrí k nadštandardným úlohám manažmentu. Aj keď franšízingu predstavuje množstvo nevýhod pre podniky zapojené do tejto koncepcie, výhod je určite viac. V súčasnosti môže pre začínajúcich malých a stredných podnikateľov predstavovať veľkú konkurenčnú výhodu a jedinečnosť na turbulentnom a stále sa meniacom trhu.

V príspevku poskytneme teoretický prehľad vybranej problematiky a zameriame sa na využitie formy franšízingu MSP, čím prinášame novodobý pohľad na podnikanie MSP na Slovensku.

PODSTATA FRANŠÍZINGU

Franšízingu predstavuje špeciálnu formu licencie, v ktorej franšízor zastrešuje celý marketingový program, vrátane obchodného mena, produktu a prevádzkových metód. Franšízingová dohoda je zvyčajne oveľa obsiahlejšia ako bežné licenčné zmluvy. Najznámejší koncept franšízingu sa rozvinul v Amerike, jeho autorom je *John, S. Pemberton*, vynálezca najpopulárnejšieho nápoja na svete – Coca – Coly. V 19. storočí sprístupnil svoje know – how ďalším producentom nápojov, ktorí vďaka tomu mohli predávať nápoj s rovnakou tajnou receptúrou. Celý rad spoločností, ktoré úspešne využívajú franšízingu na domácom trhu, hľadajú príležitosti aj v zahraničí. Príkladom môže byť McDonald's, KFC, Burger King a ďalšie americké reťazce rýchleho občerstvenia. [1]

Franšízingu predstavuje určité know – how v podobe nepatentovateľných praktických poznatkov, ktoré sú obsiahnuté v osvedčených skúsenostiach a zručnostiach poskytovateľa, pričom tieto poznatky musia byť dôverné, významné a identifikovateľné. [2]

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku*.

² Ing. Simona Kosztanko, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: simonacerna@gmail.com.

Európske franšízingové združenie definuje franšízing ako systém predaja, prostredníctvom ktorého sa predávajú výrobky, služby alebo technológie, a ktorý spočíva v úzkej spolupráci samostatných podnikateľských subjektov pod spoločnou značkou a riadiacich sa spoločnými štandardmi. [3] Na jednej strane stojí franšízor, vlastník know – how a poskytovateľ franchisingovej licencie, na druhej strane sú jeho franšízanti – fyzické alebo právnické osoby, ktoré podnikajú na základe osvedčeného podnikateľského konceptu. Podstatou franšízingu je to, že každý zo zúčastnených partnerov ostane nezávislý. Prijímateľ licencie vedie svoj podnik pod menom franšízora ako nezávislý podnikateľ. Poskytovateľ licencie takto predáva svoje znalosti o tom, ako správne podnikat', je vlastníkom ochrannej známky a franšízingového konceptu, ktorý sám vyskúšal a dokázal jeho rentabilitu.

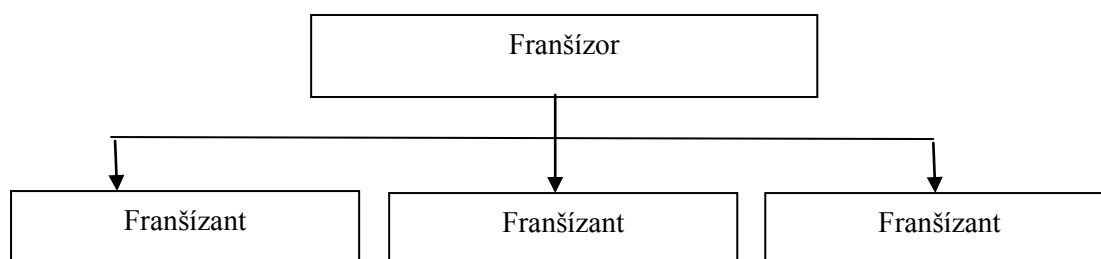
V procese historického vývoja franšízingu sa vyvinuli jeho charakteristické znaky, ktoré sú podľa odbornej literatúry vymedzené nasledovne: [6]

- dlhodobá zmluvná spolupráca franchisora a franchisanta,
- vertikálne organizovaná štruktúra systému,
- právna a čiastočne podnikateľská samostatnosť franchisanta,
- odplatné poskytnutie práv duševného vlastníctva,
- povinnosť franchisanta konať stanoveným spôsobom,
- právo franchisora kontrolovať franchisanta,
- pomoc franchisantovi pri budovaní a riadení podniku.

Definovaním franšízingu sa zaoberal v roku 1998 aj Najvyšší súd v Prahe. „Predmetom franchisingovej zmluvy je poskytnutie výrobného alebo obchodného know-how a ďalších priemyselných práv poskytovateľom príjemcovi za to, že príjemca výsledky svojho podnikania uvedie na trh; obe zmluvné strany sa stávajú partnermi, ide o vertikálny dlhodobý vzťah, prinášajúci obom zisk a vyvážené výhody; príjemca podniká pod menom poskytovateľa etablovaného na trhu a s jeho pomocou, získava právo používať jeho ochrannú známku, imidž a skúsenosti.“ [8]

Najčastejšie sa v praxi využíva franchising medzi podnikateľmi – právnickými osobami. Franšízing je možné označiť ako *minifranšízing* a *štandardný franšízing*. V minifranšízingu je počet franchisantov obmedzený a predmet franchisingu má exkluzívny charakter. Štandardný franšízing založený na selektívnej distribúcii komodít neluxusného charakteru. Franšízing sa ďalej môže členiť na jednoduchý a viacstupňový. Jednoduchý franšízing je znázornený na obrázku 1.

Obrázok 1 Jednoduchý franšízing



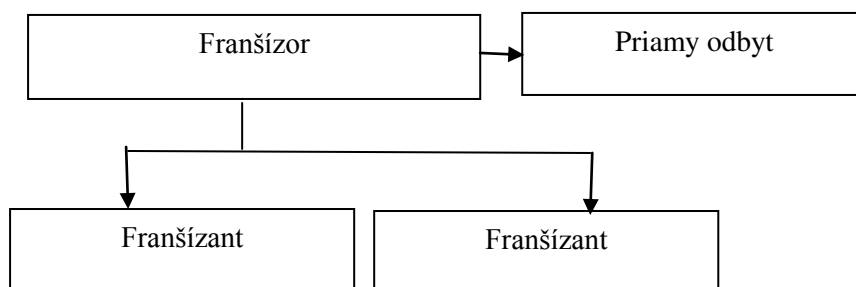
Prameň: Řežníčková, M. Franchising – podnikání pod cizím jménem. Praha: C. H. Beck, 2004. 12 s

Jednoduchý franšízing je však v praxi veľmi ojedinelý. Častejšie sa stretávame s kombinovaným franšízingom, ktorý je založený na:

- kombinácii priameho odbytu a franšízingu,

➤ kombinácii priameho odbyt, franšizingu a master – franšizingu³.
 Kombinovaný franšizing je znázornený na obrázku 2.

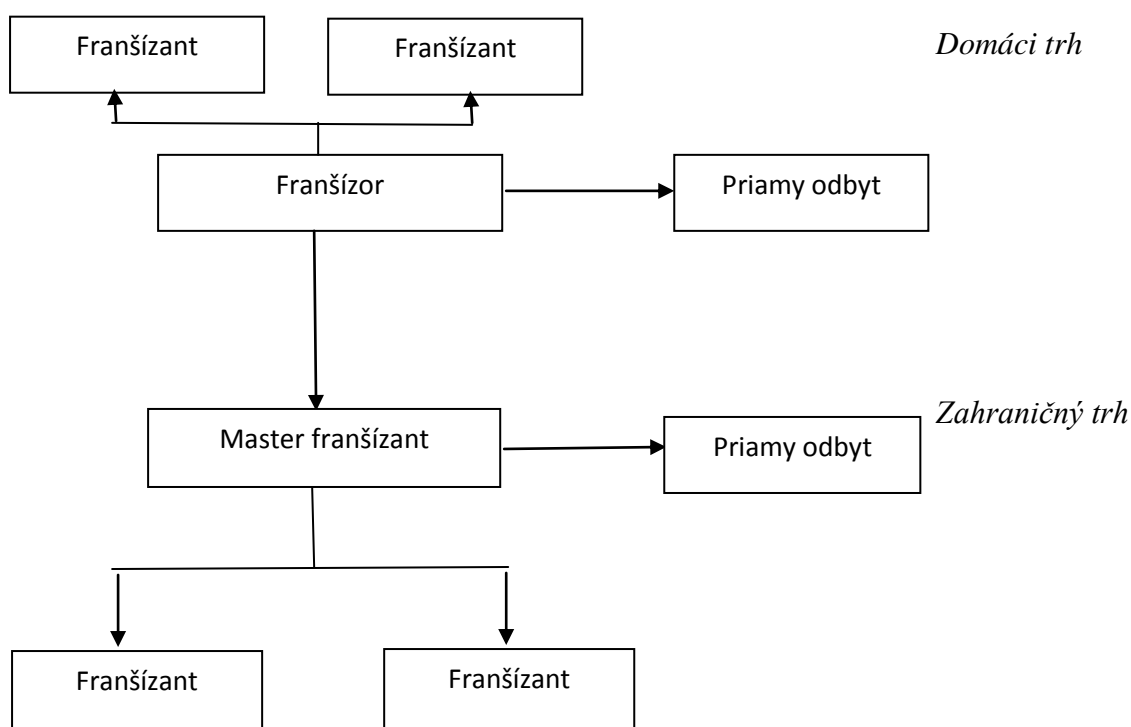
Obrázok 2 Kombinovaný franšizing



Prameň: MAJEROVÁ, Jana. Franchising a jeho využívanie podnikmi v SR. In Podniková ekonomika a manažment : elektronický odborný časopis o ekonomike, manažmente, marketingu a logistike podniku [elektronický zdroj]. - Žilina : Žilinská univerzita v Žiline, 2013. ISSN 1336-5878, 2013, č. 1, s. 46-54.

Kombinovaný franšizing sa zvyčajne uplatňuje ako forma vstupu na zahraničný trh. Grafické znázornenie môžeme vidieť na obrázku 3.

Obrázok 3 Kombinácia priameho odbyt a franšizingu na zahraničnom trhu



Prameň: MAJEROVÁ, Jana. Franchising a jeho využívanie podnikmi v SR. In Podniková ekonomika a manažment : elektronický odborný časopis o ekonomike, manažmente, marketingu a logistike podniku [elektronický zdroj]. - Žilina : Žilinská univerzita v Žiline, 2013. ISSN 1336-5878, 2013, č. 1, s. 46-54.

³ Pod master – franšizingom môžeme rozumieť koncepciu umožňujúcu vznik prenesenia franšizingu z franšízora na franšízantov prostredníctvom master - franšízanta.

Mekkou franšizingu sú podľa časopisu Trend služby. [5] Franšizing je jednou z najvhodnejších foriem malého a stredného podnikania. Využívaním takejto korporácie môžu MSP výrazne predĺžiť svoj životný cyklus. Franšizing nesie so sebou veľa výhod, jednou z nich je napríklad to, že každý z partnerov ostane nezávislý. Franšizistu zároveň podporuje centrála, ktorá je zisková len vtedy, keď je ziskový aj franšizista. Poplatok za franšizing je väčšinou stanovený v percentách z dosiahnutých tržieb.

Táto forma podnikania môže byť výrazne lacnejšia ako budovanie vlastnej siete, nakoľko franšízor prenáša väčšiu alebo menšiu časť počiatočných nákladov na svojich franšizantov.

Okrem výhod môže priniesť aj nevýhody a riziká. Franchisor si nenecháva celý zisk tak ako v prípade vlastnej siete. Riskuje zároveň, že prijímateľ franchisingu sa raz osamostatní a bude mu konkurovať okopírovaním jeho know-how. Vystavuje sa tiež nebezpečenstvu, že keď franchisista nebude dodržiavať dohodnuté štandardy a kvalitu, ohrozí dobré meno a imidž franchisora. Rizikom franchisingu môže byť aj obmedzenie rozhodovacieho priestoru prijímateľa. Pri podpise každej franchisingovej zmluvy sa totiž partneri vzdávajú niektorých svojich práv. [5]

Franšizing však nie je na Slovensku stále dostatočne rozšírený a využívaný. Dôvodom môže byť ekonomické prostredie, ako aj slabé povedomie o franchisingu. Od roku 2014 zaznamenáva pozitívne aj negatívne stránky. Za pozitíva môžeme označiť expanziu úspešných franšizingových konceptov, za negatívnu stránku možno označiť stagnáciu reálneho vstupu nových zahraničných franšizingových konceptov na naše územie. Slovenská franšizingová asociácia (SFA) zaznamenala k 01. 06. 2012 spolu 91 franšizingových konceptov, z toho je 22 slovenských značiek a 69 zahraničných. Najviac sú rozšírené koncepty v oblasti gastronómie, oblečenia a služieb. Jedným z dôvodov tejto skutočnosti je, že vznik, tvorba a rozvoj nového pôvodného (slovenského) franchisingového konceptu predstavuje vo všeobecnosti dlhodobý a finančne náročný proces. Každý franchisingový koncept ponúkaný ako úspešný a hodnotný produkt musí byť v praxi vopred overený, ináč si nezíska dôveru spotrebiteľa. Podmienku úspešne podnikat' aspoň v jednej pilotnej jednotke počas primerane dlhého obdobia ešte pred začiatkom rozvoja franchisingového reťazca ukladá európsky Etický kódex franchisingu, ktorý prevzala aj SFA a je záväzný pre jej riadnych členov. [4]

V zahraničí je situácia odlišná. Napr. v USA predstavuje viac ako 4000 franšizingových systémov, ktoré majú len v USA približne 740 000 prevádzok. Vytvárajú zamestnanie približne pre 8 miliónov ľudí. V krajinách Európskej únie funguje podľa Európskej franšizingovej federácie viac ako 11 000 systémov tohto typu podnikania. Podľa Frazera (2012), najlepšie prepracované systémy franšizingu, z hľadiska právneho rámca, patrí systém fungujúci v Austrálii. Právny rámec, ktorým sa riadi franšizing v Austrálii predstavuje kódex franšizingu. [9] Austrálske ministerstvo priemyslu, inovácií a vedy vynakladá ročne pomerne značnú časť finančných prostriedkov zo svojho rozpočtu na činnosť výskumného centra Asia-Pacific Centre for Franchising Excellence. Aj zásluhou tejto podpory v Austrálii fungovalo v roku 2010 viac než 1000 franšizingových konceptov, ktoré vytvárali reťazce s viac ako 70 tisíc franšizantmi. [3] V tabuľke 1 sú znázornené najúspešnejšie franšizingové koncepty vo svete.

Tabuľka 1 Najznámejšie franšizingové koncepty vo svete

Miesto	Názov konceptu
1.	SUBWAY
2.	McDonald's
3.	KFC
4.	7 Eleven
5.	Burger King

Miesto	Názov konceptu
6.	Pizza Hut
7.	Wyndham Hotel Group
8.	Ace Hardware Corporation
9.	Dunkin' Donuts
10.	Hertz

Prameň: <http://www.franchisedirect.com/top100globalfranchises/rankings/>

FRANŠÍZING V MSP

MSP predstavujú špecifickú skupinu podnikov, najmä čo sa týka ich veľkosti a postavenia na trhu. Pre začínajúceho podnikateľa nie je ľahké vybudovať stabilnú značku a postavenie na trhu. Výhodou franšizingu je to, že spočíva v úzkej a stálej spolupráci právne samostatných a finančne nezávislých podnikov. Nakoľko franšízor zvyčajne funguje na trhu niekoľko rokov a má vybudovanú stabilnú a známu značku, malý alebo stredný podnikateľ, ktorý uzavrie franšizingovú licenciu je aj zaučený, podporovaný a vedený franšízorom, čo môže výrazne zlepšiť jeho pozíciu na trhu a predĺžiť životný cyklus.

Franšízor má z franšizingu určité výhody aj nevýhody, v nasledujúcich bodoch zhrnieme najdôležitejšie. Pod výhody môžeme zaradiť:

- rozširovanie franšízoroveho pôsobenia
- franšízant je zodpovedný za svoju prevádzku a franšízor nenesie žiadne podnikateľské riziko,
- nevyžadujú sa veľké kapitálové výdavky,
- ide o relatívne stabilný tok príjmov.

Pod nevýhody môžeme zaradiť nasledovné:

- veľa úsilia, času a investícií, kým sa vybuduje efektívny franšizingový koncept,
- riziko, že akékoľvek know-how môže byť zneužitá a prezradená tretím osobám,
- franšízant sa môže stať neskôr konkurentom franšízora.

Pre franšízanta taktiež plynú isté výhody aj nevýhody spojené s týmto konceptom. Pod výhody môžeme zaradiť:

- právo franšízanta prevádzkovať osvedčenú koncepciu pod známou značkou,
- poradenstvo od franšízora vo všetkých aspektoch podnikania,
- konkrétna prepracovaná schéma podnikania,

Nevýhodu môže byť napr:

- vysoké vstupné investície vo forme výdavkov za licenciu,
- franšízant musí odvádzať franšízorovi pravidelné poplatky,
- musí podnikáť len podľa danej koncepcie, nakoľko je podriadený franšízorovi.

Na Slovensku pôsobia aktuálne franšizingové spoločnosti v sieti fast foodov Mc Donald's, taktiež v oblasti zdravej výživy fitness UPDATE, ďalej COOP Jednota, kozmetika Yves Rocher, mobilný operátor O2 a pod...Celkovo, 43 % franšizingových spoločností pôsobí v oblasti obchodu, 33 % v poskytovaní služieb a 24 % v gastronómii.

ZÁVER

MSP tvoria základ národného hospodárstva. Pokiaľ by využívali franšizing ako jednu z alternatívnych zdrojov financovania, môžu dosiahnuť záruku efektívneho pôsobenia na danom trhu aj po ukončení tohto konceptu. Využívaním franšizingovej licencie si môžu osvojiť cenné podnikateľské zručnosti a nadobudnúť poznatky zo zahraničnej materskej spoločnosti. Franšízant nenesie žiadne podnikateľské riziko a dostáva od franšízora cenné podnikateľské poradenstvo, navyše môže prevádzkovať osvedčenú koncepciu pod dobre

vybudovanou značkou, čo môže byť najmä pre MSP nesmierne dôležité a prínosné pre ich ďalšie pôsobenie na trhu. Okrem toho týmto môžu získať veľkú konkurenčnú výhodu oproti iným MSP, ktoré tieto formy financovania nevyužívajú.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] GILLESPIE, K. – HENNESSEY, D. H. 2010. *Global Marketing*. Cengage Learning, 2010. 608 s. ISBN 9781439039434.
- [2] HESKOVÁ, M. a kol. 2005. *Kooperace*. Praha: Profess Consulting, 2005. 140 s. ISBN 80-7259-048-0.
- [3] FRANCHISING – ISTEJŠÍ SPÔSOB PODNIKANIA. 2012. In *Goodwill*. Mesačník o ekonomike, biznise a spoločnosti. ISSN 1337-9798, 2012, júl – august 2012, 26 s.
- [4] FRANCHISING NA SLOVENSKU V ROKU 2014. 2014. In *Next Future*. Dostupné na internete: <<http://www.nextfuture.sk/financie/novinky/franchising-na-slovensku-v-roku-2014/>>
- [5] BENČÍK, P. – APOLEN, P. 2010. Franšízing je vhodnou formou na rozvoj malého a stredného podnikania. In *Trend*. Dostupné na internete: <http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-/cislo-Január/franchising-je-vhodnou-formou-na-rozvoj-maleho-a-stredneho-podnikania.html>.
- [6] ŘEZNÍČKOVÁ, M. *Franchising – podnikání pod cizím jménem*. 2. vydanie. Praha: C. H. Beck, 2004. 207 s. ISBN 978-80-7400-174-1.
- [7] MAJEROVÁ, Jana. Franchising a jeho využívanie podnikmi v SR. In *Podniková ekonomika a manažment : elektronický odborný časopis o ekonomike, manažmente, marketingu a logistike podniku [elektronický zdroj]*. - Žilina : Žilinská univerzita v Žiline, 2013. ISSN 1336-5878, 2013, č. 1, s. 46-54.
- [8] Rozhodnutie Najvyššieho súdu v Prahe z 28.4.1998, SJS 725/2000, 7 A 170/95. In ŠTENSOVÁ, A. (2002): *Franchising*, s. 67.
- [9] FRAZER L. 2012. Síla australského franchisingu – kvalitní právní rámec a vzdělání. In: *Euro – příloha Start pro podnikání a franchising*. [online]. 2012, no. 13. [cit. 2013-05-05]. Dostupné na <http://www.podnikani-start.cz/cs/casopisy-aktualni?download=14%3A2012-13>. ISSN 1212-3129.
- [10] TOP 100 GLOBAL FRANCHISER RATING. 2012. Dostupné na internete: <http://www.franchisedirect.com/top100globalfranchises/rankings/>.

GLOBALNÁ FINANČNÁ KRÍZA A JEJ DOPADY NA VYBRANÉ AKCIOVÉ TRHY¹

GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND ITS CONSEQUENCES ON THE STOCK EXCHANGE

Katarína Podmajerská²

Kľúčové slová: finančná kríza, cenný papier, akciový trh

JEL Klasifikácia: G01, G15

ÚVOD

Krízu môžeme zdefinovať ako určitú odpoveď alebo reakciu systému na porušenie rovnováhy medzi jednotlivými prvkami tohto systému a toto narušenie systému prekračuje určité hranice. Tento proces alebo reakcia trvá spravidla relatívne krátko, ale môže mať bolestivý charakter. Takéto narušenie systému môže mať aj pozitívne dopady, pretože dochádza k obnove narušených proporcií a systém môže ďalej normálne fungovať alebo dôjde k likvidácii systému ako takému.

Posledná kríza si vyslúžila už rôzne prívlastky. Spočiatku to bola len finančná, neskôr hospodárka a postupne prerástla do sociálnej krízy s globálnou civilizačnou povahou. Má charakter malígnej krízy, to znamená že je sprevádzaná mnohými makroekonomickými a mikroekonomickými problémami ako napríklad vysokou nezamestnanosťou, krachom mnohých bánk a firiem. Udrela nečakane v čase, keď mnohí odborníci a analytici predpovedali obdobie hospodárskeho rozmachu.

Tejto kríze predchádzalo pomerne dlhé obdobie stability, v Spojených štátoch bola nízka inflácia, aj toto navodzovala atmosféru zvýšenej sebadôvery amerických bankovch domov, to viedlo aj k zníženej opatrnosti, čo predstavuje dosť nepriaznivú kombináciu pre akýkoľvek druh podnikania. Globálna finančná kríza sa síce začala na trhu dlhopisov a akcie boli len v "závese", ale je zaujímavé sa pozrieť, ako sa to prejavilo práve na trhu s akciami a aké boli dosahy.

ZÁKLADNÉ ASPEKTY A PRÍČINY GLOBÁLNEJ FINANČNEJ KRÍZY

Táto kríza je prirovnávaná ku kríze v tridsiatych rokoch minulého storočia. Obe krízy majú podobné príčiny aj prvotný priebeh. V oboch prípadoch sa kríza začala v USA a viedla najprv k poklesu trhu s cennými papiermi, neskôr k prudkému poklesu priemyselnej produkcie a svetového obchodu. Tieto krízy sa však od seba líšia celosvetovým kontextom tvoreným najmä procesom internacionalizácie a globalizácie svetovej ekonomiky. „Zatiaľ čo sa v tridsiatych rokoch kľúčovým kanálom prenášajúcim krízu stal obchod, kapitálové toky a ceny komodít, v súčasnej dobe je radou ekonómov považovaný za hlavný transmisný kanál medzinárodný medzibankový trh.“ [4]

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku..*

² Ing. Katarína Podmajerská, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: katarina.podmajerska@gmail.com

Všeobecne sa príčina súčasnej ekonomickej krízy pripisuje nafukovaniu bubliny na trhu s nehnuteľnosťami v Spojených štátoch. Medzi rokmi 1994 a 2006 dochádzalo k neúmernému rastu cien nehnuteľností v porovnaní s rastom produktivity práce a reálnych miezd. Ako príklad možno uviesť 126% rast cien nehnuteľností medzi rokmi 2000 až 2006, pričom reálny hrubý domáci produkt v uvedenom období vzrástol iba o 15 % [19] a nominálne mzdy o 11,5 %. [20]

Takáto situácia nie je nič nového v histórii. V minulosti sme boli svedkami mnohých rastov a kolapsov podobného charakteru. Prvá známa bublina, ktorá sa nafúkala je známa pod názvom tulipánová mánia. Spája sa s Holandskom. Počas nej ceny cibuliek tulipánov prudko rástli až nakoniec došlo k ich prudkému poklesu. [14] Vo februári 1637, keď boli ceny tulipánov najvyššie, ceny boli viac ako 10-násobne vyššie ako ročný príjem bežného vzdelaného robotníka. Cena bola dokonca vyššia ako luxusný dom v 17. storočí v Amsterdame. Ľudia kupovali tulipány vo viere, že ich predajú za vyššie ceny. Ale takýto nekrytý prudký nárast cien nemohol fungovať do nekonečna. Ceny rástli rýchlejšie ako príjmy obyvateľstva. Tak celý systém skolaboval a viedol do hlbkej depresie. Mnohí pozorovatelia však veria, že bubliny sú dôležitým prvkom, ktorý je súčasťou reálnych trhov.

K. Vlachynský vidí deliacu čiaru, ktorá zahŕňa súčasnú etapu vývoja svetových financií, v rozpade brettonwoodskeho menového systému, ktorý zrušil vymeniteľnosť amerického dolára za zlato. Tak došlo k zmenám, ktoré sú označované ako finančná revolúcia, alebo niektorí hovoria o vzniku „nových financií“. [13] Táto finančná revolúcia bola sprevádzaná intenzívnym rozvojom finančných nástrojov, v bankovníctve sa začali uplatňovať procesy sekuritizácie, postupovali procesy globalizácie, došlo k všeobecnej liberalizácii na finančných trhoch, tiež sa liberalizoval medzinárodný pohyb kapitálu a upúšťalo sa od keynesiánskeho názoru na úlohu štátu v ekonomike a začali sa presadzovať Friedmanove myšlienky, že trh je schopný zabezpečiť lepšiu alokáciu kapitálu ako štátni byrokrati.

Jedným z hlavných dôvodov vzniku krízy boli tendencie finančnej normalizácie a inovácií, ktoré sa diali bez toho, aby boli regulované. Svedčí o tom napríklad zrušenie Glass-Steagallovho zákona, ktorý oddeľoval investičné a komerčné bankovníctvo. Zákon bol síce zrušený, ale ostatné oblasti politik sa nevedeli prispôbiť podmienkam nového prostredia. Toto dávalo väčší priestor bankám sa zadlžovať.

Ďalším hlavným dôvodom krízy bol rozmach v spotrebe v rokoch 2002 až 2007 a tiež následná domáca a medzinárodná nerovnováha. Kabinet vtedajšieho prezidenta Busha znižovala dane, čo malo za následok obrovský deficit pre vládu. [8] Federálny rezervný systém znížil úrokové sadzby v čase recesie, čo nebol veľmi vhodný krok. K vypuknutiu krízy prispel aj vznik nových finančných inovácií, ktoré boli lacnejšie a rôznorodejšie. Významným prvkom vzniku krízy bola finančná internacionalizácia.

Pri otázkach dôvodov vzniku krízy a skúmaní príčin jej vypuknutia sa stretávame s viacerými názorovými skupinami.

Do jednej zaradíme **liberálov**, druhú reprezentujú tí, ktorí sa snažia preniknúť k hlbšej podstate veci. Podľa liberálov sa súčasná hospodárska kríza začala formovať už v deväťdesiatych rokoch, v období masívnej úverovej expanzie v USA. Významným míľnikom bolo prasknutie internetovej bubliny v kombinácii s teroristickými útokmi 11. septembra 2001 v New Yorku. Malo to za následok pokles úspor obyvateľstva, keďže prudký pokles akciového trhu v kombinácii s vlnou nedôvery viedol k výraznému oslabeniu kúpyschopnej sily. Práve v tejto situácii Federálny rezervný fond zvolil politiku lacných peňazí (znížil základnú úrokovú sadzbu zo 6,5% v roku 2000 na 1% v roku 2003). Cieľom tejto expanzívnej monetárnej politiky bolo naštartovanie ekonomického rastu prostredníctvom úverovej expanzie.

Táto politika však viedla k *liberalizácii postoja k riziku*. Lacné úvery zdanlivo prospievali ekonomickému rastu a vyvolali realitný boom. Významnú úlohu zohrali aj hypotéky pre

rodiny s nízkymi príjmami, tzv. subprime mortgages. Medzi rokmi 2001 a 2003 sa objem týchto pôžičiek takmer zdvojnásobil na 310 miliárd dolárov. Rástol aj ich podiel na celkových úveroch z 8 % v roku 2003 na 20 % v roku 2005. [5] Z hypoték sa stávali dlhopisy, ktoré sa začali ponúkať na finančnom trhu. Keďže do týchto finančných nástrojov investovali investori z celého sveta, spôsobilo to, že kríza sa rýchlo začala šíriť po celom svete. Úlohu tu zohrali aj ratingové agentúry, ktoré bez problémov hodnotili dlhopisy plné toxických hypoték ako bezpečné.

Takže počiatky a priebeh finančnej krízy v USA a následnej hospodárskej krízy sú známe, počnúc krachom hedgeových fondov Bear Stearns v lete 2007 a bankrotom Lehman Brothers v septembri 2008, keď už naplno prepukla panika na finančných trhoch, cez odhalenie hypotekárnej bubliny okolo Freddie Mac a Fannie Mae.

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association – Federálne Národné Hypotekárne Združenie) bola založená v tridsiatych rokoch minulého storočia. Cieľom tejto asociácie bolo prekonanie Veľkej hospodárskej krízy. Fannie Mae a Freddie Mac sú agentúry podporované vládou (GSE – Government sponsored enterprises). Tieto kupovali individuálne hypotéky od bánk a brokerov, následne ich pospájali do tzv. MBS – Mortgage backed securities (cenné papiere ručené hypotékami), ktoré ďalej predávali bankám a investorom. Bonitu týchto cenných papierov zvyšovala fiktívna štátna garancia, takže záujem o ne bol pochopiteľne veľký, hoci agentúry boli zriadené kongresom a štát za ne neručil. Koncom roka 2008 Fannie Mae a Freddie Mac držali alebo garantovali 5 miliárd, čo predstavovalo takmer polovicu amerického hypotekárneho trhu. Všetko fungovalo pokiaľ ceny nehnuteľností rástli. Aj tie najpesimistickejšie scenáre na Wall Street poukazovali na stagnáciu cien, nikto však nepredpovedal ich pokles. [15]

Riešenie krízy vidia liberáli v trhovom mechanizme. Sú zástancami trhu, ako subjektu, ktorý sa s týmito problémami dokáže „vysporiadať“ sám. Presadzujú názor, že štát má zasahovať do trhového mechanizmu menej, ale kvalitnejšou reguláciou. Sú za to, aby sa urobili len nejaké kozmetické úpravy, veď trh sa „postará“.

Ďalší hlavný smer je zástancom výraznejších zmien a väčších zásahov. Príčiny a priebeh krízy ekonómovia, ktorí sa snažia **peniknúť k podstate veci**, vidia niekde inde, vo väčšej hĺbke. Hlavné problémy vidia v dvoch rozporoch: ekonomika – človek a ekonomika – príroda. Rozpor ekonomika – človek: vážnym dôvodom je nerovnomernosť príjmov a rozdeľovanie bohatstva. „Najbohatšie 2 % obyvateľstva vlastní viac ako polovicu svetového bohatstva, zatiaľ čo chudobná polovica len 1 %.“ [12] Problém je v tom, že tieto 2 % bohatého obyvateľstva nemôžu až toľko spotrebúvať, preto by bolo lepšie keby bolo rovnomernejšie rozdelenie príjmov. Rozpor ekonomika – príroda: tu je problémom zvyšovanie plytvania prírodných zdrojov a boj o ovládnutie energetických a vodných zdrojov. Hrozbou sú tiež klimatické zmeny a absorpčná kapacita lesov a oceánov.

P. Staněk tvrdí, že prvý globálny rámec problémov so spotrebou pramení v nadmernej príjmovej polarizácii obyvateľstva, koncentrácii bohatstva v rukách úzkej skupiny, postupnom poklese príjmov a sčasti z rozpadu strednej vrstvy. [10]

Podľa J. Stiglitzu boli príčinou vzniku príjmových nerovností aj asymetrické informácie. Výsledkom tejto nerovnakej informovanosti subjektov pôsobiacich na trhu bola narastajúca sila a úsilie o vyšší zisk zo strany najbohatšieho 1 % populácie, ktorí sa usilovali o nižšie vládne intervencie a boli proti príjmovej redistribúcii a na strane druhej klesajúca sila pracovníkov v dôsledku deregulácie, slabších odborov a globalizácie. To viedlo v konečnom dôsledku k nárastu príjmových nerovností. Peniaze totiž smerovali od tých, ktorí by ich minuli (nižšie príjmové skupiny s vyšším hraničným sklonom k spotrebe) k tým, ktorí ich neboli schopní minúť. V čase, keď reálne príjmy stagnovali, domácnosti z dolnej časti príjmovej distribúcie si požičiavali, aby si tak udržali svoje rastúce životné nároky. [11]

Veľký vplyv na vznik krízy má podľa tejto skupiny financilizácia, t.j. posun ťažiska od výroby k finančníctvu, ktorý vedie k rastu podielu zadlženia na HDP. Nerovnomernosť príjmov a distribúcie bohatstva vedie k obmedzovaniu spotrebného dopytu, tak vznikajú nadbytočné výrobné kapacity a obmedzovanie investícií. Dôsledkom toho je rastúci prebytok kapitálu. Preto je potrebné vytvárať virtuálny dopyt. A tak sú korporácie konfrontované s problémom obmedzeného odbytu a musia rozmýšľať kam presmerujú svoje zisky, keďže v dôsledku zníženého dopytu sa im neoplatí investovať do rozširovania výroby. Namiesto kapacitotvorných investícií budú investovať do finančného sektora prevažne špekulačného zamerania. A tu sa dostávame už tam, kde začínajú vidieť príčiny aj liberáli.

Už prešlo dosť dlhé obdobie odkedy sa objavili prvé príznaky finančnej krízy, preto by všetci radi očakávali, keby ekonomický pokles nahradil ekonomický rast. Toto pranie nie je však blízke realite, pretože odborníci aj naďalej predpokladajú pokles. Napriek týmto pokračujúcim hrozbám, sú tu hmatateľné dôkazy, že svetová ekonomika sa začína mierne oživovať a dochádza k miernemu rastu. Vďaka rastúcej dôvere investorov a zlepšujúcej sa situácii v eurozóne a v USA je pravdepodobné, že dôjde k postupnému nástupu udržateľného rastu. Najmä vďaka rozvoju rozvíjajúcich sa svetových ekonomík by sa mal zabezpečiť dlhodobější úľava zdanlivo všadeprítomnej finančnej krízy.

VYBRANÉ DÔSLEDKY GLOBÁLNEJ FINANČNEJ KRÍZY

Za nežiaduci dôsledok finančnej hospodárskej krízy sa považuje to, že subjekty, ktoré boli zodpovedné za zlyhanie veľkých bánk nenesú plnú zodpovednosť za svoje konanie. Bez štátnej dotácie by tieto banky zbankrotovali, to znamená že akcionári by prišli o svoje podiely, manažéri by prišli o svoju prácu. Takže štátna intervencia bola nevyhnutná, lebo bez nej by tieto skutočnosti spôsobili ešte väčšie hospodárske i sociálne problémy v spoločnosti. Zodpovední tak neniesli dôsledky svojich rozhodnutí a vyvolávalo to negatívne stimuly. Tí, čo uskutočňovali rozhodnutia boli ochotní akceptovať aj veľmi vysoké riziko. Riešením tejto situácie môže byť rozdelenie bánk na menšie celky, aby tak ich bankrot nepriniesol také obrovské hospodárske problémy. Alternatívou je nájsť vhodné pravidlá bankrotu, ktoré chránia zákazníkov a ktoré zachovávajú dôveru finančnému systému, ale necháva možnosť straty zamestnania vyšších manažérov a taktiež straty investovaného kapitálu pre akcionárov. Dnes je diskutovanou otázkou, ktorá alternatíva sa javí lepšou.

Ďalším hlavným dôsledkom, ktorému Pomfret pripisuje dôležitosť, je skutočnosť, že mnohí dôchodcovia stratili časť, niektorí dokonca celý investovaný kapitál na dôchodkových účtoch. Tieto penzijné fondy boli propagované ekonómami, ktorí komunikovali výhodu vyšších výnosov a nižšej rizikovosti ako klasického odvodového systému z dôvodu existencie politických rizík. Avšak vyššia výnosnosť je samozrejme spojená s vyššou rizikovosťou. Ak by sme chceli opäť zvýšiť dôvernosť verejnosti voči tomuto systému, je nevyhnutné prehodnotiť riziká tohto systému a prerozdeliť tieto riziká naprieč generáciami. Z týchto skutočností vyvstáva otázka prehodnotenia úlohy vlády v našej spoločnosti. [7]

Vlachynský, K. vidí dôsledky finančnej krízy najmä v poklese dôvery verejnosti voči finančným inštitúciám, ale i medzi finančnými organizáciami a orgánmi navzájom. Dôvera je základom fungovania finančného systému, takže jej obnova je nevyhnutná, hoci to môže trvať dlhšie časové obdobie. Kríza spôsobila značné problémy v bankovom sektore a najviac sa dotkla investičného bankovníctva. Došlo k zastaveniu pohybu úverov a tým k narušeniu „pohybu spoločenského produktu.“ Pokles kurzov akcií sa postupne menil na reálne straty investorov, finančná kríza prerástla do hospodárskej a bola sprevádzaná poklesom dopytu, hrubého domáceho produktu (HDP) a vyvolala značné problémy na trhu práce. Keďže Slovensko je otvorenou ekonomikou a jej rast závisí od exportu, pokles HDP

v odberateľských krajinách sa premietol do poklesu tempa rastu HDP našej krajiny. To viedlo k zvýšeným tlakom na trhu práce a k zvýšeniu nezamestnanosti. [13]

Staněk, P. vidí logický dôsledok vyplývajúci z opatrení krízy v prepade strednej triedy, keďže väčšina pracovníkov v štátnej správe patrila práve do tejto vrstvy. „A to bude znamenať ďalšie kontraproduktívne posunutie asymetrie bohatstva a chudoby v rámci spoločnosti.“ [10]

„Ukazuje sa, že pravdepodobne neriešenie podstatných príčin je jedným z významných fenoménov, ktoré vedú k tomu, že kríza sa nestáva cyklickou, ale trvalou, že kríza zachytáva všetky časti ekonomiky, nezostávajú teda zachránené ostrovy pozitívneho vývoja, ktoré by postupe umožňovali rozšíriť svoj vplyv na ostatné časti ekonomiky a obnoviť hospodársky rast.“ [9]. Finančná kríza zmenila prístup k manažmentu rizika. Podniky by mali vo väčšej miere využívať rozličné metodické postupy pri identifikovaní, analýze, hodnotení, komunikácii a zaobchádzaní s rizikom. Oblasť riadenie rizika by mala byť súčasťou stratégie podniku, dokonca jednou z jej základných častí. [6]

Jedným z kľúčových nástrojov podnikov je manažment rizika. OECD uvádza, že práve kvôli zanedbaniu tejto dôležitej oblasti riadenia došlo k vypuknutiu finančnej krízy. Podniky riadili skôr ich produkty a divízie. [3] „Najčastejším zdrojom referencií v súvislosti s riadením rizika je COSO. COSO je skratka Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.“ [4] COSO je metodickým a praktickým materiálom využívaným pri zvládaní rizík. Manažment rizika je v tomto modeli formulovaný ako proces ovplyvňovaný manažmentom, implementovaný do podnikovej stratégie a vytvorený tak, aby umožnil identifikovať udalosti, ktoré môžu ovplyvniť podnik, aby dokázal riadiť toto riziko, a tak poskytol vhodné naplnenie podnikových cieľov. [1] Rámec tohto modelu je trojdimenzionálny:

- prvý predstavuje popis procesu riadenia rizík,
- druhý rozmer zahŕňa jednotlivé úrovne cieľov podniku,
- tretia dimenzia je organizačná.

Na Slovensku sa pri riadení rizika využíva ISO norma 31000:2009, ďalšia z metodík pri riadení rizík.

DOPADY GLOBÁLNEJ FINANČNEJ KRÍZY NA VYBRANÉ AKCIOVÉ TRHY

Globálna finančná kríza začala na trhu s dlhovými cennými papiermi, na trhu s dlhopismi, ale v značnej miere sa prejavila aj na trhu majetkových cenných papierov, akciových trhoch. Podľa správy World Federation of Exchange medzi desať najväčších trhov s akciami vo svete patrí New York Stock Exchange, Nasdaq, Japan Exchange Group, London Stock Exchange Group, Euronext, Hong Kong Stock Exchange, Sanghai Stock Exchange, Toronto Stock Exchange, Deutsche Borse a desiatku uzatvára Swiss Stock Exchange. Posledné dostupné informácie boli z roku 2013 a uvedené poradie v tomto príspevku zodpovedá umiestneniu podľa veľkosti trhovej kapitalizácie jednotlivých trhov. [21] Aj z tohto dôvodu sa v nasledujúcej časti pozrieme na vplyv globálnej finančnej krízy na vývoj dvoch vybraných indexov vyššie spomínaných trhov. A to S&P a Nikkei. Keďže na prvých miestach sa umiestnili burzy v Spojených štátoch, zameriame sa na index S&P, ktorý je považovaný za štandardné meradlo výkonnosti amerického akciového trhu. Druhý index Nikkei index, ktorý je indexom Tokijského akciového trhu, ktorý je podmnožinou Japan Exchange Group, ktorý sa umiestnil na druhom mieste z hľadiska objemu trhovej kapitalizácie.

Standard & Poor's 500 obsahuje 500 amerických spoločností obchodovaných na amerických burzách. Tvorcovia tohto indexu mali zámer vytvoriť index, ktorý by precíznejšie meral výkon amerických akciových trhov. Tento index predstavila agentúra S&P v roku 1923

ako sériu indexov pozostávajúcich z 233 spoločností z 26 odvetví. V roku 1957 predstavila agentúra nový index S&P 500, ktorý zastrešoval asi 90 špecifických odvetví a skupín.

Index Standard & Poor's 500 (S&P 500) je u odborníkov považovaný za štandardné meradlo výkonnosti amerického akciového trhu. moderným indexom a ceny akcií v ňom obsiahnutých, sú vážené trhovou kapitalizáciou príslušných firiem, respektíve tzv. „free float value“, čo je hodnota akcií, ktoré sú bežne k dispozícii investorskej verejnosti. Akcie zahrnuté v tomto indexe tvoria skoro 80 % celkovej kapitalizácie amerického akciového trhu. [18]

Nikkei patrí k najstarším globálnym indexom. V porovnaní s predchádzajúcim indexom obsahuje iba 225 spoločností, ktoré sú do tohto indexu vyberané zo skupiny 450 spoločností s najväčšou likviditou.

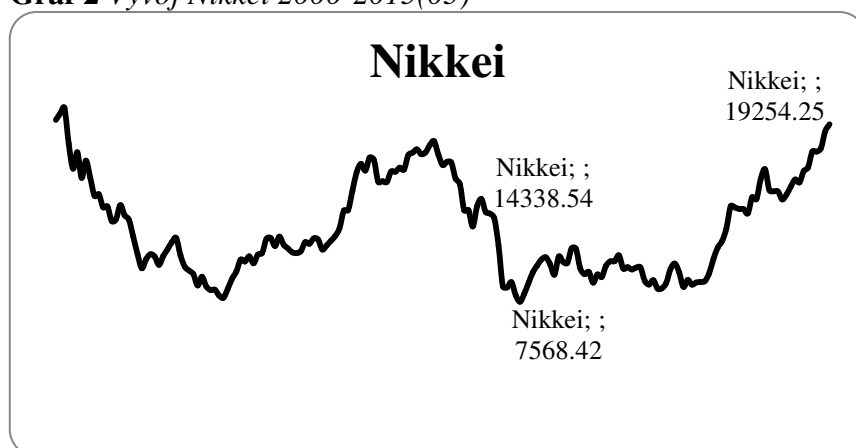
Graf 1 Vývoj S&P 2000-2015(03)



Prameň: vlastné spracovanie z údajov [16]

Z grafu môžeme vidieť, že globálna finančná kríza mala vplyv na hodnotu indexu S&P. Graf je zostavený z historického vývoja daného ukazovateľa na základe mesačných hodnôt v rozmedzí rokov 2000 až po marec roku 2015. Hodnota ukazovateľa je v amerických dolároch. V rámci tohto obdobia zaznamenal ukazovateľ svoju minimálnu hodnotu vo februári roku 2009 (735,09), práve v období, kedy globálna finančná kríza prepukla v plnom rozsahu. Naopak svoje maximum (2104,50) dosiahol index vo februári 2015, čím sa len potvrdzuje znovuoživovanie ekonomiky.

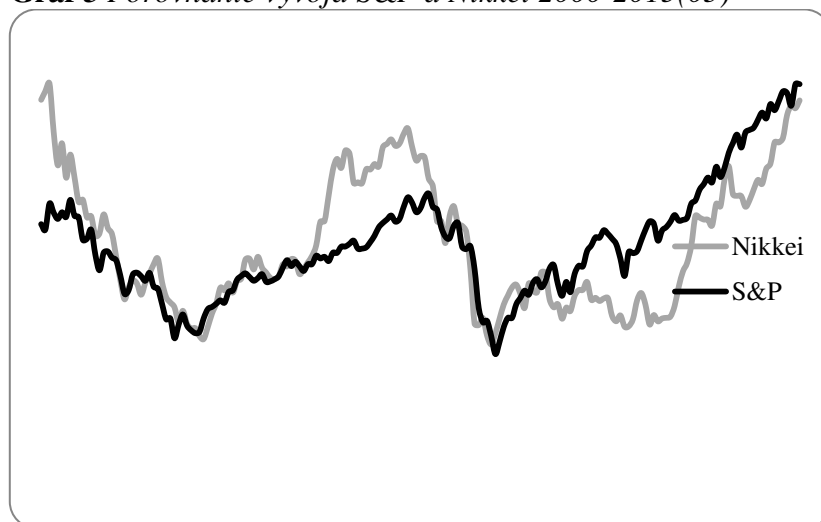
Graf 2 Vývoj Nikkei 2000-2015(03)



Prameň: vlastné spracovanie z údajov [17]

Index japonského trhu sa v porovnaní s americkým akciovým trhom vyvíjal menej spojit. Hodnoty indexu sú vyjadrené v japonských jenoch. Tiež je na grafe zachytené obdobie rokov 2000 až 2015 do marca. Minimum tohto indexu bol len o mesiac skôr ako pri predchádzajúcom index, čiže v januári roku 2009 (7 568,42). Maximum dosiahol index v marci roku 2000, čiže približne na začiatku sledovaného obdobia, pričom v súčasnosti je jeho hodnota približuje k tejto maximálnej hodnote (20 337,32).

Graf 3 Porovnanie vývoja S&P a Nikkei 2000-2015(03)



Prameň: vlastné spracovanie z údajov [16] [17]

Ak chceme porovnať vývoj týchto dvoch indexov potrebujeme z absolútneho spraviť relatívny, pretože každý index je v iných jednotkách. Transformáciu na relatívny uskutočníme cez pomer daného ukazovateľa v danom mesiaci a priemernej hodnoty ukazovateľa za sledované obdobie. Z grafu vidno, že oba indexy sa vyvíjali po rok 2005 podobne, s výnimkou prvého roku. Minimálne hodnoty zaznamenali začiatkom roku 2009, čo súviselo s globálnou finančnou krízou.

ZÁVER

Po niekoľkých desaťročiach sme opäť boli svedkami svetovej finančnej a hospodárskej krízy. Najvýznamnejšie ekonomiky boli v hlbkej recesii, medzi finančnými inštitúciami panovala nedôvera. Táto situácia mala vplyv na vlády jednotlivých štátov, ktoré sa na úkor zadlženia snažili „nalievať likviditu“ na finančné trhy, a tak bojovať s prudkým ekonomickým poklesom. [8] Všeobecne sa príčina súčasnej ekonomickej krízy pripisuje nafukovaniu bubliny na trhu s nehnuteľnosťami v Spojených štátoch. Lacné úvery zdanlivo prospievali ekonomickému rastu a vyvolali realitný boom. Významnú úlohu zohrali aj hypotéky pre rodiny s nízkymi príjmami, tzv. subprime mortgages. Z hypoték sa stávali dlhopisy, ktoré sa začali ponúkať na finančnom trhu.

Globálna finančná kríza sa neprejavila iba na trhu s dlhopismi, ale odrazila sa aj vo vývoji na akciových trhoch. Pri sledovaní vývoja indexu amerického a japonského akciového trhu si môžeme všimnúť, že minimálne hodnoty zaznamenali oba začiatkom roku 2009, kedy sa už globálna finančná kríza prejavovala naplno. V predloženom príspevku sme načrtli vývoj a dopady globálnej finančnej krízy vybraných dvoch indexov akciových trhov. Samozrejme zaujímavá by bola hlbšia analýza spomínaného vývoja a porovnanie viacerých akciových trhov sveta.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] CURTIS, P. – CAREY, M. 2012. *Risk Management In Practice: Research* Commissioned by Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. 2012, 28 p.
- [2] LUNGOVÁ, M. 2011. Hospodárska kríza 2008-2009: analýza príčin. In *E+M a management*. ISSN 1212-3609, 2011, roč. 14, č. 2, s. 22-30.
- [3] OECD. *Risk Management and Corporate Governance* [online]. 2014, p. 94 [cit. 2014-12-01]. Dostupné na internete: <<http://www.oecd.org/daf/ca/risk-management-corporate-governance.pdf>>.
- [4] OECD. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis [online]. 2009, p. 83 [cit. 2014-12-01]. Dostupné na internete: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42229620.pdf>>.
- [5] PEIHANI, M. 2012. The Global Financial Crisis of 2008: An Analysis of Contributing Trends, Policies and Failure. In *Banking & Finance Law Review* [online]. March 2012, p. 465-493 [cit. 2014-06-03]. Dostupné na internete: <<http://han.savba.sk:81/han/ProQuest5000MedlineProquest/search.proquest.com/docview/1009043900/4C55D2D15E934377PQ/1?accountid=16911>>.
- [6] PEZZUTO, I. 2013. *Predictable and Avoidable*. Surrey: Gower, 2013. p. 162-163. ISBN 978-1-1094-5445-8.
- [7] POMFRET, R. 2012. The Post-2007 Crises and Europe's Place in the Global Economy. In CASE Network Studies and Analyses. [online]. 2012, vol. 39, no. 4, p. 2-31 [cit. 2014-11-19]. Dostupné na internete: <[han/ProQuest5000MedlineProquest/search.proquest.com/docview/1095093074?accountid=16911](http://han.savba.sk:81/han/ProQuest5000MedlineProquest/search.proquest.com/docview/1095093074?accountid=16911)>.
- [8] SNEIDER, F. – KIRCHG, G. 2009. Financial and world economic crisis: What did economists contribute? In *Public Choice* [online]. 2009, vol. 140, no. 3-4, p. 319-327 [cit. 2014-06-05]. Dostupné na internete: <<http://han.savba.sk:81/han/ProQuest5000MedlineProquest/search.proquest.com/docview/198003434/FB6E3A1EBC884EA8PQ/7?accountid=16911>>.
- [9] STANĚK, P. 2010. *Globálna kríza – hrozba alebo výzva?* Bratislava: Sprint dva, 2010. s. 195. ISBN 978-80-89393-24-4.
- [10] STANĚK, P. 2011. Príčiny a dôsledky finančnej a hospodárskej krízy. In *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: spomalenie rastu a vysoká nezamestnanosť: súbor vedeckých prác z konferencie k prezentácii monografie*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2011. ISBN 978-80-225-3354-6, s. 42-51.
- [11] STIGLITZ, J. 2013. The global crisis, social protection and jobs. In *International Labour Review* [online]. 2013, vol. 152, no. 1, p. 93-106 [cit. 2014-06-15]. Dostupné na internete: <<http://web.a.ebscohost.com/bsi/results?sid=22d5e1e4-dc81-4a0a-b87c-ddd23afa78cb%40sessionmgr4002&vid=7&hid=4204&bquery=The+Global+crisis%2c+social+protection+AND+jobs&bdata=JmRiPWJ1aCZkYj1id2gmZGI9bmxiYmsmdHlwZT0wJnNpdGU9YnNpLWxpdmU%3d>>.
- [12] ŠIKULA, M., 2009. Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza. In *Ekonomický časopis*. ISSN 0013-3035, 2009, roč. 57, č. 8, s. 736.
- [13] VLACHYNSKÝ, K. 2008. Finančná kríza – príčiny a dôsledky. In *Zborník z vedeckého seminára Katedry podnikových financií: rozvoj finančnej a daňovej teórie po vstupe SR do EÚ*. Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, 2008. ISBN 978-80-225-2670-8, s. 8-13.

- [14] WANG, P. – WEN, Y. 2012. Speculative Bubbles and Financial Crises. In American Economic Journal: Macroeconomics [online]. 2012, vol. 4, no. 3, p. 184-221 [cit. 2014-06-04]. Dostupné na internete:
<<http://han.savba.sk:81/han/ProQuest5000MedlineProquest/search.proquest.com/docview/1022175816/9B8ADB27C6CF4D22PQ/1?accountid=16911>>.
- [15] WOLF, M. 2008. The Deep Roots of the Financial Crisis [online]. 2008 [cit. 2014-06-11]. Dostupné na internete:
<<http://www.cfr.org/china/deep-roots-financial-crisis/p17553>>.
- [16] <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GSPC+Historical+Prices> [2015-04-15]
- [17] <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=N225+Historical+Prices> [2015-05-01]
- [18] <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> [2015-05-09]
- [19] <http://www.bea.gov/national/xls/gdp/lev.xls>
- [20] <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/h15.html>
- [21] <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool> [2015-03-27]

PREDIKČNÉ MODELY VO VYBRANÝCH KRAJINÁCH¹

BANKRUPTCY MODELS IN THE SELECTED COUNTRIES

Eduard Hyránek², Ladislav Nagy³, Michal Grell⁴

Kľúčové slová: finančná predikcia, modely prognózovania, finančná situácia, diskriminačná analýza, logistická regresia,

JEL Klasifikácia: G33

ÚVOD

Predikčné modely založené na finančných pomerových ukazovateľoch a na štatistických metódach podporujú objektívne a kvantitatívne rozhodnutia o úverovej schopnosti analyzovaného podniku. Model neodpovedá v rámci predikovania budúceho vývoja na odolnosť podniku voči kríze a ani na spôsob reagovania na neočakávané vplyvy externého prostredia. Model nie je schopný predikovať budúce kvalitatívne zmeny v podniku, napríklad v oblasti organizovania, odbytu a pod. Úlohou predikčných modelov takisto nie je subjektívne hodnotenie súčasnej stratégie spoločnosti. Modely sú teda založené výlučne na historických finančných údajoch, ktoré sú dostupné vo výkazoch účtovnej závierky podniku. Výhodou aplikácie prognostických modelov je, že výsledky predikčne zameranej finančnej analýzy (v prípade, ak sa použijú matematicko-štatistické metódy alebo metódy umelej inteligencie) sú objektívne, teda nie sú ovplyvnené subjektívnymi názormi expertov, sú pomerne ľahko aplikovateľné a výsledky predikčných modelov sú celkom dobre interpretovateľné.

Väčšina teoretikov v iných krajinách nadviazala na Altmanovu metodológiu. Zopakovali postup konštrukcie modelov na účely vývoja predikčných modelov s cieľom ich rozšíreného používania na predikovanie budúceho finančného vývoja podnikov v príslušných krajinách.

VEĽKÁ BRITÁNIA

Známe sú práce Tafflera a Tisshawa (1977). Z dvoch výberových súborov pozostávajúcich zo 46 neprosperujúcich a 46 prosperujúcich podnikov usporiadaných podľa veľkosti a odvetvovej klasifikácie od roku 1969 vyvinuli diskriminačnú funkciu pre výrobné podniky s verejne obchodovateľnými akciami. Stav neprosperity považovali vstup do konkurzu a ukončenie činnosti na základe rozhodnutia súdu. Z účtovných výkazov podnikov vzorky vypočítali 80 pomerových ukazovateľov, z ktorých vybrali len štyri:

- x_1 = zisk pred zdanením ÷ krátkodobé záväzky,
- x_2 = obežný majetok ÷ cudzie zdroje,
- x_3 = krátkodobé záväzky ÷ majetok,
- x_4 = (peňažné prostriedky – krátkodobé záväzky) ÷ prevádzkové náklady bez odpisov.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania*.

² doc. Ing. Eduard Hyránek, PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, hyranek@euba.sk

³ Ing. Ladislav Nagy, PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, ladislav.nagy@euba.sk

⁴ Ing. Michal Grell, PhD., Občianske združenie Vzdelávanie-Veda-Výskum, grell@r15.roburnet.sk

V literatúre neboli uvedené váhy príslušných ukazovateľov, známe bolo len to, že cut-off hodnota bola 0. Podniky so skóre vyšším ako 0 zostanú prosperujúce a podniky so skóre nižším ako 0 sa stanú neprosperujúcimi. Podobným postupom vyvinuli diskriminačnú funkciu pre výrobné podniky s neobchodovateľnými akciami s obratom vyšším ako 500 000 GBP.

Tafflerov index (1983) je viacrozmernou diskriminačnou funkciou, ktorá bola vypracovaná v podmienkach Veľkej Británie. V prípade, ak hodnota indexu bude vyššia ako 0,3, podnik sa považuje za bonitný, pravdepodobnosť bankrotu je nízka. Ak index nadobudne hodnotu nižšiu ako 0,2, pravdepodobnosť bankrotu je veľmi vysoká. Pokiaľ výsledky indexu sa pohybujú v intervale (0,2; 0,3), podnik sa nachádza v tzv. šedej zóne s neurčitými budúcimi výsledkami. Tafflerov index (T), ktorý pracuje so štyrmi ukazovateľmi (x_1 , x_2 , x_3 a x_4), je daný vzťahom (1):

$$T = 0,53x_1 + 0,13x_2 + 0,18x_3 + 0,16x_4, \quad (1)$$

kde:

- x_1 = zisk pred zdanením ÷ krátkodobé záväzky,
- x_2 = obežný majetok ÷ cudzí kapitál,
- x_3 = krátkodobé záväzky ÷ celkový majetok,
- x_4 = tržby ÷ celkový majetok.

NEMECKO

Prvý nemecký model je spojený s menom Beermana (1976). Skúmal skupiny 21 neprosperujúcich a 21 prosperujúcich firiem za obdobie rokov 1966–1971. Aplikáciou dichotomického a lineárneho diskriminačného testu analyzoval 10 pomerových ukazovateľov. Beerman použil metódu viacrozmernej diskriminačnej analýzy. Vypracoval viac modelov. Nevyjadril sa však jednoznačne o tom, ktorý model má byť použitý, pričom váhy každej premennej boli pomerne nestabilné v odlišných modeloch. Rovnako neposkytol žiadne podrobnosti o výsledkoch overovacích testov alebo predikčnej presnosti a pre malý výberový súbor nebol k dispozícii ani potvrdzujúci dôkaz spoľahlivosti modelov.

Weinrich (1978) skonštruoval rizikové triedy na predpovedanie insolventnosti. Jeho výberový súbor neprosperujúcich podnikov bol podstatne väčší (44) než Beermanov. Sústredil sa na malé a stredné podniky s priemerným objemom tržieb vo výške 2 mil. USD v období rokov 1969 – 1975. Weinrich nepoužil parametrické klasifikačné techniky, pretože mnoho predpokladov bolo porušených (normalita, rozptyl-homogenita skupín a vysoký stupeň korelácie medzi premennými). Jeho lineárne diskriminačné modely boli podľa klasifikačnej presnosti pomerne dobré (11 % chyba v 2. roku pred bankrotom).

Gebhardt (1980) porovnal dichotomické a viacrozmerné klasifikačné testy výberových súborov neprosperujúcich a prosperujúcich podnikov. Jeho model obsahoval 26 priemyselných podnikov. Vypočítal veľký, ale bližšie nešpecifikovaný počet finančných ukazovateľov, ktorý znížil na 41 pomerových ukazovateľov pre dichotomické testy. Gebhardt, ako iní, cítil, že absencia normality rozdelenia početností niektorých pomerových ukazovateľov vyústila do použitia neparametrických metód, ale považoval ich výsledky za neuspokojivé. Viacrozmerné výsledky boli omnoho lepšie. Gebhardt však nepublikoval konkrétny model predikcie.

Fischer (1981) sa sústredil na nefinančné údaje pri prognózovaní neprosperity. Zaujímal sa najmä o metódy hodnotenia úverovej dôveryhodnosti pre dodávateľov, ktorí nemali schopnosť alebo údaje na vykonanie komplexnej konvenčnej analýzy svojich existujúcich a potenciálnych zákazníkov. Navrhol päť rozhodovacích ratingových kategórií založených na nečíselných údajoch a odporučil delfskú metódu (experti z rôznych oblastí). Konkrétne tvary modelov neboli publikované.

HOLANDSKO

V holandských výskumoch sa použili klasifikačné techniky na systémy včasného varovania pred neprosperitou. Hlavný problém, s ktorým sa stretli Abrahams a van Frederikslust (1976), Bilderbeek (1977) a van Frederikslust (1978), bola malá veľkosť vzorky neprosperujúcich podnikov.

Bilderbeek (1977) analyzoval vzorku 38 neprosperujúcich a 59 prosperujúcich podnikov v období rokov 1950 – 1974, nakoniec vzorku znížil na 85 podnikov, pretože len tieto podniky mali relevantné údaje na predikčne zameranú analýzu. Bilderbeek vypočítal 20 finančných pomerových ukazovateľov. Jeho viacrozmerná diskriminačná funkcia pracuje s 5 finančnými pomerovými ukazovateľmi a má nasledujúci tvar (2):

$$Z_{NLb} = 0,45 - 5,03x_1 - 1,57x_2 + 4,55x_3 + 0,17x_4 + 0,15x_5, \quad (2)$$

kde:

- x_1 = nerozdelený zisk ÷ celkový majetok,
- x_2 = pridaná hodnota ÷ celkový majetok,
- x_3 = záväzky ÷ tržby,
- x_4 = tržby ÷ celkový majetok,
- x_5 = čistý zisk ÷ vlastné imanie.

Záporné skóre holandského predikčného modelu naznačuje zdravú situáciu a pozitívne skóre naznačuje budúce finančné problémy. Výsledky testov boli len mierne presvedčivé s presnosťami v rozsahu od 70 % do 80 % za 1 rok pred výskytom stavu nesolventnosti.

Model van Frederikslusta (1978) zahŕňal testy na vzorke 20 prosperujúcich a 20 neprosperujúcich podnikov za obdobie rokov 1954 – 1974. Skúmané podniky boli kótované na holandskej burze cenných papierov. Výberový súbor zahŕňal textilný priemysel, spracovanie kovov, strojársky priemysel, stavebníctvo, maloobchod. Skupina prosperujúcich podnikov bola náhodne vybratá z uvedených odvetví. Jeho dvojrozmerná diskriminačná funkcia mala nasledujúci tvar (3):

$$Z_{NLf} = 0,5293 + 0,4488x_1 + 0,2863x_2, \quad (3)$$

kde:

- x_1 = (krátkodobé cudzie zdroje v období t + dostupné krátkodobé cudzie zdroje v období t) ÷ krátkodobé cudzie zdroje v období $t - 1$,
- x_2 = rentabilita vlastného imania.

IRÁNSKA ISLAMSKÁ REPUBLIKA

Akbar Pourreza Soltan Ahmadi et al. (2012) na vypracovanie iránskeho bankrotového modelu použili logistickú regresiu. Vybrali vzorku 49 neprosperujúcich podnikov a 49 prosperujúcich podnikov. K dispozícii mali finančné údaje za roky 2005 až 2007. Pre navrhnutý model bolo vybratých 19 finančných pomerových ukazovateľov. Zostavili teda logistický regresný model s 19 finančnými pomerovými ukazovateľmi. Najlepšiu rozlišovaciu schopnosť v skupine prosperujúcich a neprosperujúcich iránskych podnikov však mali nasledujúce ukazovatele:

- čistý zisk ÷ celkový majetok,
- nerozdelený zisk ÷ celkový majetok,
- záväzky ÷ pridaná hodnota.

Mohammad Jouzbarkand, Farshad Sameni Keivani, Mohsen Khodadadi a Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim (2013) skúmali možnosť aplikácie Ohlsonovej logistickej regresie a Sihartovej (1995) logistickej regresie v podmienkach iránskych podnikov kótovaných na teheránskej burze (Tehran Stock Exchange). Pôvodná Sihartova logistická regresia pracovala s nasledujúcimi ukazovateľmi:

- nerozdelený zisk ÷ celkový majetok,
- celkový kapitál v bežnom roku ÷ celkový kapitál v predchádzajúcom roku – 1,
- nákladové úroky ÷ zúročené cudzie zdroje,
- doba úhrady krátkodobých záväzkov.

Prepracovali pôvodné modely logistickej regresie, doplnili ich o váhy (tie totiž neboli publikované) a vybrali zo Sihartovej a Ohlsonovej logistickej regresnej funkcie len tie premenné (ukazovatele), ktoré boli v podmienkach iránskej ekonomiky najadekvátnejšie. Údaje na zostavenie modelu získali z iránskej databázy teheránskej burzy Tadbirpardaz. Databáza obsahovala ročné finančné údaje všetkých firiem kótovaných na teheránskej burze. Pre výpočet finančných pomerových ukazovateľov vychádzali z údajov rokov 2003 až 2011. V niektorých prípadoch, keď požadované údaje boli neúplné, použili informácie z archívu teheránskej burzy. Ich vzorku tvorilo 60 podnikov.

Najnovší iránsky predikčný model určený pre iránske podniky, s ktorých cennými papiermi sa obchoduje na teheránskej burze, vznikol modifikáciou Ohlsonovej logistickej regresie a je daný nasledujúcim vzťahom (4):

$$Y = \frac{e^z}{1 + e^z}, \quad (4)$$

kde $Z = -2,157 + 16,453x_6 - 8,304x_7$.

Predikčný model obsahuje len šiesty a siedmy ukazovateľ pôvodnej Ohlsonovej logistickej regresie. Ide o tieto ukazovatele:

- x_6 = tržby ÷ majetok,
- x_7 = prevádzkový zisk ÷ záväzky.

Autori cut off hodnotu nepublikovali, známa je však úroveň presnosti modelu v podmienkach iránskej ekonomiky. Model pracuje s 90 % spoľahlivosťou. Podobnú presnosť zaznamenal aj prepracovaný Sihartov logistický regresný model, ktorý je daný nasledujúcim vzťahom (5):

$$Y = \frac{e^z}{1 + e^z}, \quad (5)$$

kde $Z = -0,209 + 26,215x_1$.

Druhý iránsky predikčný model publikovaný v roku 2013 obsahuje len prvý ukazovateľ pôvodnej Sihartovej logistickej regresie. Je to ukazovateľ, ktorý vyjadruje pomer

nerozdeleného zisku a celkového majetku. Hoci autori tvrdili, že aj tento model mal vysokú vypovedaciu schopnosť, je to však diskutabilné. Podobne ako pri prvej funkcii, ani v tomto prípade nebola publikovaná kritická cut off hodnota, ktorá by rozlíšila skupinu prosperujúcich a neprosperujúcich podnikov.

PREDIKČNÉ MODELY V STREDNEJ EURÓPE

Nami prezentované modely predikcie boli vypracované vo vyspelých západných ekonomikách. V strednej Európe sa uskutočnilo niekoľko výskumov, ktoré sa zaoberajú problematikou prognózovania finančnej situácie podnikov pôsobiacich v podnikateľskom prostredí strednej Európy. V Českej republike sú známe viacrozmerné diskriminačné funkcie autorov Inky Neumaierovej a Ivana Neumaiera, ide o indexy IN95, IN99, IN01 a IN05. Prvé výskumy v oblasti predikovania finančného vývoja podnikov pôsobiacich v Maďarsku sú spojené s menom Virága (1996). Uskutočnilo sa niekoľko výskumov v predmetnej oblasti aj v Slovenskej republike. Treba však tu pripomenúť, že autori pracovali – vzhľadom aj na obmedzený prístup k údajom – s relatívne malou vzorkou. Ako prvé možno spomenúť meno Christiana Binkerta (1999), ktorý navrhol viacrozmernú diskriminačnú funkciu pre nemecké a slovenské podniky. „V období [1994 – 1997 – poznámka autora], ktorého sa analýza dotýkala, zákon o konkurze a vyrovnaní nepôsobil efektívne, bolo priznanie statusu podnikov – prosperujúci, resp. neprosperujúci problematickejšie“ (Zalai, 2000, s. 12). Prognózovaním finančnej situácie slovenských podnikov pomocou logistickej regresie sa zaoberali v rámci svojich doktorandských dizertačných prác Jana Hurtošová (2009) a Peter Vlkolinský (2012). Známy je aj tzv. CH-index, ktorého autorkou je Z. Chrástiová (1998). Tento model bol na Slovensku prvou diskriminačnou funkciou orientovanou na predikovanie finančného vývoja poľnohospodárskych podnikov. Ďalším autorom, ktorý sa zaoberal prognózovaním finančného stavu slovenských poľnohospodárskych podnikov, je Ľubomír Gurčík (2002). V súčasnosti sa problematikou predikovania finančného zdravia slovenských podnikov zaoberá Ladislav Kabát (2011), a to v podobe modifikácie Altmanovej metodiky pre slovenské podmienky.

ZÁVER

Predikcia finančného zdravia podnikov bola vždy v centre pozornosti ekonómov, o tom svedčí aj skutočnosť, že ide o veľmi dynamicky sa rozvíjajúcu oblasť finančnej vedy, ktorá využíva veľmi zložitý matematicko-štatistický aparát a v poslednom čase aj metódy umelej inteligencie. Prezentované modely boli vypracované v podmienkach vyspelých západných ekonomik, krajín strednej Európy, ako aj rozvojových krajín a islamských krajín. Každý model je aplikovateľný v určitom čase a v určitých podmienkach príslušných krajín. V určitom čase však treba staré modely revidovať, vytvoriť nové modely pre potreby konkrétnych krajín, resp. modifikovať modely s vysokou výpovednou hodnotou pre podnikateľské prostredie príslušnej krajiny. K interpretácii výsledkov je však potrebné pristupovať veľmi opatrne.

ZOZNAM LITERATÚRY

- [1] GURČÍK, Ľ. 2002. G-index – metóda predikcie finančného stavu poľnohospodárskych podnikov. In *Agricultural Economics*. ISSN 0139-570X, 2002, roč. 48, č. 8, s. 373–378.
- [2] HYRÁNEK, E. – GRELL, M. – NAGY, L. 2014. *Nové trendy merania výkonnosti podniku pre potreby finančných rozhodnutí*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. 156 s. ISBN 978-80-225-3901-2.

- [3] JOUZBARKAND, M. – SAMENI KEIVANI, F. – KHODADADI, M. – NEZHAD FAHIM, S. R. S. 2013. Bankruptcy Prediction Model by Ohlson and Shirata Models in Tehran Stock Exchange. In *World Applied Sciences Journal*. ISSN 1818-4952, 2013, Vol. 21, No. 2, pp. 152-156.
- [4] KABÁT, L. 2011. Problémy aplikácie bonitných a predikačných modelov v podnikateľskom prostredí SR. In *Finančný manažér : periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. ISSN 1335-5813, 2011, roč. 11, č. 3, s. 89-90.
- [5] NAGY, L. 2013. Predikcia vývoja finančnej situácie podniku. In *AnaFin : analýzy, financie, výkazy*, 2013. ISSN 1339-3901.
- [6] NAGY, L. 2014. Význam predikčných modelov v ekonomickej teórii a v hospodárskej praxi. In *Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí : zborník vedeckých príspevkov* [CD-ROM]. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. ISBN 978-80-225-3879-4, s. 43-47.
- [7] NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I. 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [8] TAFFLER, R. J. 1982. Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data. In *Journal of the Royal Statistical Society*. ISSN 1467-9868, 1982, Vol. 145, No. 3, pp. 342-358.
- [9] TAFFLER, R. J. 1983. The assessment of company solvency and performance using a statistical model. In *Accounting and Business Research*. ISSN 0001-4788, 1983, Vol. 15, No. 52, pp. 295-307.
- [10] TÓTHOVÁ, A. – NAGY, L. – ŠKRINIAR, P. 2014. *Finančno-ekonomická analýza podniku : praktikum (finančná analýza)*. Bratislava : Sprint 2, 2014. 255 s. ISBN 978-80-89710-01-0.
- [11] VAN FREDERIKSLUST, R. A. I. 1978. *Predictability of corporate failure: models for prediction of corporate failure and for evaluation of corporate debt capacity*. Rotterdam: Martinus Nijhoff Social Science Division, Erasmus University, 1978.
- [12] VIRÁG, M. – HAJDU, O. 1996. Pénzügyi mutatószámokon alapuló csődmodell-számítások. In *Bankszemle*. ISSN 0133-0519, 1996, 15. évf., 5. sz., 42-53. o.
- [13] VLKOLINSKÝ, P. 2013. Prehľad vývoja ratingových modelov vo vybraných krajinách. In *Finančný manažér*. ISSN 1335-5813, Jeseň 2013, roč. 13, č. 3, s. 26-35. Dostupné na internete: <<http://asocfin.sk/wp-content/uploads/2012/07/FM-JESEN-2013.pdf>>.
- [14] VLKOLINSKÝ, P. 2013. Prehľad vývoja ratingových modelov vo vybraných krajinách. In *Finančný manažér*. ISSN 1335-5813, Leto 2013, roč. 13, č. 2, s. 16-20. Dostupné na internete: <http://asocfin.sk/wp-content/uploads/2012/07/FM-LETO-2013_01.pdf>.
- [15] ZALAI, K. a kol. 2013. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8. preprac. a rozšir. vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. 453 s. ISBN 978-80-89393-80-0.

PRÍSTUPY K HODNOTENIU VÝKONNOSTI PODNIKU¹

APPROACH TO EVALUATING BUSINESS PERFORMANCE

Anna Harumová²

Kľúčové slová: finančná výkonnosť, ukazovatele finančnej výkonnosti, hodnota podniku, meranie finančnej výkonnosti, skóringová funkcia, nástroje hodnotenia výkonnosti podniku.

JEL Klasifikácia: C12, C33, C42, L19

ÚVOD

V súčasnosti sa podniky aj ťažkých podmienkach pretrvávajúcej svetovej hospodárskej a finančnej krízy snažia o to, aby sústavne zlepšovali svoju pôsobnosť na trhu, udržali a dosahovali zisky a maximalizovali trhovú hodnotu podniku. Preto hľadajú rôzne spôsoby, ako tieto výsledky dosiahnuť so znížením resp. elimináciou podnikateľského rizika a následne svoju úspešnosť merať. Svet sa nachádza v dobe, kedy sa informácie stávajú dôležitým nástrojom pri dosahovaní týchto cieľov podnikov. Pri výbere obchodných partnerov sú dôležité informácie o finančnej stabilite a výkonnosti týchto partnerov. Na získanie informácií o podniku partnera sa využívajú dostupné zdroje, ktoré možno využiť pri meraní finančnej stability pomocou konkrétnych metód a modelov. Finančná výkonnosť podniku môže byť vyjadrená aj pomocou skóringovej funkcie. Cieľom tejto funkcie môže byť odhadnúť stav podniku, teda jeho schopnosť hradiť svoje záväzky.

FINANČNÁ VÝKONNOSŤ A TVORBA HODNOTY PODNIKU

Výkonnosť podniku možno nazvať schopnosťou, alebo potenciálom dosahovať stanovené ciele. Schopnosť zaistiť si budúci rozvoj podniku znamená zhodnocovať svojou činnosťou vložené zdroje, produkovať zisk a súčasne zvyšovať hodnotu podniku. Výkonný je iba taký podnik, ktorý spĺňa vopred stanovené strategické ciele. Pri posudzovaní budúcej úspešnosti podniku sa využívajú prístupy uprednostňujúce meranie výkonnosti a efektívnosti podniku z pohľadu zvýšenia jeho hodnoty a systémy merania výkonnosti podporujúce hlavnú stratégiu podniku. Výkonnosť podniku je potrebné hodnotiť nie len z hľadiska majiteľov, resp. zakladateľov podniku (shareholders), ale aj z hľadiska ďalších subjektov (stakeholders), z ktorých sú najdôležitejší zákazníci, zamestnanci (predovšetkým manažéri) a vplyvné lobbystické skupiny. Najkomplexnejšie je možné výkonnosť podniku charakterizovať ako jeho schopnosť zhodnocovať svojou činnosťou vložené zdroje, produkovať zisk, zvyšovať hodnotu podniku a súčasne je to schopnosť zaistiť si budúci rozvoj³. Hodnota sa ukazuje ako výhodné meradlo výkonnosti podniku, pretože ako jediná, na meranie vyžaduje kompletne informácie. Riadenie hodnoty predstavuje systém, stratégiu, procesy, analytické techniky, výkonnostné meradlá aj kultúru celého podniku⁴.

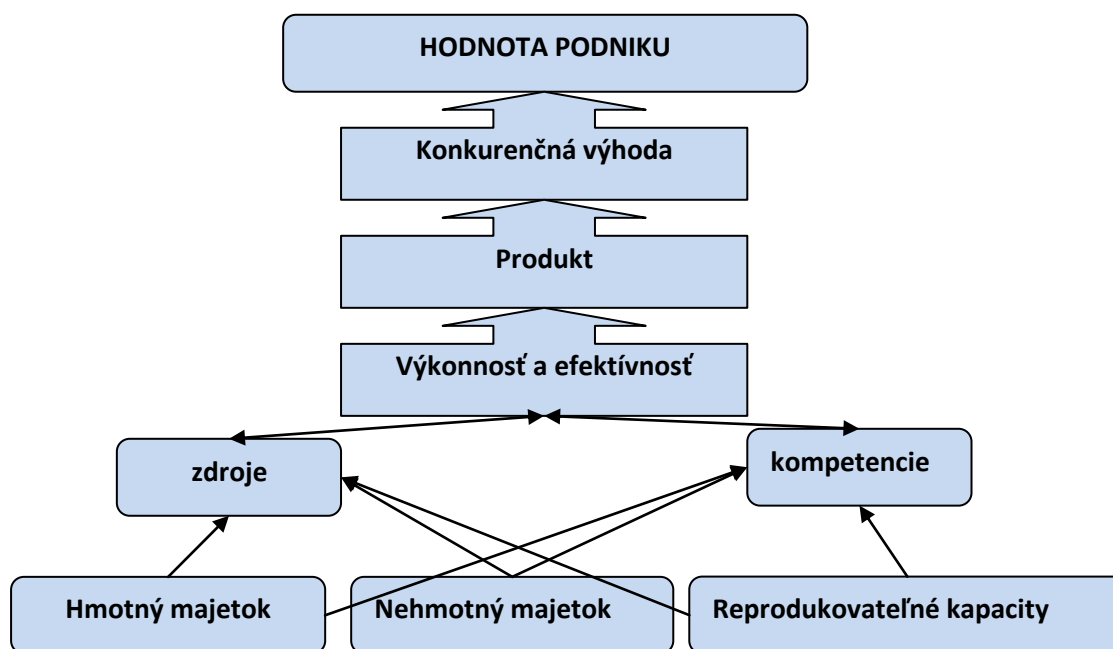
1 Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č.1/1067/15. *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania.*

2 doc. Ing. Anna Harumová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: anna.harumová@euba.sk.

3 Wagner, J.: *Merění výkonnosti, Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti.* Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. ISBN 978-80-247-2924-4.

4 Neumaierová, I. a kol.: *Rízení hodnoty podniku.* Praha: Profess Consulting, 2005. ISBN 80-7259-022-7.

Obr. 1 Konkurenčná výhoda a tvorba hodnoty podniku



Zdroj: Marinič, P.: Plánovaní a tvorba hodnoty firmy, Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. ISBN 978-80-247-2432-4

Hodnota podniku je determinovaná výkonnosťou aj efektívnosťou jeho procesov.

S výkonnosťou podniku sú spojené aj ďalšie pojmy, ako je efektívnosť a konkurencieschopnosť.

Efektívnosť, je označovaná aj ako účinnosť, efektivita alebo produktivita, vyjadruje všeobecne účinnosť vložených zdrojov (vstupov) a úžitok (výstupy) nimi získaný. Z hľadiska riadenia podniku alebo organizácie sa jedná pomer alebo kvalitu množstva výsledných produktov a množstvo zdrojov vložených do produkčného procesu. Jedná sa teda o také použitie zdrojov, ktorým je dosiahnuté maximálneho objemu a kvality produktov.

Konkurencieschopnosť reprezentuje schopnosť daného subjektu súťažiť, či konkurovať na trhu. Za hlavné faktory, ktoré ovplyvňujú konkurencieschopnosť je možné považovať náklady, čas, kvalitu a potenciál zamestnancov podniku. Efektívne riadenie a zvládnutie týchto faktorov sa môže stať prijateľným východiskom v problematike zvyšovania výkonnosti, a tým aj zvyšovania konkurencieschopnosti podniku⁵. Základom úspešného pôsobenia podnikov na trhu je získanie konkurenčnej výhody. O konkurenčnej výhode nerozhoduje schopnosť podniku vytvoriť štandardný produkt, ale kľúčovým faktorom je diferenciácia od konkurencie (unikátnosť).

Meranie výkonnosti vytvára základ pre riadenie výkonnosti. Zmyslom riadenia výkonnosti je dosahovanie stanovenej vízie neustálym zlepšovaním všetkých kľúčových charakteristík podniku, a tým zvyšovanie výkonnosti na všetkých úrovniach riadenia⁶.

Zisťovanie a riadenie finančnej výkonnosti podniku je v záujme vlastníkov, ako aj iných subjektov, ktorí sú zainteresovaní v rámci organizácie. Medzi nich sa zaraďujú manažéri

⁵ Rajčaniová, M.: Konkurencieschopnosť a možnosti jej merania [online]. Dostupné na internete: http://www.fem.uniag.sk/mvd2006/zbornik/sekcia1/s1_rajcaniova_miroslava_175.pdf,

⁶ Šmída, F.: Zavádění a rozvoj procesního řízení ve firmě. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. ISBN 9788024716794

podniku a ich zamestnanci, dodávatelia, odberatelia, bankové subjekty či štát. Každý z týchto zainteresovaných subjektov má iný pohľad na výkonnosť podniku, každý má iné kritériá.

MODELY VYUŽÍVANÉ NA HODNOTENIE FINANČNEJ VÝKONNOSTI

Na hodnotenie finančnej výkonnosti a pravdepodobnosti bankrotu existuje veľa teoretických modelov, ktoré majú základ v matematicko - štatistických nástrojoch (najčastejšie diskriminačná analýza alebo regresný model), ktoré formulujú funkcie, ktoré obsahujú optimálne kombinácie ukazovateľov vrátane váh pre komplexné hodnotenie finančnej výkonnosti podnikov.⁷ Výsledkom toho sú predikčné modely, ktoré môžeme rozdeliť do dvoch skupín a to na bonitné a bankrotné modely⁸.

Bankrotné modely nesú informáciu o tom, či podniku v blízkej budúcnosti hrozí bankrot. Základom týchto modelov sú skutočné dáta podnikov, u ktorých nastal v minulosti bankrot, no aj tie, ktoré „prežili“. Zostavovatelia bankrotných modelov vychádzali z abnormalít, ku ktorým dochádza niekoľko rokov pred bankrotom podnikov. Abnormality sa prejavujú napríklad vo variabilite, v odlišnej úrovni, či v odlišnom vývoji určitých ukazovateľov v porovnaní s prosperujúcimi podnikmi.⁹

Bonitné modely slúžia hlavne na zistenie toho, v akom postavení je podnik voči ostatným podnikom, a teda, či môžeme podnik zaradiť medzi dobré alebo zlé podniky. Bonitné podniky umožňujú porovnanie s ostatnými podnikmi, ktoré vykonávajú podobnú činnosť resp. pôsobia v rovnakom odvetví. Tieto modely majú základ skôr len v teoretických poznatkoch.

Modely na hodnotenie finančnej výkonnosti podnikov môžeme rozdeliť aj podľa spôsobu ich tvorby pomocou matematicko – štatistických metód.

Matematicko – štatistické metódy sú metódami na zisťovanie finančnej situáciu podniku, pričom ich zaradíme medzi metódy „ex – ante“, vďaka ktorým vieme prognózovať budúci stav podniku. Tieto metódy sú exaktné, čo znamená, že nevychádzajú len zo subjektívnych expertských názorov. Najpoužívanejšia z nich je lineárna diskriminačná analýza. Tá sa následne delí podľa počtu kritériálnych ukazovateľov na:¹⁰

- a) *jednorozmernú analýzu* – pomocou jedného ukazovateľa vieme zistiť, v akom stave sa podnik nachádza, a teda vieme určiť, či ide o podnik prosperujúci alebo neprosperujúci. Medzi najznámejšími metódami môžeme nájsť Mediánový test, Mann-Whitney test, Kolkogorov – Smirnov test, Analýzu šikmosti ako aj Beaverovú analýzu.
- b) *dvojjrozmernú analýzu* – ide o diskriminačnú analýzu, vďaka ktorej vieme pomocou dvoch ukazovateľov rozdeliť podniky na dve skupiny (prosperujúce a neprosperujúce). Pri výbere vhodných ukazovateľov sa dá na to, aby sa vo svojej výpovednosti neprekrývali. To bude mať za následok komplexnejšie závery.
- c) *viacrozmernú analýzu* – model je zostavený pomocou troch a viacerých ukazovateľov. Medzi metódy viacrozmernej analýzy patrí napríklad Altmanov model, Index bonity alebo Beermanov test.

⁷ MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. 2005. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vydanie. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

⁸ NEUMAIEROVÁ, I. - NEUMAIER, I. 2002. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada Publishing, 2002, 216s. ISBN 80-247-0125-1.

⁹ MARKOVIČ, P. 2011. Bonitné a bankrotné modely pri hodnotení efektívnosti investičného projektu. In Finančný manažment a controlling v praxi. - Bratislava: Iura Edition, 2011. ISSN 1337-7574, 2011, č. 10, s. 549-555.

¹⁰ VLACHYNSKÝ, K. a kolektív: Podnikové financie. Bratislava: Súvaha, spol. s r. o, 2002.s. 432/508 s. ISBN 80-88727-48-0.

HODNOTENIE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PREDIKČNÝMI MODELMI

Pre podniky je veľmi dôležité predvídať ich finančnú situáciu, pretože v nich je zahrnutá aj reakcia na nové javy vyvolané v dôsledku globalizácie svetovej ekonomiky. Aby podniky dokázali promptne zareagovať a prijímať rozhodnutia, musia zachytávať prvé signály zmien už v začiatočnom štádiu.¹¹ Pomocou predikčných modelov je možné prognózovať finančnú budúcnosť podniku. V dôsledku veľkého množstva finančných ukazovateľov je hodnotenie finančnej výkonnosti sťažené. Preto sa analytici snažili vytvoriť rôzne metódy, vďaka ktorým by hodnotenie podniku a jeho vývoj bol realizovaný jedným syntetickým ukazovateľom.

Zisťovanie vývoja podniku v budúcnosti je tiež dôležité, pretože následkom neodhalených finančných ťažkostí sa podnik môže stať nesolventným resp. bude musieť vyhlásiť bankrot. V praxi sa používajú viaceré predikčné modely, pričom k najznámejším patria Altmanov model, Index IN, Rýchly test, Index bonity, Tafflerov bankrotný model a Beermanova diskriminačná funkcia.

Altmanov model bol prvýkrát publikovaný v roku 1968 a je vytvorený americkým profesorom financií. Patrí k najznámejším a najvyužívanejším bankrotným modelom, ktorý hovorí o tom, s akou pravdepodobnosťou sa určitý podnik dostane do bankrotu. V praxi sa používa často aj jeho označenie ako Z - model resp. Z - skóre. Výsledná hodnota modelu hovorí o tom, či podnik zbankrotuje, alebo nezbankrotuje alebo či sa nachádza v tzv. šedej zóne. Nevýhodou je, že Altmanov model nie je v prvotnej podobe použiteľný pre všetky typy odvetvia ako to uvádza aj Onofrei¹² vo svojej štúdií. Výhodou tohto modelu je úspešnosť predikcie bankrotu. Model je spoľahlivý do horizontu dvoch rokov t. j. ak model predpovedá, že podnik zbankrotuje, tak do 2 rokov sa to s veľkou pravdepodobnosťou aj udeje. Jeho spoľahlivosť je však v dlhodobejšom horizonte nízka. Nevýhodou tohto modelu je to, že bol vyvinutý v 60. rokoch minulého storočia, pričom bral do úvahy výrobné podniky v USA, preto má tento model v podmienkach Slovenskej republiky nízku vypovedaciu schopnosť, no môžeme ho považovať za základ pri predikcii finančnej situácie podnikov.

Index IN je index, ktorý je využívaný na hodnotenie finančného stavu podnikov prostredníctvom jedného čísla. Podobne ako Altmanov model, Index IN05 je zložený z niekoľkých koeficientov, pričom kľúčom k celkovému hodnoteniu podniku je vhodné nastavenie váh koeficientov. Tento model bol vytvorený a otestovaný na údajoch, ktoré pochádzali zo stredne veľkých a veľkých podnikov, ktoré mali pôsobenie v priemysle. Postupom času boli vytvorené rôzne verzie Indexu IN. Ide o IN95, IN99, IN01 a IN05. Číselné označenie týchto indexov reflektujú rok, v ktorom boli uvedené na použitie. Medzi výhody IN05 zaradujeme to, že je svojím výpočtom jednoduchý, ako aj algoritmy finančných ukazovateľov sú transparentné. Tento index pracuje s verejne dostupnými dátami o podniku a je možné ho využiť pre podniky, ktoré obchodujú i neobchodujú na kapitálovom trhu. Výhodou je aj jednoznačnosť výsledkov a je vhodný na využitie ako doplnok iným ukazovateľom. Nevýhoda indexu IN05 oproti Altmanovmu modelu je v tom, že presnosť a úspešnosť indexu IN05 nebola z časového hľadiska sledovaná tak, ako je to pri Altmanovom modeli. Nevýhodou je aj to, že tento index nie je schopný zodpovedať otázku, akým spôsobom bola výkonnosť podniku dosiahnutá, hodnotí ju iba globálne t.j. či je alebo nie je podnik výkonný.

¹¹ KASSAY, Š. 2008. Podnik a podnikanie: ekonomika a financie: vzájomná závislosť makroekonomických a mikroekonomických procesov v sociálnoekonomickom rozvoji spoločnosti. Druhý zväzok. Bratislava: VEDA, vydavateľstvo SAV, 2008. 616 s. ISBN 978-80-224-1032-8.

¹² ONOFREI, M. – LUPU, D. 2012. Controversities regarding the utilization of Altman model in Romania In Journal of Public Administration, Finance and Law [online] 2012 [cit. 12.5.2013] Dostupné na internete <<http://www.jopafll.com/uploads/CONTROVERSIES-REGARDING-THE-UTILIZATION-OF-ALTMAN-MODEL-IN-ROMANIA.pdf>>

Rýchly test bol vytvorený profesorom Kralickom v roku 1991 a je využívaný prevažne v nemecky hovoriacich krajinách. Ide o bonitný model pričom ho zaraďujeme medzi metódy bodového hodnotenia t. j. pretvára hodnoty zvolených finančných ukazovateľov na body, čo sa deje na základe bodových stupníc tvorených expertmi. Tento model zaraďujeme medzi bonitné modely. Pracuje s veľmi jednoduchou stupnicou a zahŕňa minimálny počet ukazovateľov. Nakoľko tento test nejde príliš do hĺbky, využíva sa vtedy, keď analytici chcú dotvoriť komplexný pohľad na finančnú situáciu podniku. Je vytvorený tak, že menší počet bodov znamená lepší výsledok podniku, a teda podnik má lepšie vyhliadky do budúcnosti. Bodová škála sa pohybuje v rozmedzí od 4 do 20 bodov a o stave podniku referujú 4 základné ukazovatele. Každý z ukazovateľov zastupuje jeden sektor. Ide o kapitálovú silu, zadlženosť, výnos a finančnú výkonnosť.

Index bonity je model vyvinutý v Spolkovej republike Nemecko. Je označovaný aj ako B a je založený na hodnotení diskriminačnej funkcie, ktorá priradí šiestim ukazovateľom odlišné váhy. Ide o model, ktorý prognózuje finančno – ekonomickú situáciu podniku a zaraďujeme ho medzi matematicko – štatistické metódy. Index bonity je zameraný skôr na hodnotenie rentability podniku ako Altmanov model a je využívaný prevažne v nemecky hovoriacich krajinách.¹³ Výsledok tohto indexu referuje o finančnej situácii hodnoteného podniku.

Tafflerov bankrotný model zaraďujeme medzi predikčné (bankrotné) modely, pričom je vytvorený z ukazovateľov odrážajúcich ziskovosť, primeranosť pracovného kapitálu, finančné riziko, likviditu či platobnú schopnosť. Tento model je veľmi využívaný na predpovedanie krachu vo napr. vo Veľkej Británii a je využívaný na identifikáciu a výber spoločností, ktoré majú finančné problémy¹⁴. Elliot & Elliot uvádzajú, že v Tafflerovom modeli dosiahnuté údaje hovoria o tom, či podniku zlyhá alebo nezlyhá. Tafflerov model je však vhodný pre podniky s dlhoročným zázemím. Model má obmedzenia vo vzťahu k ekonomickému rozhodovaniu.

Beermanov test (Beermanova diskriminačná funkcia) bol zostrojený na základe výskumu 21 akciových spoločností. Tieto sledované spoločnosti sa stali v priebehu piatich rokov (1966-1971) insolventnými. Na predpovedanie insolventnosti podnikov boli využívané finančné ukazovatele (zostavené pomocou údajov zo súvahy). Beermanov test využívajú hlavne výrobné podniky. Beerman pri zostavovaní testu použil 10 ukazovateľov. Ich rozlišovaciu schopnosť overil dvomi spôsobmi. Najskôr aplikoval jednorozmernú a potom viacrozmernú diskriminačnú analýzu. Výsledkom nebola funkcia s menším počtom ukazovateľov, naopak všetkých 10 spojil do jednej lineárnej funkcie. Jej platnosť je jeden rok predtým, ako sa podnik stane insolventným.

METÓDY HODNOTENIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU

Finančnú výkonnosť podnikov je možné hodnotiť pomocou rôznych metód. Medzi klasické metódy patria rôzne finančné ukazovatele ako napríklad pomerové ukazovatele akými sú ukazovatele likvidity, rentability a pod. Počas 80. až 90. rokov sa vyvinuli ďalšie metódy eliminujúce nedostatky klasických metód, ktoré môžeme označiť ako novšie. Medzi novšie metódy hodnotenia finančnej výkonnosti podniku zaraďujeme napr. metódy Ekonomická pridaná hodnota – EVA, Hodnota pridaná trhom – MVA a Balanced scorecard.

¹³ SEDLÁČEK, J. 2007. *Finanční analýza podniku* Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 80-2511-830-4

¹⁴ SMITH, M., 1997. *Strategic Management Accounting - Issues and Cases*, Butterworths, Sydney. 1997. 256s. ISBN-13: 978-0750630979

1. Klasické metódy hodnotenia finančnej výkonnosti podniku

Medzi klasické metódy hodnotenia finančnej výkonnosti podniku zaradujeme ukazovatele, ktoré premietajú hodnotenie stavu podniku do peňažného vyjadrenia, pričom využívajú dáta zo Súvahy, Výkazu ziskov a strát či Výkazu peňažných tokov. Hodnotenie a monitorovanie finančnej výkonnosti podniku pomocou pomerových finančných ukazovateľov sa pomerne často využíva. Medzi najčastejšie používané ukazovatele zaradujeme ukazovatele likvidity, aktivity, zadĺženosti, rentability a trhovej hodnoty podniku. Problematická je vypovedacia schopnosť účtovných výkazov, z ktorých sú dáta čerpané, ako aj orientácia na historické účtovníctvo. Zmena trhových cien majetku a ignorácia zmeny kúpnej sily peňažnej jednotky skresľuje zásadným spôsobom výsledok hospodárenia. Nakoľko podniky používajú rôzne účtovné postupy, ich komparácia je potom sťažená, čím vzniká ďalšia prekážka. Problémy, ktoré sú často vytykávané klasickým metódam hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, sú spájané hlavne s informáciami, na ktorých sú založené. Takýmito sú informácie získané z účtovníctva, ktoré reflektujú minulosť a nie výhľady do budúcnosti. Účtovníctvo je poskytovateľom údajov, ako napr. pohľadávky, záväzky resp. peňažná hotovosť. Neposkytuje však celistvý obraz o finančnej situácii podniku a jej hrozbách. Samozrejme klasické metódy majú svoje opodstatnenie, nakoľko vieme pomocou nich zhodnotiť stav podniku, no je nevyhnutné tieto klasické metódy doplniť aj inými metódami hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, aby majitelia a vlastníci mali komplexný obraz o svojom podniku, aby mohli zaujať relevantné stanoviská pri jeho riadení. Na základe kritiky tradičných ukazovateľov hodnotenia výkonnosti podniku vznikli nové ukazovatele, určené na elimináciu nedostatkov tradičných metód, nakoľko účtovné metódy a postupy nie vždy dobre reflektujú ekonomický pohľad na výkonnosť.

2. Novšie metódy hodnotenia finančnej výkonnosti podniku

Moderné metódy hodnotenia finančnej výkonnosti podniku majú v sebe zahrnuté náklady vlastného kapitálu v účtovnom zisku. Metóda je veľa, pričom aj ich využitie je v praxi rôzne. Každý podnik je špecifický a rozhoduje sa sám, aké metódy na hodnotenie finančnej výkonnosti podniku bude využívať.

Ekonomická pridaná hodnota – EVA je jednou metód hodnotenia finančnej výkonnosti podniku je ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota, ktorý skrátene nazývame EVA (z angl. názvu Economic value added). Ide o metódu vyvinutú poradenskou spoločnosťou Stern Stewart & Company v Spojených štátoch amerických v roku 1991. Hoci EVA je relatívne nová metóda, pre odbornú novinársku obec jej koncepcia bola známa už aj predtým. Veľmi podobná metóda merania nazývaná reziduálny príjem (z anglického názvu residual income) už bola totiž používaná. Napríklad General Electric používal túto metódu v rokoch 1950 - 1960 pre meranie výkonnosti podniku. Reziduálny príjem môžeme definovať ako čistý prevádzkový zisk, ktorý podnik získa nad rámec minimálnej požadovanej výnosnosti svojich prevádzkových aktív. Ukazovateľ EVA je teda odvodenou variantou reziduálneho príjmu s prispôbením na kalkuláciu príjmu a kapitálu. Spôsob určenia výkonnosti podniku pomocou ekonomickej pridanej hodnoty je využívaná hlavne strategickými investormi a veriteľmi podniku.¹⁵ Kladná výsledná hodnota ukazovateľa EVA hovorí o tom, že podnik vytvoril bohatstvo resp. hodnotu. Ak je hodnota ukazovateľa záporná, podnik kapitál spotrebováva namiesto toho, aby tvoril hodnotu. Cieľom podniku má byť pozitívna hodnota ukazovateľa a jej zvyšovanie. Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty je zložitá záležitosť,

¹⁵ BREWER, P.-CHANDRA, G.-HOCK, C. 1999. *Economic value added (EVA): its uses and limitations* [online] 1999. [cit. 28.12.2012] Dostupné na internete <<http://www.freepatentsonline.com/article/SAM-Advanced-Management-Journal/55015596.html>>

pretože je náročný na úpravy a výpočty. Kaplan a Norton uvádzajú až 164 matematicko-účtovných úprav na vyjadrenie správnej hodnoty ukazovateľa.¹⁶ Problematika výpočtu hodnoty ukazovateľa EVA bola už viackrát spracovaná v rôznych odborných literatúrach a publikáciách. V praxi je však často problémom správne určiť túto hodnotu. Tieto problémy vznikajú z nedostatočného chápania odborného výkladu daného výpočtu. Jednotlivé premenné si niekedy v praxi zamieňajú s rôznymi inými pojmami, a to v dôsledku toho, že nevedia určiť presnú hodnotu, ktorá sa skrýva za daným ukazovateľom. Je teda dôležité presne zdefinovať jednotlivé premenné tak, aby tomu rozumeli všetci zainteresovaní.

Výhodou ukazovateľa EVA je to, že spája výsledky hospodárenia s rizikom, na základe čoho je dosiahnutý výsledok tohto ukazovateľa, a taktiež berie do úvahy riziko a zohľadnenie požiadaviek investorov na kapitálovom trhu. Na svoju realizáciu potrebuje finančné výkazy, ktoré sú všeobecne dostupné. Ukazuje hodnotu podľa toho, ktorý kapitál bol použitý. Ide o efektívnu metódu na komunikáciu s investormi a transformuje informácie z účtovníctva do ekonomickej podoby, ktorá je zrozumiteľná aj pre nefinančných manažérov a je užitočná pri hodnotení čistej súčasnej hodnoty projektov kapitálového rozpočtu, ktorý je v rozpore s IRR. Nevýhodou ukazovateľa EVA je to, že táto metóda nie je univerzálna a je zle použiteľná pre niektoré podniky. Nevýhodou je aj použitie neúčtovných úprav. Tento ukazovateľ je ovplyvnený veľkosťou podniku a taktiež výsledky môžu byť často skreslené vďaka účtovným výkazom.

Hodnota pridaná trhom - MVA je rozdielom medzi trhovou a účtovnou hodnotou podniku. Ak je trhovú hodnotu podniku väčšia ako kapitál do nej investovaný, tak sa vytvorila akcionárska hodnota a akcie podniku sú obchodovateľné s prémie. Ak je výnosnosť podniku nižšia ako náklady kapitálu, podnik akcionársku hodnotu „zničil“ a akcie sú obchodovateľné s diskontom. MVA je vlastne súčasná hodnota všetkých budúcich EVA.¹⁷ MVA nie je ukazovateľ na hodnotenie výkonnosti podniku ako EVA, no namiesto toho meria úroveň hodnoty podniku, ktoré nahromadil v priebehu času. Ak si podnik udrží výkonnosť ako v priebehu času, zisk si udrží. Tým sa zlepši účtovná hodnota akcií podniku a investori budú pravdepodobne hnať cenu týchto akcií nahor v očakávaní budúcich ziskov, čo bude mať za následok, že trhovú hodnotu podniku vzrastie. Ak k tomu dôjde, rozdiel medzi trhovou hodnotou podniku a kapitálom poskytnutým investormi (jeho MVA) predstavuje dodatočnú „cenovku“ na trhu, ktorá sa priradí podniku v dôsledku úspechov z minulosti. Veľkou nevýhodou MVA je jeho nepoužiteľnosť pre podniky, ktorých akcie nie sú obchodovateľné na burze, a teda pre menšie podniky nie je vhodný na použitie.

Metóda Balanced Scorecard (BSC) je metóda vyváženého systému hodnotiacich ukazovateľov. Je to systém strategického vedenia a plánovania využívaná v rámci podnikania a priemyslu, vládou a neziskovými organizáciami na zladenie podnikateľských aktivít, vízie a stratégie daného podniku. Na udržanie významného postavenia na trhu a udržanie si výhody oproti konkurencii je pre podnik nevyhnutný strategický manažérsky systém, ktorý smeruje k naplneniu vízie podniku pri adekvátnom využívaní zdrojov. Balanced Scorecard je práve takýmto systémom, ktorý zahŕňa systém vyvážených ukazovateľov výkonnosti podniku so zapracovaním nefinančných ukazovateľov. Tvorcami konceptu Balanced Scorecard sú Robert Kaplan z Harvard Business School a David Norton, ktorí spojili nefinančné ukazovatele výkonnosti podniku s klasickými finančnými ukazovateľmi výkonnosti podniku, čo malo význam pre manažérov a vedúcich pracovníkov, ktorí získali „vyvážený“ pohľad na výkonnosť podniku. Tento nástroj na meranie výkonnosti organizácie vychádza

¹⁶ KAPLAN, R.- NORTON, D. 2007. *Balanced Scorecard – Strategický systém merení výkonnosti podniku*. Praha: Management Press. 267s. ISBN 978-80-7261-177-5.

¹⁷ VLACHYNSKÝ, K. a kolektív. 2002. *Podnikové financie*. Bratislava: Súvaha, spol. s. r. o, 2002. 508 s. ISBN 80-88727-48-0.

z najdôležitejších aspektov podnikania, ktoré sú vyjadrené v stratégii a vízii podniku. Vízia je vyjadrením toho, ako a na čo sa podnik orientuje pričom stratégia je cesta k jej realizácii.¹⁸

Metóda vyváženého systému hodnotiacich ukazovateľov sa díva na podnik zo štyroch strán, ktoré nazývame perspektívy a sú nimi:

Finančná perspektíva: Táto perspektíva sa zameriava na finančné ukazovatele, akými sú hodnota obratu, zadlženosť, likvidita, rentabilita a iné. Na ciele finančnej perspektívy by mali byť napojené ciele z ostatných troch perspektív.

Zákaznícka perspektíva: Nedávna filozofia manažmentu ukazuje rastúce pochopenie dôležitosti zamerania sa na zákazníka a jeho spokojnosť vo všetkých oblastiach obchodu. Toto sú hlavné indikátory: Ak zákazníci nie sú spokojní, nakoniec si nájdu iných dodávateľov, ktorí budú vyhovovať ich potrebám.

Perspektíva vnútorných procesov: Táto perspektíva odkazuje na interné obchodné procesy. Metrika založená na tejto perspektíve povoľuje manažérom poznať to, ako dobre sa darí ich obchodom a či ich produkty a služby vyhovujú nárokom zákazníkov (misii).

Perspektíva učenia sa a rastu: Táto perspektíva zahŕňa výcvik zamestnávateľa a korporatívne kultúrne postoje, ktoré sa týkajú sebazdokonaľovania jednotlivca aj korporácie. V organizácii zameranej na znalostných pracovníkov sú hlavným zdrojom ľudia, ktorí sú jedinou studnicou poznania.

Podniky využívajúce systém Balanced Scorecard - viac než polovica veľkých spoločností v USA, Európe a Ázii používa systém Balanced Scorecard vo svojich spoločnostiach. Oficiálne údaje sa mierne líšia, no Gartner Group hovorí, že viac ako 50% veľkých firiem v USA prijali systém Balanced Scorecard a zaviedli ho do praxe. Nedávna štúdia tvorená spoločnosťou Bain & Co. zistila, že systém Balanced Scorecard je jednou z top desiatich celosvetovo najpoužívanějších manažérskych nástrojov. Do roku 2004 so systémom Balanced Scorecard (podľa Bain & Co.) pracovalo 57% spoločností s celosvetovou pôsobnosťou. Systém Balanced Scorecard implementovalo až 40% podnikov z najúspešnejších podnikov (Fortune 1000). Väčšina informácií v obchodnom sektore je však zákonom chránená, pretože sa týkajú stratégií konkrétnych podnikov. Štátne organizácie sa zvyčajne nezaoberajú s chránenými informáciami, ale tiež nemusia mať poverenie dávať informácie verejnosti. Najviac sa využíva tradične v Spojených štátoch amerických, Británii a severnej Európe, no veľký nárast použitia je aj v Južnej Amerike, na Blízkom východe a v Ázii.

Od svojich začiatkov sa Balanced Scorecard vyvinul do systému implementácie stratégie, ktorý nielen meria výkon, ale tiež opisuje, komunikuje a zrovnáva stratégiu v rámci celej organizácie, čo je jednou z výhod tohto systému. Medzi ďalšie výhody tohto systému zaradujeme napríklad:

- a) preklad stratégie do merateľných parametrov,
- b) odkomunikovanie stratégie, aby všetci v podniku boli s ňou oboznámení,
- c) zladenie jednotlivých cieľov so strategickými cieľmi podniku – BSC uznáva, že zvolené ukazovatele majú vplyv na správanie sa zamestnancov,
- d) spätná väzba z realizácie výsledkov procesu strategického plánovania.

Samozrejme tak, ako systém má výhody, môže mať aj nevýhody. Medzi potenciálne úskalía, ktoré môžu nastať, a ktorým by sa malo vyhnúť počas implementácie Balanced Scorecardu je *nedostatok dobre definovanej stratégie*. Balanced Scorecard sa opiera o dobre definovanú stratégiu a pochopenie väzieb medzi strategickými cieľmi a metrikami. Bez tohto základu je nepravdepodobné, že implementácia Balanced Scorecardu bude úspešná.¹⁹ Ďalším nedostatkom je *používanie len klasických ukazovateľov*. Mnohí manažéri veria, že budú ťažiť

¹⁸ KAPLAN, R.- NORTON, D. 2007. *Balanced Scorecard –Strategický systém merení výkonnosti podniku*. Praha: Management Press. 2007. 267s. ISBN 978-80-7261-177-5.

¹⁹ KAPLAN, R.- NORTON, D. 2007. *Balanced Scorecard –Strategický systém merení výkonnosti podniku*. Praha: Management Press. 2007. 267s. ISBN 978-80-7261-177-5.

z výhod Balanced Scorecard pomocou širokej škály nefinančných ukazovateľov. Treba však dbať nielen na identifikovanie klasických ukazovateľov, ktoré opisujú výkonnosť v minulosti, ale aj používať ukazovatele, ktoré môžu byť použité k plánovaniu budúcej výkonnosti. *Používanie generických metrík* je tiež veľkým problémom, nakoľko zvyčajne nestačí iba prijať metriky používané v iných úspešných firmách. Každý podnik by mal mať snahu o identifikáciu ukazovateľov, ktoré sú vhodné pre vlastnú stratégiu a konkurenčné postavenie.

SKÓRINGOVÁ FUNKCIA AKO DÔLEŽITÝ NÁSTROJ HODNOTENIA PODNIKU

Finančná výkonnosť podniku môže byť vyjadrená pomocou skóringovej funkcie, ktorej cieľom je odhadnúť stav podniku, teda jeho schopnosť hradiť svoje záväzky. Táto informácia je dôležitá napr. aj pri výbere klientov, dodávateľov, či odberateľov. Úlohou skóringového modelu je v tom prípade získať informáciu, na základe ktorej bude možné rozhodnúť sa, či začať spoluprácu s podnikom. V praxi k tomu dochádza na základe preštudovania si dostupných informácií o podniku a porovnania ich s informáciami o terajších resp. minulých podnikoch, s ktorými bola spolupráca nadviazaná. Na účely zostavenia skóringovej funkcie sa môžu využívať rôzne štatistické metódy. Ide o metódy lineárnej, či logistickej regresie, neurónových sietí, rozhodovacích stromov, alebo expertných systémov. Na analyzovanie dát rôznej povahy sa veľmi často využíva regresná analýza, ktorá skúma vzťah, na základe ktorého sa závislá premenná mení pri zmene nezávislej premennej. Lineárnu regresiu využívame vtedy, ak vysvetľovaná premenná je spojitá.²⁰ Logistická regresia je využívaná v prípadoch, kedy je potrebné modelovať závislosti premenných, z ktorých vysvetľovaná premenná nadobúda obmedzený počet hodnôt, a teda môžeme povedať, že je kategoriálneho typu. Jedná sa o modelovanie podmienenej pravdepodobnosti, pričom vysvetľujúce premenné môžu byť kategoriálne alebo spojité. Práve preto najčastejšie využívanou metódou pri tvorbe skóringového modelu je logistická regresia.

Logistická regresia je matematicko - štatistická metóda zaoberajúca sa odhadom pravdepodobnosti nejakého javu (závislej premennej) na základe daných známych skutočností (nezavislá premenná) ovplyvňujúce jeho výskyt. Ak daný jav nastal, nabera hodnotu 1 a naopak aj jav nenastal, tak hodnota je 0.²¹ Logistické regresné modely sú zovšeobecnenou verziou lineárnych modelov, ktorých využitie je hlavne na predikciu závislej premennej Y, pričom jeho rozdelenie je diskkrétne resp. vzťah medzi prediktorom X a premennou Y je nelineárny²². Využíva sa prevažne vtedy, keď dáta nespĺňajú podmienku normality, ako aj konštantnosti rozptylu. Ide napríklad o ekonomické dáta. Spojenie premennej Y s lineárnou kombináciou premenných X sa deje pomocou spojovacej funkcie a má lineárny tvar, ktorý vyzerá nasledovne:

$$f(P) = \ln\left(\frac{P(Y = 1)}{1 - P(Y = 1)}\right) = \ln\left(\frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)}\right)$$

Pričom $P(Y=1)$ je pravdepodobnosť nadobudnutia závislej premennej Y hodnotou 1 a $P(Y=0)=1-P(Y=1)$ je pravdepodobnosť nadobudnutia Y rovné nule. Platí teda, že:

²⁰ ANDERSON, R. 2007. *The Credit Scoring Toolkit : Theory and Practice for Retail Credit Risk Management and Decision Automation*. New York : Oxford University Press Inc., 2007. 535 s. ISBN 978-0-19-922640-5

²¹ ALLISON, P. 1999. *Logistic Regression using SAS*. USA: North Carolina. 1999. ISBN 978-1-58025-352-9

²² HOSMER, D. – LEMESHOW, S. 2000. *Applied Logistic Regression* Vydavateľstvo Wiley Finance, 2000. 392s. ISBN 978-0471356325

$$\ln\left(\frac{P(Y=1)}{P(Y=0)}\right) = Z$$

kde Z je výslednou premennou nazývanou ako SKÓRE a príslušná skóringová funkcia má tvar:

$$Z = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k$$

Neznámym vektorom logistických regresných koeficientov je vektor $\beta = (\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k)$ a ich odhady sú označované ako $b = (b_0, b_1, \dots, b_k)$. Tieto odhady sa počítajú pomocou iteratívnej Newton - Rapshonovou metódy a s použitím výpočtovej techniky, bez ktorej by bol tento výpočet skoro nemožný. Podiel dopadu súvisiacich nezávislých premenných na závislú premennú vyjadrujú regresné koeficienty. V prípade kladnej hodnoty koeficientu, vyššia hodnota príslušnej premennej je vyjadrením vyššieho skóre. Záporná hodnota koeficientu naopak poukazuje na to, že vyššia hodnota príslušnej premennej je vyjadrením nižšieho skóre. Absolútna hodnota koeficientu, ktorá je vynásobená s príslúchajúcou hodnotou premennej, je vyjadrením veľkosti dopadu na výsledok. Ak je hodnota vyššia, tak vplyv na skóre je podstatnejší, naopak nízka hodnota reflektuje iba malý dopad na skóre, teda na defaultnosť podniku. Pravdepodobnosť nadobudnutia závislej premennej Y hodnotu 1 nazývame ako pravdepodobnosť zlyhania (bankrotu podniku), pričom v angličtine je toto zlyhanie nazvané ako Probability of default a dosiahneme ho pomocou odlogaritmovania lineárneho logistického modelu, ako aj jeho základnými matematickými úpravami. Platí teda vzťah:

$$\text{Probability of default} = P(Y=1) = \frac{e^Z}{(1+e^Z)} = \frac{1}{1+e^{-Z}}$$

Ak Z - skóre bude mať nezápornú hodnotu ($Z \geq 0$), tak z uvedeného vzťahu vyplýva, že pravdepodobnosť zlyhania sa zvyšuje práve vtedy, keď Z - skóre sa zvyšuje:

Ak $P(Y=1)$ rastie,

$$\begin{aligned} &\Leftrightarrow \frac{1}{1+e^{-Z}} \text{ rastie,} \\ &\Leftrightarrow 1 + e^{-Z} \text{ klesá,} \\ &\Leftrightarrow e^{-Z} \text{ klesá,} \\ &\Leftrightarrow e^Z \text{ rastie,} \\ &\Leftrightarrow Z \text{ rastie.} \end{aligned}$$

Na účely presnejšieho odhadu a eliminácie nepriaznivých efektov, ktoré spôsobujú extrémne hodnoty, sa využíva WOE transformácia dát. Táto transformácia pretransformuje dáta na hodnoty, ktoré sa používajú pri tvorbe skóringového modelu ako vstupné dáta, čo sa deje pomocou zoskupením dát príslušnej premennej do menších skupín s podobnými vlastnosťami. Tieto skupiny by spravidla mali obsahovať približne rovnaký počet pozorovaní. Miera zlyhania podnikov v daných skupinách (Default Rate) by mala byť monotónna funkcia pričom táto miera sa pre t - tú skupinu vypočíta pomocou matematického vzťahu:

$$DR_t = \frac{ZG_t}{G_t}$$

Pričom ZG_t vyjadruje množstvo zlyhaní (defaultov) v t - tej skupine a G_t vyjadruje počet pozorovaní v t -tej skupine.

Hodnoty sú vyjadrením pravdepodobnosti, že v t - tej skupine dôjde k zlyhaniu. Weight of evidence, alebo inak označované ako WOE, vyjadruje mieru diferencie medzi dvomi

proporciami v každom atribúte. V našom prípade ide o proporciu medzi dobými a zlými záznamami a vypočítame ho pomocou logaritmu dvoch šancí (pomerov pravdepodobností). Matematicky je vyjadrený ako:

$$WOE_{udalosti} = \frac{\text{pravdepodobnosť nenastatia udalosti}}{\text{pravdepodobnosť nastatia udalosti}}$$

resp.

$$WOE_t = \ln \left(\frac{ZG_t/ZS}{PG_t/PS} \right)$$

Pričom ZG_t je počet defaultov v t-tej skupine, ZS je počet defaultov v celej vzorke, PS je počet solventných podnikov v celej vzorke, PG_t je počet solventných podnikov v t-tej skupine a $(ZG_t/PG_t)/(ZS/PS)$ reprezentuje Odds Ratio resp. pomer šancí.

Výsledná hodnota sa pohybuje v intervale od nuly po nekonečno. Ak je hodnota $WOE_t > 1$, je väčšia pravdepodobnosť, že jav nastane. Ak je $WOE_t < 1$, je väčšia pravdepodobnosť, že sa jav neuskutoční. Tieto hodnoty sú počítané pre každú skupinu ako aj každú premennú. Tie sa následne využijú ako funkčné hodnoty logitu, a teda pri vytváraní logistického regresného modelu.

Pred začiatkom vytvorenia regresného modelu je potrebné, aby sa zvážili všetky dostupné premenné. Tie by mali byť predovšetkým vhodné na vytvorenie regresného modelu, a to z hľadiska logickosti a výpovednosti pre daný model. Na odhad logistického regresného modelu sa využíva Maximum Likelihood Estimation, a teda metóda maximálnej vierohodnosti, pričom hladina významnosti je spravidla 5%.

Pri výbere optimálnych premenných využívame 3 prístupy:

- Dopredná metóda** – pracuje s množinou premenných, ktoré sú vopred zadefinované a ktoré budú v modeli použité, pričom sa k daným premenným pridávajú ďalšie. Následne sa zisťuje, či sedia do modelu. Tento proces sa opakuje až do momentu, kedy sa dosiahne minimálna úroveň, ktorá je stanovená, alebo ak nasledovná premenná nebude zlepšovať model.
- Spätná metóda** – je opakom doprednej metódy. Model je skúmaný so všetkými premennými, pričom sa krok po kroku odstraňujú premenné, ktoré nie sú signifikantné. Konečný model je modelom, v ktorom ostali premenné, ktoré najlepšie predpovedajú hodnotu závislej premennej.
- Postupná metóda** – je kombinácia doprednej a spätnej metódy, pričom vzájomný vzťah premenných je skúmaný priebežne. Postupným pridávaním a odoberaním premenných sa skúma, či dané premenné majú značný vplyv na závislú premennú. Toto sa deje až do momentu, kedy pridaním alebo odobratím premennej nedosiahneme žiadny významný vplyv. Koniec procesu môže nastať aj vtedy, ak bude dosiahnutý stanovený počet iterácií.

Pri posudzovaní kvality skóringového modelu je dôležité sledovať oddeľovaciu schopnosť skóringovej funkcie. Kvalitu modelu možno posúdiť pomocou štatistických ukazovateľov. Takýmito ukazovateľmi sú Somers'D, Gini koeficient, či Gamma, pričom Somers'D je modifikáciou ukazovateľa Gamma. Ukazovateľ Somers'D slúži na odhadovanie korelácie, a teda stanovuje mieru zhody regresného modelu na pozorovanú vzorku dát, ktorá sa vypočíta porovnávaním dvojíc reálnych hodnôt závislej premennej a prediktorov. Je vhodný aj pre hodnotenie skóringového modelu. Výsledná hodnota ukazovateľa Somers'D popisuje kvalitu modelu (fit modelu) a vypočítava sa pomocou nasledujúceho vzorca:

$$Som'D = \frac{S - PS}{S + PS + NZ'}$$

pričom sú: (S) súhlasné dvojice, (NZ) nerozhodnuteľné v Z, (PS) nesúhlasné dvojice. Výsledná hodnota je z intervalu od -1 po 1, pričom kladné alebo záporné znamienko vyjadruje priamu alebo nepriamu úmernosť medzi výsledkom a premenou, ktorá je predikujúca. Model s vyššou hodnotu ukazovateľa Somers'D je kvalitnejší a platí zásada, že čím vyššia je táto hodnota, tým je model kvalitnejší. Táto metóda je veľmi často používaná v praxi, a preto sme si ju aj vybrali pri našom výskume.

Na účely presnejšieho odhadu a eliminácie nepriaznivých efektov, ktoré spôsobujú extrémne hodnoty, sa využíva WOE transformácia dát. Táto transformácia pretransformuje dáta na hodnoty, ktoré sa používajú pri tvorbe skóringového modelu ako vstupné dáta, čo sa deje pomocou zoskupením dát príslušnej premennej do menších skupín s podobnými vlastnosťami. Tieto skupiny by spravidla mali obsahovať približne rovnaký počet pozorovaní. Miera zlyhania podnikov v daných skupinách (Default Rate) by mala byť monotónna funkcia pričom táto miera sa pre t -tú skupinu vypočíta pomocou matematického vzťahu

$$DR_t = \frac{ZG_t}{G_t}$$

Pričom ZG_t vyjadruje množstvo zlyhaní (defaultov) v t -tej skupine, G_t vyjadruje počet pozorovaní v t -tej skupine.

Hodnoty sú vyjadrením pravdepodobnosti, že v t -tej skupine dôjde k zlyhaniu. Weight of evidence, alebo inak označované ako WOE, vyjadruje mieru diferencie medzi dvomi proporciami v každom atribúte. V našom prípade ide o proporciu medzi dobrými a zlými záznamami a vypočítame ho pomocou logaritmu dvoch šancí (pomerov pravdepodobností). Matematicky je vyjadrený ako:

$$WOE_{udalosti} = \frac{\text{pravdepodobnosť nenastatia udalosti}}{\text{pravdepodobnosť nastatia udalosti}}$$

resp.

$$WOE_t = \ln\left(\frac{ZG_t/ZS}{PG_t/PS}\right)$$

Pričom ZG_t je počet defaultov v t -tej skupine, ZS je počet defaultov v celej vzorke, PS je počet solventných podnikov v celej vzorke, PG_t je počet solventných podnikov v t -tej skupine a $(ZG_t/PG_t)/(ZS/PS)$ reprezentuje Odds Ratio resp. pomer šancí. Výsledná hodnota sa pohybuje v intervale od nuly po nekonečno. Ak je hodnota $WOE_t > 1$, je väčšia pravdepodobnosť, že jav nastane. Ak je $WOE_t < 1$, je väčšia pravdepodobnosť, že sa jav neuskutoční. Tieto hodnoty sú počítané pre každú skupinu ako aj každú premennú. Tie sa následne využijú ako funkčné hodnoty logitu, a teda pri vytváraní logistického regresného modelu.

Typy logistickej regresie - pred začiatkom vytvorenia regresného modelu je potrebné, aby sa zvážili všetky dostupné premenné. Tie by mali byť predovšetkým vhodné na vytvorenie regresného modelu, a to z hľadiska logickosti a výpovednosti pre daný model. Na odhad logistického regresného modelu sa využíva Maximum Likelihood Estimation, a teda metóda maximálnej vierohodnosti, pričom hladina významnosti je spravidla 5%.

Pri výbere optimálnych premenných využívame 3 prístupy:

Dopredná metóda – pracuje s množinou premenných, ktoré sú vopred zadefinované a ktoré budú v modeli použité, pričom sa k daným premenným pridávajú ďalšie. Následne sa zisťuje, či sedia do modelu. Tento proces sa opakuje až do momentu, kedy sa dosiahne minimálna úroveň, ktorá je stanovená, alebo ak nasledovná premenná nebude zlepšovať model.

Spätná metóda – je opakom doprednej metódy. Model je skúmaný so všetkými premennými, pričom sa krok po kroku odstraňujú premenné, ktoré nie sú signifikantné. Konečný model je modelom, v ktorom ostali premenné, ktoré najlepšie predpovedajú hodnotu závislej premennej.

Postupná metóda – je kombinácia doprednej a spätnej metódy, pričom vzájomný vzťah premenných je skúmaný priebežne. Postupným pridávaním a odoberaním premenných sa skúma, či dané premenné majú značný vplyv na závislú premennú. Toto sa deje až do momentu, kedy pridaním alebo odobratím premennej nedosiahneme žiadny významný vplyv. Koniec procesu môže nastať aj vtedy, ak bude dosiahnutý stanovený počet iterácií.

Pri posudzovaní kvality skóringového modelu je dôležité sledovať oddeľovaciu schopnosť skóringovej funkcie. Kvalitu modelu možno posúdiť pomocou štatistických ukazovateľov. Takýmito ukazovateľmi sú Somers'D, Gini koeficient, či Gamma, pričom Somers'D je modifikáciou ukazovateľa Gamma. Ukazovateľ Somers'D slúži na odhadovanie korelácie, a teda stanovuje mieru zhody regresného modelu na pozorovanú vzorku dát, ktorá sa vypočíta porovnávaním dvojíc reálnych hodnôt závislej premennej a prediktorov. Je vhodný aj pre hodnotenie skóringového modelu. Výsledná hodnota ukazovateľa Somers'D popisuje kvalitu modelu (fit modelu) a vypočítava sa pomocou nasledujúceho vzorca:

$$Som'D = \frac{S - PS}{S + PS + NZ'}$$

Pričom sú (S) súhlasné dvojice, (NZ) nerozhodnuteľné v Z, (PS) nesúhlasné dvojice. Výsledná hodnota je z intervalu od -1 po 1, pričom kladné alebo záporné znamienko vyjadruje priamu alebo nepriamu úmernosť medzi výsledkom a premenou, ktorá je predikujúca. Model s vyššou hodnotou ukazovateľa Somers'D je kvalitnejší a platí zásada, že čím vyššia je táto hodnota, tým je model kvalitnejší. Táto metóda je veľmi často používaná aj v praxi.

ZÁVER

Pri posudzovaní budúcej úspešnosti podniku sa využívajú prístupy uprednostňujúce meranie výkonnosti a efektívnosti podniku z pohľadu zvýšenia jeho hodnoty a systémy merania výkonnosti podporujúce hlavnú stratégiu podniku. Finančná výkonnosť podniku môže byť vyjadrená pomocou skóringovej funkcie. Cieľom tejto funkcie môže byť odhadnúť stav podniku, teda jeho schopnosť hradiť svoje záväzky. Táto informácia je dôležitá napr. aj pri výbere klientov, dodávateľov, či odberateľov. Úlohou skóringového modelu je v tom prípade získať informáciu, na základe ktorej bude možné rozhodnúť sa, či začať spoluprácu s podnikom. V praxi k tomu dochádza na základe preštudovania si dostupných informácií o podniku a porovnania ich s informáciami o terajších resp. minulých podnikoch, s ktorými bola nadviazaná obchodná spolupráca.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] ALLISON, P. 1999. Logistic Regression using SAS. USA: North Carolina.1999. ISBN 978-1-58025-352-9
- [2] ANDERSON, R. 2007. *The Credit Scoring Toolkit : Theory and Practice for Retail Credit Risk Management and Decision Automation*. New York : Oxford University Press Inc., 2007. 535 s. ISBN 978-0-19-922640-5
- [3] BREWER, P.-CHANDRA,G.-HOCK,C. 1999. *Economic value added (EVA): its uses and limitations* [online] 1999. [cit. 28.12.2012] Dostupné na internete

- <<http://www.freepatentsonline.com/article/SAM-Advanced-Management-Journal/55015596.html>>
- [4] HOSMER, D. – LEMESHOW, S. 2000. *Applied Logistic Regression* Vydavateľstvo Wiley Finance, 2000. 392s. ISBN 978-0471356325
 - [5] KAPLAN, R.- NORTON, D. 2007. *Balanced Scorecard –Strategický systém merení výkonnosti podniku*. Praha: Management Press. 2007. 267s. ISBN 978-80-7261-177-5.
 - [6] KASSAY, Š. 2008. *Podnik a podnikanie: ekonomika a financie: vzájomná závislosť makroekonomických a mikroekonomických procesov v sociálnoekonomickom rozvoji spoločnosti*. Druhý zväzok. Bratislava: VEDA, vydavateľstvo SAV, 2008. 616 s. ISBN 978-80-224-1032-8.
 - [7] MARKOVIČ, P. 2011. Bonitné a bankrotné modely pri hodnotení efektívnosti investičného projektu. In *Finančný manažment a controlling v praxi*. - Bratislava: Iura Edition, 2011. ISSN 1337-7574, 2011, č. 10, s. 549-555.
 - [8] MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vydanie. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
 - [9] NEUMAIEROVÁ, I. a kol.: *Řízení hodnoty podniku*. Praha: Profess Consulting s.r.o., 2005. ISBN 80-7259-022-7.
 - [10] NEUMAIEROVÁ, I. - NEUMAIER, I. 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing, 2002, 216s. ISBN 80-247-0125-1.
 - [11] ONOFREI, M. – LUPU, D. 2012. Controversities regarding the utilization of Altman model in Romania In *Journal of Public Administration, Finance and Law* [online] 2012 [cit. 12.5.2013] Dostupné na internete
<<http://www.jopafl.com/uploads/CONTROVERSIES-REGARDING-THE-UTILIZATION-OF-ALTMAN-MODEL-IN-ROMANIA.pdf>>
 - [12] RAJČANIOVÁ, M.: Konkurencieschopnosť a možnosti jej merania [online]. Dostupné na internete:
http://www.fem.uniag.sk/mvd2006/zbornik/sekcia1/s1_rajcaniova_miroslava_175.pdf,
 - [13] SEDLÁČEK, J. 2007. *Finanční analýza podniku* Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 80-2511-830-4
 - [14] SMITH, M., 1997. *Strategic Management Accounting - Issues and Cases*, Butterworths, Sydney. 1997. 256s. ISBN-13: 978-0750630979
 - [15] ŠMÍDA, F.: *Zavádění a rozvoj procesního řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. ISBN 9788024716794
 - [16] VLACHYNSKÝ, K. a kolektív. 2002. *Podnikové financie*. Bratislava: Súvaha, spol. s. r. o, 2002. 508 s. ISBN 80-88727-48-0.

DOSLEDKY POHLÁDÁVOK PO LEHOTE SPLATNOSTI¹

THE CONSEQUENCES OF THE OVERDUE RECEIVABLES

Veronika Jánošová²

Kľúčové slová: pohľadávky, smernica 2011/7/EÚ, konkurzy, nezamestnanosť, likvidita

JEL Klasifikácia: G33, D92

ÚVOD

Oneskorené platby zvyšujú podnikom dodatočné náklady. V dôsledku oneskorených platieb vzrástla v Európskej únii ako i na Slovensku nezamestnanosť a mnohé najmä malé a stredné podniky sa dostali do konkurzu. Okrem toho oneskorené platby znižujú likviditu podnikov, zvyšujú mieru nedobytných pohľadávok a bránia plánovanému ekonomickému rastu. Už viac ako dva roky sa majú vo verejnej správe uhrádzať faktúry do 30 dní resp. mimoriadne sa táto lehota môže predĺžiť na dvojnásobok. Podniky majú uhrádzať platby do 60 dní, pri obchodných úveroch aj neskôr. Podniky po prekročení tejto lehoty majú právo na úhradu nákladov minimálne 40 eur a úrok z omeškania je minimálne 8 percentuálnych bodov nad referenčnou sadzbou Európskej centrálnej banky.

SMERNICA 2011/7/EÚ

V roku 2011 Európska únia prijala smernicu 2011/ 7/EÚ o boji proti oneskoreným platbám. Táto smernica nahrádza predchádzajúcu smernicu o boji proti oneskoreným platbám 2000/35/ES. Európska únia prostredníctvom tejto smernice posilňuje práva podnikov v súvislosti s urýchlením platieb, keďže mnohé platby v obchodných transakciách medzi podnikmi, resp. podnikmi a orgánmi verejnej správy sa vykonávajú neskôr ako bolo dohodnuté. Tiež sa snaží zabezpečiť, aby podniky mohli obchodovať na celom území EÚ za podmienok, že cezhraničné transakcie neprinášajú väčšie riziko ako domáci obchod. Uplatňovaním rozdielnych pravidiel na domáce a cezhraničné transakcie by došlo k narušeniu hospodárskej súťaže.

Všetky štáty európskej únie povinne implementovali túto smernicu na svoje podmienky. Urobilo to aj Slovensko a od 1. februára 2013 nadobudol účinnosť zákon č.9/2013 Z. z., ktorý mení a dopĺňa ustanovenia Obchodného zákonníka upravujúce úroky z omeškania.

Smernica totiž orgánom verejnej moci stanovuje povinnosť uhrádzať platby za tovar a služby do 30 kalendárnych dní, vo výnimočných prípadoch do 60 dní. Podniky by mali uhradiť svoje faktúry do 60 dní, pokiaľ sa nedohodli inak a pokiaľ nie je táto dohoda zjavne nevýhodná pre veriteľa.

Podniky zároveň majú v prípade omeškania právo automaticky žiadať úroky a automaticky získať paušálnu sumu vo výške najmenej 40 eur ako náhradu nákladov spojených s vymáhaním platby. Z nových pravidiel tiež vyplýva, že výška zákonnej sadzby úrokov z omeškania sa zvyšuje na hodnotu, ktorá je minimálne 8 percentuálnych bodov nad referenčnou sadzbou Európskej centrálnej banky (ECB). Verejné orgány nesmú stanoviť

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania.*

² Ing. Veronika Jánošová, CSc., Katedra Podnikových financií FPM EU v Bratislave, email: veronika.janosova@euba.sk

výšku sadzby úrokov z omeškania pod túto úroveň. Okrem toho platí, že nové opatrenia sú dobrovoľné pre firmy, teda majú právo zakročiť, ale nie sú povinné tak urobiť. V prípade verejných orgánov sú však povinné.

Tabuľka 1 Priemerná doba inkasa pohľadávok v krajinách V4

	1-30 dní	31-60 dní	61-90 dní	Cez 90 dní
Slovensko	55,00%	34,10%	8,80%	2,20%
Česko	77,20%	12,00%	3,30%	7,60%
Poľsko	63,50%	15,40%	7,70%	13,50%
Maďarsko	48,30%	24,10%	20,70%	6,90%
Priemer	63,60%	20,60%	7,90%	7,90%

Prameň: atradius barometer 2014

V krajinách V4 sa splácajú pohľadávky do 30 dní najlepšie v Česku a najhoršie v Maďarsku. Na Slovensku sa 55 % pohľadávok zaplatí do 30 dní, 34,1 % do 60 dní, 8,8 % do 3 mesiacov a zvyšok 2,2% pohľadávok cez 90 dní.

NEDOBYTNÉ POHLÁDÁVKY

Európske podniky v roku 2014 odpísali 360 miliárd eur nedobytných pohľadávok. Straty z nedobytných pohľadávok vzrástli z 3 % na 3,1%. Nedobytné pohľadávky v krajinách EÚ rastú už ôsmi rok. Kým v roku 2005 bol podiel nedobytných pohľadávok v EÚ 2 %, v minulom roku to bolo 3,1 %. Na Slovensku v priebehu posledného roka vzrástli nedobytné pohľadávky o 0,1 % na 4 % čo predstavuje sumu 2 mld eur. Oneskorené platby spôsobujú reťazovú reakciu, keď nedostatok likvidity núti firmy k úsporným opatreniam. Najviac sú zasiahnuté malé a stredné podniky, ktoré sa najvýraznejšie podieľajú na raste.

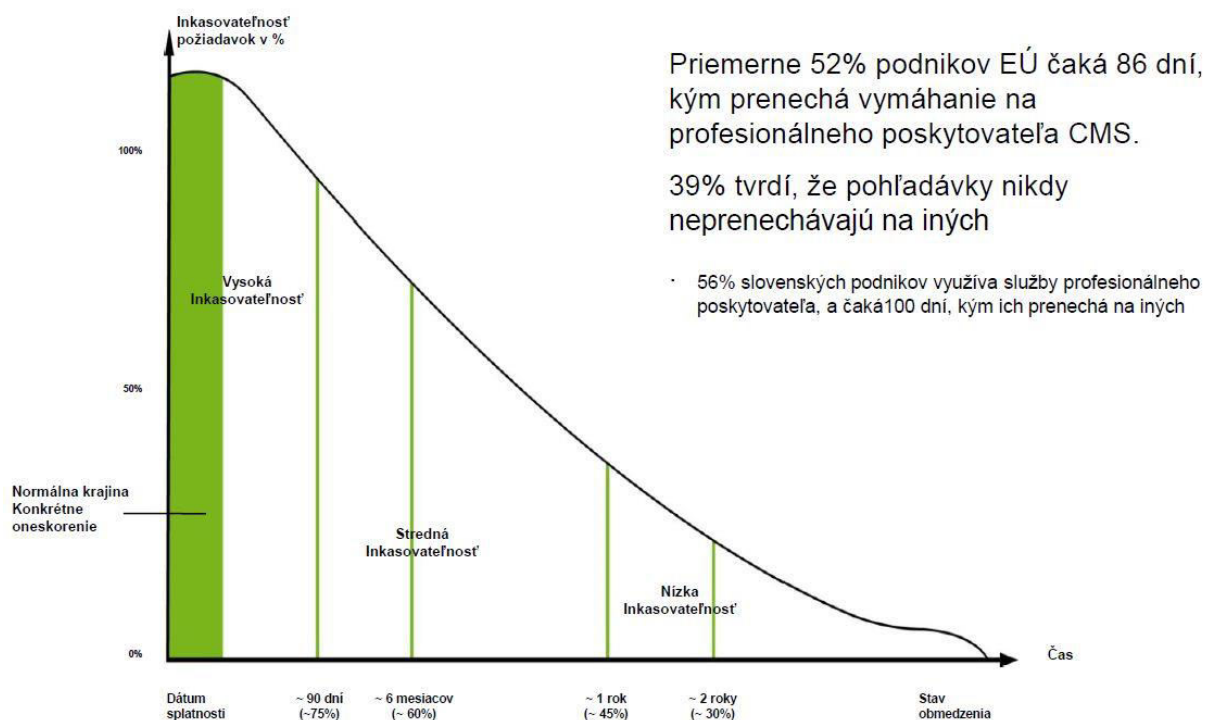
Hlavné dôvody omeškaných platieb

- dlžník má finančné problémy,
- hrozba o prežitie,
- zámerné omeškanie,
- administratívna neefektívnosť a
- nezhody

S pribúdajúcim časom (viď nasledujúci graf) klesá hodnota nevyplatených pohľadávok. Podľa Intrum Justitia (spoločnosť je poskytovateľom služieb správy pohľadávok a od roku 1998 realizuje prieskum platobnej morálky v krajinách Európskej únie) do 3 mesiacov je možné získať 75 % hodnoty pohľadávok, do roka 45 % hodnoty a do 2 rokov 30 % hodnoty pohľadávok. Po dvoch rokoch prudko klesá percento vymožiteľnosti. Pohľadávku treba razantne vymáhať hneď po uplynutí doby jej splatnosti. Veľmi účinným nástrojom proti nedobytným pohľadávkam je ich poistenie hneď pri ich vzniku. Dôležitým okamihom pri vymáhaní pohľadávok je ich premlčanie. Všeobecná lehota je stanovená na 3 roky. Pokiaľ dlžník nevznesie námietku, môže súd aj po troch rokoch pohľadávku vymáhať.

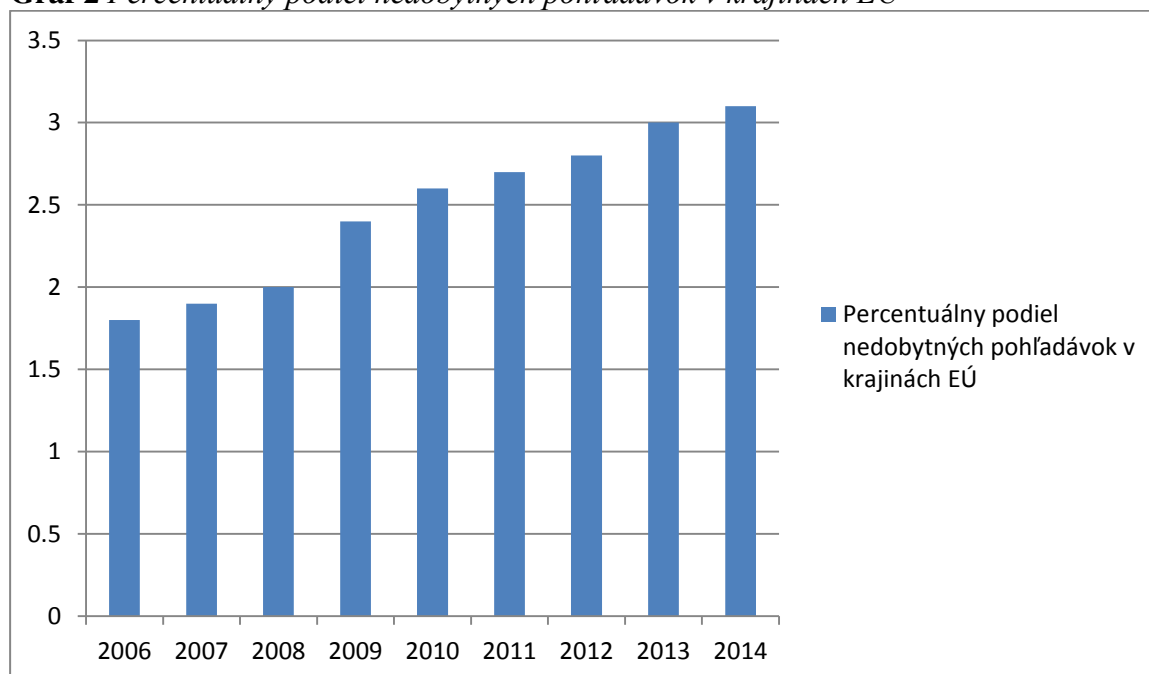
Graf 1 *S pribúdajúcim časom klesá hodnota nevyplatených pohľadávok*

S pribúdajúcim časom klesá hodnota nevyplatených pohľadávok



Prameň: Európsky platobný index 2013

Graf 2 *Percentuálny podiel nedobytných pohľadávok v krajinách EÚ*

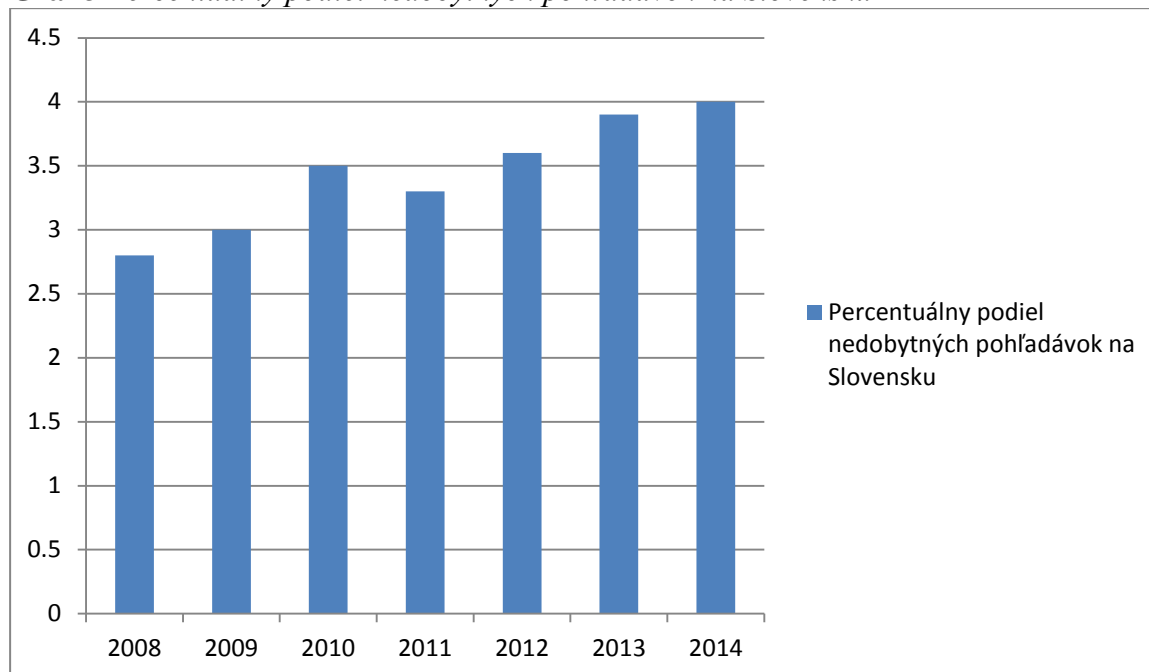


Prameň: vlastné spracovanie

Na Slovensku rastie podiel nedobytných pohľadávok s výnimkou roku 2011 ako i ich objem. Riziko oneskorených platieb narastá vo všetkých odvetviach slovenského hospodárstva. Kým pred krízou v roku 2008 bol ich podiel 2,8 %, v minulom roku to bolo až

4 %. Európsky priemer je nižší, ale krajiny južnej Európy bojujú s väčším podielom nedobytných pohľadávok. Najväčšiu platobnú morálku majú krajiny severnej Európy.

Graf 3 *Percentuálny podiel nedobytných pohľadávok na Slovensku*



Prameň: vlastné spracovanie

Intrum Justitia uvádza vo svojej správe opatrenia, ktoré by mali podniky prijať na zlepšenie svojho cash flow a vyvarovanie sa strát z nedobytných pohľadávok:

1. Vytvorte, postupne rozvíjajte a implementujte vyvážené a konzistentné zásady vymáhania pohľadávok na riadenie rizík a zvýšenie príjmov
2. Vyhodnocujte a sledujte kapitál používaný pri správe pohľadávok za účelom zníženia kapitálových nákladov
3. Uistite sa, že poznáte zákazníka s ktorým obchodujete
4. So zákazníkom uzavrite zrozumiteľnú zmluvu, ktorá stanoví podmienky vášho podnikania
5. Aby ste sa vyhli omeškaniu, zapojte oddelenie predaja, marketingu a finančné oddelenie
6. Monitorujte hospodárske informácie a informácie z vášho odvetvia vrátane platobnej schopnosti kľúčových zákazníkov a pravidelne kontrolujte adresu zákazníkov
7. Znížte stratu zákazníkov a posilnite vzťahy so zákazníkmi tým, že váš proces správy pohľadávok prispôsobíte platobnému správaniu sa a schopnosti platiť
8. Zaved'te okamžité upomienky a ak je to možné, účtujte si úrok z omeškania
9. Vyvažujte štruktúru vašich zákazníkov na základe rizika a potenciálu rastu
10. Nečakajte, ak chcete získať dlhovanú platbu, konajte okamžite

REŠTRUKTURALIZÁCIA JE LEPŠIA ALTERNATÍVA AKO KONKURZ

V minulom roku stúpol na Slovensku počet podnikov, ktoré aj v dôsledku oneskorených platieb skončili v konkurze na 407. Je to najviac od účinnosti zákona č.7/2005 Z.z. o konkurzoch a reštrukturalizáciách. Päťina slovenských firiem je ohrozená konkurzom.

Výťažnosť tejto formy krízového manažmentu je len okolo 10 %. Európska komisia viac ako konkurzy odporúča reštrukturalizácie, keď podniky naďalej fungujú a uspokojenie veriteľov je vyššie. Pri reštrukturalizácii sa zachovávajú aj pracovné miesta. Odporúča preto tieto princípy:

- uľahčenie reštrukturalizácie podnikov, ktoré majú finančné ťažkosti, skôr než sa začnú formálne konkurzné konania,
- umožnenie reštrukturalizovať spoločnosti bez toho, aby bolo potrebné formálne začať súdne konania,
- možnosť požiadať o dočasný odklad v dĺžke najviac štyroch mesiacov (možnosť predĺženia najviac na 12 mesiacov), aby spoločnosti mohli prijať plán reštrukturalizácie predtým ako voči nim veritelia budú môcť začať exekučné konania,
- uľahčiť postup na schválenie plánu reštrukturalizácie, pričom by sa mali brať do úvahy záujmy dlžníkov aj veriteľov s cieľom zvýšiť šance na záchranu životaschopných podnikov,
- znížiť negatívne účinky konkurzu na nové šance podnikateľov na začatie podnikania, najmä ich oddĺžením najneskôr do troch rokov.

ZÁVER

Napriek platnosti smernice 2011/7/EÚ, ktorá stanovuje dobu inkasa pohľadávok ako i náhradu nákladov spojených s vymáhaním platby, vo verejnej správe i medzi podnikmi sa zväčšuje množstvo nedobytných pohľadávok v krajinách európskej únie i na Slovensku. Riziko oneskorených platieb narastá vo všetkých odvetviach slovenského hospodárstva, najvýraznejšie vo verejnom sektore. V dôsledku tejto skutočnosti rastie respektíve stagnuje nezamestnanosť i ekonomický rast predovšetkým v sektore malých a stredných podnikov. Podnikom sa zhoršuje likvidita a nemajú prostriedky na nové investície. Napriec Európou sa zvyšuje počet podnikov ohrozených konkurzom alebo reštrukturalizáciou. Dlžníci neplatia nielen z dôvodu platobnej neschopnosti, ale aj platobnej nevôle. Každú pohľadávku treba razantne vymáhať hneď po dobe jej splatnosti. Účinnou prevenciou boja proti nedobytným pohľadávkam je ich poistenie hneď na začiatku vzniku. Spoločnosť by mala vytvoriť úverový register podnikateľských subjektov, aby sa rýchlejšie odhalili neplatiči a nevznikala reťazová reakcia ilikvidity.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] DANIEL, P. Správa a vymáhanie pohľadávok, Iura edition. 2013. ISBN: 9788080786601
- [2] <http://www.euractiv.sk/podnikanie-v-eu/clanok/restrukturalizacia-namiesto-likvidacie-druha-sanca-pre-podnikatelov-022194#sthash.21pNJRHZ.dpuf>
- [3] http://ec.europa.eu/enterprise/policies/single-market-goods/files/late-payment-campaign/presentations/slovakia/grossova_presentation.pdf
- [4] Zákon č. 9/2013 Z.z
- [5] <http://www.intrum.com/sk>. Tlačová správa 27.02.2015
- [6] <http://evidujem.sk/blog/evidencie-pohladvok-a-zavazkov>
- [7] <http://www.epi.sk/pohladvky-v-uctovnictve-a-daniach> 20147.aspx

AKTUÁLNE TRENDY FINANČNÉHO RIADENIA PODNIKOV V KRÍZE¹

CURRENT TRENDS CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT IN CRISIS

Anna Harumová²

Kľúčové slová: finančná stabilita, likvidita podniku, solventnosť podniku, podnik v kríze, podnik v konkurze, podnik v reštrukturalizácii

JEL Klasifikácia: C12, C33, C42, L19

ÚVOD

Finančné riadenie a rozhodovanie podniku má v dnešnej dobe určujúce postavenie, zároveň patrí medzi oblasti prechádzajúce najväčšími zmenami. Globálna hospodárska kríza sa čoraz viac prejavuje na hospodárení podnikov. Je charakteristická stagnáciou spotreby, čo má vplyv na všetky oblasti, v ktorých podniky pôsobia. Dôležitým faktorom, ktorý často krát rozhoduje o raste alebo úpadku podniku je schopnosť správne sa rozhodnúť v oblasti finančného riadenia. Takéto rozhodovanie je potrebné uskutočňovať iba s použitím kvalitných zdrojov a výsledkov dosiahnutých práve finančnou analýzou. Dopad krízy sa odrazil aj na spôsobe vedenia podniku. Manažéri a majitelia podnikov začali optimalizovať náklady a hľadajú spôsoby, ako stabilizovať podnik a dosiahnuť zisk. Podnikom sa výrazným spôsobom znížili tržby a začali sa dostávať do platobnej neschopnosti. K rozhodovaniu o ďalších krokoch využívajú rôzne dostupné informácie, či už o internom alebo externom prostredí podniku, z finančných správ či budúcich prognóz trhu.

FINANČNÁ STABILITA FINANČNÝCH SYSTÉMOV A PODNIKU

Finančná stabilita (Financial Stability) je definovaná ako stav, keď finančný systém a jeho rôzne zložky - finančné trhy, finančné inštitúcie, systémy zabezpečujúce prevody platieb a cenných papierov, zúčtovacie systémy - spoľahlivo a plynulo plnia všetky svoje základné funkcie a sú dostatočne odolné voči nepriaznivým finančným a hospodárskym vplyvom. Finančná stabilita predstavuje finančnú rovnováhu, ktorú delíme na:

- finančnú stabilitu krátkodobú - likvidita (Liquidity)
- finančnú stabilitu dlhodobú - solventnosť (Solvency)

Likviditu (Liquidity) možno chápať ako ekonomický pojem, ktorý vyjadruje schopnosť alebo možnosť predaja aktív (majetku) na finančnom trhu, bez vplyvu na pokles ich ceny pri predaji. Rovnako pojem likvidita vyjadruje schopnosť podniku premeniť svoje aktíva na peňažné prostriedky a s tými kryť včas, v požadovanej podobe a na požadovanom mieste všetky splatné záväzky. Je to schopnosť podniku premieňať rôzne formy majetku na pohotovú platobnú prostriedky z čo najmenšími nákladmi. Ukazovatele likvidity vyjadrujú schopnosť podniku splácať svoje splatné záväzky. Premena jednotlivých častí majetku na pohotovú

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania.*

² doc. Ing. Anna Harumová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: anna.harumová@euba.sk.

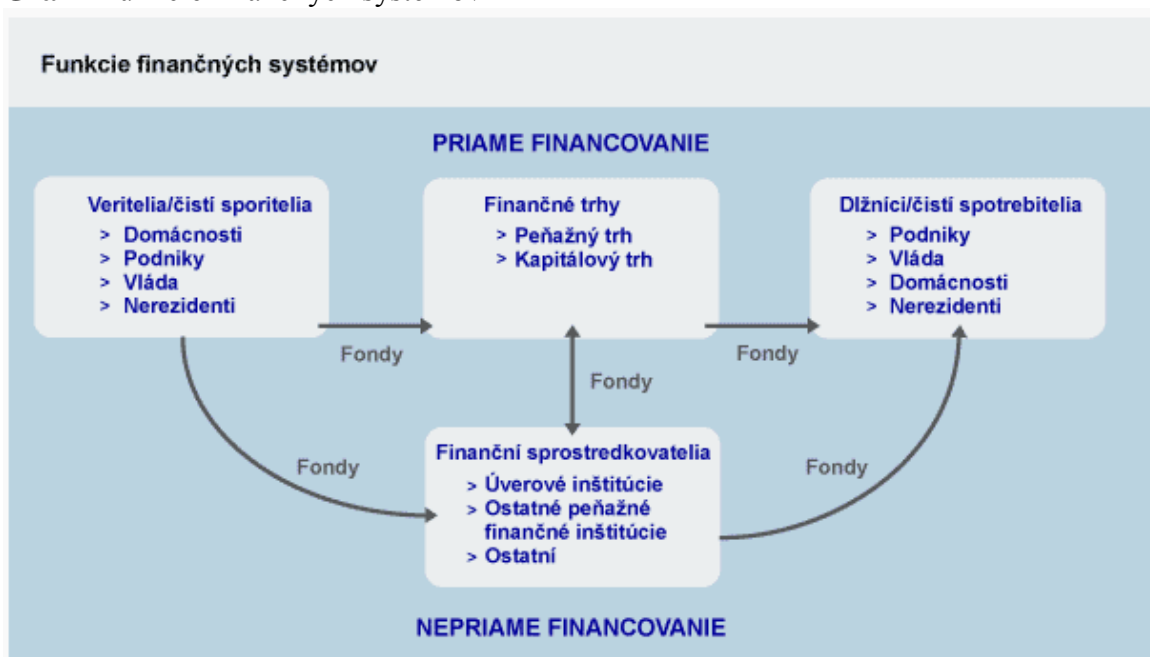
peňažné prostriedky je časovo rozdielna. Z hľadiska miery likvidity je postupnosť aktív od najviac likvidných nasledovná: peniaze, pohľadávky, dlhopisy, zásoby, dlhodobý majetok atď. Riadenie likvidity aktív je jednou zo základných úloh každého finančného manažéra najmä pri riadení cash flow organizácie. Každý ekonomický subjekt totiž musí mať dostatok primerane likvidných finančných zdrojov na uhradenie svojich záväzkov.

Solventnosť (Solvency), je ekonomický pojem, ktorý označuje schopnosť podniku hradiť včas, v požadovanej výške a na požadovanom mieste všetky splatné záväzky. Ukazovateľ solventnosti zisťuje, či je podnik dostatočne solventný na to, aby z výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti zvýšeného o odpisy bezpečne pokryl rozdiel medzi absolútnou hodnotou krátkodobých záväzkov zníženú o sumu najviac likvidných aktív. Rozlišujeme:

1. *krátkodobú solventnosť*, čo je likvidita firmy - schopnosť firmy dodržať svoje krátkodobé finančné záväzky splatným do 1 roka, ukazovatele tohto typu sa zaoberajú finančnou pozíciou firmy z hľadiska hotovosti
2. *dlhodobú solventnosť* - schopnosť firmy dosiahnuť svoje dlhodobé finančné záväzky splatné nad 1 rok, ukazovatele tohto typu sa zaoberajú kapitálovou štruktúrou firmy

Pod pojmom solventnosť sa rozumie schopnosť okamžite si plniť svoje záväzky a to aj v prípade ak podnik vykazuje stratu. Likvidita a solventnosť sa vzájomne prelínajú a niekedy sa okamžitá likvidita stotožňuje so solventnosťou. Likvidita sa viaže k dlhšiemu obdobiu a solventnosť je momentálna platobná schopnosť.

Graf 1 Funkcie finančných systémov



Zdroj: ECB

Platobná schopnosť (Financial Solvency) podniku veľmi úzko súvisí s jeho likviditou. Finančný ukazovateľ Koeficient prvotnej platobnej neschopnosti udáva celkovú mieru zabezpečenia záväzkov pohľadávkami. Pre zabezpečenie likvidity podniku je potrebná taká štruktúra finančných zdrojov, ktorá umožní, aby jednotlivé druhy majetku nadobudli v procese svojho kolobehu peňažnú formu skôr, ako sú splatné záväzky, ktoré sú zdrojom krytia jednotlivých majetkových súčastí. Platobná schopnosť predstavuje skutočnosť, že má vždy toľko pohotových platobných prostriedkov, aby mohol bežne a k určitému dátumu uhrádzať všetky svoje záväzky. Je preto nevyhnutnou podmienkou prežitia podniku v trhovej

ekonomike. Platobná schopnosť je základom dôvery dodávateľov, veriteľov a akcionárov a je dominantnou črtou dobrej povesti podniku.

Ako vyplýva zo súčasnej krízy, finančná stabilita hrá vo finančnom systéme a v hospodárstve ako celku zásadnú úlohu. S rastúcim počtom finančných inštitúcií, ktoré v súčasnosti pôsobia v dvoch či viacerých krajinách a kontinentoch, nadobúda globálna finančná stabilita stále väčší význam. Finančný systém sa skladá z:

- *finančných trhov*, ako sú peňažné trhy a kapitálové trhy, ktoré presúvajú voľné zdroje od veriteľov (t. j. podnikov a fyzických osôb, ktoré chcú investovať svoje peniaze) k dlžníkom (t. j. tým, ktorí potrebujú kapitál),
- *finančných sprostredkovateľov*, ako sú banky a poisťovne, ktoré nepriamo združujú veriteľov a dlžníkov (dlžníci však môžu finančné prostriedky získať aj priamo na finančných trhoch vydávaním cenných papierov ako sú akcie a dlhopisy),
- *finančnej infraštruktúry*, ktorá umožňuje prevod platieb a obchodovanie, klíring a vyrovnanie obchodov s cennými papiermi.

Na ochranu finančného systému a zabezpečenie finančnej stability je potrebné určiť hlavné zdroje rizík a slabé miesta a všetci hlavní aktéri (ako finančné inštitúcie a orgány dohľadu) musia byť o týchto rizikách informovaní.

Stabilita podniku (Stability Enterprise) sa prejavuje schopnosťou podniku zabezpečovať potrebnú úroveň likvidity a rentability pri stále sa meniacich vonkajších aj vnútorných podmienkach jeho činnosti. Je to vlastne súhrnné vyjadrenie výsledkov snahy minimalizovať podnikateľské riziko. Udržiavanie stability predpokladá pružnosť, schopnosť podniku operatívne reagovať na zmeny v ekonomickom okolí podniku a v podniku samotnom. Rámec pre pružné rozhodovanie je širší, ak má podnik isté finančné rezervy. Finančná stabilita v súčasnosti hrá vo finančnom systéme a v hospodárstve ako celku zásadnú úlohu. A to hlavne s rastúcim počtom finančných inštitúcií, ktoré v súčasnosti pôsobia v dvoch či viacerých krajinách a kontinentoch, nadobúda globálna finančná stabilita stále väčší význam.

VÝVOJ FINANČNEJ SITUÁCIE PODNIKU

Finančná situácia (Financial Situation) podniku je súhrnným vyjadrením výsledkov, ktoré podnik dosiahol v jednotlivých oblastiach svojej činnosti. Do finančnej situácie podniku sa premieňa kvalita jeho výroby, úroveň obchodnej činnosti a poznanie trhu, inovačná aktivita a ostatné činnosti. Doterajšie skúsenosti potvrdzujú, že väčšina problémov v činnosti podniku sa bezprostredne prejaví v jeho zhoršenej finančnej situácii. V podniku je možné definovať štyri kvalitatívne úrovne finančnej situácie, ktoré sa líšia rozsahom finančných problémov, ktoré spôsobujú:

- finančné zdravie,
- finančná tieseň,
- finančná kríza,
- úpadok podniku.

Finančné zdravie podniky zisťujú na základe využitia mnohých ukazovateľov a modelov finančnej analýzy. Na predikovanie vývoja podniku do budúcnosti možno využiť rôzne modely, dôležité je však ich správne vybrať. Modely, ktoré predpovedajú zdravý vývoj alebo zlyhanie podnikateľského subjektu sú konštruované na základe empirických údajov vychádzajúcich z danej ekonomiky. Ich úspešnosť je závislá od vstupných údajov. Úspešné použitie je možné zvyčajne len pre ekonomiku, z ktorej boli čerpané empirické údaje pri konštrukcii modelu. Taktiež nie je možné jednotlivé modely považovať za nemenné a pevne dané, pretože so zmenou ekonomických podmienok v krajine môže byť predikčná schopnosť modelu negatívne ovplyvnená. Pri predpovedi finančnej tiesne podniku sa stále častejšie používajú modely, pri ktorých sa využívajú obyčajne metódy:

1. *Metódy bodového hodnotenia* – podľa tejto metódy sa hodnoty zvolených finančných ukazovateľov transformujú na body pomocou bodových stupníc, ktoré sú spravidla určené expertnými metódami. Jednoduchý, resp. vážený súčet bodov je potom hodnotou, na základe ktorej sa predikuje ďalší finančný vývoj podniku (napr. Kralickov rýchly test, Argentiho model, Tamarinho model).
2. *Matematicko-štatistické metódy* – závery, získané týmito metódami nie sú ovplyvnené subjektívnymi názormi a skúsenosťami expertov, ale sú exaktné. Najpoužívanjšou matematicko-štatistickou metódou je lineárna diskriminačná analýza.
 - *Metóda jednorozmernej diskriminačnej analýzy* – je to matematicko-štatistická metóda, ktorá predikuje finančnú situáciu podniku na základe jednoduchej charakteristiky, t.j. pomocou jedného ukazovateľa (napr. Beaverov model, Zmijevského model).
 - *Metóda dvojrozmernej diskriminačnej analýzy* – je to matematicko-štatistická metóda, pri ktorej sa podniky klasifikujú ako prosperujúce a neprosperujúce na základe dvoch ukazovateľov.
 - *Metóda viacrozmernej diskriminačnej analýzy* - prognózuje finančnú situáciu podniku pomocou rôznych kombinácií jednoduchých charakteristík, teda pomocou určitého súboru (napr. Altmanovo Z-skóre, Index IN, Springate model, Fulmerov model, Beermanova diskriminačná funkcia, ekonomická pridaná hodnota, Taflerov bankrotný model, Grunwaldov index bonity, EVA ekonomická pridaná hodnota).
3. *Neurónové siete* - Umelé neurónové siete predstavujú súhrnný pojem skupiny postupov z oblasti umelej inteligencie, z ktorých niektoré sa dajú dobre použiť ako klasifikačné systémy. Podstatou hodnotenia bonity podniku s využitím neurónovej siete je schopnosť rozlišovať aj v prípade nelineárnych súvislostí v údajoch, a schopnosť učiť sa. Umelé neurónové siete sú obrazom biologických neurónových sietí. Pozostávajú z buniek, ktoré sú vzájomne spojené a informácie vo forme signálov vysielajú a tiež prijímajú.

Finančná tieseň podniku - je opakom finančného zdravia podniku. Negatívne výsledky vyššie uvedených modelov analyzujú a predikujú finančnú tieseň podniku. Je to stav, keď podnik vykazuje vážne platobné ťažkosti.

Finančná kríza podniku - príčiny vzniku finančných ťažkostí podniku môžu byť rôzne. Podnik nedokáže produkovať dostatočne vysoký zisk, dostaví sa platová neschopnosť, keď podnik nie je schopný načas uhrádzať svoje záväzky alebo dokonca insolvenca. Podnik sa dostáva do predĺženia, ktoré nastáva, ak sú záväzky podniku vyššie, ako reálna hodnota jeho majetku. Určitú ochranu podniku pre krízou a povinnosti s tým súvisiace upravuje aj novelizovaný Obchodný zákonník (od 1.1.2015). Nové ustanovenia § 67a až 67i OZ zakotvujú definíciu krízy, spoločnosti v kríze a právne implikácie.

„Spoločnosť je v kríze, ak a) je v úpadku (podľa § 3 Zákona o konkurze a reštrukturalizácii), alebo b) jej úpadok hrozí. Úpadok jej hrozí, ak pomer vlastného imania a záväzkov je:

- menej ako 4 ku 100 v roku 2015,
- menej ako 6 ku 100 v roku 2016,
- menej ako 8 ku 100 od roku 2017.“

Ustanovenia o kríze sa vzťahujú na eseročky, akciové spoločnosti a komanditné spoločnosti, ktorých komplementárom nie je žiadna fyzická osoba, nevzťahuje sa na finančné inštitúcie.

Obchodný zákonník upravuje nové povinnosti štatutárnych orgánov spoločnosti v kríze. Ak štatutárny orgán zistí, alebo s prihliadnutím na všetky okolnosti musel zistiť, že spoločnosť je v kríze, je povinný bez zbytočného odkladu zvolať najvyšší orgán spoločnosti, vypracovať návrh vhodných a primeraných opatrení na prekonanie krízy a predložiť ho na rokovanie tohto orgánu. V prípade, ak dochádza k splynutiu alebo zlúčeniu spoločností,

z ktorých jedna je v kríze, návrh zmluvy o splnutí alebo zmluvy o zlúčení spoločností musí byť preskúmaná audítorom alebo súdnym znalcom. Tieto nové ustanovenia by mali motivovať majiteľov podnikov s finančnými problémami k tomu, aby ich kapitálovo podporili zvýšením vlastného imania, a nie len formou dlhového alebo obdobného financovania. Podľa novely takéto dlhové financovanie nie je zakázané, ale v prípade vzniku krízy ho prekvalifikuje na *podriadené záväzky spoločnosti*.

Úpadok podniku – podnik sa dostáva do úpadku, keď je platobne neschopný alebo predĺžený (v zákon č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii). *Platobne neschopný* je ten, kto nie je schopný plniť 30 dní po lehote splatnosti aspoň dva peňažné záväzky viac ako jednému veriteľovi. Za jednu pohľadávku pri posudzovaní platobnej schopnosti dlžníka sa považujú všetky pohľadávky, ktoré počas 90 dní pred podaním návrhu na vyhlásenie konkurzu pôvodne patrili len jednému veriteľovi. *Predĺžený* je ten, kto je povinný viesť účtovníctvo podľa osobitného predpisu, má viac ako jedného veriteľa a hodnota jeho záväzkov presahuje hodnotu jeho majetku. Pri stanovení hodnoty záväzkov a hodnoty majetku sa vychádza z účtovníctva alebo z hodnoty určenej znaleckým posudkom, ktorý má pred účtovníctvom prednosť, a prihliadne sa aj na očakávateľné výsledky ďalšej správy majetku, prípadne očakávateľné výsledky ďalšieho prevádzkovania podniku, ak možno so zreteľom na všetky okolnosti odôvodnene predpokladať, že bude možné v správe majetku alebo v prevádzkovaní podniku pokračovať. Do sumy záväzkov sa nezapočítava suma záväzkov, ktoré sú spojené so záväzkom podriadenosti, ani suma záväzkov, ktoré by sa v konkurze uspokojovali v poradí ako podriadené pohľadávky. Predĺžený (nie platobne neschopný) dlžník je povinný podať návrh na vyhlásenie konkurzu do 30 dní, od kedy sa dozvedel alebo sa pri zachovaní odbornej starostlivosti mohol dozvedieť o svojom predĺžení. Túto povinnosť v mene dlžníka má rovnako štatutárny orgán alebo člen štatutárneho orgánu dlžníka, likvidátor dlžníka a zákonný zástupca dlžníka. Veriteľ je oprávnený podať návrh na vyhlásenie konkurzu, ak môže odôvodnene predpokladať platobnú neschopnosť svojho dlžníka. Platobnú neschopnosť dlžníka možno odôvodnene predpokladať vtedy, ak je dlžník viac ako 30 dní v omeškaní s plnením aspoň dvoch peňažných záväzkov viac ako jednému veriteľovi a bol jedným z týchto veriteľov písomne vyzvaný na zaplatenie.

Súčasťou novely Obchodného zákonníka je aj novela Zákona o konkurze a reštrukturalizácii, podľa ktorej ak je spoločnosť v kríze dlžníkovi hrozí úpadok. Podľa konkurzného práva ak dlžníkovi hrozí úpadok, môže požiadať správcu o vypracovanie reštrukturalizačného posudku alebo správca môže odporučiť reštrukturalizáciu a pod.

Najčastejším signálom v praxi toho, že podnik môže byť v úpadku je vykázané záporné vlastné imanie v Súvahe podniku. Je to vtedy, ak vykázané záväzky prevyšujú vykázaný majetok podniku. V takom prípade, je potrebné zistiť či sú záväzky podniku vyššie, ako reálna hodnota (nie účtovná) jeho majetku. V praxi to znamená, že podnik už minul celé vlastné imanie a preto dlží viac, ako vlastní. Finančná kríza je najhlbšou krízou, ktorá môže v podniku nastať a často vedie k úpadku podniku. Finančná kríza znižuje hodnotu podniku.

SÚČASNÝ VÝVOJ PODNIKOV V SR V KONKURZE A REŠTRUKTURALIZÁCII

Konkurz je druh konania, ktorého účelom je uspokojenie pohľadávok veriteľov. Pohľadávky veriteľov sa uspokojujú speňažením úpadcovho majetku v čo najkratšom čase a najvyššej miere. V konkurze je podobne ako v prípade reštrukturalizácie úpadca chránený pred exekúciami a inými súdnymi konaniami. Správca v prípade konkurzu ukončí prevádzku podniku a speňaží všetok majetok patriaci úpadcovi.

Reštrukturalizácia na rozdiel od konkurzu je ozdravný proces, ktorý má viesť k uzdraveniu podniku. Jej výsledkom musí byť aspoň čiastočné uspokojenie pohľadávok veriteľov. Výhodou reštrukturalizácie je, že počas celého procesu je spoločnosť dlžníka chránená od

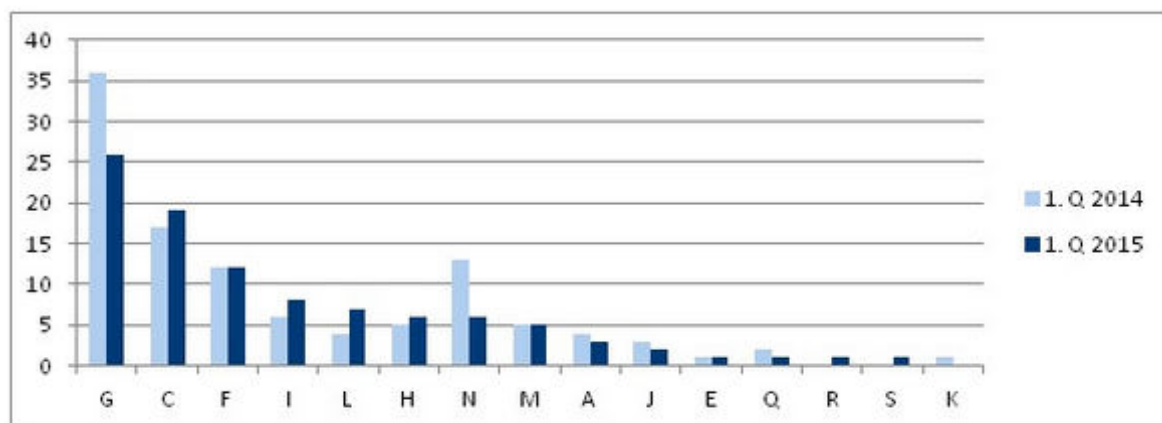
exekúcií. Ak je podnik v reštrukturalizácii, tak sú pozastavené všetky exekučné a iné súdne konania voči nemu. Vzhľadom na predpokladanú budúcu sanáciu spoločnosti sa predpokladá vyššie uspokojenie veriteľov ako pri konkurze. Správca rozhoduje o vstupe podniku do reštrukturalizácie alebo do konkurzu. Práve jeho osoba zhodnotí podnik z finančného či obchodného hľadiska spolu s jeho pohľadávkami a záväzkami.

Podľa aktuálnej analýzy spoločnosti CRIF – Slovak Credit Bureau vyplýva, že v prvom štvrtroku 2015 bolo vyhlásených 98 konkurzov. Medzi zbankrotovanými subjektmi prevládali s počtom 82 (83,67 %) právnické osoby (vrátane jedného obecného podniku), 16 (16,33 %) konkurzov bolo vyhlásených na majetok fyzických osôb – živnostníkov. Do konkurzu sa dostalo aj 6 firiem, ktorým bola v priebehu roku 2014 najskôr povolená reštrukturalizácia, ktorá však nebola úspešná.

Konkurzy boli vyhlásené na väčší počet subjektov zamestnávajúcich viac pracovníkov v porovnaní s firmami, ktorým bola povolená reštrukturalizácia. Najväčším zamestnávateľom s intervalom počtu pracovníkov 250 – 499 bol priemyselný podnik SLOVAKIA STEEL MILLS, a.s. v Strážskom, predmetom činnosti ktorého bola výroba surového železa, ocele a ferozliatin. Po 50 až 99 pracovníkov zamestnávali HG Trans, s. r. o., podnikajúci v nákladnej cestnej doprave, a Práčovne a čistiarne, mestský podnik Banská Bystrica "v likvidácii".

Podľa analýzy vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov nebol vo všetkých sekciách ekonomických činností (odvetviach) a krajoch rovnaký tak v prvom štvrtroku 2015, ako aj medzi porovnávanými kvartálmi navzájom. Tento vývoj je graficky znázornený na grafe 2.

Graf 2 Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v sekciách* za 1. Q 2014 a 2015



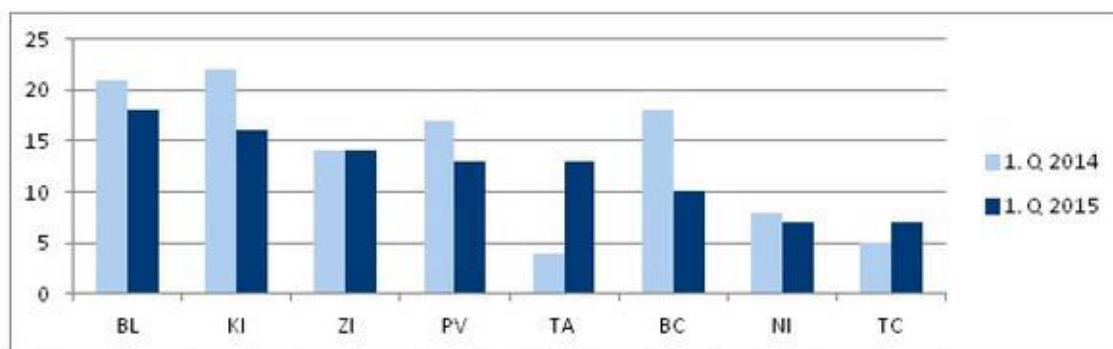
*sektie (zoskupenia) ekonomických činností podľa Štatistickej klasifikácie ekonomických činností: veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); priemyselná výroba (sekcia C); stavebníctvo (sekcia F); ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I); činnosti v oblasti nehnuteľností (sekcia L); doprava a skladovanie (sekcia H); administratívne a podporné služby (sekcia N); odborné, vedecké a technické činnosti (sekcia M); poľnohospodárstvo, poľovníctvo a rybolov (sekcia A); informácie a komunikácia (sekcia J); dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q); umenie, zábava a rekreácia (sekcia R); ostatné činnosti (sekcia S); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K).

Zdroj: Cribis Univerzálny register, CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o.

Porovnanie vývoja počtu vyhlásených konkurzov v krajoch je na grafe 3. V porovnaní s prvým štvrtrokom 2014, kedy bolo najviac konkurzov vyhlásených v Košickom kraji, bolo ich v tomto roku najviac v Bratislavskom kraji (18), v ktorom zároveň podniká najväčší počet právnických osôb a fyzických osôb – živnostníkov spolu. Na rozdiel od tendencie k medziročnému poklesu počtu vyhlásených konkurzov v SR celkom sa ich počet zvýšil o 9

(zo 4 na 13), t. j. o 225 % v Trnavskom kraji, v ktorom ich bolo v rovnakom období predchádzajúceho roku vyhlásených najmenej. Podľa spoločnosti CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o. medziročne vzrástol o 2 aj počet vyhlásených bankrotov v Trenčianskom kraji. Najmenej konkurzov (po 7) bolo v prvom štvrtroku 2015 vyhlásených v Trenčianskom a Nitrianskom kraji.

Graf 3 Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v krajoch* za 1. Q 2014 a 2015



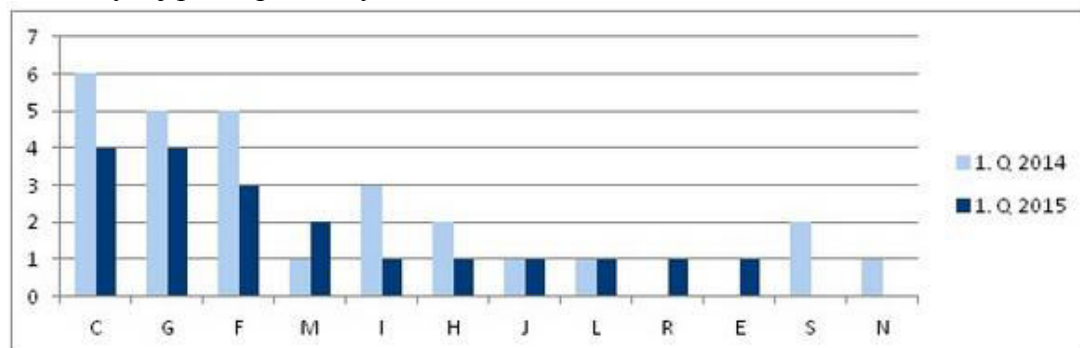
*klasifikácia krajov: Bratislavský (BL), Košický (KI), Žilinský (ZI), Prešovský (PV), Trnavský (TA),

Banskobystrický (BC), Nitriansky (NI), Trenčiansky kraj (TC).

Zdroj: Cribis Univerzálny register, CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o.

V prvom štvrtroku 2015 bolo povolených 19 reštrukturalizácií, čo je o 8, t. j. o 29,63 % menej ako v prvom štvrtroku 2014 (27 povolených reštrukturalizácií).

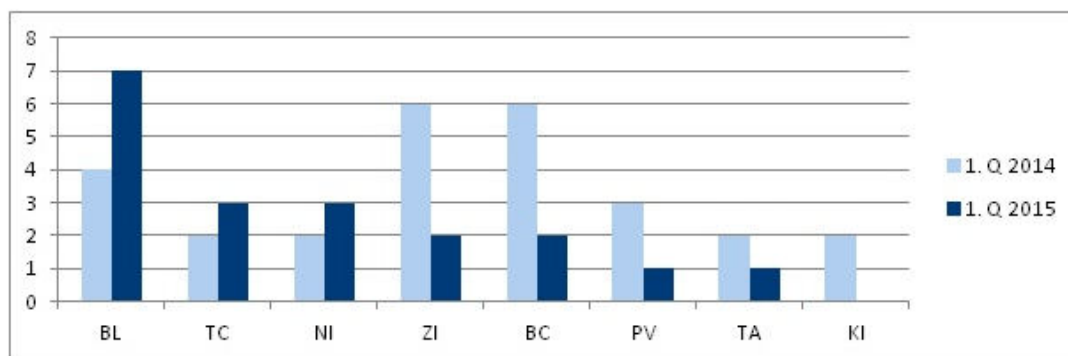
Graf 4 Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v sekciách* za 1. Q 2014 a 2015



Zdroj: Cribis Univerzálny register, CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o.

Z celkového počtu reštrukturalizácií bolo 17 (89,47 %) povolených právnickým osobám, 1 (5,26 %) združeniu a iba 1 (5,26 %) fyzickej osobe – živnostníkovi. Firmy, ktorým bola povolená reštrukturalizácia, patrili z hľadiska počtu pracovníkov na rozdiel od predchádzajúcich analyzovaných období k menším zamestnávateľom, až 83,33 % z nich malo od 1 do 49 zamestnancov. Najviac pracovníkov, od 50 do 99, zamestnával veľkoobchodný podnik so železiarskym, inštalátorským tovarom a vykurovacími zariadeniami a potrebami TMS - MONTYS s.r.o.

Graf 5 Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v krajoch za 1. Q 2014 a 2015



Zdroj: Cribis Univerzálny register, CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o.

Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v krajoch za 1. Q 2014 a 2015 na grafe 5 ukazuje, že najviac povolených reštrukturalizácií v prvom štvrtroku 2015 bolo v Bratislavskom kraji, v ktorom sme zaznamenali aj najväčší nárast ich počtu zo 4 (tretí v poradí v prvom štvrtroku 2014) na 7, t. j. o 75,00 %. Na rozdiel od klesajúcej tendencie vo vývoji počtu povolených reštrukturalizácií v SR celkom sa zvýšil o 1 ich počet aj v Trenčianskom a Nitrianskom kraji (druhé v poradí). V prvom štvrtroku 2015 nebola ani 1 reštrukturalizácia povolená v Košickom kraji a najmenej (po jednej) ich bolo povolených v Trnavskom a Prešovskom kraji, v rovnakom období minulého roku ich bolo najmenej (po 2) v Košickom, Trnavskom a Nitrianskom kraji.

ZÁVER

Finančné riadenie podnikov v súčasnosti si vyžaduje v niektorých prípadoch špecifické prístupy. Globálna hospodárska kríza sa čoraz viac prejavuje na hospodárení podnikov a tie sa dostávajú do finančných ťažkostí a nakoniec do úpadku. Ak je podnik vo finančnej kríze správca rozhoduje o jeho vstupe do konkurzu alebo likvidácie. Konkurzom sa činnosť podniku končí predajom majetku a vysporiadaním záväzkov. Hlavným cieľom reštrukturalizácie podniku je zabezpečiť záchranu podstatnej časti jeho prevádzky pri zohľadnení potreby čo najvyššej miery uspokojenia veriteľov. Okrem záchrany podstatnej časti prevádzky sa pre úspešnú reštrukturalizáciu predpokladá aj reštrukturalizácia na strane záväzkov, vrátane ich čiastočného odpustenia (vzdania sa). V každom prípade však výlučne v takom rozsahu, aby reštrukturalizácia bola súčasne pre všetkých veriteľov výhodnejšia ako prípadný konkurz.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] ANDERSON, R. 2007. *The Credit Scoring Toolkit : Theory and Practice for Retail Credit Risk Management and Decision Automation*. New York : Oxford University Press Inc., 2007. 535 s. ISBN 978-0-19-922640-5
- [2] MANWORLD.SK. *Počet firiem v úpadku sa v prvom štvrtroku 2015 po dlhšom období znížil*
- [3] <http://www.manworld.sk/biznis/item/349-pocet-firiem-v-upadku-sa-v-prvom-stvrtroku-2015-po-dlhšom-období-znížil> [cit. 9.5.2015]
- [4] NEUMAIEROVÁ, I. a kol.: *Řízení hodnoty podniku*. Praha: Profess Consulting s.r.o., 2005. ISBN 80-7259-022-7.
- [5] SEDLÁČEK, J. 2007. *Finanční analýza podniku* Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 80-2511-830-4

- [6] SMITH, M., 1997. *Strategic Management Accounting - Issues and Cases*, Butterworths, Sydney. 1997. 256s. ISBN-13: 978-0750630979
- [7] Zákon 7/2005 Z.z. o konkurze a reštrukturalizácií v znení neskorších predpisov.
- [8] Zákon č. 513/1991 Z. z. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.

VÝZNAM PERSONÁLNEHO CONTROLLINGU, PRÍSTUPY A JEHO NÁSTROJE¹

THE IMPORTANCE OF PERSONAL CONTROLLING, APPROACHES AND ITS INSTRUMENTS

Lubica Foltínová²

Kľúčové slová: controlling, manažment, personálny controlling, riadenie ľudských zdrojov, personálny audit.

JEL KLASIFIKÁCIA: M12, M40, M54, O15

ÚVOD

Personalistika a riadenie ľudských zdrojov, niekedy tiež human capital management či personálny manažment je oblasť procesov v organizácii, ktorá sa zaoberá riadením a rozvojom ľudských zdrojov. Zahŕňa komplexnú personálnu prácu, teda celý rad postupov a rôznych metód riadenia pre riadenie ľudských zdrojov - pre prácu s ľuďmi v organizácii.

Náklady na ľudskú prácu tvoria vo väčšine podnikoch najväčšiu časť z celkových nákladov. Problémy oceňovania tvorby hodnôt ľudskými zdrojmi tvoria základ vývoja personálneho controllingu, ktorý je neoddeliteľnou súčasťou controllingového systému riadenia podniku. Príspevok približuje problematiku personálneho controllingu a jeho nástrojov.

RIADENIE ĽUDSKÝCH ZDROJOV

Riadenie ľudských zdrojov môžeme znázorniť cez funkčné členenie (obrázok 1), podľa ktorého sa čiastkové a prevládajúce funkcie riadenia ľudských zdrojov dajú diferencovať.

Funkcie REZ				
čiastkové funkcie		prevládajúce funkcie		
plánovanie potreby zamestnancov	personálne informácie	personálny controlling	personálny marketing	organizovanie personálneho správania
prijímanie zamestnancov				
rozvoj zamestnancov				
nasadenie zamestnancov/-plánovanie				
udržanie zamestnancov/motivácia				
znižovanie počtu zamestnancov/uvolňovanie				

Obrázok 1: Funkcie riadenia ľudských zdrojov

Prameň: KUPPER, U. H.- SCHWEITZER, M. *Systeme der Kosten und Erlösrechnung*³

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0067/15 Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania.

² Ing. Lubica Foltínová, PhD., Katedra podnikových financií, FPM, EU v Bratislave, lubica.foltinova@euba.sk

³ KÜPPER, U. H.- SCHWEITZER, M. 2008. *Systeme der Kosten und Erlösrechnung*. Vahlens Handbucher. 2008. ISBN 978-3-8006-3527-6.

Riadenie ľudských zdrojov zahŕňa celú oblasť úloh, ktoré sa zaoberajú personálnymi otázkami v podniku. Význam ľudských zdrojov sa v posledných rokoch výrazne zmenil. Ťažiská práce zamestnancov sa vyvinuli z administratívnej funkcie s rozsiahlymi administratívnymi úlohami k manažérskej funkcii. Zamestnanci sú stále viac považovaní za dôležitý a cenný zdroj, ktorý sa prostredníctvom personálneho manažmentu musí rozvíjať, podporovať a udržiavať.

Personálny controlling sa zaoberá konkretizáciou krátkodobých a dlhodobých cieľov riadenia ľudských zdrojov a hodnotením ich dosahovania, predstavuje dôležitú súčasť personálneho manažmentu. Príčiny, ktoré viedli k vývoju personálneho controllingu:⁴

- rast požiadaviek na kvalifikáciu zamestnancov ako dôsledok zmeny technológií,
- koncentrácia na kvalifikáciu zamestnancov (pripravenosť ďalej sa vzdelávať, pružnosť a pod.),
- rozšírenie controllingových myšlienok na jednotlivé funkčné oblasti a typy podnikania, ako aj inštitucionalizácia riadenia ľudských zdrojov ako podnikateľskej funkcie,
- rastúce poznanie, že zamestnanci sa stali jedným z najdôležitejších výrobných faktorov,
- rastúci význam strategických úvah v riadení ľudských zdrojov⁵.

PRÍSTUPY V PERSONÁLNOHOM CONTROLLINGU

V odbornej literatúre sa stretávame s nasledujúcimi prístupmi v personálnom controllingu.

- **Primárne pasívny prístup** kontroly úspešnosti ľudských zdrojov orientovaný na minulosť. Tento prístup nadväzuje na tradičné hodnotenie výkonnosti v oblasti ľudských zdrojov, pri ktorom personálne opatrenia overujú úspech popri prípade neúspech. Na základe odchýlky budú odvodené a prijaté opatrenia. Podľa tohto chápania controllingu stojí aspekt kontroly v popredí. Controlling tvorí poslednú fázu personálneho rozhodovacieho procesu.
- **Nákladový, ekonomický a ziskový prístup** - na základe personálneho účtovníctva a personálnych štatistík sa pomocou prístupov analýzy nákladov snaží systematicky analyzovať náklady ľudských zdrojov. Paralelne k tomu sa vykonávajú finančné analýzy za účelom kvalitatívneho porovnania výstupu nákladov. Cieľom prístupu je podporovať ekonomické myslenie, konanie a rozhodovanie v personálnej oblasti. Za týmto účelom budú analýzy odchýlok plánu a skutočnosti ľudských zdrojov skutkovou podstatou branou ako základ pre plánovanie.
- **Odvetvový prístup na operatívnej a taktickej úrovni** - personálny controlling by mal podľa tohto prístupu využívať informácie na zlepšenie riadenia ľudských zdrojov a tak odbremeniť personalistov od operatívnych (krátkodobých) a taktických (strednodobých) úloh. Personalisti sa teraz môžu viac venovať strategickým úlohám personálneho riadenia. Hlavné úlohy personálneho controllingu sú personálne plánovanie a finančné (ekonomické) analýzy v personálnej oblasti.
- **Informačný a kritériálne orientovaný prístup** – má za cieľ zaistiť systematický záznam požadovaných údajov, a aby boli odovzdané na príslušné miesto. Tento systém musí byť podľa možností hospodárny a možné slabé miesta a odchýlky včasne

⁴ HORVÁTH & PARTNERS. 2004. *Nová koncepcie controllingu. Cesta k účinnému controllingu*. První české vydání. Praha: Profess Consulting, 2004. str. 288. ISBN 80-7259-002-2.

⁵ HORVÁTH & PARTNERS. 2004. *Nová koncepcie controllingu. Cesta k účinnému controllingu*. První české vydání. Praha: Profess Consulting, 2004. 263s. ISBN 80-7259-002-2.

rozpoznané. Zachytené údaje môžu byť upravené vo forme personálnych ekonomických ukazovateľov.

- **Na budúcnosť orientovaný managementservice prístup** - personálny controlling je neoddeliteľnou súčasťou personálneho riadenia, kde v popredí stojí včasné odhalenie hrozieb a príležitostí. Rozhodovací prístup ľudských zdrojov by mal byť systematicky podporovaný a orientovaný na budúcnosť. Pritom budú zahrnuté aj súčasné a minulé informácie. Preto je nevyhnutné, aby personálne plány, kontrola a informačné systémy boli priebežne kontrolované a aby bol zahrnutý aj nový rozvoj.
- **Personálny controlling ako komplexný plánovací a riadiaci komplex** - podľa tohto bude obrovská zhoda medzi riadením ľudských zdrojov a personálnym controllingom. Základné úlohy personálneho riadenia sa prispôbia controllingovému mysleniu. Hentze/Kammel však poukazujú na pomerne vysoké riziko, že personálny controlling musí vnímať príliš veľa úloh a stráca svoj vplyv.
- **Personálny controlling ako evolučný proces učenia** - je podľa tohto pohľadu súčasťou strategického systému riadenia. S tým je spojený názor, že sa nemôže poskytnúť žiadna všeobecná definícia personálneho controllingu. Personálny controlling sa musí vedieť prispôbiť každej situácii a spoločnosti (evolučný proces).

VÝZNAM A ÚLOHY PERSONÁLNEHO CONTROLLINGU

Význam riadenia ľudských zdrojov pre výkonnosť podniku a jeho dlhodobý charakter robí z personálneho controllingu jeden z dôležitých strategických nástrojov podnikového riadenia aj podnikovej diagnostiky.

Personálny controlling dáva manažérom prehľadný zoznam údajov z predchádzajúcich rozhodnutí, ktoré môžu slúžiť aj ako základ pre budúce rozhodovania. Úlohy personálneho controllingu v systéme riadenia ľudských zdrojov (tabuľka 1).

Riadenie ľudských zdrojov	Funkcia/úloha controllingu
Analýza počtu pracovníkov	Vykonanie analýz týkajúcich sa počtu pracovníkov.
Určenie potrieb pracovníkov	Určenie potrieb pracovníkov pomocou plánovania potrieb pracovníkov
Získavanie pracovníkov	Z hľadiska nákladov stanovenie najefektívnejšieho spôsobu získavania nových pracovníkov. Príprava nástrojov pre objektívny výber.
Rozvoj pracovníkov	Kontrola vzdelávania. Kontrola rozvoja kariéry.
Prepúšťanie pracovníkov	Z hľadiska nákladov určenie najvhodnejšej formy uvoľňovania pracovníkov. Sledovanie/dozor nad priebehom.
Obsadzovanie pracovných miest zamestnancami	Plánovanie obsadzovania miest pracovníkmi.
Riadenie personálnych nákladov	Pomoc pri zostavovaní rozpočtu personálnych nákladov. Sledovanie skutočných personálnych nákladov. Analýza ukazovateľov. Analýza odchýlok.

Tabuľka 1: Úlohy personálneho controllingu v systéme riadenia ľudských zdrojov⁶

⁶ ZÁMEČNÍK, R. 2006. Možnosti uplatnění nástrojů personálního controllingu v průmyslových podnicích. *Manažment v teórii a prax*. ISSN 1336-7137. 2006, roč. 1, č. 1, 78 s.

Cieľom personálneho manažmentu je zaistiť podniku vhodných zamestnancov, so správnou kvalifikáciou, pri daných nákladoch, v správnom čase na správnom mieste. Úlohou personálneho controllingu je tento proces riadiť a sledovať – merať. Personálny controlling ako účinný nástroj diagnostiky funguje súčasne ako systém včasného varovania upozorňujúci na odchýlky medzi cieľmi a skutočnosťou. Ďalej môže personálny controlling prispieť aj k zhodnoteniu nehmotných aktív podniku – prostredníctvom hodnoty ľudského kapitálu, ktoré tvoria stále väčšiu časť hodnoty podniku.

K úlohám personálneho controllingu patrí aj zabezpečenie tzv. pozitívneho správania zamestnancov, ktoré pramení z ich spokojnosti a vedie k uskutočneniu zámerov podniku.

NÁSTROJE PERSONÁLNEHO CONTROLLINGU

Controlling má svoje miesto aj v oblasti riadenia ľudských zdrojov, kde je možné hovoriť o personálnom controllingu. Controlling je komplexný systém, ktorý zahŕňa nástroje umožňujúce identifikáciu potenciálnych oblastí personálneho rozvoja, zistenie a interpretáciu výsledkov minulých riešení či podporu správnych rozhodnutí do budúcnosti.

Personálny controlling má v užšom zmysle kvantitatívny a operatívny charakter a hodnotí účinnosť a výstupy personálnych procesov. V širšom chápaní sleduje personálny controlling kvalitu riadenia ľudských zdrojov, jeho postupov a nástrojov. K efektívnemu riadeniu rozličných personálnych procesov potrebuje personálny controlling rôzne relevantné personálne veličiny a ukazovatele:

- **Zníženie zatťaženia** manažmentu predstavuje štruktúrovanie dôležitých ukazovateľov riadenia ľudských zdrojov.
- **Hospodárnosť** je hodnotenie výkonu zamestnancov na základe merateľných veličín. Posilnenie zodpovednosti predstavuje tvorbu plánu vlastnej zodpovednosti zamestnancov na základe spoločne dohodnutých cieľov.
- **Transparentnosť** zabezpečuje sprehľadnenie personálnych procesov so zameraním na motiváciu zamestnancov.

Nástroje personálneho controllingu sa líšia svojim dôrazom na kvantitatívne či kvalitatívne údaje a svojím hlavne operatívnym či strategickým zameraním. Typizáciu nástrojov personálneho controllingu prezentuje obrázok 2.



Obrázok 2: Typizácia nástrojov personálneho controllingu ⁷

⁷ URBAN, J. 1004. *Personálny controlling*, Consilium Group, s.r.o, Controller-Institut, Praha 2004

V poslednej dobe sa v slovenských aj v českých podnikoch zaznamenáva jednoznačná zmena postavenia personálnych oddelení v úlohe strategického partnera pri riadení podniku. Stále viac personálnych riaditeľov je súčasťou vrcholového vedenia a majú priamy vplyv na strategické rozhodovanie. Vytvorenie efektívneho systému personálneho controllingu sa tak stáva aktuálnym podnetom pre podniky.

Medzi hlavné nástroje personálneho controllingu zaraduje autor Urban nasledujúce:⁸

- **Personálne ukazovatele** - sú to súhrnné veličiny, ktoré väčšinou majú rovnako kvantitatívny a operatívny charakter. Vhodne stanovené personálne ukazovatele umožňujú porovnanie s inými podnikmi a môžu určiť rýchlu orientáciu v smere podnikového vývoja.
- **Personálne štandardy** - určujú ciele pre personálne ukazovatele a definujú ich hodnoty alebo intervalové pásma. Stanovenie týchto cieľov vychádza z podnikateľských zámerov firmy, napr. z cieľov v oblasti úspor, internej racionalizácie a optimalizácie a z porovnania s najlepšimi podnikmi daného odvetvia doma i v zahraničí.
- **Kvalitatívne oslovovanie vlastných zamestnancov** - týmto spôsobom je možné dobre posúdiť kvalitatívnu stránku riadenia ľudských zdrojov v podniku. Možno tak získať reprezentatívne informácie o problémoch v oblasti personálneho riadenia, o očakávaniach, potrebách i smeroch, ktorým je potrebné v budúcnosti venovať väčšiu pozornosť. Tieto informácie by sa mali stať súčasťou objektívnej základne pre ďalšie úvahy o systéme riadenia ľudských zdrojov.
- **Audit riadenia ľudských zdrojov** - širšia kontrola účinnosti a výsledkov personálneho manažmentu. Audit môže prebiehať interne, ale aj s pomocou externých poradcov, externý audit. S cieľom zabrániť tzv. podnikovej slepote sa odporúča aspoň v dlhších časových intervaloch využiť vonkajší audit. Audit riadenia ľudských zdrojov je vhodné rozdeliť do dvoch častí. V prvej časti sa vykonáva hrubé posudzovanie účinnosti personálneho riadenia, ktoré sa potom v druhej časti, ak to bude potrebné, zameria na vybrané kritické body.

Primárne môžeme nástroje personálneho controllingu rozdeliť na kvantitatívne a kvalitatívne. Kvantitatívny personálny controlling skúma a hodnotí ako sa vyvíjajú kľúčové personálne ukazovatele. Medzi kvantitatívne nástroje zaradíme ekonomické indikátory (mzdové náklady, náklady na jednotlivé personálne procesy, obrat, náklady a zisk na zamestnanca, produktivita práce a pridaná hodnota, návratnosť investície atď.) a socioekonomické indikátory (fluktuácia, absencia, príčiny rozviazania pracovného pomeru, sledovanie motivácie a spokojnosti zamestnancov atď.). Kvalitatívny personálny controlling skúma, či personálno-riadiace nástroje, personálne činnosti a personálne projekty sú skutočne účinné a svojou vyspelosťou odpovedajú domácim alebo medzinárodným pravidlám „najlepšej praxe“ (best practice). Medzi sledované kvalitatívne veličiny patrí motivácia a spokojnosť zamestnancov, kvalita kompetencií jednotlivých zamestnancov či hodnotenie ich výkonov.

Kvantitatívne ukazovatele môžeme jednoducho merať a porovnávať. Avšak meranie kvalitatívnych ukazovateľov tzv. mäkkých nástrojov patrí medzi hlavné problémy personálneho controllingu a ani dostupná literatúra nevenuje tejto problematike dostatočnú pozornosť.

⁸ STRENITZEROVÁ, M. 2007. *Personálny controlling*, In: *Elektronický časopis Katedry spojov* 2007, Žilina: Žilinská univerzita, str.33-40, ISSN 1336-8281

Strategický personálny controlling kladie spolu s kvalitatívnymi údajmi dôraz aj na kvantitatívne hodnoty, ktoré môžu rovnako podať strategicky relevantné informácie. Pri zobrazovaní (predstavovaní) nástrojov by preto popri strategických nástrojoch analýzy mali byť predstavené aj jednotlivé **klasické ekonomické personálne nástroje**.

Ukazovatele v personálnom controllingu - ekonomické personálne ukazovatele môžu byť označované ako najdôležitejší nástroj pre plánovanie a riadenie personálnej oblasti. Kvantifikovateľné aspekty môžu pomocou ukazovateľov bezprostredne evidované, pre kvalitatívne aspekty sa tieto ukazovatele dajú priblížiť ako indikátory. Personálny systém ukazovateľov musí pokryť všetky oblasti úloh personálneho charakteru. Pre každú oblasť úloh sa môžu vytvoriť samostatné ukazovatele. Schulte preto usporiadal ukazovatele primerane (adekvátne, vhodne) ich príslušnosti nasledujúcim oblastiam:⁹

- potreba a štruktúra personálu,
- zabezpečenie personálu,
- nasadenie zamestnancov,
- údržba personálu a simulácia výkonu,
- personálny rozvoj,
- prevádzkové (podnikové) návrhy,
- uvoľňovanie zamestnancov,
- personálne plánovanie nákladov a kontrola.

Aplikácia všetkých ukazovateľov pre prax ale určite nemá veľký význam. Ak by sme nasledovali katalóg všetkých systémov personálnych ukazovateľov, existuje nebezpečenstvo, že z riadiaceho nástroja sa vráti k výkaznému. Ukazovatele by mali splniť jednotlivé požiadavky. Mali by byť jednotlivo merateľné a súdržné, charakterizovať ovplyvňujúce a relevantné situácie (stav veci), byť znázornené ako indikátory, ktoré neznačia stav veci (situáciu) spoľahlivosť a platnosť a zdôvodniť stanovenie spotreby.

Personálne ohodnotenie - je nástrojom na meranie osobnostných elementov, výkonových výsledkov, ako aj výkonného, riadiaceho a sociálneho správania. Malo by byť presne určené, do akej miery zamestnanec vyhovuje aktuálnym a budúcim požiadavkám podniku a aký veľký je jeho príspevok k splneniu cieľov. Rozlišuje osobnostné hodnotenie a hodnotenie výkonnosti. Pri osobnostnom hodnotení ide predovšetkým o vlastnosti, ktoré sa týkajú charakteru zamestnancov. K nim patria napríklad fantázia, inteligencia alebo vystupovanie. Osobnostné vlastnosti sú dôležité pri zaradení zamestnancov na zodpovedajúce pracovné miesta, kde je potrebné zapojiť aj ďalšie schopnosti pre dosahovanie požadovaných výkonov. Hodnotenie výkonov sa vzťahuje na plnenie úloh, ako napríklad kvantita a kvalita, ktoré sa z ich strany dopĺňajú o vlastnosti súvisiace so správaním, ako pozorovateľné pracovné správanie a konanie vedúceho.

Assessment Center - sú v praxi relatívne rozšírené. Na tomto mieste by preto význam Assessment centier mal byť pre strategický P-C v krátkosti objasnený. Môžu byť rozlišované tri typy Assessment centier:

- Výberové assessment: výber interného alebo externého uchádzača
- Assessment povýšenia: potenciálne ohodnotenie zamestnancov
- Ohodnocovací assessment pre ďalšie personálne opatrenia: rozhodnutia potreby vzdelávania a doškolovania

Ak sa Assessment center spája s existujúcimi kariérnymi a tréningovými programami, môže byť cenným prínosom pre proces personálneho plánovania a rozvoja, a tým podporovať strategický personálny controlling.

Personálne portfóliá - v personálnom ohodnotení stanovené skutočné výsledky a schopnosti zamestnancov môžu byť spájané s budúcim očakávaným výsledkom. Takto

⁹ KÜPPER, U. H.- SCHWEITZER, M. 2008. *Systeme der Kosten und Erlösrechnung*. Vahlens Handbucher. 2008. ISBN 978-3-8006-3527-6

môžu byť jednotliví zamestnanci resp. kategórie zamestnancov zobrazení v personálnom portfóliu.

Portfólio by malo poskytovať informácie o kvalite a vyváženosti zamestnancov. Okrem toho môže ako základ pre používanie obstarávacích, podnecovacích a rozvojových stratégií. Jednotlivé oblasti portfólia môžu byť charakterizované takto:

- Workoholici: zamestnanci, ktorí sú viazaní do rozsahu činnosti podniku ale disponujú minimálnym rozvojovým potenciálom. Môže ísť o štábných špecialistov alebo starších zamestnancov. Možnú alternatívu tvorí kariéra v internom priestore.
- Bezcní materiál: vykazujú hlbokú rozvojovú motiváciu, ktorá ale pravdepodobne podmienená cez nízku vzdelanostnú vôľu. Možnou stratégiou je týmto zamestnancom ukázať rozvojové možnosti a silnejšie ich spojiť s podnikom.
- Problémoví zamestnanci – patria sem mladé vedúce sily. Nič sa o nich nevie, či činnosť podniku vnímajú len ako odrazový mostík pre kariéru, alebo chcú v činnosti zostať dlhodobo. Cez odhalenie kariérnych možností a ich nasadenia vzdelanostných opatrení sa môžu títo zamestnanci vyvinúť až k „hviezdám“.
- Hviezdy - vysoko motivovaní zamestnanci. Podniku dávajú svoje schopnosti a potenciál dlhodobo k dispozícii. Aby mohli zostať vysoko motivovaní, sú potrebné príslušné podnetné systémy.

ZÁVER

Personálny controlling zaoberajúci sa konkretizáciou krátkodobých a dlhodobých cieľov riadenia ľudských zdrojov a hodnotením ich dosahovania, predstavuje dôležitú súčasť personálneho manažmentu a prispieva k jeho vyššej účinnosti. Personálny controlling sa snaží identifikovať, ktoré personálne ukazovatele sú kľúčové a ponúknuť nástroj ako tieto ukazovatele sledovať- merať.

Súčasný náročný obdobia si vyžaduje výrazné zmeny aj v procese riadenia ľudských zdrojov. Mnohé personálne činnosti až doteraz vôbec neexistovali a musíme sa s nimi postupne zoznamovať (kolektívne vyjednávanie, formovanie pracovnej sily organizácie, plánovanie a riadenie kariér atď.).

Pri personálnom controllingu kvalitná analýza vybraných personálnych ukazovateľov prispieva k vyššiemu zisku spoločnosti. Najúspešnejšie podniky oproti ostatným viac využívajú personálny controlling, majú viac prepracovanú stratégiu riadenia ľudských zdrojov a častejšie uskutočňujú prieskum spokojnosti svojich zamestnancov.

Príspevok približuje problematiku personálneho controllingu a jeho nástrojov.

LITERATÚRA

- [1] Bílková, M.: Personální controlling: proč a nač? PwC –HR Bulletin č. 1/2003
- [2] Eschenbach, R. 2004. Controlling. 2. vydanie. Praha: ASPI Publishing, s.r.o., 2004. str.814. ISBN 80-7357-035-1.
- [3] Foltínová, A. a kol.: Nákladový Controlling. Sprint vfra, 2007, ISBN 978-80-89085-70-5.
- [4] Hitka, M.: Metodika analýzy motivátorov v podniku DSP. Monografia, TU Zvolen 2004, ISBN 80-228-1331-1.
- [5] Hitka, M.- Potkány, M.: Controllingová koncepcia integrovaného manažmentu v spojitosti s motivačným programom organizácie, manažment v teórii a praxi, roč. 1, 2005, č. 3, ISSN 1336-7137.

- [6] HORVÁTH & PARTNERS. 2004. Nová koncepce controllingu. Cesta k účinnému controllingu. První české vydání. Praha: Profess Consulting, 2004. str. 288. ISBN 80-7259-002-2.
- [7] Konečný, M. – Režňáková, M.: Controlling. PC-DIR Real, Brno, PC-DIR Real, 2000, ISBN 80-214-1535-5.
- [8] KÜPPER, U. H.- SCHWEITZER, M. 2008. *Systeme der Kosten und Erlösrechnung*. Vahlens Handbucher. 2008. ISBN 978-3-8006-3527-6
- [9] Strenitzerová, M.: Personálny controlling, In: Elektronický časopis Katedry spojov 2007, Žilina: Žilinská univerzita, str.33-40, ISSN 1336-8281.
- [10] Zámečník Roman 2006, Manažment v teórii a praxi, roč.2, 2006, str. 78,ISSN 1336-7137.
- [11] Urban, J.: Personálny controlling, Consilium Group, s.r.o, Controller-Institut, Praha 2004.

UPLATNENIE ŠPECIFICKÝCH DANÍ VO SVETE¹

IMPOSITION OF THE STRANGEST TAXES IN THE WORLD

Gizela Lénártová²

Kľúčové slová: klasické dane, špecifické dane, dane z luxusu, ekologické dane, zvláštne dane, Pikettyho globálna daň z bohatstva, daň z nezdravých potravín, daň z nelegálnych látok, daň z internetu, dane z paličiek

JEL Klasifikácia: H20, H24, H25

ÚVOD

Daňové systémy sa uplatňujú na základe poznatkov daňovej teórie a ich aplikácie do daňovej praxe, sú výsledkom dlhodobého spoločenského a ekonomického vývoja a implementácie pozitívnych a negatívnych skúseností v daňovej praxi. Skúmať konkrétne daňové systémy vo svete je užitočné a potrebné. Jeho cieľom je poznanie miery a úspešnosti uplatnenia daňových teórií v daňovej praxi, poznanie širokej škály možností zdanenia vo svete, rôznych prvkov daňovej techniky a ich pozitívnych a negatívnych dôsledkov v hospodárskom a sociálnom živote spoločnosti.

1 CHARAKTERISTIKA A KLASIFIKÁCIA „KLASICKÝCH“ FORIEM ZDANENIA VO SVETE

Skúmať vývojové tendencie medzinárodného zdanenia nie je možné bez poznania národných daňových systémov vo svete. Tie možno klasifikovať z geo-politického hľadiska a súčasne z hľadiska ich ekonomickej vyspelosti do týchto skupín:

- daňové systémy vyspelých krajín sveta (predovšetkým USA, krajiny EÚ, ostatné vyspelé európske krajiny, vyspelé krajiny Ázie),
- rozvojové krajiny – krajiny tzv. tretieho sveta,
- daňové raje.

V ďalšom texte budeme venovať pozornosť vyspelým krajinám vo svete. Daňové systémy vyspelých krajín sveta s demokratickým politickým systémom sú výsledkom parlamentného prerokovania, ako aj mnohých kompromisov, ktorých cieľom je dosiahnuť súhlas s mierou a rozložením daňového bremena. Napriek tomu, že konkrétne daňové systémy v rôznych štátoch majú rôzne špecifiká a cieľavedome motivované zvláštnosti, vykazujú mnoho spoločných črt, a preto ich možno všeobecne charakterizovať.

Národné daňové systémy vo svete sme podrobili analýze, pričom v prvej časti príspevku budeme charakterizovať ich spoločné črty, následne budeme zisťovať uplatnenie špecifických, zvláštnych až kuriózných foriem zdanenia v národných daňových systémoch.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č.1/0064/13 *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR.*

² doc. Ing. Gizela Lénártová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: gizela.lenartova@euba.sk

Spoločnou charakteristickou črtou daňových systémov vyspelých krajín sveta je, že sú kombináciou priameho a nepriameho zdanenia, teda kombináciou zdanenia príjmov, majetku a spotreby. Vzhľadom na limitovaný rozsah predkladaného príspevku nebudeme skúmať celý daňový systém a jeho subsystémy, budeme charakterizovať daňovú štruktúru.

Priame dane tvoria širokú skupinu rôznych daní, prostredníctvom ktorých sa zdaňujú osoby a podnikateľské subjekty na základe príjmových a majetkových pomerov. Ide o dane³:

1. dane z príjmov - dôchodkové dane (tax on income and gains):

- a) príjmov podnikateľských subjektov – spoločností, (corporate income tax = CIT),
- b) príjmov obyvateľstva (individual income tax = IIT);

2. majetku (taxes on property)

- a) dane z nehnuteľností (real estate tax, land tax),
- b) dane z prevodu nehnuteľností (real estate transfer tax),
- c) dane z dedičstva a darovania (gift tax, inheritance tax).

Nepriame dane tvoria takú skupinu daní, ktoré zdaňujú spotrebu. Ide o dane zo spotreby, resp. z predaja:

3. spotreby - predaja (taxes on transactions)

- a) daň z pridanej hodnoty (value added tax) alebo
- b) daň z obratu (sales tax),
- c) spotrebné dane (excise duties/taxes and luxury excise tax).

Dane z príjmov podnikateľských subjektov (tax on corporate income) zdaňujú príjmy z podnikateľskej činnosti. Na vymedzenie daňovníkov (rezidentov a nerezidentov) sú dôležité predpisy konkrétneho štátu. Niektoré krajiny považujú za sídlo miesto registrácie, iné naopak miesto, odkiaľ je spoločnosť riadená a kontrolovaná.

Predmetom dane sú zisky a ostatné príjmy podnikateľského subjektu. Napr. v niektorých krajinách príjmy z výnosu kapitálu sa zdaňujú daňou CIT, niekedy však tvoria samostatnú daň z výnosu kapitálu - capital gains tax.

V rozvinutých trhových ekonomikách sa uplatňujú pri zdaňovaní príjmov podnikateľských subjektov viaceré možnosti:

- uplatnenie jednej univerzálnej dane s jednou daňovou sadzbou (najčastejšie proporcionálna),
- uplatnenie jednej univerzálnej dane s dvomi, resp. tromi daňovými sadzbami podľa veľkosti daňového základu,
- uplatnenie dvoch daní, prostredníctvom ktorých sa zdaňujú príjmy podnikateľských subjektov:

- 1. a) univerzálna daň zo zisku,
- b) živnostenská daň.

Tento spôsob zdanenia sa uplatňuje napríklad v Rakúsku, vo Francúzsku a NSR.

2. Tomuto uplatneniu zdanenia príjmov sa približuje zdanenie prostredníctvom dvoch daní:

- a) univerzálna daň zo zisku,
- b) lokálna (miestna) daň.

Nielen výška daňových sadzieb, ale aj spôsob výpočtu daňového základu významne ovplyvňuje výšku daňového zaťaženia daňovníkov. Výpočet daňového základu je jednou z

³ LÉNÁRTOVÁ, G. 2012. *Harmonizácia daní v Európskej únii*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM. 2012.

najdôležitejších častí každého daňového zákona, ktorý musí obsahovať tieto najdôležitejšie prvky:

- metódy hodnotenia majetku (pre potreby odpisovania),
- metódy odpisovania majetku,
- spôsob výpočtu ostatných nákladových položiek odpočítateľných od výnosov,
- vymedzenie položiek, ktoré neznižujú daňový základ,
- metódy zamedzenia dvojitého zdanenia toho istého príjmu,
- spôsob umorovania strát podnikateľského subjektu a lehôt umorovania,
- spôsob uplatnenia rôznych odpočítateľných položiek,
- spôsob uplatnenia daňových zliav,
- spôsob zdanenia výnosov z kapitálového majetku,
- zdanenie ziskov a kapitálových výnosov v súvislosti s medzinárodným podnikaním a obchodom (zdanenie filiálok, dcérskych spoločností a pod.).

Zdaňovanie osobných príjmov sa uskutočňuje prostredníctvom univerzálnej dane z príjmov obyvateľstva (tax on individual income), ktoré má tieto charakteristické črty:

- uplatňuje sa oddelený systém zdaňovania príjmov jednotlivcov a platieb do poisťovních fondov;
- uplatňuje sa zdanenie celoročného príjmu plynúceho zo všetkých - rôznorodých druhov aktivít a zdrojov (pracovné príjmy);
- príjmy z podnikania, príjmy z kapitálového majetku, z prenájmu, renty, príjmy zo samostatnej zárobkovej činnosti, ostatné príjmy. Pre každý druh príjmu platí modifikovaný spôsob výpočtu daňového základu a aj odlišný spôsob výberu dane (pracovné príjmy a príjmy z kapitálového majetku sa spravidla zrážajú pri zdroji, ostatné sa vyberajú na základe daňového priznania);
- uplatnenie nezdaniteľného minima pri výpočte daňového základu;
- uplatnenie odpočítateľných položiek podľa sociálnych a rodinných pomerov (vyživovanie manželky, počet vyživovaných závislých detí), napr. v NSR náklady spojené s ošetrovaním zdravotne postihnutého člena rodiny a pod.), napr. v Španielsku paušálne čiastky za každé závislé dieťa až do veku 30 rokov, za každú závislú osobu žijúcu s daňovníkom, ktorej príjem nepresahuje štátom stanovenú čiastku, paušálnu čiastku pre daňovníka a člena jeho rodiny po 70. roku veku a čiastku za invalidného člena rodiny atď;
- uplatnenie ostatných odpočítateľných položiek ako napr. príspevky do poisťovacích fondov v paušálnej výške, náklady súvisiace s výkonom profesie (ako napr. nákup odbornej literatúry), paušálna čiastka čiastočne pokrývajúca dopravné náklady do zamestnania a iné;
- uplatnenie niektorých odpočítateľných položiek, ktoré majú adresný stimulačný cieľ: vo Veľkej Británii umorovanie splátok pôžičiek na kúpu rodinného domu v limitovanej výške, v Taliansku úrok na hypotéku do stanovenej výšky, ďalej v niektorých krajinách výdavky na univerzitné štúdium neprevyšujúce výdavky na štátnych univerzitách, výdavky na špeciálne lekárske ošetrovanie, lieky, protézy pre platiteľa a závislé osoby, položky vynaložené na nákup benzínu a 75 % položiek vynaložených na ďalšie náklady spojené s prevádzkou auta, investovanie do nákupu akcií vydaných zamestnávateľskou organizáciou alebo tzv. inovačnými spoločnosťami (venture capital company), kde odpočet je len čiastočný, úroky spojené s pôžičkou na inováciu a stavebné úpravy súkromnej nehnuteľnosti.

Ďalším znakom je uplatňovanie progresívnych daňových sadzieb zaradených do daňových pásiem, ktoré je typické pre západoeurópske krajiny. Uplatňovanie jednej, resp. dvoch daňových sadzieb je typické pre krajiny strednej a východnej Európy..

Jedným z najpozoruhodnejších trendov druhej polovice 80. rokov bolo široké zavádzanie dane z pridanej hodnoty v celom svete (ďalej DPH, v zahraničí používaná skratka z anglického jazyka VAT - Value Added Tax). Daň z pridanej hodnoty vznikla v roku 1954 vo Francúzsku a väčšina krajín európskeho integračného zoskupenia (v tom čase ES) ju zaviedla v priebehu 60. a 70. rokov. V druhej polovici 80. rokov ju začali uplatňovať v Španielsku, Portugalsku, Grécku, Turecku, Maroku, ale aj v ázijských krajinách ako napríklad v Indonézii, na Taiwane, v Indii a na Novom Zélande. K zavedeniu tejto dane zatiaľ nepristúpili napríklad vo Švajčiarsku. V súčasnosti sa daň z pridanej hodnoty uplatňuje vo viac ako 60 krajinách vo svete. Daň z pridanej hodnoty už pri jej zavádzaní mala mnoho odporcov, ku ktorým patrili predovšetkým drobní podnikatelia a obchodníci, ktorí pre vysoké náklady spojené s odvádzaním dane odmietali jej zavedenie. Odporcovia tejto dane tvrdia, že štát ich vlastne využíva ako neplatených výbercov dane. Niektoré krajiny tento argument uznávajú, a preto sa poskytuje obchodníkom finančná úhrada za výber dane (napr. Dánsko). Vo väčšine krajín sa uplatňuje kritérium veľkosti obratu, pod stanovenú hranicu obratu sa podnikateľ nestáva platiteľom dane. V súčasnom období vyvstáva otázka, ako daň z pridanej hodnoty konštruovať tak, aby sa eliminoval najväčší nedostatok tejto dane – zneužívanie DPH na daňové podvody a úniky zneužitím inštitútu nadmerného odpočtu dane (vrátenie nadmerného odpočtu, v praxi nazývané tzv. vratky DPH). Ide o problém, s ktorým sa stretáva finančná správa SR v každom štáte, kde sa DPH uplatňuje.

Do skupiny nepriamych daní patria okrem DPH aj spotrebné dane. Na rozdiel od DPH, ktorá je viacstupňová daň, spotrebné dane sú jednorazové, pretože dochádza k zdaneniu raz, v jednom momente vzniku daňovej povinnosti stanovenom v daňovom zákone (napr. v momente vyskladnenia u výrobcu alebo v momente dovozu). Spotrebnými daňami sa zaťažujú vybrané tovary, ako napr. benzín, alkohol, tabakové výrobky atď. Hlavným cieľom uplatnenia spotrebných daní je fiškálny výnos do štátneho rozpočtu, pretože podobne ako DPH aj spotrebné dane sú stabilným rozpočtovým príjmom. Ďalším cieľom týchto daní je ovplyvňovanie spotreby zdaňovaných tovarov.

Dôležitou otázkou dane z pridanej hodnoty a spotrebných daní je stanovenie štruktúry ich sadzieb. Zatiaľ čo požiadavky alokačnej neutrality (obmedzenie vplyvu daní na štruktúru spotreby) a čo najnižších administratívnych nákladov spojených s vyberaním dane hovorí v prospech jednotnej sadzby dane na široký okruh tovarov a služieb. Naproti tomu sociálne ciele vedú k presadeniu nízkych aj nulových sadzieb DPH takých výrobkov, ako sú základné potraviny, lieky, knihy a vyšších sadzieb pri luxusných výrobkoch. Väčšina teoretikov sa prikláňa k názoru na uplatnenie jednej sadzby DPH, aby sa mohli plne prejavíť všetky pozitívne znaky DPH. Systém viacerých (diferencovaných) sadzieb DPH má popri základnom nedostatku (nedostatočnej neutralite) aj celý rad ďalších praktických problémov. Výrobky a služby v každej sadzbovej kategórii musia byť predovšetkým jasne definované, čo môže viesť k nejednotnosti a daňovému úniku a vyšším administratívnym nákladom na správu a kontrolu.

Spoločné črty daňových sústav členských krajín Európskej únie sa stali východiskom pre harmonizáciu daní v EÚ. Napriek tomu, že harmonizácia priamych a nepriamych daní sa realizuje niekoľko desaťročí, je členským krajinám EÚ ponechaná daňová suverenita. Daňová suverenita znamená, že členské krajiny EÚ v rámci harmonizačného procesu uplatňujú aj svoje špecifické formy zdanenia podľa svojich vlastných potrieb a na základe definovaných cieľov národnej daňovej politiky každého štátu.

Pre daňové systémy v rozvojových krajinách sveta nie je typická štruktúra zdanenia vyspelých krajín sveta, ktorú sme charakterizovali v predchádzajúcom texte. Vyplýva z prevzatých prvkov zdanenia z koloniálneho obdobia, z dosiahnutého stupňa ekonomického rozvoja v súčasnosti, ako aj špecifických prvkov danej krajiny.

Ďalšou skupinou krajín sú daňové raje. Pojem „daňový raj“ pochádza z anglického termínu „tax haven“, ktorým sa označujú krajiny (územia) s minimálnym, resp. žiadnym zdanením. Daňové raje sú teda krajiny s neštandardnými, veľmi výhodnými daňovými

režimami s cieľom prilákať zahraničný kapitál na ich územie. Tieto krajiny sa stali cieľovým územím tzv. daňového plánovania mnohých podnikateľov – jednotlivcov alebo aj veľkých podnikateľských subjektov a nadnárodných korporácií. Sú cieľovou destináciou aj pre daňových podvodníkov a „práčov špinavých peňazí“. Spravidla ide o veľmi malé krajiny vo svete, ktoré majú obmedzené vlastné zdroje svojho rozvoja. Z hľadiska celosvetového dochádza teda k presunom - prelievaniu veľkej časti finančných prostriedkov, ktoré by mali byť pôvodne zdanené v krajine zdroja týchto príjmov. Problémom teda je, že domáce krajiny takto prichádzajú o veľkú časť svojich daňových výnosov v ich domácich štátnych rozpočtoch. Okrem pojmu „daňový raj“ sa v literatúre veľmi často používa aj termín „offshore finančné centrum“, ktorý má tiež svoj pôvod v angličtine. V pôvodnom význame znamená „mimo pobrežia“ na označenie menších ostrovov ležiacich mimo územia – mimo pobrežia vyspelých štátov. Časom začali tieto ostrovy, hlavne z okolia USA a Veľkej Británie, ponúkať rôzne druhy výhod investorom z vyspelých krajín sveta s cieľom prilákať zahraničný kapitál na svoje územie. Za offshore centrá sa teda považujú krajiny, ktoré okrem špeciálneho daňového režimu ponúkajú pre investorov aj ďalšie služby a výnimočné podmienky obchodovania a podnikania na svojom území, medzi ktoré možno zaradiť kvalitnú infraštruktúru, stabilné právne prostredie, spoľahlivý bankový systém, funkčný súdny systém, nízke administratívne obmedzenia pri jednoduchom a rýchlom zakladaní spoločností a pod. Tieto podmienky a neprehliadnuteľné výhody umožnili, že sa z nich stali významné svetové finančné centrá.

V ďalšej časti príspevku uvidíme zvláštne dane, ktoré sa uplatňujú v národných daňových systémoch vo svete s ich stručnou charakteristikou.

2 VÝSLEDKY PRIESKUMU - UPLATNENIE ZVLÁŠTNÝCH DANÍ VO SVETE

Okrem klasických daňových štruktúr sa vo svete uplatňujú rôzne špecifické formy zdanenia, ktoré v mnohých prípadoch nadobúdajú utopistický, niekedy kuriózný až bizarný charakter. Mnohé z týchto daní sa uplatňovali krátke obdobie, niektoré z nich sa používajú, resp. používali dlhšiu dobu. Preskúmame, aké boli vytýčené ciele ich zavedenia a uplatnenia a do akej miery sa ich podarilo splniť.

2.1 LUXUSNÉ DANE – DANE Z BOHATSTVA

Pikettyho globálna daň z bohatstva

Thomas Piketty sa vo svojej publikácii „Capital in the Twenty-First Century“⁴ zaoberá nerovnosťou vo svete a argumentuje, že nerovnosť medzi chudobnými a bohatými je následok kapitalistických spoločenských vzťahov. Ide o kľúčový problém usporiadania sveta, o čom svedčí, že mnoho ekonómov⁵ venuje intenzívnu pozornosť enormne narastajúcej nerovnosti vo svete.

Piketty analyzuje nerovnosť vo svete v 20. storočí a na začiatku 21. storočia a navrhuje mnohé riešenia, medzi ktoré patria aj opatrenia daňového charakteru. V diele Kapitál 21. storočia, v kapitole 14 analyzuje progresívnu daň z príjmov, ktorá má významnú – kľúčovú úlohu v sociálnom štáte pri znižovaní sociálnej nerovnosti medzi chudobnými a bohatými v procese prerozdeľovania príjmov a majetku. V kapitole 15 charakterizuje progresívnu daň

⁴ PIKETTY, TH. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. The President and Fellows of Harvard College, USA, 2014. ISBN 978-0-674-43000-6. s. 685.

⁵ Napríklad STIGLITZ, J.E. nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu v diele *The Price of Inequality – How Today's Divided Society Endangers Our Future*. 2013. s. 523.

z kapitálu⁶, ktorú navrhol ako globálnu daň z kapitálu. Koncept dane je celkom jednoduchý. Išlo by o zdanenie čistého majetku po odpočítaní všetkých dlhov. Do daňového základu by sa zahrnuli najmä pozemky, domy, stavby, hnuťelné predmety vysokej hodnoty (lietadlá, lode, člny atď.), patenty, softvér, akcie, dlhopisy, umelecké predmety, zberateľské predmety vysokej hodnoty, antikvariátne predmety atď.

Piketty navrhol túto daň ako progresívnu daň, pričom daňové sadzby navrhol takto:⁷

aktíva menej ako 1 mil. eur	daňová sadzba 0,
aktíva 1 - 5 mil. eur	daňová sadzba 1 %,
aktíva nad 5 mil. eur	daňová sadzba 2 %.

Piketty⁸ považuje uvedenú daňovú progresiu ako návrh, pretože dodáva, že progresia by mohla byť aj strmějšía (napríklad pre najvyššie pásmo daňové sadzby 5 – 10 %, alebo naopak miernejšia, napríklad daňová sadzba 0,1 % pre aktíva pod 200 000 euro a daňová sadzba 0,5 % pre aktíva v pásme od 200 000 euro až 1 mil. euro).

Aké daňové dôsledky by spôsobilo zavedenie tejto dane. Ak by táto daň bola zavedená len v jednej krajine, čo sa v mnohých krajinách už stalo (Francúzsko, Švédsko), mnohí daňovníci by preniesli a prenášajú svoje hnuťelné aktíva do inej krajiny s nižším alebo žiadnym zdanením. S cieľom vyhnúť sa daňovým únikom, musela by byť táto daň zavedená celosvetovo. To je aj dôvod, prečo Piketty túto daň navrhuje ako daň globálnu. Väčšina expertov tento návrh celosvetovej dane považuje za nereálny tak politicky, ako aj prakticky. Väčšina krajín nezabezpečí evidenciu, administratívu a vedenie záznamov o osobnom majetku každého jednotlivca, ako aj všetkých podnikateľských a nepodnikateľských subjektov (trusty, nadácie atď.). Návrh je politicky absolútne nereálny⁹, pretože jeho celosvetové zavedenie naráža na odlišné politické systémy, odlišný spôsob schvaľovania daňových zákonov v národných zastupiteľských orgánoch jednotlivých krajín, zastúpenie a prepojenie bohatých daňovníkov v politických stranách, striedanie sa rôznych politických strán v parlamentoch a vo vládach (ľavicových a pravicových, národných atď.) a celý rad ďalších faktorov. Globálny konsenzus v tejto otázke je nereálny. Uvedomuje si to aj sám Piketty, ktorý uvádza v citovanom diele: „*A global tax on capital is an utopian idea*“¹⁰.

Milionárska daň vo Francúzsku

Napriek tomu, že globálna daň z luxusu má mnoho oponentov a javí sa ako absolútne nereálna, niektoré národné daňové systémy zaviedli v minulosti daň z luxusu, či už išlo o majetkovú daň z luxusných hnuťelných a nehnuteľných vecí, alebo daň z luxusu vo forme dane z príjmov vo Francúzsku¹¹. Francúzska vláda zrušila na začiatku roka 2015 kontroverznú milionársku daň¹². Sľub prezidenta F. Hollandea, že vysoké dane pre najbohatších pomôžu verejným financiám nebol splnený. Daň priniesla omnoho menej finančných prostriedkov do ŠR Francúzska, ako vláda očakávala. Daň z luxusu s daňovou sadzbou 75 % z príjmov nad milión eur do rozpočtu priniesla za celé obdobie iba 420 miliónov eur. Dôvodom zrušenia dane bol jednak nízky výnos, v druhom rade toto zaťaženie odlákalo ľudí s vyššími príjmami do zahraničia. Pôvodný zámer bol ponechať daň v platnosti dva roky, jej koniec však prišiel skôr a podľa rozhodnutia parlamentu Francúzskej republiky

⁶ PIKETTY, TH. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. s. 515.

⁷ Tamtiež, s. 517.

⁸ Tamtiež, s. 517.

⁹ <http://www.newrepublic.com/article/117499/heres-what-we-know-about-thomas-pikettrys-wealth-capital-tax>

¹⁰ PIKETTY, TH. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. s. 515.

¹¹ <http://www.aktuality.sk/clanok/225494/francuzsko-planuje-aj-nadalej-zvysenie-dane-pre-bohatych/>

¹² <http://fin.web.hnonline.sk/miliardy-dladnu-svetu-24559/francuzsko-rusi-milionarsku-da-neplni-statnu-kasu-639978>

sa už nikdy neobnoví. Naopak, vláda sa podľa vlastných slov bude snažiť vytvárať priaznivejšie podmienky pre podnikanie.

Návrh špeciálnej dane z bohatstva v Grécku

Grécka vláda¹³ navrhla zavedenie špeciálneho zdanenia 500 najbohatších rodín v Grécku v snahe uvoľniť ďalšiu finančnú pomoc od veriteľov. Ide o jedno z opatrení z nového zoznamu reforiem, ktorý grécka vláda predložila skupine ministrov financií krajín eurozóny (Eurogroup). V zozname daňových reforiem je aj zvýšenie dane pre pracujúcich, ktorých príjem presiahne 30 tis. eur ročne. Okrem toho by sa mala zvýšiť daň za luxusné tovary (napríklad drahé automobily) a daň na luxusné zájazdy na dovolenkové grécke ostrovy. Je v súčasnosti veľmi ťažko odhadnúť, ako a či sa uvedený návrh zdanenia zavedenie do daňovej praxe Grécka a aké bude mať efekty na verejné financie a ekonomiku Grécka.

Záver

Dane z bohatstva, resp. luxusu sú koncipované ako dane z príjmov, dane majetku, resp. dane z luxusných spotrebných predmetov, ktoré majú predovšetkým fiškálny cieľ, to znamená zvýšiť tok finančných prostriedkov do štátnych rozpočtov. Keďže ide o zdanenie v národných daňových systémoch jednotlivých krajín, niektoré z týchto daní neprinášajú žiadateľný efekt, hlavne vtedy, ak ide o dane z príjmov a kapitálu. V tomto prípade daňový základ je možné preniesť do inej daňovej jurisdikcie, kde sa takéto dane neukladajú, resp. sú omnoho nižšie. Účinnosť týchto daní je preto veľmi obmedzená.

2.2 ZDANENIE NEZDRAVÝCH POTRAVÍN

V mnohých krajinách sveta prijali národné vlády daňové opatrenia, pri ktorých sa okrem zvýšenia príjmov do štátneho rozpočtu zamerali na podporu zodpovednejšieho správania sa k životnému prostrediu, zdravších stravovacích návykov obyvateľstva, zlepšenia zdravotného stavu, zníženia narastajúcej obezity obyvateľstva. Ide o dane uložené na potraviny s vysokým obsahom cukru, tuku, soli alebo kofeínu, ktorých nadmerná konzumácia je škodlivá pre zdravie človeka.

Daň z tuku v Dánsku

Dánsko zaviedlo daň z nasýtených tukov¹⁴ v roku 2011. Daň bola koncipovaná tak, že na 1 kg nasýtených mastných kyselín bola uložená daňová sadzba vo výške 2,15 eura/kg. Dôsledky tohto zdanenia boli takéto¹⁵:

- zvýšili sa ceny potravín s obsahom zdanených tukov, napr. cena Big-Macu sa zvýšila o 2 centy,
- zvýšila sa inflácia na 4,7%,
- mnoho obyvateľov Dánska reagovalo na tento typ zdanenia takto: len 7 % obyvateľov znížilo množstvo nakupovaného masla, smotany, syrov, 80 % spotrebiteľov vôbec nezmenili svoje nákupné správanie,

¹³ <http://finweb.hnonline.sk/spravy-zo-sveta-financii-126/specialna-dan-pre500-najbohatsich> 6.5.2015

¹⁴ <http://www.novinky.cz/zahranicni/evropa/246161/-dan-na-tuky-v-potravinach-zavedlo-dansko-jako-prvni-na-svete.html>

¹⁵ <http://www.iness.sk/stranka/9441-Dan-z-tuku-skoncila-v-dansku-fiaskom.html>

- v roku 2012 oproti roku 2011 sa zvýšila sa hodnota cezhraničných nákupov o 10 %, pretože Dáni chodili nakupovať do Nemecka a Švédska,
- očakávané efekty tohto zdanenia sa nesplnili – nedosiahol sa pokles spotreby nasýtených tukov o 10 %, pokles spotreby masla o 15 % a nenaplnil sa ani očakávaný výnos tejto dane do ŠR Dánska (2,2 mld. dánskych korún).

Podľa prieskumov uskutočnených v októbri 2012 bola táto daň považovaná 70-timi percentami Dánov ako „zlá“ alebo „veľmi zlá“. Dánski politici vyhodnotili uplatnenie tejto dane ako neúspešné, pretože nepriniesla do ŠR požadované efekty, nepriniesla zmenu stravovacích návykov obyvateľstva a vyvolala negatívne ekonomické dôsledky. Z týchto dôvodov bola daň z tukov po 15 mesiacoch od jej zavedenia zrušená.

Mimoriadna daň z nezdravých potravín v Maďarsku

V Maďarsku zaviedli 1.9.2011 mimoriadnu daň z nezdravých potravín¹⁶, ktoré obsahujú zdraviu škodlivé látky. V odbornej literatúre sa táto daň uvádza a prekladá aj ako „hamburgerová“ alebo „hranolčeková“ daň. Predmetom zdanenia sú nápoje a jedlá s vysokým obsahom cukru, soli, uhľovodíkov a kofeínu: energetické nápoje, limonády a džúsy s obsahom ovocia menej ako 25 %, čokolády, slané chipsy, instantné polievky a omáčky, rôzne dochucovadlá.

Ciele tohto zdanenia sú fiškálne a prohibatívne. Vláda Maďarskej republiky predpokladala výnos tejto dane vo výške 20 až 30 mld. forintov, ďalej očakáva zlepšenie stravovacích návykov obyvateľstva a tým zníženie nákladov na zdravotnú starostlivosť.

Zavedením tejto dane sa zvýšili ceny limonád o 5 forintov, energetické drinky až o 250 forintov, balené zákusky, čokolády, slané chipsy, instantné polievky a omáčky a dochucovadlá o 200 forintov na jeden kilogram.¹⁷ Dôsledky zavedenia tejto dane sa prejavili v oblasti investícií zahraničných firiem v Maďarsku, pretože niektoré zahraničné firmy stopli svoje pripravované investície na území Maďarska (firma Chio-Chips, ďalej firma vyrábajúca energetické nápoje Hell).

Odborníci pri hodnotení zavedenia tejto dane uvádzajú pozitíva ako podpora nižšej konzumácie nezdravých potravín, zdravší životný štýl, menej obézných ľudí a potenciálne investovanie finančných prostriedkov z výnosov tejto dane do medicíny. Medzi negatíva zaraďujú hlavne vyššie ceny produktov, nižšie zisky firiem, strata pracovných príležitostí, odchod zahraničných investorov atď.

Ďalšie dane z nezdravých potravín

Aj v iných krajinách pristúpili k zdaneniu nezdravých potravín. Ako príklad možno uviesť **Belgicko, Fínsko a Dánsko**, ktoré zdanili vyššou sadzbou dane vybrané sladené nealkoholické nápoje s výnimkou nesladených minerálok a džúsov. Vo **Francúzsku** podliehajú vyššiemu zdaneniu energetické nápoje, v **Lotyšsku** nealkoholické nápoje a káva.

V súčasnosti sa uplatňuje daň z nezdravých potravín v dvadsaťtri štátoch **USA**. Ide predovšetkým o daň, ktorá je uložená na sytené sladené nápoje, sladkosti, jedlá vo fast foodoch (napr. McDonald's a iné). Sadzby a formy dane z nezdravých potravín a vo fastfoodoch sú rozdielne v jednotlivých štátoch USA.

¹⁶ <http://ekonomika.sme.sk/c/5974233/v-madarsku-zaviedli-mimoriadnu-dan-na-nezdruve-jedla-a-napoj.html>

¹⁷ http://ceskapozice.lidovky.cz/madarsko-hranolkova-dan-na-nezdruve-potraviny-fqg/tema.aspx:c=A1100712_094704_pozice_26745

Záver

Pri tomto type zdanenia sa stretávame s množstvom problémov. Predovšetkým ide o definovanie a kvantifikáciu základu dane, to znamená určenie nezdravých potravín a nezdravých zložiek v potravinách. Podľa expertov v tejto oblasti je väčším problémom konzumácia nezdravého množstva potravín bez dostatku pohybu, ako konzumácia „nezdravých potravín“ ako takých. Navyše v mnohých potravinách sú aj zdravé a nezdravé zložky a ich zastúpenie a pomer je rôznorodý s odlišným dopadom na zdravie jednotlivcov. Ďalším problémom je aj určenie daňovej sadzby tak, aby uloženie dane tohto druhu prinieslo želaný účinok. Predpokladá sa, že špeciálne dane uložené na nezdravé potraviny budú mať pozitívny efekt na zníženie ich spotreby a následne na zdravie spotrebiteľov len vtedy, ak zdraženie „nezdravých“ potravín bude naozaj citeľné – odporúča sa najmenej 20 %. Pri určovaní daňovej sadzby týchto potravín je treba mať na zreteli aj to, že ide o komodity s nízkou cenovou elasticitou dopytu. Zároveň zvýšenie cien potravín sa výrazne dotýka nízkopríjmových skupín obyvateľstva, ktorí práve nakupujú lacné potraviny a u ktorých dôchodková elasticita dopytu spôsobuje regresívne rozdelenie daňového bremena. To má negatívny dopad na túto skupinu obyvateľstva.

Daň z nezdravých potravín (tzv. hamburgerova daň) môže byť koncipovaná rôznym spôsobom, spravidla sa používajú tieto tri typy:

- Tzv. **kompozitné dane**, dane na skupinu tovarov, ktoré sú považované za nezdravé, napr. „fast food“ potraviny, sytené nápoje, sladené nápoje. Predmetom dane by bol obsah tuku alebo cukru vo vybraných druhoch potravín, ktoré tvoria tzv. kompozit.
- **Nutričná daň**, ktorá je koncipovaná tak, že predmetom dane je obsah tuku a cukru v produkte.
- **Daň založená na indexe**, ktorý by sa odvíjal od celkovej výživovej hodnoty danej potraviny pre zdravie (obsah vitamínov, minerálnych látok, energetická hodnota a pod.). Zavedenie indexu by bolo v daňovej praxi veľmi náročné. Samotný index má niekoľko nedostatkov: neberie do úvahy konzumáciu rôznych potravín, a teda aj nezdravých v rámci jedného jedla a celkovej diéty, ako aj rôzny vplyv na človeka vzhľadom na jeho vek, pohlavie a zdravotný stav.

Problémy pri zavádzaní dane z nezdravých potravín nás vedú k nastoleniu otázky, či by nebolo účinnejšie postupovať opačne, teda znížiť zdanenie „zdravých“ potravín, resp. podporiť formou dotácií produkciu a spotrebu potravín, ako sú ovocie, zelenina, jedlá s nízkym obsahom konzervačných, resp. ostatných chemických látok. Ďalšou možnosťou je prepracovať poistný systém, ktorý by sa zameral na zdravý životný štýl občanov, ako aj podporu športových, rekreačných zariadení a aktivít formou zliav atď. Zdravý životný štýl nie je možné presadiť prostredníctvom izolovaných daňových nástrojov bez účinného uplatnenia ostatných ekonomických nástrojov a vhodnej celoplošnej osvetly.

2.3 ZDANENIE INTERNETU A OSTATNÝCH PRODUKTOV INFORMAČNÝCH TECHNOLOGIÍ

Daň z telekomunikácií a daň z internetu v Maďarsku

V Maďarsku bola od 1.7. 2012 zavedená **daň z telekomunikačných služieb**, ktorá sa vzťahuje na poskytovateľov týchto služieb. Predmetom „klasickej“ dane sú telefónne hovory,

SMS správy a MMS správy. Okrem tejto dane platia telekomunikační operátori aj špecifickú sektorovú daň podľa výšky čistého ročného obratu.

Koncom roka 2014 vláda Maďarskej republiky predložila návrh na zavedenie **dane z internetu**¹⁸, ktorá bola koncipovaná ako daň za každý prenesený gigabajt (daňová sadzba 150 forintov/gigabajt)¹⁹. Platiteľmi dane mali byť poskytovatelia internetových služieb. Uvedená daň by sa preniesla vo zvýšených cenách internetových služieb na konečných užívateľov. Podľa prepočtov mala daň z internetu priniesť do ŠR asi 20 mld. forintov ročne. Predložený návrh zákona vyvolal silnú vlnu odporu. Proti návrhu verejne protestovalo približne 100 tisíc občanov. Išlo o najväčší protest proti vláde premiéra Viktora Orbána od jeho nástupu do funkcie premiéra vlády MR. Vláda návrh zákona nakoniec stiahla.

„Kultúrna“ daň z tabletov a smartfónov vo Francúzsku

V roku 2013 začala vláda Francúzskej republiky pripravovať návrh daňového zákona, na základe ktorého by bola zavedená **daň z notebookov, tabletov a smartfónov**.²⁰ Daňová sadzba by bola stanovená vo výške 1 % z ceny všetkých zariadení schopných sa pripojiť na internet. Odhad daňového výnosu z tejto dane sa pohybuje okolo 86 miliónov eur. Z výnosu dane vláda FR plánovala podporiť umelcov, ktorých diela sa vo veľkej miere sťahujú z internetu zadarmo. Návrh zákona je súčasťou francúzskej kultúrnej politiky, ktorej cieľom je rozvíjať umelecké aktivity, kinematografický a hudobný priemysel Francúzska a tak do určitej miery ich „chrániť“ pred amerikanizáciou.

GOOGLE daň

Podľa dostupných zdrojov²¹ eurokomisár pre digitálnu ekonomiku Günther Oettinger pracuje na návrhu novej dane, **tzv. Google tax**. Vyhľadávače ako Google, Bing, Yahoo by mali platiť vlastníkom autorských práv za využívanie obsahu článkov aj obrázkov vo výsledkoch vyhľadávania. Daň by mala byť súčasťou širšej reformy autorskej legislatívy, ktorá by mala byť jednotná pre celú EÚ. Cieľom je zjednotiť autorskú legislatívu všetkých členských štátov EÚ a nájsť rovnováhu medzi používateľmi, duševným vlastníctvom a umeleckými dielami na internete.

Záver

Informačné technológie ovplyvňujú všetky stránky nášho súčasného života v pozitívnom aj negatívnom smere. V oblasti zdanenia pozitívne zvyšujú ovplyvňujú informovanosť daňovníkov zo strany daňovej správy (elektronická forma daňovej legislatívy, daňový kalendár, daňové kalkulačky atď.), ďalej uľahčujú plnenie daňových povinností (elektronické tlačivá, elektronické daňové priznania, elektronický podpis atď.). Na druhej strane informačné technológie, internetové obchody menia charakter klasických obchodov a vytvárajú naliehavú potrebu zmeniť – prepracovať koncept niektorých daňových inštitútov predovšetkým v oblasti medzinárodného zdanenia. Máme na mysli „klasickú stálu prevádzkareň“ pri internetových obchodoch.

V predchádzajúcom texte sú charakterizované návrhy a pokusy zdaniť niektoré internetové služby, resp. produkty IT, ktoré sa doteraz nestretli s pozitívnym ohlasom. Je len

¹⁸ <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/madarsko-financi-a-danovy-sektor-18569.html#sec5>

¹⁹ <http://finweb.hnonline.sk/spravy-zo-sveta-financii-126/orban-chysta-svetovy-unikat-dan-z-internetu-633792>

²⁰ <http://www.theguardian.com/world/2013/may/13/francois-hollande-tax-iphone-laptops>

²¹ <http://www.telegraph.co.uk/finance/autumn-statement/11285223/What-is-the-google-Tax.html>

otázka blízkej budúcnosti, kedy tieto pokusy sa v niektorých krajinách stanú realitou daňovej praxe.

2.4 ŠPECIFICKÉ EKOLOGICKÉ DANE

Ekologické dane patria ku „klasickým“ formám zdanenia s fiškálnym a prohibitívnym cieľom. Plnia funkciu ochrany životného prostredia, pričom výnosy z ekologických daní sú významným zdrojom financovania ochrany životného prostredia a korigovania negatívnych externalít. Ekologické dane môžu mať rôznu formu:

- prirážky a zrážky v systéme daní z príjmov,
- v systéme majetkových daní: napr. oslobodenia a zľavy u daní z motorových vozidiel, o-vá daňová sadzba u elektromobilov atď.,
- v systéme spotrebných daní sa uplatňujú **dane z minerálnych olejov** (benzín, nafta) alebo spotrebné dane z elektriny, uhlia a zemného plynu.

V členských krajinách EÚ sú spotrebné dane harmonizované na základe smerníc EÚ (systémové, štrukturálne a sadzbové), pričom pre príslušnú komoditu sú stanovené minimálne sadzby dane (daň z minerálnych olejov v eur na 1000 l).

V tabuľke 1 sú uvedené spotrebné dane z minerálneho oleja (benzín, nafta) v členských štátoch EÚ k 13.5.2015 na 1 liter benzínu a nafty.

Okrem klasických ekologických daní sa vo svete uplatňujú špecifické ekologické dane, ktoré sledujú špecifické ciele. Uvedieme niektoré.

Dane z kožušinového oblečenia v USA

Niektorých štátoch USA – New Jersey a Minnesota sa uplatňuje **daň z kožušinového oblečenia**²² (kabáty, čiapky a iné), ktoré obsahujú trikrát viac kožušiny ako druhého najviac ceneného materiálu, ktorý tento odev obsahuje. Platiteľom dane je predajca kožušinových odevov, daňová sadzba je stanovená vo výške 6,5 % z predajnej ceny oblečenia. Cieľom zdanenia je ochrana zvierat, z ktorých sa kožušinové oblečenie vyrába.

Ekologická daň z drevených paličiek v Číne

V roku 2006 zaviedla čínska vláda daň z drevených jednorazových paličiek na jedenie. Paličiek na jedenie sa vyrobí v Číne až 45 mld. párov ročne, pričom sa na výrobu spotrebuje približne 2 mil. m³ dreva, čo zodpovedá približne 20 mil. stromov.²³ Okrem domácej spotreby Čína vyváža drevené paličky do Japonska a Južnej Kórey a to v objeme 15 mld. párov ročne.²⁴ Daň je uložená predajcom tejto komodity vo výške 5 % z predajnej ceny. Daň je súčasťou širšieho balíka spotrebných daní zameraných na ochranu životného prostredia, predovšetkým na zníženie ťažby dreva. Zdaňujú sa aj drevené palubovky, golfové palice, drevené podlahové krytiny a pod. Okrem zdanenia drevených paličiek a ostatných drevených produktov Čína stimuluje producentov k výrobe paličiek z alternatívnych materiálov.

²² <http://www.state.nj.us/treasury/taxation/pdf/furclothingusetax.pdf>

²³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/4831734.stm>

http://news.nationalgeographic.com/news/2006/03/0322_060322_chopsticks.html.

²⁴ HANDWERK, B. 2006. Chopsticks Tax to Target China's Hunger for Timber. In National Geographic News (online). 2006. Dostupné na internete: http://news.nationalgeographic.com/news/2006/03/0322_060322_chopsticks.html

Tabuľka 1 Prehľad cien , DPH a spotrebnej dane na 1 l bezolovnatého benzínu a nafty v členských krajinách EÚ k 13.5.2015

Krajina	Bezolovnatý benzín				Nafta			
	Cena bez daní	Spotrebná daň	DPH	Spotreb. cena	Cena bez daní	Spotrebná daň	DPH	Spotreb. cena
Rakúsko	€ 0.525	€ 0.482	€ 0.201	€ 1.208	€ 0.488	€ 0.425	€ 0.183	€ 1.095
Belgicko	€ 0.635	€ 0.615	€ 0.262	€ 1.512	€ 0.489	€ 0.580	€ 0.225	€ 1.294
Bulharsko	€ 0.610	€ 0.363	€ 0.195	€ 1.167	€ 0.672	€ 0.330	€ 0.200	€ 1.202
Chorvátsko	€ 0.616	€ 0.474	€ 0.273	€ 1.363	€ 0.639	€ 0.370	€ 0.252	€ 1.261
Cyprus	€ 0.624	€ 0.479	€ 0.209	€ 1.312	€ 0.639	€ 0.450	€ 0.207	€ 1.296
Česko	€ 0.498	€ 0.465	€ 0.202	€ 1.165	€ 0.572	€ 0.397	€ 0.203	€ 1.172
Dánsko	€ 0.698	€ 0.608	€ 0.327	€ 1.633	€ 0.711	€ 0.414	€ 0.281	€ 1.406
Estónsko	€ 0.527	€ 0.423	€ 0.190	€ 1.140	€ 0.528	€ 0.393	€ 0.184	€ 1.105
Fínsko	€ 0.546	€ 0.681	€ 0.294	€ 1.521	€ 0.566	€ 0.506	€ 0.257	€ 1.329
Francúzsko	€ 0.564	€ 0.624	€ 0.238	€ 1.426	€ 0.565	€ 0.468	€ 0.207	€ 1.239
Nemecko	€ 0.542	€ 0.670	€ 0.230	€ 1.442	€ 0.552	€ 0.486	€ 0.197	€ 1.235
Grécko	€ 0.619	€ 0.670	€ 0.297	€ 1.586	€ 0.688	€ 0.330	€ 0.234	€ 1.252
Maďarsko	€ 0.589	€ 0.397	€ 0.266	€ 1.252	€ 0.615	€ 0.368	€ 0.265	€ 1.248
Írsko	€ 0.576	€ 0.588	€ 0.268	€ 1.432	€ 0.594	€ 0.479	€ 0.247	€ 1.320
Taliansko	€ 0.659	€ 0.728	€ 0.305	€ 1.692	€ 0.653	€ 0.617	€ 0.279	€ 1.549
Lotyšsko	€ 0.545	€ 0.411	€ 0.201	€ 1.157	€ 0.567	€ 0.333	€ 0.189	€ 1.089
Litva	€ 0.545	€ 0.434	€ 0.206	€ 1.185	€ 0.550	€ 0.330	€ 0.185	€ 1.065
Luxembursko	€ 0.609	€ 0.465	€ 0.183	€ 1.257	€ 0.594	€ 0.338	€ 0.159	€ 1.091
Malta	€ 0.625	€ 0.519	€ 0.206	€ 1.350	€ 0.643	€ 0.442	€ 0.195	€ 1.280
Holandsko	€ 0.640	€ 0.766	€ 0.295	€ 1.701	€ 0.658	€ 0.482	€ 0.239	€ 1.379
Poľsko	€ 0.447	€ 0.480	€ 0.213	€ 1.140	€ 0.546	€ 0.348	€ 0.206	€ 1.100
Portugalsko	€ 0.658	€ 0.618	€ 0.293	€ 1.569	€ 0.662	€ 0.402	€ 0.245	€ 1.309
Rumunsko	€ 0.591	€ 0.460	€ 0.252	€ 1.303	€ 0.613	€ 0.426	€ 0.249	€ 1.288
Slovensko	€ 0.587	€ 0.551	€ 0.228	€ 1.366	€ 0.632	€ 0.386	€ 0.204	€ 1.222
Slovinsko	€ 0.526	€ 0.596	€ 0.247	€ 1.369	€ 0.534	€ 0.495	€ 0.226	€ 1.255
Španielsko	€ 0.669	€ 0.425	€ 0.230	€ 1.324	€ 0.680	€ 0.331	€ 0.212	€ 1.223
Švédsko	€ 0.533	€ 0.620	€ 0.288	€ 1.441	€ 0.589	€ 0.577	€ 0.292	€ 1.458
UK	€ 0.563	€ 0.780	€ 0.269	€ 1.611	€ 0.618	€ 0.780	€ 0.280	€ 1.677

Prameň: <http://www.energy.eu/fuelprices/>

2.4 OSTATNÉ ZVLÁŠTNE – KURIÓZNE DANE

Ako z predchádzajúceho textu vyplýva, v národných daňových systémoch vo svete sa uplatňuje celá škála rôznych špecifických daní. Cieľom ich uplatnenia sú okrem zvýšenia príjmov do štátneho rozpočtu často krátko aj špecifické, zvláštne ciele. Pri prieskume národných daňových systémov sme zistili, že vo svete sa používajú veľmi netradičné, kuriózne až bizarné dane rôznych foriem. Ide o zdaňovanie niektorých aktivít, ktoré sú na „hrane alebo za hranou“ zákona. Niektoré z nich budeme stručne charakterizovať.

Dane z nelegálnych látok

V niektorých štátoch USA sa uplatňovali, resp. uplatňujú dane z nelegálnych látok²⁵. Napríklad „Crack Tax“ je originálny názov dane, ktorú zaviedli v roku 2005 v americkom štáte Tennessee. Daň sa vzťahovala na nelegálne látky ako marihuana, kokaín alebo dácky pálený alkohol. Dileri boli povinní odvádzať daň za každý predaný gram nelegálnej látky formou anonymne kúpených kolkov, ktoré nalepili na obal s danou látkou. Ceny kolkov sa pohybovali od 3,50 USD/gram až po 50 USD/gram nelegálnej látky. V prípade, že prichytili

²⁵ <http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/1540835/Tennessee-takes-legal-hit-over-crack-tax.html>
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-02/numbers-from-colorado-s-first-of-legals-pot>

díltera s látkami bez kolkov, musel platiť 10-násobok. V roku 2009 Najvyšší súd štátu Tennessee rozhodol, že zákon predpisujúci uvedenú daň je protiústavný a daň z nelegálnych látok zrušil.

V americkom štáte **Colorado** bolo v roku 2012 zlegalizované užívanie marihuany u ľudí starších 21 rokov, na základe ktorého môžu títo občania mať u seba legálne na osobné účely 28 gramov tejto ľahkej drogy. Zákon umožňuje legálny predaj a zdanenie marihuany (30%-ná daňová sadzba) v súkromných obchodoch so štátnou licenciou (približne 500 obchodov).. Hlavným cieľom zavedenia tejto dane bolo, že výnos tejto dane bude použitý na verejné účely, konkrétne na rozvoj školstva (výstavbu nových škôl). Práve tento účel použitia bol dôvodom, prečo voliči v referende usporiadanom v roku 2012 legalizáciu týchto nelegálnych látok a ich zdanenie schválili. V reálnom živote nastala absurdná situácia, pretože skutočný výnos tejto dane sa pohybuje nad limit – daňový strop, ktorý je stanovený Zákonom o právach daňovníka z roku 1992. Tento strop je vyjadrený klauzulou, že príjmy z daní nesmú rásť rýchlejšie ako inflácia a počet obyvateľov. V tomto prípade je povinnosťou daňových inštitúcií v štáte Colorado vrátiť časť daňového výnosu daňovníkom, teda čiastku, ktorá presahuje daňový strop v príslušnom roku. Vyvstáva problém, ako vrátiť uvedený výnos – plošne prepočítať a každému občanovi vrátiť alebo len užívateľom marihuany.

Niektorí experti tvrdia, že pozitívom tohto typu zdanenia je kontrolný systém obchodu s nelegálnymi látkami, na druhej strane veľkým negatívom je, že ide o negatívny vzor pre správanie mladistvých, u ktorých sa znižuje vnímanie škodlivosti užívania drog. Štát Tennessee bude v tomto type zdanenia pravdepodobne pokračovať s tým, že zníži počet obchodov, tak ako je to v iných mestách USA (napr. v Seattle je počet takýchto obchodov so štátnou licenciou 21).

Daň z tetovania

V americkom štáte **Arkansas**²⁶ bola v roku 2005 zavedená zvláštna **daň z tetovania a piercingu**. Daň je stanovená vo výške 6 % z ceny za tetovanie a piercing. Daň má týmto spôsobom odradiť záujemcov o tetovanie a znížiť riziko dostať prenosné choroby pri tetovaní (infekcie, alergie, negatívne reakcie, žltáčka alebo AIDS). V štáte Kalifornia začali pripravovať návrh zákona dane z tetovania, ktorá by bola koncipovaná ako paušálna daň za každé tetovanie u každého daňovníka s tetovaním.

Okrem fiškálneho cieľa majú tieto dane prohibatívny charakter v snahe ochrániť ľudí pred negatívnymi účinkami. Podobne sú koncipované aj dane z cigariet a alkoholu. V niektorých amerických štátoch sa objavujú dokonca návrhy na zavedenie dane zo solária. Je však diskutabilné, do akej miery sú tieto dane účinné a plnia stanovený cieľ. Z prieskumov vyplýva, že tretina ľudí v USA vo veku od 25 – 34 rokov podľahla tomuto módnemu trendu napriek zdaneniu v niektorých štátoch.

Daň z udeľovania krstných mien dieťaťu vo Švédsku

Podľa zákona zavedeného v roku 1982 musia dať rodičia vo Švédsku schváliť krstné meno svojho dieťaťa najneskôr do 5 rokov od jeho narodenia Švédskej daňovej agentúre. Ak tak neurobia, môže im Švédska daňová agentúra udeliť pokutu až 5000 švédskych korún. Tento zákon bol zavedený v roku 1982 s cieľom zabrániť občanom používať kráľovské mená. V súčasnosti slúži na ochranu pred mätúcimi menami (napr. IKEA), hanlivými menami, resp. z náboženských dôvodov (napr. meno Boh). Podľa prieskumu s týmto zákonom súhlasí až 83 % obyvateľstva Švédska. Táto daň sa pre väčšinu ľudí javí ako zvláštna, divná až smiešna.

²⁶ <http://www.actonforum.com/blogs/allenn/tattoo-tax-or-subsidy>

Chrání však před zvláštnými a hanlivými menami mnohé děti. Pozitivně je, že daň neplatí každý, len ten, kto meno dieťaťa nenahlási na Švédsku daňovú agentúru včas alebo vôbec. Uvedená platba nie je daňou, ide teda o sankciu, resp. pokutu. Medzi dane sa zaraďuje preto, že platby dane podľa zákona administratívne zabezpečuje Švédska daňová agentúra.

ZÁVER

Charakteristickou črtou národných daňových systémov vyspelých krajín sveta je, že ide o kombináciu priameho a nepriameho zdanenia a o kombináciu daní z príjmov, majetku a spotreby. Okrem „klasickej“ daňovej štruktúry sa vo svete používajú aj atypické dane, ktoré sme charakterizovali v predkladanom príspevku. Ich cieľom je spravidla posilniť príjmy do štátneho rozpočtu, resp. rozpočtov nižších úrovní verejného sektora. Medzi ďalšie ciele možno zahrnúť dane na ochranu životného prostredia, resp. dane na ochranu zdravia občanov.

V súvislosti s novými návrhmi daní sa diskutuje otázka možného vyrovnávania sociálnych nerovností v spoločnosti a ich neustále prehlbovanie v celom svete formou globálnej dane z bohatstva. Napriek tomu, že veľké sociálne nerovnosti vo svete je potrebné naliehavo riešiť, mnohí experti považujú uplatnenie globálnej dane z bohatstva ako nereálne.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] HANDWERK, B. 2006. Chopsticks Tax to Target China's Hunger for Timber. In *National Geographic News (online)*. 2006. Dostupné na internete: http://news.nationalgeographic.com/news/2006/03/0322_060322_chopsticks.html
- [2] LÉNÁRTOVÁ, G. 2012. *Harmonizácia daní v Európskej únii*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM. 2012. 114 s. ISBN 978-80-225-3501-4
- [3] PIKETTY, TH. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. The President and Fellows of Harvard College, USA, 2014. 685 s. ISBN 978-0-674-43000-6
- [4] STIGLITZ, J.E. 2013. *The Price of Inequality – How Today's Divided Society Endangers Our Future*. New York London : W.W.Norton & Company. 2013. 523.s. ISBN 978-0-393-34506-3

Internetové zdroje:

<http://www.newrepublic.com/article/117499/heres-what-we-know-about-thomas-pikettrys-wealth-capital-tax>
<http://www.aktuality.sk/clanok/225494/francuzsko-planuje-aj-nadalej-zvysenie-dane-pre-bohatych/>
<http://fin.web.hnonline.sk/miliardy-dladnu-svetu-24559/francuzsko-rusi-milionarsku-da-neplni-statnu-kasu-639978>
<http://finweb.hnonline.sk/spravy-zo-sveta-financii-126/specialna-dan-pre-500-najbohatsich>
<http://www.novinky.cz/zahranicni/evropa/246161/-dan-na-tuky-v-potravinach-zavedlo-dansko-jako-prvni-na-svete.html>
<http://www.iness.sk/stranka/9441-Dan-z-tuku-skoncila-v-dansku-fiaskom.html>
<http://ekonomika.sme.sk/c/5974233/v-madarsku-zaviedli-mimoriadnu-dan-na-nezdrave-jedla-a-napoj.html>
http://ceskapozice.lidovky.cz/madarsko-hranolkova-dan-na-nezdrave-potraviny-fqg/tema.aspx?c=A1100712_094704_pozice_26745
<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/madarsko-financni-a-danovy-sektor-18569.html#sec5>
<http://finweb.hnonline.sk/spravy-zo-sveta-financii-126/orban-chysta-svetovy-unikat-dan-z-internetu-633792>
<http://www.theguardian.com/world/2013/may/13/francois-hollande-tax-iphone-laptops>

<http://www.telegraph.co.uk/finance/autumn-statement/11285223/What-is-the-google-Tax.html>
<http://www.energy.eu/fuelprices/>
<http://www.state.nj.us/treasury/taxation/pdf/furclothingusetax.pdf>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/4831734.stm>
http://news.nationalgeographic.com/news/2006/03/0322_060322_chopsticks.html
<http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/1540835/Tennessee-takes-legal-hit-over-crack-tax.html>
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-02/numbers-from-colorado-s-first-of-legal-pot>
<http://www.actonforum.com/blogs/allenn/tattoo-tax-or-subsidy>

KĽÚČOVÉ DAŇOVÉ VPLYVY V INVESTIČNOM ROZHODOVANÍ PODNIKATEĽA V RÁMCI EÚ¹

KEY TAX INFLUENCES IN THE INVESTMENT DECISION ENTREPRENEUR IN THE EU

Katarína Vavrová²

Kľúčové slová: daňové stimuly, daňové úľavy, daňová sadzba, daňové zaťaženie, sadzba dane z príjmov fyzických osôb, sadzba dane z príjmov právnických osôb, odpisy, nezdaniteľná časť základu dane

JEL Klasifikácia: H25

ÚVOD

V príspevku sa zameriame na jednotlivé daňové systémy z hľadiska daňových stimulov pre podnikateľské subjekty, aby sa zistilo, ktorý z nich má kľúčový vplyv na podnikateľské prostredie v rámci štátov Európskej únie. Porovnávať ich budeme najmä z hľadiska priameho zdanenia a sadzieb daní z príjmov, ale rovnako aj z hľadiska odpisov, rozličných foriem daňových úľav a bonusov. Zhodnotí sa situácia v jednotlivých krajinách a posúdi sa investičné rozhodnutie podnikateľa.

V prípade, že podnik, resp. podnikateľský subjekt má záujem svoju podnikateľskú činnosť vykonávať v inom štáte v rámci Európskej únie, musí zohľadniť množstvo faktorov a činiteľov, ktoré budú jeho činnosť pozitívne, alebo negatívne ovplyvňovať. Medzi kľúčové faktory môžeme zaradiť daňové stimuly a daňové zaťaženie. Možno konštatovať, čo zároveň potvrdzuje významnosť nastolenej problematiky, že v rokoch 2002-2012 sa na Slovensku udelilo *128 investičných stimulov v celkovej hodnote takmer 1,4 miliardy eur, na projekty, ktoré mali vytvoriť viac ako 45 000 pracovných miest*. Priemerný náklad na jedno prisľúbené pracovné miesto bol viac ako 30 000 eur. Zrušenie stimulov by však umožnilo znížiť daň z príjmov právnických osôb. Investičné stimuly majú alternatívne náklady, ktorými sú neuskutočnené investície iných subjektov. Pri prerozdeľovaní kapitálových prostriedkov vzniká v ekonomike čistá strata. Viac ako dve tretiny objemu stimulov smerovali do okresov s podpriemernou nezamestnanosťou a to aj po vydaní zákona 561/2007. Avšak aj príklady zo zahraničia poukazujú na fakt, že nahradenie stimulov nižšími sadzbami dane a jednoduchším daňovým systémom, vo väčšine prípadov vedie ku zvýšeniu priamych zahraničných investícií. Súčasný nastavenie investičných stimulov je možné zmeniť niekoľkými spôsobmi podľa želaného cieľa – nahradením nižšou sadzbou dane z príjmov právnických osôb, progresívnym poklesom odvodov pre nízkopríjmových pracovníkov, či aukciou stimulov.

Na druhej strane investičné stimuly sú nástroje porušujúce trhové princípy. Tento fakt si uvedomuje väčšina ekonómov aj politikov, no zároveň sú obhajované ako nevyhnutné a zároveň relatívne lacné opatrenia na postrčenie ekonomiky vpred. Investičné stimuly patria k nástrojom, ktoré vlády používajú k vábeniu prevažne zahraničných investorov do svojej krajiny. Na Slovensku si obdobie slávy užili najmä v prvej polovici minulého desaťročia, keď

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0064/13 *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR (2013 - 2015)*.

² Ing. Katarína Vavrová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: katarina.vavrov10@gmail.com

sa spájajú s príchodom automobiliek. Pretrvávajúca hospodárska kríza preveruje schopnosť prežitia viacerých príjemcov stimulov z minulosti. V roku 2012 sa objavili dokonca stimuly určené na udržanie zamestnanosti. To postupne sa pristupuje ku kritickejšiemu názoru na stimuly takéhoto typu. Súčasná vláda pripravila novelu zákona č. 561/2007 Z. z. o investičnej pomoci. Novela mení parametre investičnej pomoci (minimálna výška obstaraného majetku podľa nezamestnanosti v regióne a podobne).

Politika investičných stimulov v dnešnej forme sa rozbehla pred desiatimi rokmi. V rokoch 2002 až 2012 bolo udelených 128 investičných stimulov 113 podnikateľským subjektom. Celková výška odsúhlasenej pomoci dosiahla takmer 1,4 miliardy eur.³

DAŇOVÉ STIMULY A DAŇOVÉ ZATAŽENIE

Jednou formou daňových stimulov môže byť nízka sadzba dane z príjmov fyzických, právnických osôb a nízke odvodové zataženie dividend. Tabuľka č.1 poukazuje na sadzby dane v jednotlivých štátoch Európskej únie.

Tabuľka 1 Sadzby daní z príjmov fyzických, právnických osôb a dividend za rok 2014

Krajiny EÚ	Sadza dane fyzických osôb v %	Sadza dane právnických osôb v %	Sadzba dane dividend v %
Česká republika	15, 22	19	35/15
Rakúsko	36,5 - 50	25	25
Nemecko	14 - 45	29,58	25
Slovensko	19, 25	22	-

Prameň: Vlastné spracovanie podľa KPMG Tax rates online 2014. [online]. 2014. [cit. 28.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/tax-rates-online.aspx>>.

V Slovenskej republike dividendy nie sú predmetom dane z príjmov. V porovnaní napr. s Českou republikou, daňové zataženie u nás je približne rovnaké ako v Českej republike. Slovenská ekonomika je z časti poháňaná malými a strednými podnikmi. Je všeobecne známe, že i opatrenia na podporu zníženia v administratívnom zatažení, lepšie úverové štandardy a daňové úľavy by mohli zlepšiť príležitosti pre malé a stredné podniky. Ich predstavitelia často konštatujú, že zefektívnenie celého daňového systému je stále nedostatočné.

Pri charakteristike českého daňového systému možno konštatovať, že aj napriek nízkej dani právnických osôb, český systém zdaňovania potrebuje zásadné prepracovanie na zmiernenie administratívnej záťaže. Nákladová konkurencieschopnosť klesá, zatiaľ čo minimálna mzda rastie. Okrem toho je byrokracia aj naďalej problémom napríklad pri verejnom obstarávaní. Vláda má záujem tieto nedostatky odstrániť a zaviedla reformy s cieľom zlepšiť vymožitelnosť práva. V súčasnosti sa okrem toho zlepšujú možnosti financovania a investičné stimuly pre malé a stredné podniky.⁴

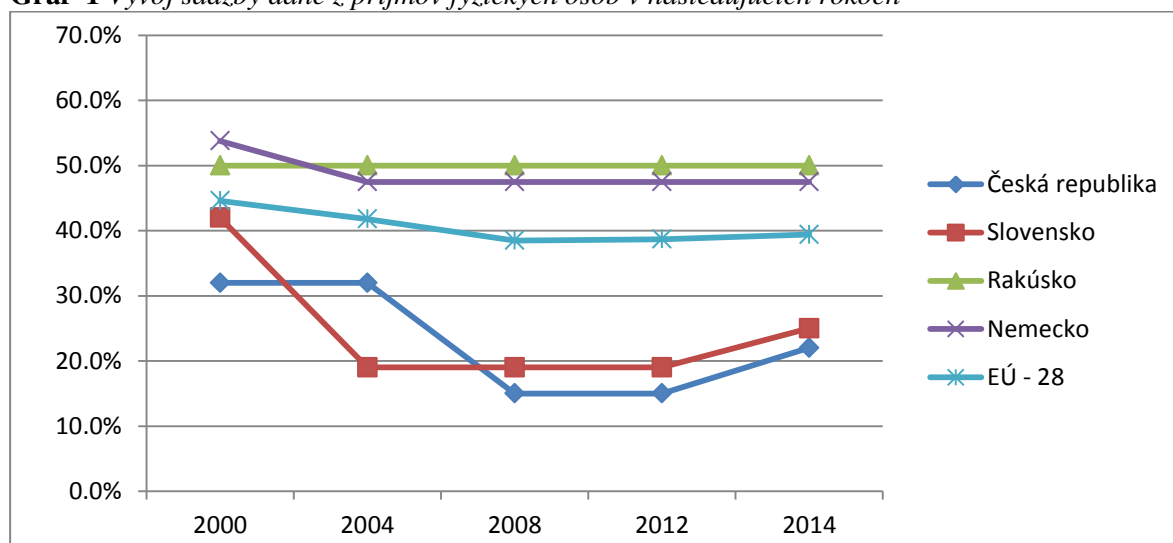
V Nemecku sadzba dane z príjmov právnických osôb je 29,58%. Celkový príjem dane z príjmov zahŕňa daň z príjmov právnických osôb vo výške 15%, príplatok tvorí 0,825%. Okrem dane z príjmov je taktiež povinné ako pre právnické, tak aj pre fyzické osoby platiť

³ http://www.iness.sk/media/file/pdf/IPN/INESS%20Policy%20Note%201_2013%20Februar.pdf

⁴ KOEHRING, M. 2015. *Business risks and opportunities in Central and Eastern Europe*. In The Economist Intelligence Unit. [online]. March 18, 2015. [cit. 28.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.economistinsights.com/countries-trade-investment/analysis/business-risks-and-opportunities-central-and-eastern-europe>>.

solidárny príplatok vo výške 5,5% zo zisku vo všetkých spolkových štátoch. Akcionári sú v Nemecku zdaňovaní osobitne. Rozlišujeme medzi akcionármi ako jednotlivcami a akcionármi ako právnymi subjektmi. Akcionári - jednotlivci majú povinnosť platiť paušálnu zrážkovú daň z dividend vo výške 25% a solidárny príplatok vo výške 5,5%. V prípade partnerstiev považovaných za akcionárov sú dividendy vo výške 40% oslobodené od dane podľa zákona o daniach z príjmov z roku 2009. V marci 2013 bol zavedený zákon, ktorý sa týka zdanenia portfóliových dividend. Tento zákon stanovuje, že všetci akcionári vlastníaci menej ako 10% dividend v spoločnosti podliehajú dani z príjmov právnických osôb (15,825%). Tento zákon bol presadený, aby sa zamedzilo diskriminácii akcionárom, ktorí nie sú rezidentmi Nemecka.⁵ Nasledujúci graf pojednáva o vývoji sadzieb z príjmov fyzických osôb jednotlivých štátov Európskej únie v daných rokoch.

Graf 1 Vývoj sadzby dane z príjmov fyzických osôb v nasledujúcich rokoch



Prameň: EUROSTAT. 2014. Taxation trends in the European Union. In *Eurostat statistical books*. ISSN 1831-8789, 2014 edition. [online]. 2015. [cit. 2015-04-02]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2014/report.pdf>.

Popis grafu č. 1: Z pohľadu daňovníka vychádza daň z príjmov najlepšie v Českej republike, kde základná sadzba dane činí 15%. V prípade, ak má daňovník mesačný príjem vyšší ako 103 768 Kč platí solidárnu daň, ktorá základnú sadzbu navýši ešte o 7%. (za rok 2015 sa platí vtedy, ak je príjem vyšší ako 106 444 Kč).⁶ Na druhom mieste figuruje s mierne vyššími sadzbami dane slovenský daňový systém, ktorý má základnú daňovú sadzbu na úrovni 19%. V prípade, ak príjem presiahne 176,8-násobok sumy platného životného minima, to znamená 35 022,31 eur, je daň z príjmu nad túto čiastku zdaňovaná sadzbou dane z príjmu na úrovni 25%. Rakúsky a nemecký daňový systém patrí medzi typickejšie európske daňové systémy, kvôli ich vyšším sadzbám dani z príjmov fyzických osôb. V prípade, že fyzická osoba v Nemecku zarobí najviac 8 354 eur ročne, tak sadzba dane z príjmov je 0%. Ak má ročný hrubý príjem medzi 8 355 a 13 469 eur je zdaňovaný sadzbou 14%. Rast je celkom strmý, keďže osoby s príjmom nad 52 882 eur ročne podliehajú sadzbe dane vo výške 42%.

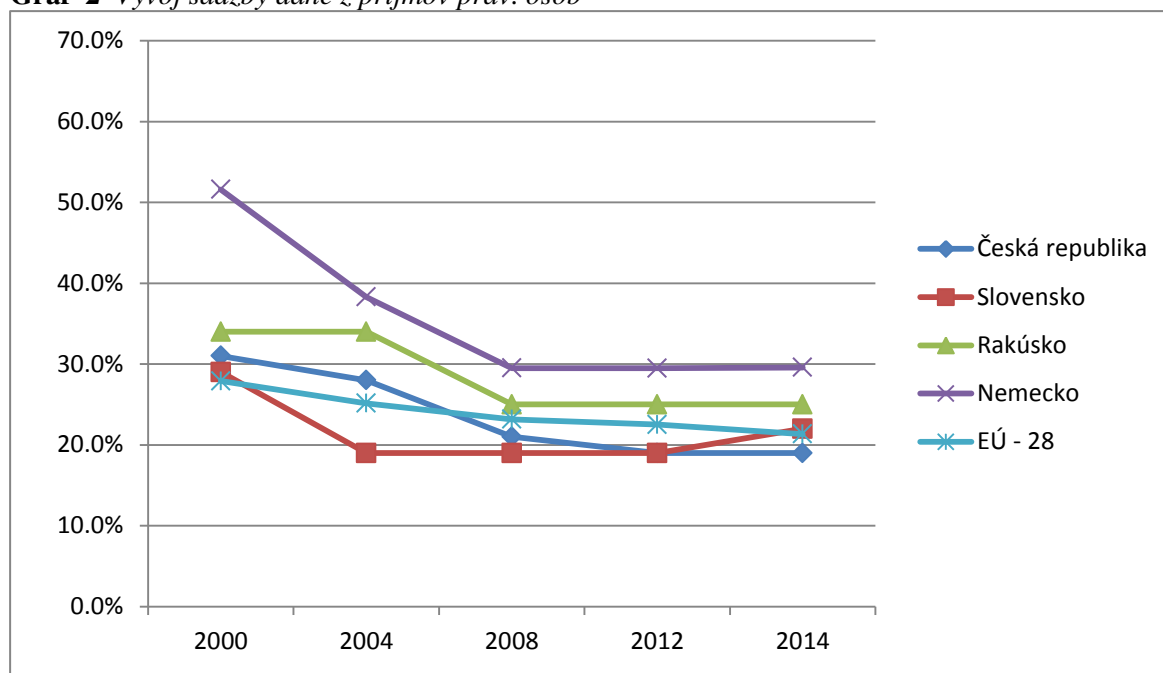
⁵ Dividend Tax in Germany. 2014. In *LawyersGermany.com*. [online]. December 11, 2014. [cit. 31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.lawyersgermany.com/dividend-tax-in-germany>>.

⁶ Vývoj sazby daně z příjmu fyzických osob. 2015. In *Účetní kavárna.cz*. [online]. 2015. [cit. 31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-fyzickych-osob/>>.

Pre príjmy nad 250 731 eur platí najvyššia sadzba dane vo výške 45%.⁷ (Daňové sadzby sú uvádzané bez solidárneho príspevku).

Z pohľadu investora sa javí Rakúsko ako najmenej výhodná alternatíva medzi týmito krajinami. V Rakúsku sa príjem do 11 000 eur za rok nezdaňuje. V tejto fáze je to oproti Nemeckej republike výhodnejšie. Ak má fyzická osoba príjem medzi 11 001 a 25 000 eur je zdanený sadzbou 36,50%. Ďalšie pásmo sa nachádza v rozmedzí 25 001 až 60 000 eur. Vtedy sa uplatňuje sadzba dane z príjmov vo výške 43,2143%. Príjem nad 60 000 eur je zdaňovaný sadzbou 50%.⁸

Graf 2 Vývoj sadzby dane z príjmov práv. osôb



Prameň: EUROSTAT. 2014. Taxation trends in the European Union. In *Eurostat statistical books*. ISSN 1831-8789, 2014 edition. [online]. 2015. [cit. 2015-04-02]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2014/report.pdf>.

Popis grafu č. 2: V prípade zdaňovania príjmu právnických osôb a dividend vo zvolených krajinách Európskej únie opäť figuruje na prvom mieste Česká republika, ktorej sadzba dane z príjmov právnických osôb je 19% a základná sadzba dane z dividend je 15%. Druhá v poradí je Slovenská republika, ktorej výška sadzby dane z príjmov právnických osôb je 22%.

Najmenej priaznivú pozíciu spomedzi vybraných štátov zastáva Nemecko, ktoré právnické osoby zdaňuje sadzbou 29,58% a sadzba dane z dividend je na úrovni 25%. O niečo výhodnejšie postavenie podľa predchádzajúcich kritérií zastáva Rakúsko, ktoré má sadzbu dane z príjmov právnických osôb 25% a dividendy sú zdaňované sadzbou 25%. Sadza dane z príjmov právnických osôb je 25%. Rakúsko nemá žiaden príjem do štátneho rozpočtu z daní z obchodného príjmu. Rakúske spoločnosti môžu profitovať z čiastkového oslobodenia na dani a zdanenia skupiny (vrátane využívania cezhraničných strát a odpisovanie goodwillu pre akvizície kvalifikovaných rakúskych pobočiek).

⁷ Taxes in Germany. 2014. In *InterNations.org*. 2014 [online]. 2014 [cit.31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.internations.org/germany-expats/guide/15984-social-security-taxation/taxes-in-germany-15969>>.

⁸ Tax Rates in Austria for 2014 and Deductions. 2014. In *aaptaxlaw.com*. 2014 [online]. 2014 [cit.31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.aaptaxlaw.com/World-Taxes/Austria-Personal-Income-Tax-Rates-2014-Austria-Corporation-Tax-Rate-TDS-Withholding-Tax.html>>.

Podnikateľské subjekty, ktoré majú možnosť voľby, teda sa môžu rozhodnúť, v ktorom štáte by mali začať podnikat', by mali v každom prípade venovať pozornosť aj vývoju daňových sadzieb v daných štátoch. V prípade, že sa daňová sadzba mení príliš často, je potrebné, aby sa podnikateľský subjekt oboznámil s týmito zmenami a bol na prípadné následky zmien vopred pripravený.

Nie najvhodnejšia situácia pre akýkoľvek typ podnikateľského subjektu nastáva v prípade, ak je daňový systém danej krajiny nestabilný a často mení svoje pravidlá a daňové sadzby. Z tohto hľadiska môžeme za najstabilnejší označiť daňový systém Rakúska, pretože od roku 2000 sa nemanipulovalo s daňovou sadzbou pre fyzické osoby a od roku 2008 nebola zmenená sadzba dane z príjmov právnických osôb. Druhým v poradí je daňový systém Nemecka, ktorý od roku 2008 nezmenil sadzbu dane z príjmov ani u právnických, ani u fyzických osôb. Systém Slovenskej republiky sa v tomto ohľade tiež javí ako stabilný, veď od veľkej daňovej reformy v roku 2004 po rok 2012 nemenil sadzby daní z príjmov ani jednej zo skupiny osôb. Až v roku 2013 došlo k miernemu nárastu daňového zaťaženia, za účelom opatrení vlády na zníženie verejného dlhu. V minulom roku sme zaznamenali pokles sadzby dane z príjmov právnických osôb z 23% na 22%. Daňový systém Českej republiky môžeme považovať za najmenej stabilný systém z pomedzi tých stimulov, ktoré môžu podnikateľov kľúčovo ovplyvniť v ich rozhodnutí, v ktorej krajine začať podnikat'. Takýmto daňovým stimulom sú odpisy a síce ich výška a možnosti odpisovania. Pre podnik predstavujú náklad, prostredníctvom ktorého podnik optimalizuje svoju daňovú povinnosť, preto je na mieste, keď im každý podnikateľ venuje pozornosť. Výšku odpisov jednotlivých druhov majetku analyzujeme v nasledovnej tabuľke. Pre jednoznačné a jasné porovnanie sme zvolili jednotnú menu (euro) a rovnakú výšku obstarávacej ceny v každom štáte.

Tabuľka 2 Komparácia odpisov dlhodobého hmotného a nehmotného majetku

Krajina		SR	ČR	Rakúsko	Nemecko
Počet rokov odpisovania	budova	20	50	50/40/33	50
	PC	4	3		3
	softvér	5	3		5
obstarávacia cena	budova	90000	90000	90000	90000
	PC	1200	1200	1200	1200
	softvér	14000	14000	14000	14000
výška odpisu	budova	4500	1800	1800	1800
	PC	300	400	00	400
	softvér	2800	4666,66		2800
odpisy spolu		7250	6933,33		4076,19

Prameň: Vlastné spracovanie

Na Slovensku nastala zmena od 1. Januára 2015 v odpisovaní hmotného majetku. Novovytvorenou je odpisová **skupina 3** s dobou odpisovania **8 rokov**. Do tejto odpisovej skupiny sa zaraďujú výrobné technológie ako elektrické motory, plynové generátory, stroje pre metalurgiu, turbíny, pece, horáky, chladiace a mraziace zariadenia. Novovytvorenou odpisovou skupinou je aj **odpisová skupina 6** s dobou odpisovania **40 rokov**. Do tejto odpisovej skupiny sa zaraďujú budovy a stavby – ale iba bytové budovy, hotely a iné ubytovacie zariadenia, budovy na úradnícke a administratívne účely, budovy pre kultúru, verejnú zábavu a pod.

V Rakúsku sa výška odpisov budov odvíja rovnako podľa účelu, na ktorý je využívaná a taktiež podľa počtu rokov využívania. V prípade, že sa jedná o typ budovy využívaný na podnikanie, je to životnosť 33 rokov a ročný odpis vo výške 3% z obstarávacej ceny, bankové a poisťovacie domy so životnosťou 40 rokov majú výšku ročných odpisov 2,5%

z obstarávacej ceny a ďalšie objekty ako napríklad administratívne budovy so životnosťou 50 rokov a 2% z obstarávacej ceny.

Za daňové stimuly pre fyzické osoby môžeme považovať aj výšku nezdaniiteľnej časti základu dane a výšku paušálnych výdavkov.

Tabuľka 3 Komparácia nezdaniiteľnej časti základu dane

Krajina	Nezdaniiteľná časť základu dane
Česká republika	904€ (24 840CZK)
Rakúsko	11000
Nemecko	7664 €
Slovensko	3 803,33€

Prameň: Vlastné spracovanie

Nezdaniiteľná časť základu dane súvisí vo veľkej miere s výškou životného minima v danej krajine. Musíme však abstrahovať od absolútnych čísel, pretože hodnotiť a porovnávať atraktivitu daňového systému na základe nezdaniiteľnej časti základu v absolútnych hodnotách, môže byť mierne zavádzajúce, takže treba brať do úvahy koľko násobok životného minima ju tvorí.

Paušálne výdavky sme porovnali medzi rakúskym, českým a slovenským daňovým systémom, pretože v nemeckom systéme sa táto metóda uplatňovania výdavkov využíva iba pri určitých činnostiach.

V Rakúsku sa paušálne výdavky odvíjajú od výšky príjmov daňovníka. V prípade čistých príjmov neprevyšujúcich 13 200 eur je výška paušálnych výdavkov 6%. Za podmienky, že čisté príjmy sú vyššie ako 13 200 eur, no maximálne do výšky 26 400 eur sú paušálne výdavky 12%. Rakúsky daňový systém v porovnaní so Slovenskou a Českou republikou vychádza horšie z dôvodu nižšieho percenta, ktoré si daňovník môže uplatniť. Suverénne najlepšie spomedzi analyzovaných krajín sa javí systém Českej republiky, pretože nemá výdavky (50 %) ohraňované žiadnou maximálnou čiastkou. Na Slovensku(40 %) táto suma nesmie presiahnuť 5040 eur.

ZÁVER

Štát poskytovaním daňových stimulov prichádza o určitú časť príjmov plynúcich do štátneho rozpočtu, lenže na druhej strane môže zvýšiť prílev zahraničných investícií, alebo podporiť partikulárne oblasti ekonomiky. V každom prípade je však dôležité, aby každý štát dohliadal pri jednotlivých daňových stimuloch aj na zachovanie teoretických daňových princípov. Daňové stimuly a ich právna úprava využívaná v Slovenskej republike v porovnaní s Rakúskom, Českou republikou a Nemeckom nie je priveľmi zložitá, za čo môže čiastočne aj veľká daňová reforma v roku 2004, kedy sa daňový systém Slovenskej republiky pomerne dosť zjednodušil, ale ešte stále je možné pozorovať nedostatky, ktoré by bolo potrebné eliminovať. Následne by mohlo byť poskytovanie a využívanie daňových stimulov jednoduchšie a efektívnejšie vďaka transparentnosti a prehľadnosti nášho daňového systému.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] LÉNÁRTOVÁ, G. 2014. Daňová stimulácia a podnikateľské prostredie v SR. In *Aktuálne problémy podnikovej sféry 2014* [CD-ROM]. Bratislava: vydavateľstvo Ekonóm, 2014, s.269-275. ISBN 978-80-225-3867-1.

- [2] LÉNÁRTOVÁ, G. 2009. Daňové systémy. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004, dotlač 2009 s. 246. ISBN 80-225-1742-9.
- [3] GLAESER, E. L. 2001. *The Economics of Location Based Tax Incentives*. [online]. Massachusetts: Harvard University and NBER, October 21, 2001. [cit. 10.02.2015.] Dostupné na internete: <<http://scholar.harvard.edu/files/glaeser/files/hier1932.pdf>>.
- [4] MH SR. 2010. Správa o čerpaní štátnej pomoci vo forme investičných stimulov a investičnej pomoci podľa zákona č. 565/2001 Z. z. o investičných stimuloch a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a podľa zákona č. 561/2007 Z. z. o investičnej pomoci a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.
- [5] KPMG Tax rates online 2014. [online]. 2014. [cit. 28.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/tax-rates-online.aspx>>.
- [6] Dividend Tax in Germany. 2014. In *LawyersGermany.com*. [online]. December 11, 2014. [cit. 31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.lawyersgermany.com/dividend-tax-in-germany>>.
- [7] Vývoj sazby daně z příjmu fyzických osob. 2015. In Účetní kavárna.cz. [online]. 2015. [cit. 31.03.2015]. Dostupné na internete: <<http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-fyzickych-osob/>>.

ZDAŇOVANIE PRÍJMOV V NEMECKU¹

TAXATION OF INCOME IN GERMANY

Ivona Ďurinová²

Kľúčové slová: daňový systém, daň z príjmov fyzických osôb, daň z príjmov právnických osôb, odpočítateľné položky, pripočítateľné položky, daňové sadzby, daňové úľavy, odpisy, umorovanie straty

JEL Klasifikácia: H20

ÚVOD

Pre fungovanie a realizáciu jednotného vnútorného trhu EÚ ako priestoru pre voľný pohyb osôb, tovaru, služieb a kapitálu, bolo nevyhnutné naštartovanie určitej koordinácie resp. harmonizácie v oblasti daní. Postupné zblížovanie daňových systémov jednotlivých členských krajín EÚ nie je však prijímané všade s rovnakou odozvou, a to najmä v oblasti priamych daní, ktoré považujú jednotlivé krajiny EÚ za výraz národnej suverenity. V rámci historického vývoja si krajiny riešili prostredníctvom daňovej politiky v tejto oblasti svoje špecifické problémy, možno si všimnúť preto výrazné odlišnosti, a to najmä v zdaňovaní príjmov. Každá krajina má svoje historické, politické, ekonomické, sociálne a kultúrne pozadie, ktoré sa premietlo aj do daňových systémov. Odlišnosti v zdaňovaní príjmov sú teda prirodzeným odrazom odlišností v uvedených oblastiach.

Daňová politika zohráva dôležitú úlohu pri rozhodovaní investorov o umiestnení investícií, preto priaznivo nastavený daňový systém môže do krajiny prilákať zahraničný kapitál a prispieť k vytváraniu nových pracovných miest. Slovenská republika sa snažila prilákať zahraničný kapitál daňovou reformou v roku 2004 a zavedením tzv. rovnej dane, proti čomu kriticky vystúpilo Nemecko. Slovensko a Nemecko sú členskými štátmi Európskej únie, Nemecko patrí medzi zakladajúcich členov, Slovenská republika pristúpila až v roku 2004.

Cieľom príspevku je priblížiť zdaňovanie príjmov v Nemecku a poukázať na rozdielny vývoj v minulosti ako aj súčasný trend v tejto oblasti v porovnaní so situáciou na Slovensku.

DAŇOVÁ SÚSTAVA NEMECKA

Nemecká spolková republika, ktorú dnes tvorí 16 spolkových krajín, prešla z hľadiska historického vývoja rôznymi zmenami politického a ekonomického zriadenia. Tieto zmeny sa odzrkadlili aj na jej daňovom systéme.

Daňová sústava Spolkovej republiky Nemecko prešla od zjednotenia Nemecka množstvom zmien, pokým nadobudla súčasnú podobu. Na začiatku bol nevyhnutný vznik nových daní, avšak neskôr bolo množstvo z nich zrušených (daň z čaju, cukru, zo soli, z octu, daň zo zápaličiek, z monopolu na zápalky, daň z obalov, daň z cenných papierov, daň z obratu na burze, daň z hracích kariet, daň z osvetľovacích prostriedkov, daň zo zmrzliny a počet ďalších daní). Rôznymi reformnými krokmi sa podarilo od roku 2000 prieběžne presunúť daňové zaťaženie z priamych daní (najmä z daní z príjmov) na dane nepriame.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0064/13 *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR (2013 - 2015)*. Podiel na projekte 100 %.

² Ing. Ivona Ďurinová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: ivona.durinova@euba.sk

Medzi **priame dane** daňovej sústavy Nemecka patria: dane z príjmov (daň z príjmov fyzických osôb, daň z príjmov právnických osôb, solidárny príspevok, živnostenská daň, cirkevná daň) a majetkové dane (daň z nehnuteľností, daň z dedičstva, daň z požiarnej ochrany, daň z motorových vozidiel). Medzi **nepriame dane** daňovej sústavy Nemecka patria: daň z pridanej hodnoty a špecifické spotrebné dane (daň z liehu, z piva, zo šumivého vína, z tabaku, z minerálnych olejov, z medziproduktu, z kávy a z elektrickej energie).

V Spolkovej republike Nemecko sa **dane spravujú na troch úrovniach**: na úrovni federácie, na úrovni spolkových krajín a na úrovni obcí, pričom každá úroveň má podľa príslušného zákona vymedzené oblasti financovania.

Obciam je zákonom zaručené právo rozhodovania o správe vlastných záležitostí v rámci spolku a v súlade s krajinou zákonnou úpravou. Spolok a krajina si delia výnos dane z príjmov fyzických osôb, ako aj dane zo spoločností (spolok tiež rozhoduje o podiele jednotlivých stupňov územnej samosprávy na dani z pridanej hodnoty). Časť výnosu z dane fyzických osôb, spoločností, prípadne dane z pridanej hodnoty môže krajina postúpiť v prospech obce. Každá krajina tak samostatne zostavuje percento z daňových príjmov, ktoré môžu byť postúpené obciam v závislosti od druhu a objemu úloh a služieb a pod., ktoré obec zabezpečuje.³ Vo všeobecnosti daňové príjmy obcí v súčasnosti tvorí: podiel na dani z príjmu, miestna podnikateľská daň, majetková daň a ďalšie miestne dane.

Miestna podnikateľská daň má podobu dane zo zisku v mieste, ktorú platia subjekty, ktoré vznikli s cieľom dosahovať zisk. Na ich činnosť je však zavedené množstvo oslobodení, ktoré sa týkajú napríklad miestneho poľnohospodárstva, samostatne zárobkovej činnosti a pod. Spolková politika sa zameriava na redukcii daňového bremena plynúceho z miestnej podnikateľskej dane s cieľom zabezpečiť najmä podnikateľské miesta obyvateľstvu, ktoré sa nachádza v mieste, resp. okolí pôsobenia činností týchto podnikateľských subjektov.

Nemecký daňový systém je charakteristický systémom vyrovnávania príjmov obcí v jednotlivých krajinách, ale aj medzi krajinami a spolkom. Rovnako sa využíva aj na vyrovnávanie rozdielov v príjmoch obcí na úrovni jednotlivých krajín. Vyrovnávací systém medzi obcami vnútri krajiny sa uskutočňuje predovšetkým dotačnou politikou krajín voči jednotlivým obciam. Predovšetkým ide o snahu zmierniť rozdiely medzi porovnateľnými skupinami obcí a umožniť financovanie niektorých špecifických potrieb obcí. Konkrétne miera vyrovnávacích dotácií krajín je rôzna, závisí napr. od počtu obyvateľov, množstva nezamestnaných v obci a pod.

DAŇ Z PRÍJMOV FYZICKÝCH OSÔB

Daň z príjmov patrí medzi priame dane. Výnosy z nej sa rozdeľujú medzi štát, jednotlivé spolkové krajiny a obce. Daň z príjmov fyzických osôb spolu so spôsobom vyberania a platenia dane upravuje zákon o dani z príjmov (Einkommensteuergesetz) v znení neskorších predpisov. Dani z príjmu fyzických osôb podliehajú v Nemecku rezidenti i nerezidenti.

Za príjem fyzickej osoby sa považuje súčet rôznych druhov príjmov. **Predmetom dane** sú príjmy: z poľnohospodárskej výroby a lesného hospodárstva, zo živnosti a obchodu, zo závislej a z nezávislej činnosti, z kapitálového majetku, z prenájmu a ostatné príjmy.

Oslobodené od dane sú napríklad: plnenia zo zdravotného poistenia, z opatrovateľského poistenia, zo zákonného úrazového poistenia, materský príspevok, podpora pre ženy v domácnosti, podpora v nezamestnanosti, rôzne sociálne príspevky; odstupné, peňažné vyrovnanie podľa osobitných predpisov, vecné a peňažné príjmy, ako aj lekárska starostlivosť vojakov a pri výkone civilnej vojenskej služby; príjmy z vedľajšej

³ SCHULTZOVÁ, A. a kol. 2012. *Dane sústavy štátov Európskej únie*. 2. dopl. a preprac. vyd. Bratislava: EKONÓM, 2012. s. 156. ISBN 978-80-225-3457-4

pracovnej činnosti ako tréner, učiteľ, vychovávateľ, opatrovateľ alebo z podobných činností, ktoré ročne nepresiahnu výšku 2 100 €, nad túto sumu si môžu uplatniť priamo súvisiace výdavky; príspevky na výživné; štipendiá na podporu výskumu a podporu vzdelávania; sprepitné, ktoré príležitostne dostane zamestnanec za poskytované služby, na ktoré mu nevyplýva zákonný nárok.

Manželské páry môžu využiť spoločné zdanenie príjmov **tzv. splitting**. Odpočítateľné položky od základu dane sa v prípade zdanenia manželov zdvojnásobujú. Príjmy detí však nesmú byť zahrnuté do príjmov rodičov, zdaňujú sa zvlášť. Spoločné daňové priznanie môžu od roku 2013 podávať aj ľudia v registrovanom partnerstve.

Základ dane sa upravuje o odvody, odpočítateľné položky, v prípade podnikateľského subjektu aj o stratu a pod. Z niektorých príjmov je daň vyberaná zrážkou pri zdroji príjmu (napríklad daň zo mzdy, daň z kapitálových príjmov a pod.)

Základ dane si môže daňovník upraviť o **odpočítateľné položky**:

- základnú nezdaniteľnú sumu na daňovníka, a to slobodní vo výške 8 004 €, zosobášené manželské páry 16 008 €,
- nezdaniteľnú sumu na vyživované dieťa vo výške 2 184 € na každé vyživované dieťa (manželia dvojnásobok sumy pri ich spoločnom zdanení),
- nezdaniteľnú sumu určenú na starostlivosť o dieťa, na jeho vzdelanie vo výške 1320 € (manželia dvojnásobok sumy pri ich spoločnom zdanení),
- dar na podporu činnosti neziskových organizácií, resp. politických strán (výška darov je ohraničená maximálnou sumou),
- rôzne druhy poistenia (do určitej výšky), napr. dobrovoľné dodatočné dôchodkové poistenie,
- mimoriadne zaťaženie všeobecného druhu (náklady na lekára a lieky, ak nie sú pokryté poisťovňou, náklady na rozvod, náklady na pohreb blízkej osoby),
- odpočet straty, ak to zákon umožňuje,
- nezdaniteľná čiastka na odľahčenie daňovníkov po dosiahnutí 64 rokov, na odľahčenie slobodných rodičov (1 308 € ročne),
- a ďalšie odpočítateľné položky (zamestnanie pomoci v domácnosti, paušálna čiastka na postihnutého, pre pozostalých, opatrovateľská paušálna čiastka, náklady na opatrovanie detí, odpočítateľná položka na podporu osobného vlastníctva bytu).

Každoročne dochádza k zvyšovaniu nezdaniteľnej časti základu dane na daňovníka a k zvyšovaniu hranice príjmu fyzickej osoby, ktorý dani nepodlieha.

Povinné príspevky na sociálne poistenie zahŕňajú poistenie pre prípad nezamestnanosti (3%), zdravotné poistenie (14,6 %), úrazové poistenie (toto poistenie hradí a odvádza zamestnávateľ za zamestnanca), opatrovateľské poistenie (2,35 %) a dôchodkové poistenie (18,70 %). Pri vykonávaní závislej činnosti sa odvody na sociálne poistenie delia rovným dielom medzi zamestnávateľa a zamestnanca. Výnimkou je úrazové poistenie, ktoré platí výlučne zamestnávateľ. Pre jednotlivé druhy poistenia je osobitným zákonom stanovená maximálna výška vymeriavacieho základu, z ktorého sa tieto odvody platia. Vymeriavací základ tvoria príjmy daňovníka. Okrem spomenutých povinných odvodov na sociálne poistenie sa k povinným príspevkom zaraďuje aj poistenie pre prípad práceneschopnosti, životné poistenie, poistenie zodpovednosti a poistenie rizika (druh životného poistenia).⁴

Odpočítateľnú položku tiež predstavujú náklady - mimoriadne výdavky, ktoré nemožno zaradiť ani k podnikovým výdavkom ani k výdavkom na zabezpečenia a udržiavanie príjmov. K mimoriadnym výdavkom patrí zaplatená cirkevná daň, školné, výživné na

⁴ Príspevky na sociálne poistenie 2015. Dostupné na internete:
<<http://www.lohninfo.de/sozialversicherungsbeitraege2015.html>> (30.04.2015)

rozvedeného alebo trvalo odlúčeného manžela/manželku (v maximálnej výške 13 805 €), výdavky na zaopatrenie, rôzne dôchodky a trvalá záťaž.

Daňovník si môže uplatniť daňový bonus na vymedzené výdavky súvisiace s chodom a udržiavaním domácnosti v maximálnej výške 20 % (limit je 4 000 €).

Sadzba dane z príjmu fyzických osôb je progresívne kľzavá. Reformnými krokmi došlo k postupnému zníženiu hraničných sadzieb pri dani z príjmov (v roku 2002 bola maximálna sadzba dane 48 %, v roku 2003 bola 47 % a v roku 2004 sa postupne znížila na 45 %). Došlo tiež k postupnému znižovaniu najnižšej, t. j. vstupnej, sadzby dane z 25,9 % na súčasných 14 %.

Príjmy fyzickej osoby sú rozdelené do piatich daňových pásiem, tak ako uvádza tabuľka 1.⁵ V druhom a treťom daňovom pásme je sadzba dane pohyblivá. Pri príjme 8 005 € je sadzba dane 14 %, pri každom zvýšení daňového základu o 1 000 € sa zvyšuje o 1,88 % až do príjmu 13 469 €, kde platí sadzba dane vo výške 24 %. Pri každom zvýšení daňového základu nad 13 469 € sa zvyšuje sadzba dane o 0,46 % až do príjmu 52 882 €.

Tabuľka 1: Sadzba dane z príjmu fyzických osôb v Nemecku

Zdaniteľný príjem v €/rok	Daňová sadzba v %
Do 8 004 €	0
8 005 - 13 469 €	14 - 24
13 470 - 52 881 €	24 - 42
52 881- 250 730 €	42
250 731 € a viac	45

Prameň: Dane v Nemecku. Dostupné na internete: <http://www.finance.cz/dane-a-mzda/dane-v-cr-a-v-eu/dane-v-eu/dane-v-nemecku/> (28.4.2015)

Daňovníkom (fyzickým, ako aj právnickým osobám) sa k príslušnej sadzbe dane pripočítava solidárny príspevok vo výške 5,5 %, ktorý slúži na vyrovnanie ekonomických a sociálnych rozdielov krajín NDR (v prípade 25 % sadzby dane je solidárny príspevok 1,375 % , t. j. 5,5 % z 25, teda efektívna sadzba dane je v tomto prípade 26,375 %). Solidárny príspevok sa pripočítava aj k uplatňovaným zrážkovým daniam. Pri dosiahnutí zákonom stanoveného minimálneho príjmu daňovníka sa solidárny príspevok neuplatňuje. Jeho maximálna výška je tiež ohraničená.

Daň zo mzdy zráža zamestnávateľ zamestnancovi a odvádza ju príslušnému finančnému úradu. Zdaniteľná mzda predstavuje všetky súčasné aj minulé príjmy, ktoré plynú zamestnancovi z pracovného pomeru. Patria sem podobne ako aj v SR peňažné aj nepeňažné plnenia ako aj ďalšie výhody (napr. využívanie služobného auta aj na súkromné účely). Pre povinnosť platiť daň nie je podstatné, či sa jedná o jednorazové alebo pravidelné príjmy, alebo či má na ne daňovník právny nárok.

Pre stanovenie výšky dane zo mzdy sú vytvorené daňové triedy, ktoré určujú možné odpočty a nezdaniteľné čiastky. Na každý daňový rok sú pripravované tzv. Mzdové tabuľky, kde sú stanovené výšky dane podľa jednotlivých daňových tried.

⁵ *Dane v Nemecku. Dostupné na internete: < <http://www.finance.cz/dane-a-mzda/dane-v-cr-a-v-eu/dane-v-eu/dane-v-nemecku/> > (28.04.2015)*

Tabuľka 2: *Daňové triedy pre daň zo mzdy pre jednotlivých zamestnancov*

Daňová trieda	Zamestnanci
Daňová trieda I	• <i>slobodní</i> • <i>manželia</i>, ovdovelí alebo rozvedení, ktorí nespĺňajú predpoklady pre zaradenie do skupín III a IV;
Daňová trieda II	zamestnanci uvedení v daňovej triede I, ak sami vychovávajú aspoň jedno dieťa (samoživitelia) a vzťahuje sa tak na ne § 24b (môžu si od základu dane za rok odpočítať 1 308 €);
Daňová trieda III	• <i>manželia</i>, ktorí nežijú trvalo oddelene a len jeden z manželov je zamestnaný alebo ak manželia spoločne požiadajú o preradenie manžela/ky do daňovej triedy V; • <i>ovdovelí</i>, ktorí so zomrelým/ou nežili trvalo oddelene a obaja manželia boli v okamihu smrti jedného z nich zamestnaní po dobu jedného kalendárneho roka nasledujúceho po kalendárnom roku, v ktorom manžel/ka zomrel/a; • <i>rozvedení</i> v kalendárnom roku, ak v kalendárnom roku, kedy sa rozviedli, nežili trvalo oddelene a boli obaja zamestnaní;
Daňová trieda IV	<i>manželia</i> , ak obaja poberajú mzdu a nežijú trvalo oddelene;
Daňová trieda V	<i>manželia</i> , ktorí spadajú pod daňovú triedu IV, pokiaľ je na žiadosť oboch manželov jeden z manželov preradený do daňovej triedy III;
Daňová trieda VI	zamestnanci, ktorí poberajú mzdu paralelne od viacerých zamestnávateľov, pre zrážku dane z druhého a ďalších pracovných pomerov.

Prameň: www.bundesfinanzministerium.de

Manželia sú v zásade zdaňovaní spoločne, ak sú zamestnaní a nežijú trvalo oddelene, môžu si zvoliť medzi dvoma kombináciami daňových tried. Môžu sa zaradiť do daňovej triedy IV, čo je výhodné v prípade, ak obidvaja manželia zarábajú približne rovnako. Druhá možnosť spočíva v tom, že manžel s vyššími zárobkami zvolí daňovú triedu III a druhý daňovú triedu V. Manželia môžu daňovú triedu zmeniť pred 1. januárom kalendárneho roka, na ktorý sa vydáva tzv. "karta daňovníka". Počas roka tak môžu urobiť iba raz a to najneskôr do 30. novembra v príslušnej obci, ktorá "kartu" vydáva. "Kartu" dostane len zamestnanec, ktorý sa zvyčajne, resp. prevažne zdržiava na území Nemecka, prípadne má v Nemecku trvalý pobyt. Daňovník má povinnosť predložiť "kartu" zamestnávateľovi pre aktuálny kalendárny rok do 31. marca, ak nastúpi do nového pracovného pomeru, mal by "kartu" predložiť do šiestich týždňov od nástupu do práce. Ak zamestnanec poberá mzdu od niekoľkých zamestnávateľov, potom má niekoľko "kariet".

Výnimkou z povinnosti predložiť "kartu" je práca na čiastočný úväzok, kedy zamestnávateľ daň vypočíta paušálne vo výške 5 % alebo 25 % mzdy. Priemerná mzda za hodinu však v tomto prípade nesmie byť vyššia ako 12 €. Sadzba 5 % sa vzťahuje na pomocné sily v poľnohospodárstve a lesníctve, sadzba 25 % potom na pomocné sily, ktoré pre zamestnávateľa nepracujú pravidelne a opakovane a pri ktorých doba zamestnania neprekročila 18 po sebe nasledujúcich pracovných dní a mzda nebola vyššia ako v priemere 62 € za pracovný deň.

Zamestnávateľ môže mzdu zdaniť paušálne 2 % (jednotná paušálna daň) alebo 20 % v prípade, že sa jedná o trvalé zamestnanie so zanedbateľnou mzdou alebo o zanedbateľné zamestnanie v domácnosti. "Zanedbateľné" zamestnanie sa v tomto prípade chápe v zmysle

sociálneho poistenia. Pritom sa musí overovať dodržanie maximálnej mesačnej výšky mzdy (v súčasnej dobe 400 €).

Príspevky na sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie dosahujú úroveň 50 % z dosiahnutej mzdy s tým, že polovicu zaplatí zamestnávateľ a polovicu platí sám zamestnanec. Daňový klin samostatne žijúcej osoby bez detí s priemernou mzdou v roku 2014 predstavuje v Nemecku 49 % a na Slovensku 41,2 % (daňový klin znamená, koľko percent celkových nákladov na prácu nedostane zamestnanec v čistej mzde).⁶

Reformami daňového systému v Nemecku sa **znižuje aj daňové zaťaženie malých a stredných podnikateľov**, ktorí sú považovaní za významný pilier nemeckého hospodárstva. Napr. zaplatená daň z príjmu živnostníkov je daňovo uznateľným výdavkom, takisto malí a strední podnikatelia pri ukončení podnikateľskej činnosti môžu využiť zníženú sadzbu dane na predávaný majetok.

Fyzické osoby, ktoré sú členmi rímsko-katolíckej, nemeckej protestantskej, Lutheránskej alebo židovskej cirkvi musia platiť aj **cirkevnú daň**. Výška dane je stanovená v zákone o cirkevnej dani, ktorý vydávajú jednotlivé spolkové krajiny (v niektorých je stanovená minimálna výška dane). Daň je vymeraná z ročnej dane z príjmov fyzickej osoby, resp. z dane zo mzdy, a činí 8 % alebo 9 % podľa príslušnej spolkovej krajiny. Daň vyberá príslušný finančný úrad.

DAŇ Z PRÍJMU PRÁVNICKÝCH OSÔB

Daň z príjmu právnických osôb sa vzťahuje na kapitálové spoločnosti, poisťovacie spolky, inštitúcie, nadácie, ziskové a hospodárske družstvá a spoločnosti obchodného a priemyselného zamerania prevádzkované právnickými osobami. Uvedenej dani podliehajú teda spoločnosti zapísané v obchodnom registri, ale aj subjekty, ktoré nevznikli na účel podnikania. Od platenia daní sú **oslobodené** dobročinné spoločnosti, profesijné zväzy, politické strany, atď.

Daňový systém Nemecka umožňuje **skupinové zdanenie spoločností**. Za určitých okolností je možný vzájomný prevod ziskov a strát medzi prepojenými spoločnosťami.

V daňovej sústave Nemecka sa pri zdaňovaní spoločnosti uplatňuje **systém dvojitého zdanenia zisku spoločnosti**. Základom dane je celkový zisk spoločnosti za zdaňovacie obdobie (pred vyplatením dividend). Vyplatené dividendy podliehajú 25 % sadzbe dane, resp. 26,38 % sadzbe dane po zohľadnení solidárneho príspevku.

Sadzba dane z príjmov právnických osôb sa postupne znižovala. V roku 1999 Nemecko uplatňovalo pri zdaňovaní príjmov právnických osôb až 45 %-tnú sadzbu dane, ktorú neskôr zredukovalo na 30 %, v roku 2001 na 25 % a následne v roku 2008 na 15 %. Aj pre rok 2015 platí 15 % sadzba dane z príjmov právnických osôb, ku ktorej sa však musí prirátať 5,5% solidárny príspevok. Výsledná daňová sadzba tak predstavuje hodnotu 15,83 %. Okrem toho musia všetky právnické osoby platiť živnostenskú daň (jej výšku stanovujú miestne orgány), celková efektívna daňová sadzba sa tak pohybuje od 30 % do 33 %.

Živnostenská daň (tzv. daň z podnikania alebo obchodná daň) patrí k najkontroverzejším a najdiskutovanejším daniam v Nemecku, ktorá sa v iných krajinách veľmi nevyužíva. Upravuje ju zákon o obchodných daniach.

Jej výnos je jedným z hlavných príjmov obcí. Túto daň musia platiť všetky právnické osoby, čiže aj kapitálové a obchodné spoločnosti. Existencia tejto dane je odôvodnená ako náhrada obciam za záťaž vyplývajúcu z existencie a vzniku firiem. Daň slúži na refinancovanie infraštruktúry a bývania. Dani podliehajú všeobecne všetky nemecké spoločnosti. Sadzba živnostenskej dane sa stanoví v závislosti od federálnej sadzby a

⁶ <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7432> (05.05.2015)

násobiteľa. Federálna sadzba je 3,5 % a násobiteľ sa líši v závislosti od jej potrieb až do maximálnej možnej výšky 490 %.⁷ Sadzba sa pohybuje v rozmedzí od 7 % do 17,5 %. Najčastejšie sa výška tejto dane pohybuje na úrovni 14 % až 17 %.

Tabuľka 3: *Nemecké mestá a ich násobitele pri výpočte živnostenskej dane*

Mesto	Násobiteľ v %
Mníchov	490
Hamburg	470
Frankfurt nad Mohanom	460
Berlín	410
Kolín	475
Stuttgart	420
Dresden	450
Bonn	460

Prameň: www.bundesfinanzministerium.de

V Nemecku sa uplatňuje najmä lineárne **odpisovanie**, ale mimoriadne sa využíva aj zrýchlené odpisovanie, keď to vyplýva z technických alebo ekonomických príčin. Budovy sa odpisujú 50 rokov, ročná odpisová lineárna sadzba je 2 %, alternatívne sa dá využiť zrýchlené odpisovanie, a to: prvých 10 rokov 4 %, ďalších 8 rokov 2,5 % a zostávajúcich 32 rokov 1,25 %. Goodwill sa odpisuje 15 rokov.

Tabuľka 4 *Odpisy dlhodobého majetku v Nemecku*

Aktíva	Ročný odpis (%)
Lietadlá	5
Vozidlá	16,6
Počítače	33,3
Kancelárska technika	6-14
Stroje a zariadenia	6-10

Prameň: www.worldwide-tax.com

Straty môžu byť prevedené do predchádzajúceho roka vzniku straty, a to do výšky 511 500 € a tiež do nasledujúceho roka maximálne do 1 000 000 €.

Daňovníci i spoločnosti podávajú **daňové priznanie** najneskôr do 31. mája nasledujúceho kalendárneho roka po skončení zdaňovacieho obdobia a podľa výšky poslednej známej daňovej povinnosti sú povinní platiť štvrťročné preddavky na daň (zálohy na daň).

ZÁVER

Nemecko je známe svojimi priaznivými podmienkami pre podnikanie, a to najmä výbornou vymožitelnosťou práva, právnou ochranou investícií, obchodnou slobodou, dlhodobo vysoko aktívnou obchodnou bilanciou, vyspelým finančným prostredím. Súčasný daňový systém Nemecka patrí však medzi tie komplikovanejšie s daňovým zaťažením na úrovni 40,3 % HDP, čo predstavuje hodnotu okolo európskeho priemeru (40,8 % HDP). Vyššie dane ako Nemci platia napríklad obyvatelia Dánska, Belgicka, Švédska, Fínska, Rakúska, Francúzska a Talianska. Na Slovensku bolo daňové zaťaženie v rovnakom období

⁷ ŠIROKÝ, J. 2013. *Dane v Európskej únii*. Praha: LINDE, 2013. s. 252. ISBN 978-80-720-1925-0

merané prostredníctvom zloženej daňovej kvóty jednoznačne nižšie (30,1 % HDP).⁸ Daňový klin samostatne žijúcej osoby bez detí s priemernou mzdou v roku 2014 predstavuje v Nemecku 49,3 % a na Slovensku 41,2 %, teda aj daňová zaťaženosť práce je v Nemecku v porovnaní so Slovenskom vyššia. Deň daňovej slobody⁹ v roku 2015 v Nemecku pripadne na 18. jún a na Slovensku už na 25. máj.¹⁰

Dane z príjmu sú dôležitým nástrojom, pomocou ktorého môže štát rýchlo a efektívne zvýšiť či znížiť príjem do štátneho rozpočtu. Najmä daň z príjmu právnických osôb je zaujímavá tak pre podnikateľov v danej krajine, ako aj pre potenciálnych investorov do krajiny. Pokiaľ vysoké dane z príjmu odrádzajú od investovania v danej krajine, nízke alebo nižšie daňové sadzby ako majú ostatné krajiny s podobnou ekonomikou sú lákadlom pre viacero firiem.

Tzv. rovná daň vo výške 19 % zavedená v roku 2004 a platná do konca roka 2012 spolu s nízkou minimálnou mzdou bola v uvedenom období veľkým lákadlom pre investovanie na Slovensku. Pre také markantné zníženie daňového zaťaženia príjmov nás práve Nemecko kritizovalo a v tom čase nám chcelo zamedziť aj financovanie z eurofondov. Slovensko však po prvom zdaňovacom období od zavedenia tzv. rovnej dane dokázalo naplniť štátny rozpočet podľa predpokladov.

V Nemecku sa uplatňuje progresívne kľzavá sadzba dane z príjmu fyzických osôb, pričom postupne dochádzalo k znižovaniu hraničných sadzieb (v roku 2002 bola maximálna sadzba dane 48 %, v roku 2003 bola 47 % a v roku 2004 sa postupne znížila na 45 %). Došlo tiež k postupnému znižovaniu najnižšej, t. j. vstupnej, sadzby dane z 25,9 % na súčasných 14 %. V Nemecku je zavedený aj systém spoločného zdanenia manželov, ktorý umožňuje manželom optimalizovať zdanenie prostredníctvom kombinácie rôznych daňových tried. V Nemecku sú ukladané dane na úrovni spolkových krajín vo väčšej miere než na úrovni obcí. Špecifikom daňového systému Nemecka oproti ostatným tradičným systémom je solidárny príspevok, ktorý sa pripočítava k priamym dôchodkovým daniam. Zavedený bol z dôvodu financovania nákladov spojených so znovu zjednotením Nemecka. Registrovaní členovia cirkvi musia tiež platiť cirkevnú daň.

Na Slovensku od roku 2013 došlo k zvýšeniu dane z príjmu pre fyzické osoby ako aj právnické osoby. V prípade fyzických osôb sa znovu zaviedlo progresívne zdanenie, sadzba dane sa odvíja od výšky príjmu fyzickej osoby. Uplatňujú sa dve sadzby dane, a to 19 % a 25 %.¹¹ Systém spoločného zdanenia manželov sa na Slovensku neuplatňuje.

Zdaňovanie príjmov právnických osôb v Nemecku je v porovnaní so Slovenskom zložitejšie. Sadzba dane z príjmov právnických osôb sa však tiež postupne znižovala. V roku 1999 Nemecko uplatňovalo až 45 %-tnú sadzbu dane, ktorú neskôr zredukovalo na 30 %, v roku 2001 na 25 % a následne v roku 2008 na 15 %, ktorá sa uplatňuje aj v súčasnosti. K tejto sadzbe však treba prirátat 5,5 % solidárny príspevok, čiže výsledná daňová sadzba tak predstavuje hodnotu 15,83 %. Okrem toho musia všetky právnické osoby platiť živnostenskú daň. Tá sa počíta na základe viacerých ukazovateľov, pomocou ktorých môže štát či konkrétne mestá manipulovať situáciu zvyšovaním alebo znižovaním tzv. násobiteľov.

⁸ <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7432> (05.05.2015), daňové kvóty za rok 2013

⁹ Deň, ktorý rozdeľuje rok do dvoch období. V prvom zarábajú daňovníci na pokrytie výdavkov vlády a ostatných inštitúcií štátu, počnúc dňom daňovej slobody (vrátane) zarábajú pre seba. Na [Slovensku](#) sa každoročne vypočítava ako podiel celkových konsolidovaných výdavkov verejného sektora na hrubom domácom produkte.

¹⁰ <http://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/cze-tz-den-danove-svobody-22-cervna.html> (05.05.2015)

¹¹ Ak základ dane neprekročí 176,8-násobok životného minima platného k 1.1. v príslušnom zdaňovacom období uplatní sa 19 % sadzba dane, v opačnom prípade sa uplatní 19 % zo základu dane rovného 176,8-násobku životného minima a na zvyšnú časť sa uplatní 25 % sadzba dane. Výsledná daň sa rovná súčtu obidvoch čiastkových daní.

V mestách alebo v krajoch s vysokou nezamestnanosťou môže mesto s nízkym násobiteľom živnostenskej dane prilákať investorov do regiónu a zabezpečiť tak prácu nezamestnaným občanom v regióne. Celková efektívna daňová sadzba sa spolu so živnostenskou daňou pohybuje od 30 % do 33 %. Celkové daňové zaťaženie právnických osôb v Nemecku patrí tak medzi tie najvyššie v Európe.

Slovensko malo do konca roku 2012 jednu z najnižších daňových sadzieb dane z príjmu právnických osôb, a to 19 %. V roku 2013 sa sadzba dane zvýšila na 23 %, následne sa však v roku 2014 opäť znížila na 22 %.

V Nemecku sa na rozdiel od Slovenska uplatňuje systém vnútroštátneho dvojitého zdanenia, kedy zisky právnických osôb sú zdaňované na úrovni spoločností a zároveň dani podliehajú tiež dividendy akcionárov. V Nemecku je zavedený systém daňového účtovníctva.

Buchláková L. uvádza, že Nemecko uvažuje o ceste znižovania daní, no na druhej strane chce viac peňazí od nadnárodných spoločností, ktoré vďaka optimalizácii daní neodvádzajú štátu dostatočné dane. Nemci chcú viac bojovať aj proti daňovým podvodom, čo je rovnaká cesta, akou sa vyberá aj súčasná slovenská vláda. V Nemecku sú však tak ďaleko, že tí, ktorí kráčia alebo neodvádzajú štátu dane, sa začali hromadne priznávať k spáchaným daňovým podvodom. Lavínu priznaní spustilo zrejme priznanie bývalého prezidenta futbalového klubu Bayern Mníchov Uliho Hoenessa týkajúce sa daňových únikov, spolu s následným súdnym procesom. Hoenessa súd odsúdil na 3,5 roka za daňové úniky. Ich výška sa vyšplhala na sumu 27 miliónov eur. Nemci, ktorí sa k daňovým únikom vopred priznávajú, sa pritom môžu vyhnúť vyšetrovaniu v prípade, že dane doplatia a zaplatia ako trest úroky. Na Slovensku sa pripravuje odtajnenie daňového tajomstva, keď bude verejne prístupná informácia, ktorá firma ako platí či neplatí štátu dane. Je však otázne, či budú výsledky také, ako je to v Nemecku.¹²

M. Klimek uvádza, že nemecký daňový systém vykazuje v porovnaní so slovenským 3 základné rozdiely:¹³

1. Je omnoho efektívnejší – kým výber 100 € daní stojí v SR 2,4 € výdavkov daňovej správy, v Nemecku je to len tretina (0,8 €).
2. Je omnoho výkonnejší – napr. úniky na DPH sú na Slovensku v percentách viac ako 3-násobne vyššie než v Nemecku (37 % oproti 12 %).
3. Je omnoho spravodlivejší – neexistujú „nedotknuteľní“, pristupuje sa ku všetkým daňovníkom rovnako (viď napr. prípad Uli Hoeness).

Je presvedčený, že slovenský daňový systém treba zmeniť a priblížiť ho z pohľadu fungovania či spravodlivosti nemeckému. Z pohľadu celkovej daňovej zaťaženosti podnikateľských subjektov a zložitosti nemeckého daňového systému je však rozhodne slovenský daňový systém prijateľnejší. Vzhľadom na to, že optimálny daňový systém nie je reálny v žiadnej krajine, treba opäť hľadať pre daňový systém kompromisné riešenie medzi spravodlivosťou a efektívnosťou.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] SCHULTZOVÁ, A. a kol. 2012. *Dane sústavy štátov Európskej únie*. 2. dopl. a preprac. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. s. 156. ISBN 978-80-225-3457-4
- [2] ŠIROKÝ, J. 2013. *Dane v Európskej únii*. Praha: LINDE, 2013. s. 252. ISBN 978-80-720-1925-0
- [3] www.bundesfinanzministerium.de
- [4] www.worldwide-tax.com

¹² <http://spravy.pravda.sk/tlac/318067-nemci-riesia-co-s-rekordnym-vyberom-dani/> (07.05.2015)

¹³ <http://nemeckystandard.sk/4a-nemecky-standard-pre-cele-slovensko> (07.05.2015)

- [5] www2.deloitte.com
- [6] www.finance.gov.sk
- [7] www.finance.cz
- [8] <http://www.lohn.info.de>
- [9] <http://nemeckystandard.sk>
- [10] <http://spravy.pravda.sk>

PODNIKOVÁ KULTÚRA A VODCOVSTVO V PROCESE FÚZIÍ A AKVIZÍCIÍ¹

CORPORATE CULTURE AND LEADERSHIP IN THE PROCESS OF MERGERS AND ACQUISITIONS

Anna Polednáková²

Kľúčové slová: fúzia, akvizícia, kultúra, kultúrna rozmanitosť, riadenie ľudských zdrojov, vodcovstvo

JEL Klasifikácia: G34

ÚVOD

V závislosti od typu fúzie a jej strategického a tiež hodnotového odôvodnenia je zrejmé, že podniky realizujúce fúzie a akvizície sa budú spájať v rôznej miere. Rozsah tohto spájania je definovaný potrebou zachovania samostatnosti jednotlivých podnikateľských subjektov. Integrácia oboch organizácií nie je len záležitosťou zmeny organizačnej štruktúry a vytvorenie novej hierarchie autority. Tento proces zahŕňa integráciu systémov, procesov, postupov, stratégií, systémov podávania správ, atď. Predovšetkým táto integrácia spoločností zahŕňa integráciu osôb. Integrácia často vyžaduje zmenu organizačnej kultúry spájajúcich sa firiem, prípadne vyžaduje nové plnenie strategických cieľov fúzie.

Fúzie a akvizície poháňané efektívnosťou a potrebu konsolidácie operácií, zoštíhľovania, a iných aktivít, ovplyvňujú veľký počet ľudí. Ich svet je reorganizovaný integráciou. To môže vytvárať strach, úzkosť, zlosť, ako i zlosť a nepriateľstvo voči plánom integrácie spoločností. S týmito pocitmi sa musí zaobchádzať citlivo, aby sa zaistil pocit spravodlivosti a to nielen medzi tými, ktorí majú odísť, ale aj medzi tými, ktorí mali to šťastie, a svoje zamestnanie si udržali. Spájanie podnikov bude vyžadovať od pracovníkov, aby zmenili svoje myslenie, kultúru ako i správanie. Problémom kultúry je preto potrebné venovať zvýšenú pozornosť a riešiť ich v priebehu celého integračného procesu. Konflikty záujmov a vernosť môžu brániť účinnému integračnému procesu.

Rozsah integrácie bude závisieť od strategických cieľov spojenia a tiež jej hodnoty po spojení. Organizačné procesy slúžia na usmerňovanie a koordinovanie rôznych ľudí a jednotiek. Okrem formálnych procesov, môžu v podniku fungovať i neformálne procesy, neformálne jednanie. Nakoniec kultúra podniku odráža zdieľané presvedčenia, hodnotový systém, preferencie, ktoré riadia členov podnikov. V rámci spoločnej organizačnej kultúry, môžu byť prítomné aj subkultúry, zastupujúce iné spoločné záujmy a hodnoty, napríklad profesionálne alebo etnické identity. Národná kultúra v rámci ktorej môžu funkcie organizácie ovplyvňovať kultúru organizácie.

VPLYV ODLIŠNEJ KULTÚRY NA PROCES FÚZIÍ A AKVIZÍCIÍ

Kultúrna odlišnosť medzi spájajúcimi sa organizáciami môže byť podceňovaná alebo prehliadaná v predakvizícinej etape, aj keď stále viac sa stáva audit kultúry súčasťou due

¹ Článok je výstupom grantovej úlohy VEGA 1/0662/15 *Ekonomické- sociálne nástroje ako faktor tvorby pracovných miest v podnikoch*.

² Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková, Katedra podnikových financií, FPM, Ekonomická univerzita v Bratislave, anna.polednakova@euba.sk.

diligence. Táto odlišnosť v kultúre môže mať vplyv na integračný proces, rovnako ako jej efektívnosť a úspech pri vytváraní hodnoty. Rozdiely v kultúre môžu viesť k polarizácii, negatívnemu hodnoteniu partnerstva, úzkosti a etnocentrizmu medzi top manažmentmi preberajúceho a preberaného podniku. Tieto negatívne emócie môžu nejakú dobu trvať, pokiaľ sa zmiernia skutočnou integráciou. Preto podobnosť organizačných kultúr vedie k zníženiu rizika v oblasti integrácie po akvizícii. Kultúrne riziko je teda faktor schopný brániť efektívnej integrácii medzi oboma podnikmi. Pri posudzovaní vhodnosti spájania sa podnikov sa musí, okrem strategických otázok, zväžiť aj kultúrne riziko. Ľudské aspekty procesu fúzií a akvizícií a ich vplyv na tento proces zohráva v poslednom období stále významnejšiu úlohu. Ochota k zmene, ako aj individuálne ľudské správanie jednotlivca, ale aj na úrovni skupiny, môže ovplyvniť výsledky procesu fúzií a akvizícií.

Manažérsky, ľudský a finančný kapitál sa investuje do podnikov. Akciové opcie, ktorých účelom je zladíť záujmy manažérov a akcionárov ďalej zvyšujú podiel manažérského kapitálu investovaného do svojej vlastnej firmy. Výsledkom je, že manažéri držia málo diverzifikované aktíva v portfóliu, na rozdiel od dobre diverzifikovaného portfólia akcionárov. Tým rastie ich citlivosť na špecifické riziko podniky, ako aj možný bankrot. Prijatie diverzifikácie akvizíciou, sa minimalizuje volatilita ziskov podnikov, čím sa znižuje riziko bankrotu a riziko ich vlastných pracovných miest a ich investícií do podnikov. Psychologické predsudky manažérov ako arogancia, nadmerný optimizmus, a prehnaná sebadôvera, môžu byť dôvodom k uskutočneniu riskantných krokov, ktoré majú za následok, že hodnota sa bude znižovať. Z tohto pohľadu tak fúzie a akvizície predstavujú živnú pôdu pre vznik konfliktov medzi manažérmi a akcionármi.

STRATEGICKÉ A KULTÚRNE ZMENY

Prístupy k integrácii kultúry závisia od vzájomnej závislosti medzi spájajúcimi podnikmi a rozsahu kultúrnych rozdielov medzi nimi. Nízka strategická závislosť nevyžaduje žiadny zásah, alebo len menší zásah, z dôvodu vyhnúť sa konfliktu. Na druhej strane, vysoká strategická závislosť môže vyžadovať presadenie dominantnej kultúry alebo uvedomelé programovanie vedúce k novej kultúre, ktorá čerpá to najlepšie z oboch podnikov. Pred výberom formy kultúrnej integrácie integrovaného tímu je nevyhnutné preskúmať, ako budú mať kultúrne rozdiely vplyv na efektívnosť spojenia, na dosiahnutie strategických cieľov a na hodnotu vytvorenia vytvorenú spojením. Tam, kde môžu byť rozdiely zdrojom hodnoty, proces spájania treba opatrne realizovať z dôvodu zachovania rôznych kultúr a ich vyžívania. Tam, kde môžu rozdiely brániť integračnej stratégii, zmena sa musí realizovať, aby sa splnil cieľ fúzie. Zmena kultúry môže často byť predpokladom pre zmenu organizačnej štruktúry a strategických zmien. Spájajúce sa podniky, kde diktuje požiadavky proces spájania sa, kultúra týchto organizácií sa musí vedome a aktívne transformovať. Súčasná kultúra môže byť aplikovaná na dobu, kedy bol podnik dobre spravovaný. Pretože však jeho trhová sila neslúžila pre jeho strategický cieľ, keď čelil tvrdej konkurencii, je nutná zmena. Byrokratická kultúra vhodná pre zrelé podnikanie sa môže ukázať ako katastrofa, keď podnik potrebuje inovovať a robiť rizikové rozhodnutia. Kým orientácia na zákazníka, nemusí byť dôležitá pre dominantného hráča na trhu, stane sa podmienkou prežitia na vysoko konkurenčnom trhu. Behaviorálne zmeny, tak personálne ako aj organizačné, musia byť často nevyhnutné, ako prvý krok k dosiahnutiu strategickej zmeny, ktorá vysvetľuje logiku spájania sa spoločností.

RIADENIE ĽUDSKÝCH ZDROJOV POČAS INTEGRÁCIE

V procese integrácie sú spájajúce sa podniky konfrontované s nasledovnými problémami:

- zmena na poste vedenia podniku,

- výber správnych ľudí na správne pozície,
- riadenie a nadbytočnosť pracovnej sily,
- zachovanie si kľúčových ľudí.

Pre návrh zlúčenia, býva prijímaný široko, a vízie, ciele fúzie, majú byť internalizované ľuďmi z oboch zlučovaných organizácií. Integrovaný tím musí začínať s tými vnútornými vodcami, ktorí sú presvedčení o výhodách, a môžu ovplyvňovať ostatných.

Názoroví /neformálni/ vodcovia nie sú rovnakí ako titulárni vodcovia, ktorých mená sú uvedené v organizačnom diagrame. Názoroví /neformálni/ môžu byť vplyvnejší na základe skúseností, rodinných vzťahov. Podobne, psychologickí vodcovia sú tí, ktorí nemajú žiadnu formálnu moc, ale sú všeobecne považovaní za vzdelaných, skúsených, sú nezaujatí a sú morálnou autoritou. Koalícia tak môže preukázať vôľu, pre integráciu, a pomôže zmierniť kultúrne a iné formy odporu .

Program zmeny musí zodpovedať dosiahnutiu cieľov integrácie, a musí navrhnúť vhodné riešenia, ktoré bude prispôsobovať vlastnosti ľudí, aby vedúci manažéri mohli úspešne zrealizovať spojenie. Tam, kde zmena nie je možná, treba uskutočniť jednoznačné tvrdé rozhodnutie.

VÝZNAM VEDENIA ĽUDÍ

Ako už bolo uvedené vyššie, vedúci integračného projektu musí mať odborné znalosti a autoritu . Pre efektívnu prácu sa vyžaduje, aby vedúci, ktorí budú realizovať proces integrácie, boli silní a skúsení manažéri, ktorí majú vynikajúce rozhodovacie inštinkty. Musia byť odvážni, bystrí a politicky schopní ovplyvňovať firemné stanoviská. Musia rešpektovať príkazy tak vrcholového manažmentu ako aj integračných tímov. Musia byť kultúrne citliví. Okrem toho, vedúci integrácie musia byť tí, ktorí sa môžu pripojiť k jednotlivcom a tímom v organizáciách ktorým ľudia dôverujú ako dobrým vodcom. Tiež musia byť architekti, ktorí vytvárajú podmienky, ktoré podnecujú jednotlivých členov, aby sa stali súčasťou nového subjektu, aby inšpirovali a podporovali ostatných tak , aby všetci členovia zvýšili svoju aktívnu úlohu v tomto procese. Ak manažéri chcú uspieť v tomto procese, integračné procesy musia byť transparentné spravodlivé a vierohodné. Vedúci integračného procesu musí inšpirovať, musí si získať dôveru uprostred neistoty, musí prekonať strach a úzkosť. Budovanie dôvery medzi nadobúdateľom a cieľovými manažérmi a zamestnancami, závisí od mnohých faktorov. Z hľadiska cieľa členov vedenia, zahŕňa tieto charakteristiky: priateľské prevzatie, rovnosť medzi firmami, cieľová výkonnosť, kultúrne podobnosti a predchádzajúca pozitívna história interakcie medzi podnikmi, manažérmi a zamestnancami. Charakteristika akvizíčného procesu takisto má vplyv na vytváranie a udržiavanie dôvery: koľko autonómie sa ponechá cieľovému podniku, aká je rýchlosť integrácie, kultúrnej tolerancie a citlivosti, bezpečnosti práce a zvýšenie odmeny a kvality komunikácie Je zrejmé , že budovanie dôvery je dynamický a obojsmerný proces, aj keď nadobúdateľ má väčšie bremeno so začatím procesu budovania dôvery.

Determinizmus je charakteristická črta manažérov, ktorí sa domnievajú, že akvizíčný plán môže byť vykonaný bez zmeny, a to bez ohľadu na realitu. Majú tendenciu zabúdať, že plán bol založený na neúplných informáciách, a je to často zoznam želaní vyhovieť politickému nutkanie v rozhodovaní nadobúdateľa. Nepredpokladajú, že proces implementácie je ten, v ktorom prebieha vzájomné vzdelávanie medzi nadobúdateľom a nadobudnutým, a že tento proces je podstate adaptívny vo svetle tohto učenia. Determinizmus vedie k rigidnému a nerealistickému programu integrácie a buduje až nepriateľstvo medzi manažérmi na oboch stranách. Takéto nepriateľstvo vyvoláva nekooperatívny prístup medzi manažérmi.

V prípade, že skúsenosti manažérov a ďalších pracovníkov pri integrácii v dvoch

organizáciách je v rozpore s ich očakávaním, môžu mať pocit, že stoja za stratou z fúzie a akvizície. Tak sa na osobnej úrovni ničí hodnota fúzie a akvizície. Hodnota v tomto kontexte zahŕňa peňažné aj nepeňažné, psychologické kompenzácie, ktoré manažéri mali získať v minulosti. Zničenie hodnoty môže mať formu zníženia odmeny v post - akvizičnej podniku. Riadenie si vyžaduje tvrdé a premyslené vedenie vrcholových manažérov nadobúdateľa. Tam, kde je integračná úloha delegovaná na prevádzkových manažérov dvoch podnikov, bez viditeľného zapojenia alebo záväzku vrcholového manažéra, sa môže integračný proces zvrhnúť do vzájomnej hádky a obviňovania. Vrcholové vedenie musí byť v stave vyriešiť nevyhnutné trenice, ktoré vznikajú medzi manažérmi skupín v integračnom procese.

PRÍSTUP K RIADENIU PROJEKTOV INTEGRÁCIE

Post – integračná fáza spájania sa podnikov zahŕňa integráciu systémov, procesov a činností na rôznych úrovniach organizácie. Takáto integrácia preto musí byť koordinovaná tak, aby bola dosiahnutá efektivita celkovej integrácie. Integrácia niektorých subsystémov, napr. funkcie informačného systému, môžu často trvať dlhšie ako iné. Preto je potrebný projektový prístup k riadeniu, aby integrácia bola efektívna.

Prístup k riadeniu projektu zahŕňa:

- stanovenie jasných cieľov;
- vyhlásenie inšpiratívnych tém pre zmenu,
- definícia čo bude na konci projektu;
- koordinačný orgán, ktorý bude dohliadať na prechod a prijímať celkovú zodpovednosť;
- získanie vodcu alebo vodcov z oboch spájajúcich sa podnikov, ktorí majú skúsenosti a odborné znalosti v oblasti integrácie,
- vytvorenie pracovných skupín, tímov na plánovanie projektovej činnosti
- správne vymedzenie línií medzi autoritami, podávanie správ, vymedzenie zodpovednosti medzi koordinačnými orgánmi, fungovania skupín;
- vhodné financovania projektového riadenia orgánov, pracovných skupín a tímov,
- mechanizmus pre spätnú väzbu a korekciu,
- nastavenie realistického časového rámca pre dosiahnutie cieľov.

Líder v procese integrácie musí mať skúsenosti s autoritou. Vodca efektívnej integrácie musí byť silný manažér, ktorý má vynikajúci rozhodovací inštinkt, musí mať rešpekt oboch vrcholových manažérov a integračného tímu. Taktiež musí byť citlivý na kultúru, musí spájať individuality a tím v organizácii.

Vedúci integrácie a proces ktorý vedie, musí vzbudzovať dôveru uprostred neistoty, strachu a úzkosti. Budovanie dôvery medzi nadobúdateľom a cieľovými manažérmi a zamestnancami závisí na množstve faktorov. Z hľadiska pohľadu cieľových členov, medzi ne patrí: charakteristiky prevzatia, sila medzi podnikmi, kultúrne podobnosti a predchádzajúca pozitívna história interakcie medzi podnikmi, manažéri a zamestnanci. Je zrejmé, že budovanie dôvery je dynamický a obojsmerný proces, aj keď nadobúdateľ má väčšie bremeno pri začatí procesu budovania dôvery. Rovnako ako v prípade internej komunikácie v rámci a medzi účastníkmi fúzie, aj pri externej komunikácii medzi podnikmi, musia byť vzťahy takisto dôveryhodné a transparentné.

ZÁVER

Prvým krokom k integrácii kultúr ako aj k vyrovnávaniu kultúr v stratégii podnikov je profilovanie kultúr spájajúcich sa podnikov. Táto informácia by mala byť k dispozícii v období pred realizáciou fúzií a akvizícií. V prípade priateľských spojení sa v podnikoch začínajú prípravy na integráciu a vytvorenie spoločného podniku. Ďalším krokom bude

vyhodnotenie zlučiteľnosti kultúr a identifikovanie oblastí možných konfliktov. Ďalej by sa mal realizovať program informovanosti prostredníctvom vzdelávania, workshopov a nastavenia spoločne vykonávanej práce. Napríklad Novell Inc používal " knihu o fúzii ", ktorá obsahovala 2000 otázok, ktoré pokrývali prijímacie a prepúšťacie postupy, štýly riadenia, pracovné postoje, ako aj ďalšie všeobecné kultúrne hľadiská. Treba poznamenať, že samotná kultúrna kompatibilita je nedostatočná na splnenie strategických cieľov fúzií a akvizícií podnikov. Novú kultúru je potrebné vyvinúť. Transparentný integračný proces a priama komunikácia sú tak kritické faktory efektívnej integrácie.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] ANDREJČÁK, M.: Úloha personálneho manažéra v personálnom audite = Role of the human resource manager in the personnel audit. In Ekonomika, financie a manažment podniku VI. [elektronický zdroj] : zborník vedeckých statí pri príležitosti Týždňa vedy a techniky = Ökonomik, Finanzen und Management von Unternehmen VI. / zostavovatelia: Miroslav Majtán, Peter Markovič ; recenzenti: Miroslav Grznár, Milan Rajňák. - Bratislava : Fakulta podnikového manažmentu EU, 2012. - ISBN 978-80-225-3500-7. - S. [1-8].
- [2] HANDLY, C.: Understanding Organisations, London, Pinquin, 1993.
- [3] HRVOLOVA, B.: Emisia podnikových obligácií. Finančný manažér 1/2015, Bratislava, ISSN 1335-5813
- [4] HUNT, J., LEES, S., VIVIEN, P.D., GRUNBAR, J. J.: Acquisitions, The Human Factor, London Business School Press, 2004.
- [5] KINTLER, J.: Personálny manažment a marketing v kontexte legislatívnych zmien v SR = Human resource management and marketing under the changes of taxation in SR In Personálny marketing a personálny manažment v malých a stredných podnikoch v kontexte hospodárskych zmien : [vedecký zborník] / Szarková Miroslava a kol., redakčné a zostavovateľské práce Anna Polednáková; recenzenti: Mária Režňáková, Ján Gregor. - Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. - ISBN 978-80-225-3568-7.
- [6] KLEPPESTO, S.: The construction of cosial Identeties in Mergers and Acquisitions, in Stahl and Mendelhall.
- [7] GAUGHAN, A. P., 2010. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5th ed Willey, ISBN 10:0470561963.
- [8] MATKOVČÍKOVÁ, N.: Motivačné faktory pri výbere pracovného miesta. In Manažment podnikania a vecí verejných - dialógy : vedecko-odborný časopis Slovenskej akadémie manažmentu. - Bratislava : Slovenská akadémia manažmentu, 2013. ISSN 1337-0510, 2013, roč. 8, č. 22.
- [9] SZARKOVÁ, M.: Štruktúra vnútropodnikových komunikačných nástrojov v podnikoch pôsobiacich v SR. In Ekonomické rozhľady: vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave. - Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, 2010. ISSN 0323-262X, 2010, roč. 39, č. 1
- [10] SUDARSANAM, S, 2010. *Creating value from mergers and Acquisitions*. Harlow, England, Pearson Education limited, ISBN 978-0-273-71539-9.

OBLIGÁCIE S WARRANTMI (PREDKUPNÝMI PRÁVAMI) A ICH OHODNOCOVANIE¹

BONDS WITH WARRANTS AND THEIR VALUATION

Božena Hrvol'ová²

Kľúčové slová: obligácie s warrantmi (predkupnými právami) opcie, minimálna hodnota warrantu, špekulatívna prémie

JEL Klasifikácia: C52, E44, G12

ÚVOD

Obligácie s warrantmi (predkupnými právami, opčnými listami) sú formou hybridných (syntetických) cenných papierov, ktoré poskytujú investorovi právo na kúpu ďalších obligácií tej istej alebo novej emisie, prípadne na kúpu akcií. Právo na ďalší nákup (warrant, opčný list, predkupné právo – u nás) je samostatne obchodovateľné. Tento druh obligácií je možné podľa § 13, ods. 2 zákona č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch emitovať aj na Slovensku.

CHARAKTERISTIKA OBLIGÁCIÍ S WARRANTMI

Na rozdiel od konvertibilných obligácií sa pri získavaní akcií neberú obligácie s warrantmi ako platobný ekvivalent. Dlžnícky vzťah ostáva zachovaný, warrant dáva možnosť na kúpu akcií. Ak vlastník obligácie s warrantmi uplatní svoje právo kúpiť akcie, stáva sa vlastníkom i veriteľom súčasne, poberá dividendy i výnosy z kupónov, kým vlastník konvertibilných obligácií mení cudzí kapitál na vlastný a z veriteľa, ktorý mal pred výmenou nárok na pevne stanovený výnos z kupónov sa stáva spoločník, ktorý má po výmene nárok iba na dividendu.

Obligácie s warrantmi (predkupnými právami, opčnými listami) majú s konvertibilnými obligáciami aj niekoľko spoločných črt. Sú tiež syntetickým cenným papierom, ktorý vzniká spojením obligácií a akcií a majú tiež pevne stanovený výnos.

Emitenti môžu vydávať obligácie s warrantmi (predkupnými právami, opčnými listami) spolu alebo oddelene. Investor môže potom získať:

- obligáciu spolu s warrantom (predkupným právom, opčným listom),
- obligáciu bez warrantu (predkupného práva, opčného listu) alebo
- iba warrant (predkupné právo, opčný list).

Warrant (predkupné právo, opčný list) je cenný papier, ktorý oprávňuje jeho majiteľa na kúpu určitého podkladového finančného nástroja za vopred stanovenú cenu v priebehu určitého obdobia.

Warranty (predkupné práva, opčné listy) obsahujú:

- druh práva (právo na kúpu, právo na predaj),
- druh podkladového finančného nástroja (akcie),

¹ Príspevok je výsledkom grantovej úlohy VEGA č. 1/0662/15 *Ekonomicko-sociálne nástroje ako fakto tvorby pracovných miest v podnikoch* (2015-2017)

² prof. Ing. Božena Hrvol'ová, CSc., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: bozena.hrvolova@euba.sk

- opčný pomer (množstvo akcií, ktoré získame za 1 warrant – predkupné právo, opčný list),
- opčnú dobu (časový interval, v priebehu ktorého môže byť právo realizované),
- bázičku cenu, ktorú treba zaplatiť za finančný nástroj pri realizácii opcie.

Warranty (predkupné práva, opčné listy) sú podobné finančné nástroje ako opcie. Existuje však medzi nimi niekoľko odlišností, napríklad:

- warranty (predkupné práva, opčné listy) vydávajú spoločnosti, opcie vypisujú vypisovatelia opcií,
- warrant (predkupné právo, opčný list) ku konkrétnej obligácii vypisuje iba jeden emitent, opcie vypisuje veľké množstvo vypisovateľov opcií,
- počet emitovaných obligácií s warrantom (predkupným právom, opčným listom) je stanovený, počet vypísaných opcií nie je obmedzený,
- warranty (predkupné práva, opčné listy) majú dobu životnosti niekoľko rokov, opcie sú krátkodobé finančné nástroje (3-6 mesiacov),
- warranty (predkupné práva, opčné listy) nie sú na rozdiel od opcií štandardizované a pod.

Warranty (predkupné práva, opčné listy), podobne ako opcie, sú vhodný finančný nástroj pre špekulantov. Prostredníctvom warrantov si môžu vytvoriť určitú akciovú pozíciu s použitím menšieho množstva peňažného kapitálu. Okrem toho umožňujú dosiahnuť leverage efekt (pákový efekt). Pákový efekt je vzťah medzi percentuálnou zmenou trhovej ceny warrantu a percentuálnou zmenou trhovej ceny akcie. Pákový efekt vyjadruje, koľkokrát je väčšia zmena trhovej ceny warrantu než zmena trhovej ceny akcie.

OHODNOCOVANIE OBLIGÁCIÍ S WARRANTMI

Ohodnocovanie časti obligácie s warrantom, ktorá predstavuje dlh sa uskutočňuje rovnako ako ohodnocovanie klasických obligácií bez warrantu (predkupného práva, opčného listu). Špecifické je ohodnocovanie druhej časti tejto obligácie, ktorá predstavuje warrant.

Hodnota warrantu (predkupného práva, opčného listu) závisí od trhovej ceny bázičky akcie.

Z rozdielu medzi aktuálnou trhovou cenou akcie a dopredu stanovenou realizačnou cenou bázičky akcie možno určiť **minimálnu hodnotu warrantu (predkupného práva, opčného listu)**. Výšku minimálnej hodnoty opčného listu možno vypočítať podľa nasledovného vzorca:

$$MH_w = (TC_a - BC) \cdot n$$

kde MH_w je minimálna hodnota warrantu (predkupného práva, opčného listu),

TC_a trhovú cenu akcie,

BC bázičku (dopredu stanovená realizačná) cenu akcie,

n počet akcií, ktoré získa majiteľ warrantu pri jeho realizácii.

Minimálna hodnota warrantu je pozitívna, ak je trhovú cenu akcie vyššia než bázička cena. Ak je však trhovú cenu akcie nižšia než bázička cena, minimálna hodnota opčného listu sa rovná nule.

Minimálna hodnota warrantu sa nazýva **teoretická hodnota**. Warranty majú spravidla trhovú cenu vyššiu než je ich minimálna (teoretická) hodnota. Rozdiel medzi trhovou cenou warrantu a minimálnou (teoretickou) hodnotou sa nazýva **špekulatívna prémia**:

$$\check{S}P = TC_w - MH$$

kde ŠP je špekulatívna prémia,
 TC_w trhov cena warrantu,
 MH je minimálna hodnota warrantu.

Ak je trhov hodnota warrantu vyšší ako jeho minimálna hodnota, čiže ak existuje špekulatívna prema, vždy je pre majiteľa warrantu výhodnejšie aby ho predal, pretože získa minimálnu hodnotu plus špekulatívnu premu.

Ak majiteľ warrantu v tejto situácii bude realizovať warrant, získa iba jeho minimálnu (teoretick) hodnotu.

Špekulatívna prema klesá s blížiacim sa koncom lehoty na uplatnenie warrantu. V deň vypršania warrantu sa jeho hodnota rovn minimálnej (teoretickej) hodnote.

Na výšku špekulatívnej premie vplýva niekoľko faktorov:

- **dĺžka životnosti warrantu (opčného listu)** - čím je dlhša životnosť warrantu, tm je vyšša hodnota špekulatívnej premie;
- **volatilita trhových cien bázických akcií** - čím vyšša volatilita, tm včša ochota investorov platiť vyššiu špekulatívnu premu, pretože je včša pravdepodobnosť, že dôjde k zvyšeniu trhovej ceny bázických akcií;
- **dividendy vyplcan z bázických akcií** - majú k špekulatívnej premii inverzn vztah, majitelia warrantov nezískavajú dividendy z bázických akcií;
- **pkov efekt** - investori sú ochotn zaplatiť vyššiu premu za to, že opčné listy vykazujú vyššie percentuálne kurzové zmeny než akcie.

Predpokladajme spoločnosť XY, ktorá emitovala obligácie s warrantom (opčným listom). Menovit (nominálna) hodnota obligácií je 100 €, výnos z kupónu 5 % z NH, doba splatnosti 10 rokov. Spolu s obligciou investor získa 4 warranty (opčné listy). Za každ warrant môže získať jednu akciu spoločnosti XY za bzick cenu 25 €. Predpokladajme, že za tri mesiace od emisie klesne trhov cena akcií na 18 €. Hodnota warrantu v tejto situácii je nulov. Źiadny investor na funkčnom a likvidnom trhu nebude kupovať a platiť za warrant, aby kúpil akciu za vyššiu, bzick - dopredu stanoven cenu vo výške 25 €, keď môže akciu získať na trhu za 18 €. Je pochopitelné, že v tejto situácii je výhodnejšie akcie kúpiť za niššiu cenu na sekundárnom trhu. Predať warrant v tejto situácii by teoreticky bolo mošné na nelikvidnom trhu a volatilitnom trhu, kde by sa očakával vrazn nárast cien akcií spoločnosti XY.

Predpokladajme dalej, že po roku akcie stúpli na 36 € a warrant sa predáva za 15 €. Zaujíma nás, ako bude v tejto situácii reagovať trhov cena warrantu.

$$MH_w = (36 - 25) \times 1 = 11\text{€},$$

ŠP = 15 - 11 = 4 €, to znamená, že pre investora je vhodn warrant predať.

Vntorn hodnota obligácie za predpokladu 5 %-nej aktuálnej trhovej úrokovej sadzby po roku od emisie by bola:

$$P_1 = \frac{5}{(1+0,05)} + \frac{5}{(1+0,05)^2} + \frac{5}{(1+0,05)^3} + \frac{5}{(1+0,05)^4} + \frac{5}{(1+0,05)^5} + \frac{5}{(1+0,05)^6} + \frac{5}{(1+0,05)^7} + \frac{5}{(1+0,05)^8} + \frac{5}{(1+0,05)^9} + \frac{100}{(1+0,05)^9} = 100.$$

ZÁVER

Obligácie s warrantmi, predkupnými právami, sú jednou s foriem hybridných cenných papierov, prostredníctvom ktorých môžu finanční manažéri získať peňažné prostriedky na financovanie investícií. Investori sa v prípade kúpy takýchto cenných papierov môžu stať okrem veriteľov aj spoluvlastníkmi akciovej spoločnosti. Samostatné warranty sú zaujímavým finančným nástrojom pre špekulantov.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BADURA, P. 2013. Porovnanie výnosov S&P500 s mierou inflácie. VEGA 1/0042/13. In Identifikácia a experimentálne skúmanie determinantov finančného rozhodovania o dlhodobých investíciách v podmienkach ekonomických kríz : [zborník vedeckých statí].
- [2] BLAKE, D. 1995. *Analýza finančných trhov*. Praha: Grada, 1995, ISBN 80-7169-201-8.
- [3] COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. 2000. *Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies. Third Edition*. USA, New York: University Edition Mckinsey & company, Inc. 2000. ISBN:0-471-39748-2. [3] DAMODARAN, A. 1996. *Investment valuation*. USA, New York: Wiley, 1996. ISBN: 0-471-13393-0.
- [4] GERTLER, I. 2014. Sovereign spread and its measurement. In: *Hradec economic days 2014: the international conference, Hradec Králové, february 4th and 5th, 2014*. Hradec Králové: Gaudeamus, 2014. ISBN 978-80-7435-369-7, s. 149-155.
- [5] HYRÁNEK, E. – JÁNOŠOVÁ, V. – VAVROVÁ, K. 2012. *Dlhové financovanie. 1. vyd.* Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 185 s. ISBN 978-80-225-3365-2.
- [6] KOLLER, T. – GOEDHART, M. – WESSELS, D.: *Valuation Measuring and managing value of Company. Fourth edition*, USA: WILEY John Wiley Sons, ISBN: 13-978-0-471-70221-4.
- [7] MUSÍLEK, P. 2011. *Trh cenných papírů*. Praha: EKOPRESS, s. r. o., 2011, ISBN 978-80-86929-70-5.
- [8] PODMAJERSKÁ, K. 2013. Možnosti určenia nákladov podniku na získavanie a viazanie kapitálu. In *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku : zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3781-0, s. 70-76.
- [9] POLEDNÁKOVÁ, A. 2000. *Globalizácia ekonomiky a internacionalizácia nákladov kapitálu*. Ekonomické rozhľady 3/2000.
- [10] ROSE, P. S. 1994. *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN: 80-85605-47-3. [12] ROSS, S. A. – WESTERFIELD, R. W. – JAFFE, J. 1996. USA: *Corporate finance*, IRWIN, 1996, ISBN 0-256-15229-2. 195
- [11] ŠKRINIAR, P. 2009. Úloha ratingového ohodnotenia sa zmenila. In *Globalizácia finančných trhov a ich vplyv na medzinárodný finančný manažment: vedecká konferencia, Bratislava 6.11.2009*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009, ISBN 978-80-225-2930-3, s. 107-109.
- [12] Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov
- [13] Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov

VPLYV MENOVÝCH POLITÍK CENTRÁLNYCH BÁNK NA FINANČNÉ TRHY A VÝKONNOSŤ EKONOMÍK¹

CENTRAL BANK MONETARY POLICIES INFLUENCE ON FINANCIAL MARKETS AND PERFORMANCE OF ECONOMIES

Miloš Bikár²

Abstract

The Global Economic and Financial Crisis led central banks in advanced economies to adopt a variety of standard and non-standard measures to ease monetary conditions. In the US, the UK, and Japan the centerpiece of these non-standard measures has been large-scale purchases of financial assets, also known as quantitative easing (QE). Purchases of financial assets financed by central bank money increase liquidity and push up asset prices, as those who have sold assets to the central bank rebalance their portfolios into riskier assets. This, then, stimulates expenditure by increasing wealth and lowering borrowing costs for households and companies. Since March 2014 the US dollar started sharply appreciation process against euro and other currencies, what has implication on asset allocation, GDP growth, international business flow and profit distribution. The paper deals with the analyses and influence of applied monetary policies to global economy development, asset prices and reallocation trends, the currency movements and predictions.

Kľúčové slová: monetárna politika, kvantitatívne uvoľňovanie, menové výkyvy, alokácia aktív, inštitucionálni investori.

JEL Klasifikácia: G11, G15, F30.

ÚVOD

Viac ako šesť rokov od vrcholu finančnej a ekonomickej krízy je návrat k predkrízovej úrovne ekonomík pre mnohé krajiny snom. Vo viacerých rozvinutých ekonomikách sa revidovali pre rok 2015 pôvodne prognózované tempá ekonomického rastu, najmä kvôli pretrvávajúcemu nízkemu dopytu, ktorý predlžuje obdobie stagnácie. Riziká pre potenciálny rast sa objavujú predovšetkým v eurozóne a v Japonsku, avšak mnohé zo sledovaných ukazovateľov, akými sú klesajúca produktivita, vysoká miera dlhodobej nezamestnanosti, či nízka miera investícií, sú všeobecnou črtou viacerých krajín. Rozvíjajúce ekonomiky čelia podobne nižším tempám ekonomického rastu, stále sa boria v rôznej miere slabým miestam v infraštruktúre, zraniteľnosti finančného sektora a dislokácie zdrojov. Silnejší pokles ekonomiky bol zaznamenaný v krajinách viac exponovaných voči cenám komodít.

Vývoj na medzinárodných finančných trhoch je silne pod vplyvom menových politík centrálnych bánk. Zdrojom tohto trendu je konvenčná, ale najmä nekonvenčná menová politika centrálnych bánk realizovaná vo významných rozvinutých ekonomikách postupne od roku 2008. Centrálné banky razia politiku nízkych úrokových sadzieb, ktoré sú na

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR.*

² Ing. Miloš Bikár, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: milos.bikar@gmail.com

historických minimách. Úverové rozpätia sa znížili vo všetkých triedach aktív, i v rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách v kategórii dlhových cenných papierov a firemných dlhopisoch. Globálny dopyt po úveroch zo strany firemného sektora poklesol, úvery obyvateľstva sa vyvíjali rozdielne, v niektorých krajinách rástli z dôvodu nízkych sadzieb. Kvantitatívne uvoľňovanie spôsobilo dramatický nárast globálnej likvidity a zmenu v alokácii aktív. Vo všeobecnosti bol zaznamenaný zvýšený príliv kapitálu do rýchlo sa rozvíjajúcich krajín, ktorý sa môže prejavovať vo zvýšenom úverovaní a v raste cien aktív, čo vytvorí základ pre vznik trhových bublín. Tento vznik trhovej nerovnováhy môže byť pre viaceré krajiny rizikom, keďže k otočeniu trendu na finančných trhoch môže dôjsť náhle, po zmene menových politík.

BENCHMARK VÝVOJA GLOBÁLNEJ EKONOMIKY A EUROZÓNY

Rapidný pokles cien ropy, vysoká volatilita hlavných svetových mien, predovšetkým silné posilňovanie amerického dolára, či švajčiarskeho franku, alebo nová kvantitatívna politika ECB, sú len niektoré príklady kľúčových ekonomických trendov súčasného obdobia. Situáciu navyše destabilizuje napätá geopolitická situácia a konflikt Ukrajiny a Ruska, i zvýšené obavy ďalšieho ekonomického a politického smerovania eurozóny a EÚ.

Predikcia vývoja globálnej ekonomiky pre rok 2015 je výsledkom kombinácie rastových i klesajúcich faktorov. Klesajúce trendy súvisia s očakávaným poklesom HDP v Rusku, mierne slabším vývojom ekonomiky eurozóny, Japonska a Brazílie. Naopak, vyšší rast sa očakáva v USA, Mexiku a Indii. Výsledkom týchto zmiešaných efektov je mierne nižší ako globálny predikovaný rast HDP o 3.69 %. Graf 1 uvádza reálny vývoj a predikciu HDP vo vybraných krajinách sveta.

Tabuľka 1 Vývoj reálneho HDP vo vybraných krajinách za roky 2009-2016 (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Svet	-0,64	5,29	4,6	3,9	3,11	3,26	3,69	3,95
OECD	-3,44	3,1	1,92	1,32	1,40	1,81	2,31	2,56
Eurozóna (15 krajín)	-4,45	1,97	1,64	-0,67	-0,44	0,83	1,6	1,67
Taliano	-5,48	1,71	0,59	-2,27	-1,93	-0,37	0,22	1,4
Francúzsko	-2,87	1,89	2,9	0,37	0,38	0,37	0,76	1,45
Nemecko	-5,58	3,93	3,66	0,58	0,21	1,47	1,8	1,83
Grécko	-4,36	-5,34	-8,87	-6,62	-3,98	0,85	2,25	3,34
Maďarsko	-6,55	0,79	1,81	-1,48	1,53	3,34	2,12	1,73
Slovensko	-5,29	4,83	2,70	1,60	1,42	2,64	2,83	3,44
Poľsko	2,63	3,70	4,76	1,76	1,67	3,34	2,99	3,51
Česká Republika	-4,70	2,14	1,97	-0,73	-0,71	2,36	2,35	2,74
Čína	9,21	10,45	9,30	7,65	7,67	7,26	7,14	6,90
Rusko	-7,82	4,50	4,26	3,44	1,32	0,32	0,03	1,64
Japonsko	-5,53	4,65	-0,45	1,48	1,54	0,35	0,84	1,3
Veľká Británia	-4,31	1,91	1,65	0,66	1,73	3,30	2,68	2,53
USA	-2,78	2,53	1,60	2,32	2,22	2,17	3,70	3,10

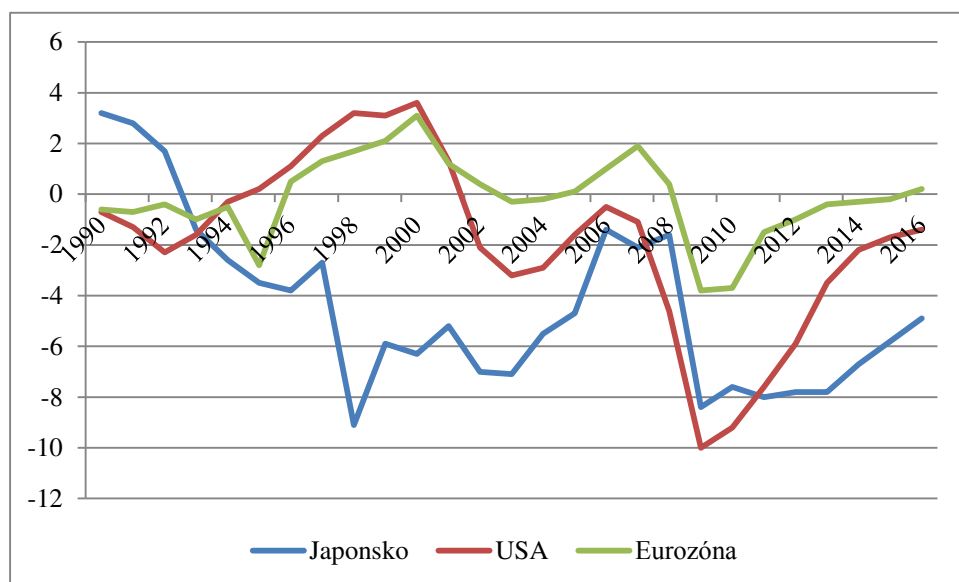
Prameň: OECD Economic Outlook Database, 2015.

Pri detailnej analýze štruktúry HDP, je brzdou väčšieho rastu výpadok vládnych investícií a stagnácia investícií súkromného sektora. Pesimisticky vyznieva i pohľad na ekonomickú výkonnosť krajín eurozóny. Za obdobie rokov 2008 až 2014, teda za obdobie, ktoré prešlo krízou, recesiou i oživením, vzrástla ekonomika USA o 8.4 %, kým ekonomika eurozóny

klesla o 2.2 %. Nemecku sa podarilo dosiahnuť rast o 3 %, polovičné tempo rastu vykázalo Francúzsko. Nórsko a Švajčiarsko ekonomicky expandovalo o 6 %, resp. 8 %. Naopak, periféria Európy, konkrétne Španielsko, Portugalsko, Taliansko a Grécko stratili 6.4 %, resp. 7.3 %, 9.5 % a 26 %. Hrozivý vývoj gréckeho HDP približne zodpovedá poklesu, aký zažili USA a Nemecko v 30-tych rokoch. Pre porovnanie, ekonomika Číny vzrástla za posledných 7 rokov o 70 %, indický HDP o 32 %. V kontexte uvedených údajov je rozsah ekonomickej krízy eurozóny pomerne hlboký, avšak finančné trhy to nezaznamenávajú. Finančné trhy sú pomerne spoľahlivé v oceňovaní udalostí, ktoré sú bezprostredné a konkrétne, avšak ich pohľad sa stráca vo svetle neistej budúcnosti a vzdialenejších časoch. Ich typickou reakciou na prehlbovanie neistoty je optimizmus a prehliadanie faktov.

Pri pohľade na predikciu vývoja ekonomiky eurozóny pre rok 2015, je možné pozorovať v úvode roka mierne oživenie, avšak z dlhodobého hľadiska je hospodárstvo stále mimoriadne slabé. V radoch ekonómov rastú obavy z obdobného vývoja, aké môžeme sledovať v Japonsku. Úsporné opatrenia a konsolidácia verejných financií viedla od roku 2009 k zníženiu rozpočtových deficitov v Japonsku, USA a v Eurozóne (Graf 1), avšak celkový vývoj dlhov ostáva vysoký.

Graf 1 Primárny rozpočtový deficit v % HDP v Japonsku, USA a Eurozóne



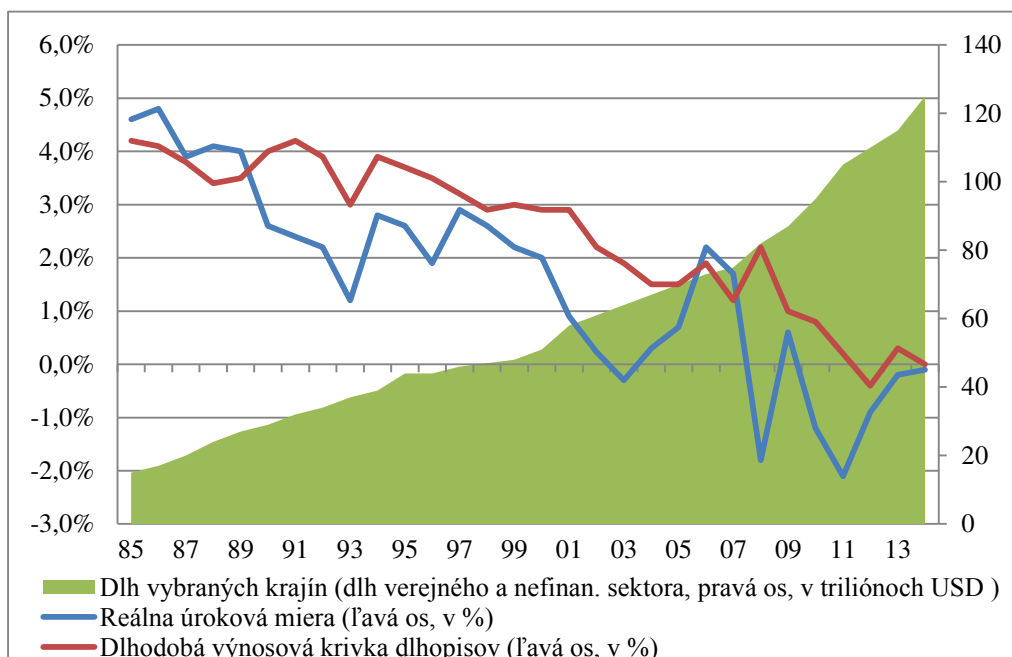
Prameň: OECD Economic Outlook Database, 2015.

Z ekonomického hľadiska ponúka zaujímavý výstup analýza vývoja dlhu a úrokových sadzieb. Z dlhodobého hľadiska rastie dlh verejného sektora i dlh nefinančného sektora, a ku koncu roka 2014 predstavoval vo vybraných krajinách hodnotu 125 triliónov USD³. Ak sa pozrieme na vývoj v eurozóne, tak kumulatívna výška vládneho dlhu k HDP za 18 krajín eurozóny činila ku koncu tretieho štvrt'roka 2014 celkovo 92.1 % (Eurostat, 2014). K tomu istému obdobiu, v celej EÚ (28 krajín) došlo prvýkrát po 15 štvrt'rokoch k miernemu poklesu vládneho dlhu k HDP na úroveň 86.6 % (k druhému štvrt'roku 2014 predstavoval tento ukazovateľ hodnotu 87.0 %). Na druhej strane vývoj úrokových sadzieb nabral strmý sklon k nule, v niektorých obdobiach sme videli i záporné reálne úrokové sadzby. Nasledujúci graf

³ Hodnota 125 triliónov USD zahŕňa dlh verejného a nefinančného sektora kumulatívne za tieto krajiny: Austrália, Kanada, Čína, Nemecko, Francúzsko, Japonsko, Taliansko, Grécko, Írsko, Portugalsko, Španielsko, Veľká Británia a USA.

2 uvádza porovnanie vývoja dlhu a úrokových sadzieb. Z uvedeného vývoja je možné dedukovať divergentný vývoj oboch ukazovateľov.

Graf 2 Dlhodobý vývoj dlhu vybraných krajín a úrokových sadzieb



Prameň: Borio, 2015.

Ak sa pozrieme na dlhopisový trh eurozóny, tak emisie štátnych dlhopisov sa vydávajú za rekordne nízke ceny. Tento úrokový vývoj výrazne prispel k zníženiu nákladov na obsluhu vládneho dlhu. Pre ilustráciu, tabuľka 2 uvádza vývoj cien 10-ročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách.

Tabuľka 2 Predikcia vývoja výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách

Výnosy v % 10 ročné vládne dlhopisy	Predikcia				
	1Q 2015	2Q 2015	3Q 2015	4Q 2015	1Q 2016
Nemecko	0.17	0.70	0.80	0.90	1.10
Rakúsko	0.30	0.80	0.90	1.00	1.20
USA	1.89	2.50	2.80	3.00	3.30
Krajiny strednej a východnej Európy					
Česká Republika	0.41	0.39	0.40	0.42	0.44
Slovensko	1.37	1.30	1.40	1.45	1.55
Maďarsko	3.24	3.10	2.90	2.80	2.80
Poľsko	2.26	2.10	2.10	2.20	2.30
Rumunsko (5 ročné)	2.33	2.30	2.30	2.30	2.30

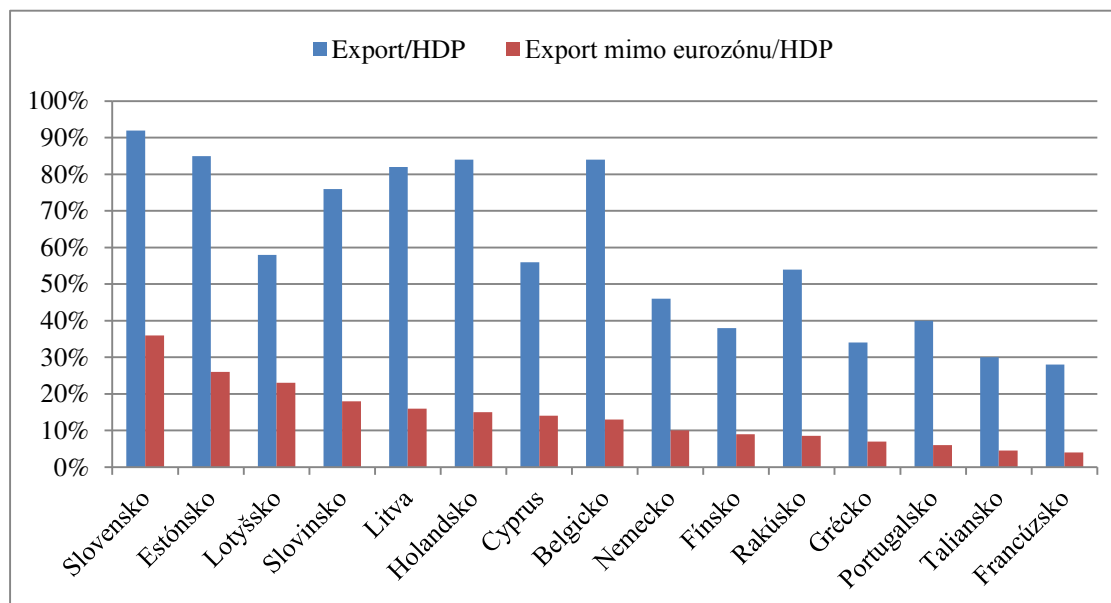
Prameň: Erste Group Research Estimates, 2015.

EURO A EXPORTNÁ VÝKONNOSŤ EUROZÓNY

Kvantitatívna monetárna politika zo strany ECB spôsobila zmenu vývoja trendu euro – dolárového výmenného páru. Depreciácia eura v poslednom období otvára, okrem iného, otázku dopadu vývoja euromeny na firmy a ekonomiku eurozóny. Hlavné oblasti, ktorých sa významne dotýka volatilita výmenného kurzu sú cenový vývoj (drahší dovoz) a zahraničný obchod (lacnejší export). Cenový vývoj na strane dovozov je značne závislý od vývoja svetových cien komodít, ktoré sú v súčasnosti vzhľadom na stagnujúci dopyt na priaznivých úrovniach. Slabšie euro tak prispieva k zníženiu celkových výrobných nákladov firiem, rovnako pozitívny je dopad na dovoz spotrebných tovarov z mimo európskych krajín. Zaujímavejší je pohľad na analýzu exportnej výkonnosti krajín eurozóny.

Obchodná výmena tovarov a služieb patrila k jedným z mála oblastí, v rámci ktorej boli ekonomiky eurozóny ako celu úspešné i počas finančnej krízy. V roku 2013 vykázali ekonomiky eurozóny prebytok obchodnej bilancie vo výške 340 miliárd eur. Súčasné výrazné oslabovanie eura by malo pôsobiť ako ďalší stimul zvyšovania prebytku obchodnej bilancie, keďže slabšia mena vo všeobecnosti zvyšuje konkurencieschopnosť exportu. Z hľadiska intenzity obchodnej výmeny je pre väčšinu krajín eurozóny príznačná vysoká otvorenosť ekonomík, a teda vysoký podiel exportu na hrubom domácom produkte. Údaje z grafu 3 vypovedajú o skutočnosti, že veľké krajiny eurozóny vykazujú relatívne malý podiel exportu mimo eurozónu na celkovom HDP.

Graf 3 Vybrané ukazovatele výkonnosti exportu krajín eurozóny v roku 2014



Prameň: EUROSTAT, 2015.

V súvislosti s hore uvedeným faktom, súčasné výrazné oslabenie eura nebude mať významný efekt na celkovú ekonomickú výkonnosť eurozóny. Ak bude v roku 2015 naďalej pretrvávať nízka úroveň kurzu eura, môže to spôsobiť rast HDP eurozóny o 0.5 %. Vzhľadom na relatívne nízky ekonomický rast eurozóny v posledných rokoch, nie je toto číslo bezvýznamné, avšak štrukturálne problémy krajín eurozóny sa týmto nevyriešia. Navyše problémové krajiny eurozóny vykazujú najnižšie podiely exportu mimo krajín eurozóny na HDP, čo indikuje, že potenciál ekonomického rastu rezultujúci zo slabého eura bude v týchto krajinách slabý.

DEFLAČNÉ TLAKY A KONKURENČNÁ DEVALVÁCIA

Jedným z vážnych ekonomických problémov pokrízového vývoja ekonomík je boj s defláciou. Prepád cien komodít a cien spotrebných tovarov sprevádzaný nižšou spotrebou obyvateľstva i firiem, vytvára v časoch nenaplnených výrobných kapacít pôdu pre defláciu. Centrálné banky sa boria s defláciou najmä preto, lebo deflačná ekonomika je nebezpečná predovšetkým pre ekonomiky zaťažené štátnym dlhom, prípadne vysokou zadlženosťou súkromného sektora. V tomto štádiu sa dnes prakticky nachádza väčšina rozvinutých krajín, pričom v každej ekonomike je pomer iný, ale problém ostáva rovnaký. Príkladom je obrovský štátny dlh Japonska, avšak menšia zadlženosť súkromnej sféry, kým Švédsko a Kanada vykazujú nízky štátny dlh, ale značne úverovo zaťažené obyvateľstvo. Veľká Británia je príkladom krajiny, ktorá eviduje oba tieto problémy.

Možnosť, ako sa vyrovnat' s nízkym rastom a rizikom deflácie, ponúkajú menové vojny. Autori menových politík centrálnych bánk poznajú spôsob, ako odvrátiť defláciou a stimulovať rast, a síce prostredníctvom devalvácie meny voči menám ostatných štátov. Zdvorilý názov menovej vojny je tzv. konkurenčná devalvácia. Jej hlavnou myšlienkou je importovať dopyt prostredníctvom konkurenčných cien exportu a udržať všeobecnú cenovú hladinu dostatočne vysoko, čo absorbuje dopyt zvyšku sveta a udrží ekonomiku v behu. Zároveň ostávajú pevné i ceny dovozu. Problém konkurenčnej devalvácie nastáva v situácii, keď sa v globálnej ekonomike objaví príliš veľa krajín, ktoré majú potrebu svoju menu oslabovať.

Prvý spôsob, ako vytvoriť neatraktívnu menu, vedie cez zníženie úrokových sadzieb. Cieľom je stimulovať rast investícií súkromného sektora i spotrebu domácností prostredníctvom lacných peňazí z bankového systému, a tým vyvolať dopytovú infláciu. Negatívnym sprievodným javom tohto kroku je obvykle nadmerná túžba riskovať a rast úverov obyvateľstva. Veľkými zástancami tohto modelu boli v posledných rokoch centrálné banky v USA, Veľkej Británii a nakoniec i v EÚ.

Iné centrálné banky skúšajú priame intervencie do svojich mien a stláčajú sadzby do záporných čísel. Príkladom je Národná banka Švajčiarska, ktorá upravila svoju základnú sadzbu do mínusu, pretože jej snaha o lacnú menu zlyhala v januári 2015 potom, čo ustúpila od politiky stropu na švajčiarsky frank. Obdobne znížili základné sadzby i centrálné banky v Dánsku a Švédsku. Negatívne úrokové sadzby vyvolávajú, okrem iného, vážny problém správcom aktív, teda inštitucionálnym investorom. Investície do vládnych dlhopisov s negatívnym výnosom, záporné sadzby na bežných vkladoch, či 30-ročné štátne dlhopisy za niekoľko bazických bodov, nedávajú ekonomický zmysel. Takáto situácia vyvoláva zmenu v alokácii aktív v smere preferovať rizikovejšie finančné nástroje a je z dlhodobého hľadiska neudržateľná. Logickým riešením bude preto snaha centrálnych bánk po limitovanom uvoľnení menovej politiky pristúpiť k zmene trendu. Je dôležité si uvedomiť, že ak by banky dlhodobo udržiavali takmer nulové, v niektorých prípadoch až záporné sadzby, strácajú tým rozhodujúci nástroj menovej politiky a za predpokladu, že by opätovne došlo k prepadu trhov a ekonomík, nemali by už čím, len čisto inflačnými peniazmi, stimulovať ekonomický rast.

Menová vojna nesie v sebe i riziko vzniku obchodného protekcionizmu. Dôležitý bude v tejto otázke postoj Číny, ako globálnej fabrike sveta, a jej postoj k juanu. Ak by Čína držala svoju menu dlhodobo podhodnotenú (aktuálne približne vo výške 40 %), bude to vo väzbe na klesajúce ceny znamenať vyliatie ďalšej deflačnej vlny do celého sveta. Snahy centrálnych bánk o inflačný vývoj však narážajú na nízke ceny komodít, slabý ekonomický rast a značné

nadkapacity v Ázii i v Európe. Menové vojny budú pravdepodobne pokračovať i napriek tomu, že americký FED ukončil v októbri minulého roka, ako prvý, program nákupu dlhopisov, avšak s úpravou úrokových sadzieb vyčkáva. Dlhodobo silný dolár nie je pre americkú ekonomiku priaznivý a tak je možné v strednodobom horizonte očakávať konkurenčné znehodnocovanie dolára, ako tomu napovedá i predikcia uvedená v tabuľke 2.

Tabuľka 2 *Predikcia vývoja vybraných mien*

Meny	Predikcia				
	1Q 2015	2Q 2015	3Q 2015	4Q 2015	1Q 2016
USD / EUR	1.07	0.98	1.00	1.04	1.08
CHF	1.05	1.07	1.09	1.11	1.13
Zlato (USD)	1 213	1 260	1 280	1 310	1 340
CZK	27.36	27.50	27.50	27.50	27.50
HUF	296.7	301.0	303.0	305.0	307.0
PLN	4.02	4.10	4.09	4.07	4.08
RON	4.40	4.48	4.48	4.49	4.49

Prameň: Erste Group Research Estimates, 2015.

Ideálnym riešením by bola normalizácia úrokových sadzieb a reštrukturalizácia dlhov, i v podobe ich čiastočného odpisu na úkor bánk, finančných inštitúcií a veriteľov vôbec. Bankrot predĺžených finančných domov a straty veriteľov by síce znamenali krátkodobo novú vlnu krízy, zo strednodobého hľadiska by však očistili trh a viedli k naštartovaniu ekonomického rastu. Toto riešenie je však politicky veľmi nákladné a preto je i veľmi málo pravdepodobné.

Situácie tak pravdepodobne povedie k vzniku bublín na akciových trhoch, čo dokumentujú už dnes historické rekordy amerických či nemeckých búrz. V momente, keď sa k iniciatíve centrálnych bánk pridajú vlády, nastanú masívne fiškálne stimuly a otvorené monetárne financovanie. Podobnú situáciu dnes môžeme vidieť na príklade japonskej Abekonomiky. Inflácia sa do ekonomiky nevráti v prostredí negatívnych sadzieb a kvantitatívneho uvoľňovania, môžu ju však naštartovať masívne vládne výdavky. Súčasným nafúknutím trhov speje svetová ekonomika nezadržiateľne k ďalšej kríze.

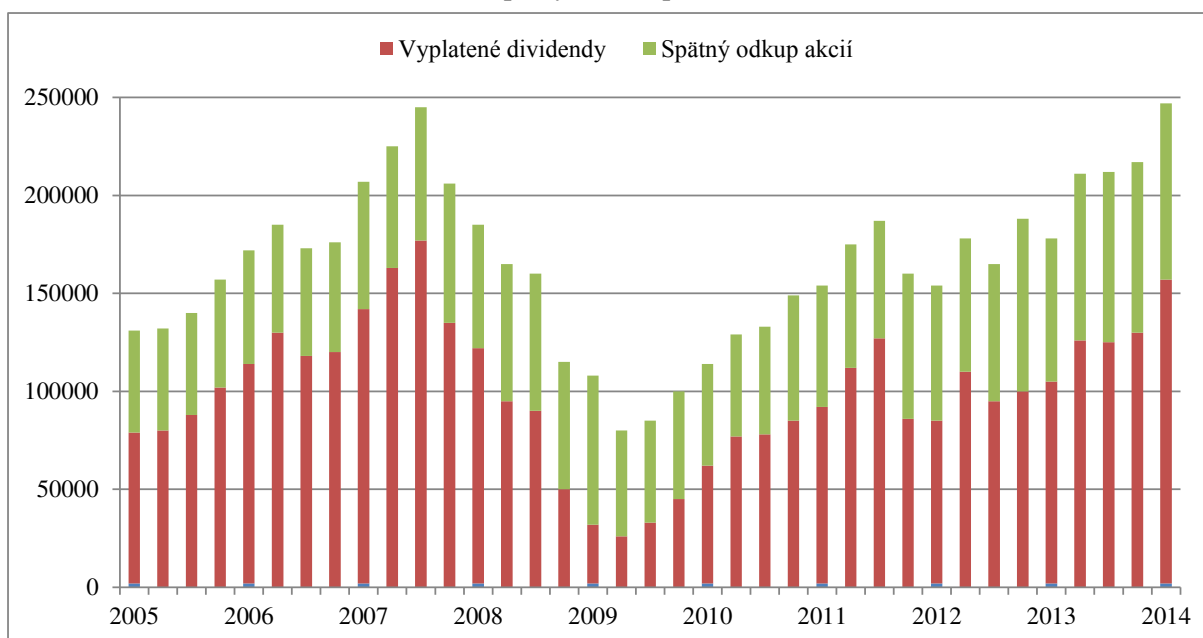
TRANSMISNÝ KANÁL MENOVEJ POLITIKY

Monetárna politika bánk vplýva na vývoj finančných trhov a správanie sa manažérov. Top manažéri kótovaných firiem najmä v USA sa v súčasnosti oveľa viac zaujímajú o vývoj cien nimi riadených spoločností, ako o ich samotné riadenie. Ceny mnohých akciových titulov sú nadhodnotené vplyvom expanzívnych politík centrálnych bánk a nízkych úrokových sadzieb. Čisté zisky spoločností tvoriacich index S&P 500 dosiahli ku koncu tretieho štvrtroka 2014 kumulatívnu hodnotu 945 miliárd USD. Zároveň k tomu istému obdobiu činili vyplatené dividendy a spätné odkupy spolu hodnotu 895 miliárd USD. Odo dna recesie z roku 2009 k obdobiu tretieho štvrtroka 2014, tvorila kumulatívna hodnota vyplatených dividend a spätných odkupov hodnotu 4 trilióny USD, čo predstavuje 85 % zo ziskov 500 najväčších spoločností v USA. Nový transmisný kanál menovej politiky v období enormného uvoľňovania peňazí tak tečie cez manažmenty firiem. Vzhľadom na silné pády a vzostupy, ktoré sme mali možnosť pozorovať v horizonte posledných rokov, je možné konštatovať, že

nový transmisný kanál je silne pro-cyklický, čo znamená, že nepomáha amplitúdu ekonomického cyklu zmiernovať, ale naopak, drasticky ju zvyšovať.

Od obdobia finančnej krízy došlo k významnej realokácii aktív do akcií, avšak amplitúda rastu akcií bola oveľa väčšia, ako rast ich ziskov. Ihneď po dosiahnutí vrcholu indexu S&P 500 (okolo 1570 bodov v októbri 2007), začala hodnota spätných odkupov a vyplatených dividend prudko klesať, až k minimám v rokoch 2008 a 2009. Pre zaujímavosť, v treťom štvrťroku 2009, keď trh dosiahol dno, činila hodnota investovaná do akcií len sumu 85 miliárd USD, čo predstavovalo len tretinu z objemov z čias vrcholov trhu. História sa pravdepodobne opakuje. V treťom štvrťroku 2009, kedy nastal zlom v obraze ekonomiky USA, distribuovali spoločnosti tvoriace index S&P 500 približne 63 % ziskov na dividendy a spätné odkupy. O päť rokov neskôr, v treťom štvrťroku 2014, keď akciový trh zaznamenával rekordný rast, predstavoval táto hodnota sumu až 234 miliárd USD z celkových 244 miliárd USD ziskov (pozri graf 4). Manažmenty spoločností sú v silnej býčej nálade, keď distribuujú až 96 % z čistých ziskov na výplatu dividend a spätných odkupov.

Graf 4 Štvrťročná distribúcia dividend a spätných odkupov akcií v rokoch 2005-2014



Prameň: FactSet Research System, 2014.

Uvedený trend povedie k ešte väčšiemu vzniku trhovej bubliny a rastu akciových titulov, aké poznáme dnes. Akonáhle sa objaví neočakávaná udalosť, ktorá tento trend manažérov zmení, trhová bublina spľasne a automatické obchodné systémy spolu s výpredajovou panikou na trhu spôsobia opätovný drastický pád, tak ako tomu bolo v roku 2000, resp. v roku 2008.

Americký FED sa snaží po každom takomto šoku, stabilizovať trhy prostredníctvom lacných peňazí a masívnym poskytovaním likvidity finančnému sektoru. Avšak iracionálny rast cien akcií nepoukazuje len na špirálovitý rast spätných odkupov a výplat dividend, ale aj na proticyklické správanie. Len čo manažéri firiem nadobudnú dôveru v rast ekonomiky a podľahnú eufórii „trhy sa zmenili“, infikujú ostatných trhových účastníkov a celú ekonomiku. Nasleduje prijímanie nových zamestnancov, zvyšovanie výroby, s vierou, že s rastom ekonomiky porastú i akciové trhy. Nakoniec manažéri narazia na tvrdú realitu,

keďže očakávaný boom sa nedostaví. Naopak, firmy majú prebytky zamestnancov, vysoké zásoby tovarov a čelia ďalšiemu tlaku trhových šokov.

ZÁVER

Menová politika centrálnych bánk má silný vplyv na vývoj cien aktív a správanie sa subjektov trhu. Kvantitatívne uvoľňovanie, ako neštandardný nástroj centrálnych bánk odštartoval najprv americký FED, obdobný scenár potom realizovali i centrálné banky v Británii a Japonsku. Ako posledná sa k predmetnému kroku zapojila i ECB. S výnimkou USA, kde FED uvažuje o zvýšení úrokových sadzieb v priebehu roka 2015, sa u všetkých bánk očakáva ešte mierne uvoľnenie menových podmienok, v prípade ECB má rozsiahly program nákupov vládnych dlhopisov pokračovať až do septembra 2016. Tento trend spôsobil výraznú realokáciu aktív od nízko úročených štátnych cenných papierov smerom k akciovým titulom. Okrem toho zažívame obdobie nízkych úrokových sadzieb, v niektorých prípadoch viditeľne záporných, čo ešte viac vplýva na odliv aktív z fixne úročených cenných papierov do rizikovejších firemných dlhopisov, podhodnotených mien či atraktívnejšie úročených amerických vládnych dlhopisov. Mnohí investori uprednostnili investície do krátkodobých finančných produktov. Z predikcií viacerých významných bánk je možné očakávať paritu euro dolárového páru pre tento rok a mierne oživenie ekonomík USA i eurozóny.

Neúmerný rast akciových trhov pripomína tvoriacu sa trhovú bublinu, akú bolo možné pozorovať v predošlých cykloch. Vzniká tak dojem, že poučenie z nedávneho úverového boomu nenastalo a okrem pozitívnych efektov, v podobe nižších nákladov súvisiacich s obsluhou vládnych dlhov, nič nenasvedčuje tomu, že by nás v blízkej budúcnosti nemali čakať ďalšie ekonomické šoky, série bankrotov či nové nekonvenčné nástroje centrálnych bánk.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] AVDIJEV, S., ZENG, Z., 2014. *Credit Growth, Monetary Policy, and Economic Activity in a Three-Regime TVAR Model*. BIS Working Papers, No 449. Monetary and Economic Department, Basel, Jún 2014, ISBN 978-92-9131-511-6.
- [2] COIBION, O. 2012. Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small? In *American Economic Journal: Macroeconomics*. DOI: 10.1257/mac.4.2.1. 2012, Vol. 4, No. 2, s. 1-32.
- [3] ERSTE GROUP, 2015. Ekonomicko-tržní výhled na druhý kvartál 2015. [online]. Erste Group Research Estimates. Apríl, 2015. [cit. 2015.04.10]. Dostupné na internete: <<http://www.investicníweb.cz/2015/4/10/ERSTE-EKONOMICKY-TRZNI-VYHLED-NA-DRUHY-KVARTAL-2015>>.
- [4] EUROSTAT. 2015. Euroindicators. [online]. Eurostat Press Office. Január, 2015. [cit. 2015.01.22]. Dostupné na internete: <<http://ec.europa.eu/eurostat/euroindicators>>.
- [5] FACTSET RESEARCH SYSTEM, 2014. *Quarterly Shareholder Distributions from Buybacks and Dividends*. [online]. FactSet Research System Inc. 2014. [cit. 2014.06.19]. Dostupné na internete: <<http://www.factset.com/insight/2014/6>>.
- [6] FEROLI, M., KASHYAP, A.K., SCHOENHOLZ, K., SHIN, H. S., 2014. *Market Tantrums and Monetary Policy*. 2014 US Monetary Policy Forum. Február 2014, s. 54.
- [7] FRATZSCHER, M., LO DUCA, M., STRAUB, R. 2013. On the international spillovers of US Quantitative Easing. In *ECB Working Paper, No 1557*. ISSN 1725-2806, Jún 2013, s 62.

- [8] JOTIKASTSHIRA, CH., LUNDBLAD, CH., RAMADORAI, T. 2012. Asset Fire Sales and Purchases and the International Transmission of Funding Shocks. In *The Journal of Finance*, Vol 67, No.6, December 2012, s. 2015-2050.
- [9] JOYCE, M., ZHUOSI, L., TONKS, I. (2014). Institutional Investor Portfolio Allocation, Quantitative Easing and the Global Financial Crisis. In *Bank of England, Working Paper No. 510*, ISSN 1749-9135, September 2014, s 48.
- [10] KROENCKE, T. A., SCHMELING, M., SCHRIMPF, A., 2015. Global Asset Allocation Shifts. In *BIS Working Papers, No 497*. ISSN 1682-7678, Marec 2015, s 66. Dostupné na internete: <<https://www.bis.org/publ/work497.pdf>>.
- [11] MANN, C. L., 2015. *Economic Policy Reforms 2015: Going for Growth*. Paris: OECD Publishing, 2015. 340 s. ISBN 9789264220461.
- [12] PESARAN, M., H., SMITH, R., P., 2012. Counterfactual Analysis in Macroeconometrics: An Empirical Investigation into the Effects of Quantitative Easing. In *CESifo Working Paper Series No. 3879*. Center for Economic Studies, Munich. Júl 2012, s 27.
- [13] RADDATZ, C., SCHMUKLER, S.L., WILLIAMS, T. 2014. International Asset Allocations and Capital Flows. The Benchmark Effect. In *The World Bank Policy Research Working Paper, No. 6866*. Máj 2014, s 59.
- [14] STEIN, J.S. 2013. *Yield-Oriented Investors and the Monetary Transmission Mechanism*. Centre for Financial Studies, Frankfurt, Nemecko, September 2013, s 11. Dostupné na internete: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130926a.pdf>>.
- [15] OECD, 2015. *OECD Economic Outlook, annual data. Real GDP Forecast*. Dostupné na internete: <<http://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>>.
- [16] TURNER, F. 2014. The exit from non-conventional monetary policy: what challenges? IN *BIS Working Papers, No 448*. ISSN 1020-0959. Máj 2014. s 26.

VPLYV VYBRANÝCH MAKROEKONOMICKÝCH INFORMÁCIÍ NA INVESTOVANIE SLOVENSKÝCH PODNIKOV V USA¹

IMPACT OF SELECTED MACROECONOMIC INFORMATION ON INVESTMENTS OF SLOVAK ENTERPRISES IN THE USA

Peter Badura² – Miroslav Kmeťko³

Kľúčové slová: meranie nezamestnanosti, S&P 500, Eurodollar, T-bills, NFP, non-farm payrolls

JEL Klasifikácia: G11, G15

ÚVOD

Zodpovedným úradom za zverejňovanie údajov o zamestnanosti je Bureau of Labour Statistics (Úrad pracovnej štatistiky). Tento je súčasťou US Department of Labour (Ministerstvo práce USA), čo v slovenských pomeroch znamená Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny.

Je dôležité si uvedomiť, že miera nezamestnanosti v USA, nie je založená na konkrétnych štatistických údajoch, ktoré by vyplynuli z podkladov úradov sledujúcich nezamestnanosť. Namiesto toho je táto informácia získaná na základe telefonického výskumu z približne 60 000 amerických domácností. Pre získanie podrobnejších údajov ohľadom nezamestnanosti je realizovaný dodatočný prieskum v ďalších približne 145 000 firmách a vládnych organizáciách.

Taktiež je potrebné vziať do úvahy, že napriek tomu, že sa údaje týkajú konkrétneho mesiaca, nereprezentujú presne koniec mesiaca, ale konkrétny deň, kedy bol prieskum realizovaný.

PRIESKUM NEZAMESTNANOSTI

Nezamestnanosť v súčasnosti predstavuje závažný celosvetový problém. Vplýva negatívne ako na jednotlivca, tak aj na štát ako celok. Z hľadiska ekonomiky znamená nezamestnanosť stratu produkcie, príjmov, a plytvanie finančnými zdrojmi štátu. Nezamestnanosť taktiež prispieva k rastu deficitu verejného rozpočtu. (Hronec, M., 2007) Metodika zisťovania počtu zamestnaných a nezamestnaných v národnom hospodárstve nie je vo všetkých krajinách jednotná. Na území USA sa realizuje prieskum domácností (zameraný na mieru nezamestnanosti, zamestnanosti a pracovnej sily), stanovený na kalendárny týždeň obsahujúci aj deň výplaty. Ďalšie dodatočné údaje (informácie o zamestnanosti, odpracované hodiny a príjmy zamestnancov) sú zisťované ku dňu výplaty, ktorý ale nemusí mať priamy súvis s predtým uvedeným zisťovaním⁴.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR*

² Ing. Peter Badura, PhD., Katedra podnikových financií, Fakulta podnikového manažmentu, Ekonomická univerzita v Bratislave; e-mail: badura.peter@gmail.com.

³ Ing. Miroslav Kmeťko, PhD., Katedra podnikových financií, Fakulta podnikového manažmentu, Ekonomická univerzita v Bratislave; e-mail: mkmetko@yahoo.com.

⁴ <http://www.bls.gov/news.release/empstn.htm> [online]. [cit. 1.12.2013]

Najdôležitejšou správou Bureau of Labour Statistics je tzv. Employment Situation – situácia v zamestnanosti. V nej sú zverejnené aktuálne hodnoty okrem iného o:

- zmena zamestnanosti v nepoľnohospodárskom sektore,
- miere nezamestnanosti,
- zmena zamestnanosti vo výrobnom sektore,
- zmena zamestnanosti na plný úväzok,
- zmena zamestnanosti na čiastočný úväzok,
- miera podzamestnanosti a miera spoluúčasti,
- zmena zamestnanosti v súkromnom sektore,
- zmena zamestnanosti v rámci domácností,
- meranie mesačnej zmeny v hodinových príjmoch,
- meranie ročnej zmeny v hodinových príjmoch.

Pokiaľ je v rámci jednej správy zverejnených až 10 údajov o zamestnanosti, je pre finančné trhy dôležité si z týchto údajov vybrať tie najdôležitejšie. Za tie, ktoré vplývajú na správanie sa finančných trhov najväčšou mierou, sú považované tieto:

- zmena zamestnanosti v nepoľnohospodárskom sektore a
- úroveň nezamestnanosti.

Tieto údaje sú vyhlasované každý mesiac, a to v prvý piatok po skončení sledovaného mesiaca. Pokiaľ sa chceme zamerať na nezamestnanosť v USA, na báze kratšieho obdobia, tak na toto nám môžu slúžiť hlavne ukazovatele založené na meraní počiatočných žiadostí o podporu v nezamestnanosti a pokračujúcich žiadostí o podporu v nezamestnanosti.

Tieto údaje sú aktuálne zverejňované na týždennej báze. Pričom hodnoty týchto ukazovateľov môžu byť rozdielne. To napríklad znamená, že nárast počiatočných žiadostí môže byť sprevádzaný poklesom pokračujúcich žiadostí o podporu. Pokračujúce žiadosti o podporu v nezamestnanosti majú totiž iné pravidlá ich vykazovania ako počiatočné žiadosti o podporu. Pokračujúce žiadosti o podporu sú hlavne závislé na právnom základe a legislatívnych obmedzeniach v tom, aká prípustná je ich maximálna dĺžka, ktorá je poskytovaná štátom.

Ďalší rozdiel spočíva aj v dátume, pre ktorý sú dané údaje zverejňované. Zatiaľ čo údaje o podpore v nezamestnanosti sa viažu k sobote predchádzajúceho týždňa, tak údaje o pokračujúcich žiadostiach o podporu sa týkajú o jeden týždeň skoršieho termínu.

Pre finančné trhy sú dôležitejšie nové žiadosti o podporu v nezamestnanosti ako pokračujúce žiadosti o podporu v nezamestnanosti. Dôvodom je, že počiatočné žiadosti o podporu môžu lepšie odrážať situáciu na pracovnom trhu, tým, že sú aktuálnejšie a taktiež to, že zníženie počtu pokračujúcich žiadostí mohlo byť spôsobené len skôr spomínanými legislatívnymi obmedzeniami, nie skutočným poklesom žiadostí.

VPLYV NEZAMESTNANOSTI NA AKCIOVÝ TRH

Fundamentálne správy z trhu práce majú enormný vplyv na obchodovanie na burzách. Čo sa týka napríklad skupiny CME (Chicago mercantile exchange), uvedené informácie majú výrazný dopad na kontrakty ako sú E-mini S&P 500 (obchodná skratka ES). Trh s ES je považovaný za jednu z „vlajkových lodí“ skupiny CME a práve tento derivát v skutočnosti tvorí benchmark pre hodnotu akcií na americkom trhu.

Za najdôležitejšie informácie a ukazovatele, ktoré vplývajú na ES, sú pritom považované:

- non-farm payrolls (NFP),
- hrubý domáci produkt (GDP),
- výstavba nových rezidenčných nehnuteľností (housing starts),

- PMI index (ISM),
- maloobchodný predaj,
- priemyselná produkcia,
- jadrová inflácia (core CPI).

V súčasnosti sa väčšina analytikov a obchodníkov zhodne na tom, že najdôležitejším indikátorom vôbec, je práve prvá uvedená informácia, t. j. údaj o tzv. non-farm payrolls (NFP).

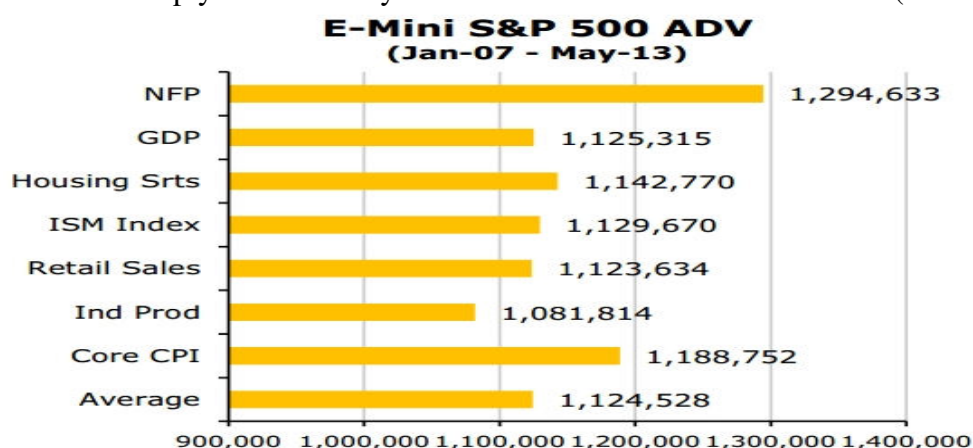
Hoci by jeho názov mohol evokovať to, že ide o priemernú mzdu v nepoľnohospodárskych sektoroch, v skutočnosti nejde o výplatu, ale o počet novozamestnaných ľudí v sektoroch mimo poľnohospodárstva a ďalších vybraných odvetviach. Indikátor je preto vyjadrený numericky a vždy len celým číslom zachytávajúcím prírastok či úbytok pracovných miest. Tento údaj je veľmi sledovaný a dôležitý preto, lebo na jeho základe prijíma opatrenia Federal Open Market Committee (FOMC). Táto komisia sa svojimi opatreniami snaží vhodne vybalansovať inflačné tlaky a ekonomický rast.

Trh však nereaguje až v momente zverejnenia dát, ale tieto údaje sa snaží predpovedať vopred. Obchodníci tak majú isté očakávania a svoje nákupy, či predaje im prispôsobia. Nie je to teda samotný akt zverejnenia nových informácií, ktoré by mali vplyv na nárast, či pokles cien podkladových aktív, no skôr „odchýlka“ od očakávaných údajov. Čím väčšia je odchýlka očakávaných údajov od tých reálne zverejnených, tým väčší posun na trhu to následne spôsobí.

Stránka CME group (www.cmegroup.com) zverejnila štúdiu o tom, aký veľký vplyv majú jednotlivé indikátory na trh. Ich vplyv je možné merať denným objemom uzatvorených obchodov v dni, kedy boli zverejnené príslušné dáta. Údaje boli sledované v období január 2007 až máj 2013.

Aký je konkrétny dopad zverejnených fundamentálnych informácií na analyzovaný trh E-mini S&P 500 je znázornené na obr. č. 1.

Obr. č. 1 – Vplyv ekonomických indikátorov na trh E-mini S&P 500 (burzový tiker - ES)



Zdroj: <http://www.cmegroup.com/education/files/impact-of-economic-indicators.pdf>

Z obrázku č. 1 možno vyčítať, že priemerný objem obchodov (tzv. volume) na danom trhu je na úrovni 1 124 528 kontraktov. V dni, kedy sú oznámené ekonomické indikátory sa však tento objem značne líši. Najväčší vplyv na trh má práve spomínaný Non-farm payrolls (NFP), teda zamestnanosť v nepoľnohospodárskych sektoroch. V deň oznámenia tohto údajá priemerný objem obchodov vzrástol až na úroveň 1 294 633 kontraktov.

Je potrebné si však uvedomiť už skôr spomínaný fakt, že výška NFP bola obchodníkmi už vopred predpovedaná, v cene už do značnej miery zahrnutá, a tvorila tak aj

významnú časť obchodov predchádzajúcich dní. V deň zverejnenia výšky NFP bol objem obchodov zvýšený najmä o „odchýlku“ očakávaných od reálne zverejnených údajov.

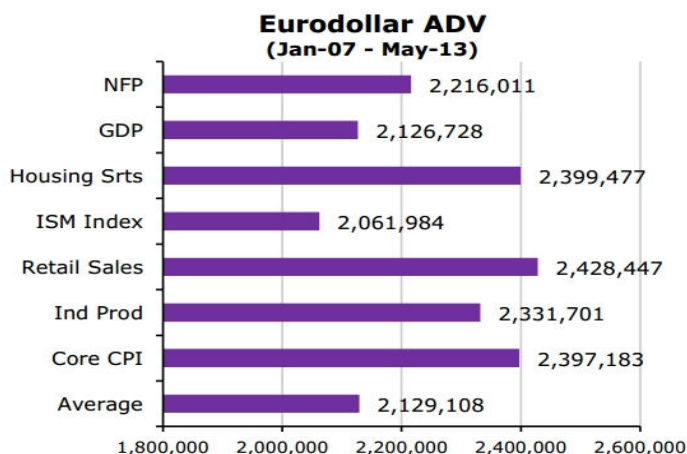
Za ďalšie dôležité indikátory sú považované informácie o jadrovej inflácii (core CPI), s objemom na úrovni 1 188 752 a začiatok výstavby nových rezidenčných nehnuteľností s objemom 1 142 770 kontraktov.

Našli sa však i údaje, ktoré na trh majú opačný vplyv, teda spôsobili skôr útlm obchodov, nie ich nárast. Za tieto možno označiť informácie o maloobchodnom predaji (retail sales) a o priemyselnej produkcii (industrial production).

VPLYV NEZAMESTNANOSTI NA ÚROKOVÝ TRH

Druhým analyzovaným podkladovým aktívom je Eurodollar (obr. č. 2).

Obr. č. 2 – Vplyv ekonomických indikátorov na trh Eurodollar (burzový tiker - ED)



Zdroj: <http://www.cmegroup.com/education/files/impact-of-economic-indicators.pdf>

Z uvedených údajov vyplýva, že najväčší vplyv na trh majú informácie o:

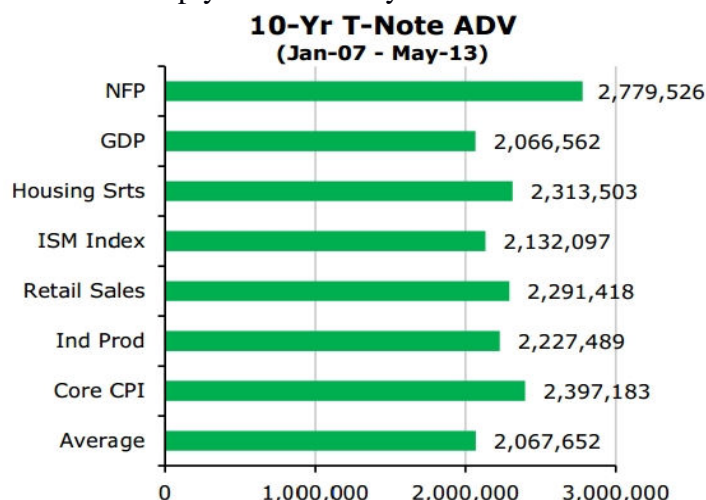
- maloobchodných predajoch (2 428 447),
- začiatku výstavby nových rezidenčných nehnuteľností (2 399 477),
- jadrovej inflácii (2 397 183),
- priemyselnej produkcii (2 331 701) a
- mzdách v nepoľnohospodárskych sektoroch NFP (2 216 011).

Priemerný počet obchodov je na úrovni 2 129 108 kontraktov. Mzdy v nepoľnohospodárskych sektoroch sú, čo sa vplyvu na trh týka, až na piatom mieste. V tomto prípade teda nie sú najdôležitejším údajom, stále však ide o veľmi dôležitú informáciu.

VPLYV NEZAMESTNANOSTI NA TRH 10-ROČNÝCH DLHOPISOV

Tretím, a teda posledným analyzovaným trhom, je trh 10-ročných dlhopisov (nasledujúci obr. č. 3).

Obr. č. 3 – Vplyv ekonomických indikátorov na trh 10-ročných T-Notes (burzový ticker - TY)



Zdroj: <http://www.cmegroup.com/education/files/impact-of-economic-indicators.pdf>

Z uvedeného porovnania vyplýva, že na trh 10-ročných pokladničných poukázok má najväčší vplyv opäť NFP – informácia o úrovni miezd v nepoľnohospodárskych sektoroch. Priemerný objem obchodov na tomto trhu je na úrovni 2 067 652. V deň zverejnenia NFP sa vyšplhá na úroveň 2 779 526. Ďalšími dôležitými informáciami sú informácie o jadrovej inflácii (2 397 183) a o začiatku výstavby nových rezidenčných nehnuteľností (2 313 503).

ZÁVER

Na základe predtým uvedených faktorov majú na akciové investovanie najväčší dopad práve zmeny vo vytvorení nových pracovných miest mimo poľnohospodárskeho sektora. Pokiaľ majú slovenské podniky možnosť investovať do amerických, mal by práve tento ukazovateľ (a hlavne jeho predikcia) byť ich prioritou. Pre krátkodobé úrokové sadzby, merané vo forme futures kontraktu eurodolar, výrazný nárast obchodovania nastáva najmä v čase zverejnenia maloobchodných tržieb. Pre dlhodobé investičné nástroje, vo forme 10 ročných dlhopisov sú, rovnako ako pri investovaní do akcií, najdôležitejšie nové pracovné miesta mimo poľnohospodárstva.

ZDROJE INFORMÁCIÍ:

- [1] <http://www.cmegroup.com/education/files/impact-of-economic-indicators.pdf> (22.03.2014)
- [2] ADAMÍK, K. 2011. Vplyv nedokonalých trhov na oceňovanie finančných nástrojov. In *Ekonomika, financie a manažment podniku - rok 2011: recenzovaný zborník vedeckých príspevkov z medzinárodnej vedeckej konferencie Fakulty podnikového manažmentu EU v Bratislave*: 29. 9. 2011 FPM EU v Bratislave [elektronický zdroj]. Bratislava: Fakulta podnikového manažmentu EU v Bratislave, 2011. ISBN 978-80-225-3253-2, s. 1-6.
- [3] BADURA, P. 2013. Porovnanie výnosov S&P500 s mierou inflácie. In: *Identifikácia a experimentálne skúmanie determinantov finančného rozhodovania o dlhodobých investíciách v podmienkach ekonomických kríz: zborník vedeckých statí*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3825-1. s. 94-100.
- [4] HRONEC, M. 2007. The education – Unemployment relationship in the Slovak Republic: An analysis with special regard to economic education. In : *New Educational Review*. 2007. Roč. 11, č. 1, s. 115-126. ISSN 1732-6729.

- [5] HRVOĽOVÁ, B. 2011. Problémy v prístupoch k ohodnocovaniu cenných papierov. In Výsledky riešenia končiacich grantových úloh VEGA 1/0261/10, 1/0872/09, 1/0384/10, 1/0415/10 : zborník vedeckých statí. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2011. ISBN 978-80-225-3330-0, s. 76-81. VEGA 1/0384/10.
- [6] HRVOĽOVÁ, B. - MARKOVÁ, J. - ZACHAR NINČÁK, L. 2011. Moderné metódy ohodnocovania akcií. In Ekonomický časopis: časopis pre ekonomickú teóriu, hospodársku politiku, spoločensko-ekonomické prognózovanie = journal for economic theory, economic policy, social and economic forecasting. Bratislava: Ekonomický ústav SAV: Prognostický ústav SAV, 2011. ISSN 0013-3035, 2011, roč. 59, č. 2, s. 148-162. VEGA 1/0384/10.
- [7] KMEŤKO, M. 2012. Selekcia akcií. In Acta Moraviae : scientific journal for economics, management and informatics. Kunovice: Evropský polytechnický institut, 2012. ISSN 1803-7607, 2012, vol. 4, no. 7, s. 159-162. Dostupné na internete: <http://edukomplex.cz/dokumenty/acta/cisla/acta_07.html>.
- [8] MARKOVIČ, P. 2013. Futurita na akciu. In Dane a účtovníctvo v praxi: mesačník plný informácií z oblasti daní, práva a účtovníctva. Bratislava: IURA EDITION, 2013. ISSN 1335-7034, 2013, roč. 18, č. 5, s. 35-40.
- [9] MARKOVIČ, P. 2012. Ohodnocovanie finančných nástrojov. 2. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 143 s. VEGA 1/0187/11. ISBN 978-80-225-3445-1.
- [10] MARKOVIČ, P. 2012. Vieme predpovedať ceny akcií? In Finančný manažment. Bratislava: Iura Edition, 2012. ISSN 1338-7065, 2012, č. 5, s. 44-46. Dostupné na internete: <<http://www.financnymanazment.sk/2012/5-2012/Vieme-predpovedat-ceny-akcii/>>.
- [11] MORAVČÍKOVÁ, E. - ŠKRINIAR, P. 2012. Ukazovatele vhodné na sledovanie pri výbere akciových titulov. In Acta Moraviae: scientific journal for economics, management and informatics. Kunovice: Evropský polytechnický institut, 2012. ISSN 1803-7607, 2012, vol. 4, no. 7, s. 119-123. VEGA 1/0396/13. Dostupné na internete: <http://edukomplex.cz/dokumenty/acta/cisla/acta_07.html>.
- [12] PONECOVÁ, G. 2011. Využitie derivátov po finančnej kríze. In Priebežné výsledky riešenia úloh VEGA 1/0754/11, 1/0187/11: zborník vedeckých statí. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2011. ISBN 978-80-225-3329-4, s. 27-30. VEGA 1/0187/11.
- [13] ŠKRINIAR, P. 2011. Kríza zvyšuje záujem o akciové trhy: obchodníci sa tešia rastúcemu počtu klientov, no je to iba dočasné. In Investor: financie & investície & poradenstvo. Bratislava: ECOPRESS, 2011. ISSN 1335-8235, október 2011, roč. 12, č. 10, s. 10-11.
- [14] ŠKRINIAR, P. 2011. Snaha o rozloženie rizika má svoje hranice: koľko cenných papierov zvládne sledovať portfóliový manažér? In Investor: financie & investície & poradenstvo. Bratislava: ECOPRESS, 2011. ISSN 1335-8235, október 2011, roč. 12, č. 10, s. 18-19.

PRIESKUM FINANČNEJ GRAMOTNOSTI ŠTUDENTOV EKONOMICKEJ UNIVERZITY V BRATISLAVE¹

SURVEY OF FINANCIAL LITERACY OF STUDENTS OF UNIVERSITY OF ECONOMICS IN BRATISLAVA

Pavel Škriniar²

Kľúčové slová: finančná gramotnosť, prieskum, študenti, Ekonomická univerzita v Bratislave, behaviorálne financie

JEL Klasifikácia: D84, G10

ÚVOD

V médiách sa čoraz častejšie objavujú správy o následkoch nesprávneho rozhodnutia pri výbere finančného produktu. Nemusí ísť pritom iba o neschopnosť porozumieť právnickému textu, ale aj o slabú schopnosť porovnať dve ponuky na základe čísiel. Neznalosť rozdielu v spôsobe úročenia dlhu, ako ukazujú médiá, môže mať fatálne následky. Svojím prieskumom finančnej gramotnosti sme sa preto zamerali na študentov Ekonomickej univerzity, ktorí už majú absolvované základy z ekonómie a financií, pričom do vstupu na trh práce im ešte zostáva dostatok času na odstránenie prípadných vedomostných nedostatkov. Predpokladáme, že v porovnaní s ostatným obyvateľstvom by malo ísť z pohľadu financií o vedomostne zdatnejšiu vzorku než je priemerná vzorka obyvateľstva, a to vzhľadom na to, že ide o vysokoškolských študentov a navyše študentov ekonomického zamerania.

METODIKA

Dotazníkovým prieskumom sme sa pýtali študentov druhého ročníka bakalárskeho stupňa štúdia Ekonomickej univerzity v Bratislave na ich znalosti a na potenciálne správanie pri investovaní. Dotazník vyplnilo celkovo 1086 študentov, z čoho bolo 185 študentov Fakulty podnikového manažmentu, 182 študentov Fakulty hospodárskej informatiky, 106 študentov Fakulty medzinárodných vzťahov, 246 študentov Národnohospodárskej fakulty, 250 študentov Obchodnej fakulty a 117 študentov Podnikovohospodárskej fakulty v Košiciach. Prostredníctvom dvadsiatich otázok sme sa zamerali na dôvody štúdia ekonómie, zisťovali sme rizikový profil študentov, hodnotili znalosti z počítania percent a zaujímali o vnímanie finančného sprostredkovateľa očami študenta. Na zisťovanie finančnej gramotnosti slúžilo päť otázok, ktoré simulovali rozhodovanie pri výbere finančného produktu – dôraz sa kládol na výnos (vyšší je lepší), poplatky spojené s investíciou (nižšie sú lepšie) a infláciu (nižšia je lepšia). Rizikový profil sme hodnotili podľa ochoty hádzať kockou pri dvoch situáciách – povinnosť platiť a možnosť získať peniaze, podľa voľby dôchodkového fondu a hypotetického správania pri poklese finančného trhu. Dotazník obsahoval nielen otázky s dvomi až tromi predvolenými odpoveďami, ale aj otázky, na ktoré

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR.*

² Pavel Škriniar, Ing. PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: pavel.skriniar@euba.sk

mali študenti odpovedať vlastnými slovami. Počas vyhodnocovania dotazníka sa ukázalo, že niektorí študenti do dotazníka písali aj zdôvodnenie svojej odpovede, postup výpočtu ale aj rôzne poznámky či pripomienky k otázkam. Ponúkli tak priestor na ďalšie skúmanie ich uvažovania, preferencií a znalostí zo sveta financií.

VÝSLEDKY DOTAZNÍKOVÉHO PRIESKUMU

Sumarizovanie odpovedí ukázalo, že študenti na niektoré otázky nevedeli alebo nechceli odpovedať. Najväčší počet odpovedí mali otázky zisťujúce vlastníctvo bankového účtu (100 %) a získavania pracovných skúseností na brigádach (99,88 %). Otázky, ktoré im robili najväčšie problémy s odpoveďou, bolo zisťovanie stavu konta pri investičnom životnom poistení (81,48 % odpovedí) a odmeny pre finančného poradcu (88,04 %). Na rozdiel od ostatných otázok, tieto dve nemali predvolené odpovede. Študenti v priemere poskytli odpoveď na otázku v 96,72 % prípadoch. Z vedomostných otázok, teda otázok, z ktorých odpovedí sa hodnotila finančná gramotnosť, najmenej odpovedí mala otázka zisťujúca schopnosť vybrať si výnosnejší termínovaný vklad (98,59 %). Nasledujúca tabuľka ukazuje porovnanie podielu zodpovedaných otázok medzi študentmi FPM a ostatnými študentmi EU.

Tabuľka 1 Porovnanie podielu zodpovedaných otázok

číslo otázky	podiel odpovedí na otázku		Vedomostná otázka
	EU ex FPM	FPM	
1	84,41 %	94,59 %	
2	99,88 %	99,46 %	
3	96,13 %	97,84 %	
4	81,48 %	82,70 %	
5	97,54 %	97,84 %	
6	88,04 %	87,03 %	
7	100,00 %	100,00 %	
8	98,48 %	100,00 %	
9	97,42 %	98,92 %	
10	98,71 %	96,22 %	áno
11	98,94 %	98,92 %	áno
12	98,59 %	97,84 %	
13	99,77 %	98,92 %	áno
14	99,65 %	98,92 %	
15	98,71 %	98,38 %	
16	99,30 %	98,92 %	
17	99,65 %	98,38 %	
18	99,18 %	99,46 %	
19	99,41 %	98,38 %	áno
20	99,06 %	96,76 %	áno

Prameň: prieskum medzi študentmi

Tabuľka ukazuje, že študenti FPM neodpovedali na vedomostné otázky vo vyššom počte prípadov, než je priemer ostatných študentov EU.

Tabuľka 2 Odpovede študentov na jednotlivé otázky**1. Prečo ste sa rozhodli pre štúdium ekonómie?**

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Získanie titulu, prestíž	30,36 %	48,65 %
Záujem o problematiku, zameranie	47,48 %	40,54 %
Iné študijné zamerania sa mi zdajú náročnejšie	6,33 %	3,78 %
iné (alebo neodpovedali)	15,83 %	7,03 %

Za zmienku stoja pomerne výrazné rozdiely v motivácií študovať na univerzite. Získanie titulu je u študentov FPM podstatne lákavejšie ako získavať poznatky zo sveta ekonómie. Aj keď dôvody sú nám neznáme, tento rozdiel je minimálne na zamyslenie. Pozitívne je, že je iba málo študentov, ktorí považujú EU za ľahko zvládnuteľnú univerzitu. Medzi ostatné dôvody štúdia patrí predovšetkým pokračovanie po obchodnej akadémii.

2. Praxujete popri štúdiu na univerzite (máte zdroj príjmov mimo rodičov a štipendií)

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Nie	41,97 %	37,30 %
Áno, celkovo menej ako 6 mesiacov	18,87 %	24,86 %
Áno, celkovo viac ako 6 mesiacov	39,04 %	37,30 %

Naši študenti majú v porovnaní so študentmi iných univerzít (technika, medicína) časovo menej náročné štúdium, preto je väčší predpoklad, že okrem získavania študijných vedomostí budú získavať aj skúsenosti pracovné. V tomto smere sú študenti FPM aktívnejší, keďže absenciu praxe priznáva 37,30 % v porovnaní s necelými 42 % v prípade ostatných študentov.

3. Považujete sa za finančne gramotného (rozumiete financiám)

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Áno	71,75 %	77,84 %
Nie	24,38 %	20,00 %

Sebavedomie nechýba študentom akejkoľvek fakulty, pričom študenti FPM sú o desatinu sebavedomejší. Výsledky ďalších otázok dotazníka ukážu, či je toto sebavedomie oprávnené.

4. Predstavte si, že ste podpísali zmluvu na investičné životné poistenie. Mesačne do neho vložíte 100 eur, pričom 50 eur z toho smeruje na krytie poistných rizík.

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
MEDIAN	700,00 €	660,00 €

Ide o netradičnú otázku, ktorej odpoveď nám poskytla viacero a aj nečakaných záverov. V prvom rade značná časť študentov nevie správne zaokrúhľovať. Druhý záver bol, že nevedia správne vypočítať zhodnotenie. Výnos vypočítajú ako stav ročných vkladov prenášobný výnosovým percentom. Postupné zhodnocovanie mesačných platieb je pre nich

neznáme. Tretí záver bol, že opäť značná časť študentov si neuvedomuje, že poistenie je služba, za ktorú sa platí. Očakávajú totiž, že stav ich konta bude minimálne v takej výške, aké boli ich vklady. Boli aj odpovede, v ktorých očakávaná výška stavu konta bola násobne vyššia ako hodnota vkladov. Správna odpoveď na túto otázku je nula. Aj keď niektorí študenti v dotazníku uviedli, že pracujú ako finanční sprostredkovatelia, správnu odpoveď nepoznali. Cieľom tejto otázky bolo zistiť, aké sú ich očakávania z tohto produktu. Výsledok je, že nepočítajú s nákladmi na províziu, ktorá sa vypláca v prvých dvoch rokoch od uzavretia produktu.

5. *Ak by ste mali zaplatiť za poradenstvo pri výbere finančného produktu, uprednostnili by ste vopred zaplatený poplatok alebo poplatok zakomponovaný v cene*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Vopred platený poplatok	36,11 %	38,38 %
Poplatok v rámci ceny finančného produktu	61,43 %	59,46 %

V tejto otázke sa študenti v podstate zhodli. Zisťovali sme, či by uprednostnili provízny spôsob odmeňovania alebo by zaplatili poradcovi za službu, ako je to napríklad pri platbe za služby právnika.

6. *Koľko by ste boli ochotný zaplatiť poradcovi za to, že vám pomôže pri výbere vhodného finančného produktu?*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
MEDIAN	20,00 €	30,00 €

Ak je mesačný príjem z brigády v priemere 500 eur a študent naň pracuje 80 hodín, tak odmena je o čosi viac ako 6 eur na hodinu. V tomto kontexte je ochota zaplatiť za rady poradcu svoj päťhodinový príjem adekvátne. Z pohľadu výšky platieb za iné služby, ktorých ceny študenti ovládajú, je táto odmena nízka.

7. *Máte otvorený bežný (študentský) bankový účet?*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Áno	93,08 %	89,73 %
Nie	6,21 %	10,27 %

Otázkou sme zisťovali skúsenosti študentov s najjednoduchším finančným produktom. Miera vlastníctva bankového účtu nie je prekvapujúca, skôr je na zamyslenie, prečo desatina študentov nepotrebuje bankový účet.

8. *Predstavte si, že ste pred mesiacom investovali 10 000 eur, ktoré sú určené na vaše aktivity po štúdiu na univerzite. Vplyvom zmien na finančných trhoch má vaša investícia dnes hodnotu 9500 eur. Čo urobíte?*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Vybrali by ste peniaze	39,62 %	41,62 %
Investovali by ste ďalšie peniaze	16,76 %	20,00 %
Nič	42,09 %	38,38 %

Otázka patrí spolu s ďalšími otázkami k tej časti prieskumu, ktorá je zameraná na zisťovanie a overovanie rizikového profilu študenta. Pri odpovediach na túto otázku zvykli študenti k odpovedi dopísať, že peniaze by vybrali a investovali by ich inde. Presnejšie tam, kde by sa zhodnocovali vyšším percentom. Vzniká tak problém v tom zmysle, že predpokladajú, že v čase investovania budú mať presné informácie o budúcom vývoji podkladového aktíva.

9. *Predstavte si, že ste zverili obchodníkovi s cennými papiermi 100 000 eur, aby ich na päť rokov investoval. Obchodník požaduje za to ročný poplatok*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Zaplatíte každý rok 1000 eur (čím si zabezpečíte stabilnú výšku poplatku)	24,62 %	33,51 %
Zaplatíte vždy 1 % z hodnoty úspor (čím ušetríte, ak by sa majetok znehodnotil)	72,80 %	65,41 %

Ďalšia otázka zisťujúca postoj a vnímanie platenia za služby spojené s poradenstvom a správou zvereného majetku. Závety z nej vyjdú v kontexte so spracovaním podobne zameraných otázok.

10. *Ktorý typ vkladu je podľa vás pre klienta výhodnejší*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Trojročný s 3 –percentným celkovým zhodnotením	28,84 %	31,89 %
Trojročný s 1 –percentným ročným zhodnotením	48,07 %	40,00 %
Oba sú rovnako výhodné	21,81 %	24,32 %

Prvá otázka z radu otázok na zistenie finančnej gramotnosti. Správnu odpoveď síce označila najpočetnejšia skupina, znepokojujúcou je však skutočnosť, že nejde o väčšinu vzorky.

11. *Do ktorej akcie by ste sa rozhodli investovať 100 eur?*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Do akcie s očakávanou dividendou 3 eurá štvrťročne	43,49 %	41,62 %
Do akcie s očakávaným rastom trhovej ceny 11 % ročne	55,45 %	57,30 %

Druhá otázka z radu otázok na zistenie finančnej gramotnosti. Tu, naopak, správnu odpoveď označila menšina. Iba pár kusov študentov k otázke dopísalo poznámku v zmysle reinvestovania výnosov.

12. *Vlastníte dve akcie, pričom jedna je zatiaľ v zisku, druhá zatiaľ v strate. Jednu z nich nutne musíte predat'. Ktorú predáte?*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Stratovú	53,34 %	51,89 %
Ziskovú	45,25 %	45,95 %

Zahraničné prieskumy hovoria, že ľudia sa snažia zbaviť neúspešného a držia sa úspešného. V tomto naši študenti nie sú iní, aj keď rozdiel medzi týmito dvomi odpoveďami nie je zásadný. Aj keď po teoretickej stránke študenti ovládajú ekonomický cyklus, teda že po recesii príde konjunktúra, na základe ich odpovedí možno predpokladať, že od ziskovej akcie očakávajú zisky aj v nasledujúcich obdobiach.

13. *Máte možnosť získať peniaze. Ktorú z možností by ste uprednostnili ? (peniaze určite dostanete)*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Výplata 40 eur dnes	79,72 %	80,54 %
Výplata 45 eur za rok	20,05 %	18,38 %

Tretia otázka z radu otázok na zistenie finančnej gramotnosti. Otázka je zameraná na schopnosť porovnať možnosť získať 12,5 percentný výnos pri súčasnej takmer nulovej inflácii. Väčšina študentov uprednostní výplatu peňazí dnes pred výplatou vyššieho objemu peňazí v budúcnosti. Uvažujú teda krátkodobo. Druhým aj keď málo pravdepodobným záverom je, že majú akútny nedostatok financií a preto akékoľvek peniaze využijú na okamžité vyriešenie svojich finančných problémov.

14. *Ktorú možnosť by ste si vybrali*

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Možnosť získať 100 eur, ak pri hode kockou padne párne číslo	33,53 %	36,22 %
Dostať okamžite 50 eur	66,12 %	62,70 %

Zahraničné prieskumy zisťovali, či človek, ak má možnosť získať peniaze, uprednostní istotu nízkeho výnosu alebo pravdepodobnosť vysokého výnosu. Výsledkom sa naši študenti od výsledkov zahraničných prieskumov nelíšia.

15. Vo vašom veku sa môžete rozhodnúť pre sporenie na dôchodok. Pre ktorý typ fondu by ste sa rozhodli?

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Akciový fond, ktorý má vyššie riziko straty ale i zhodnotenia	14,65 %	12,43 %
Dlhopisový fond s nižším rizikom straty ale i zhodnotenia	26,03 %	28,11 %
Rozloženie investície v pomere 50:50.	58,03 %	57,84 %

Otázka patrí spolu s ďalšími otázkami k tej časti prieskumu, ktorá je zameraná na zisťovanie a overovanie rizikového profilu študenta.

16. Ktorú možnosť by ste si vybrali

	EU (ex FPM)	FPM
Povinnosť zaplatiť 50 eur	41,85 %	38,38 %
Možnosť hádzať kockou, ale pri hodení 1 alebo 2 zaplatíte 150 eur (pri 3,4,5 alebo 6 nezaplatíte nič)	57,44 %	60,54 %

Zahraničné prieskumy zisťovali, či človek, ak má povinnosť zaplatiť peniaze, uprednostní istotu nízkej straty alebo pôjde do rizika, kde možno netreba platiť a ak, tak vysokú sumu. Výsledkom sa naši študenti od výsledkov zahraničných prieskumov nelíšia.

17. Predstavte si, že v priebehu jedného dňa akciový trh výrazne poklesne. Aké by ste dali odporúčanie investorom?

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Vybrať peniaze	17,58 %	21,08 %
Investovať ďalšie peniaze	15,59 %	18,92 %
Čakať na ďalší vývoj situácie	66,47 %	58,38 %

Otázka patrí spolu s ďalšími otázkami k tej časti prieskumu, ktorá je zameraná na zisťovanie a overovanie rizikového profilu študenta.

18. Predstavte si, že ste bankár a máte v správe majetok svojich klientov. Aký poplatok by bol pre Vás výhodnejší?

	EU (ex FPM)	FPM
fixný (pevný poplatok bez ohľadu na objem spravovaného majetku)	33,29 %	36,22 %
variabilný (ako percento z objemu spravovaného majetku)	65,89 %	63,24 %

Otázka zisťujúca postoj a vnímanie platenia za služby spojené s poradenstvom a správou zvereného majetku. Ako pri predošlej, obdobne formulovanej otázke, aj tu študenti uprednostňujú variabilný poplatok pred fixným. Dá sa z toho usudzovať, že chcú mať efekt z dosiahnutého úspechu a je pre nich motivujúce získať časť z dosiahnutého zisku.

19. Čo by bolo pre vás prijateľnejšie

	EU (ex FPM)	FPM
Jednorazové zdraženie tovarov v prvom roku o 100 %, no v druhom sa zdražovať nebude	38,80 %	31,35 %
Zdraženie tovarov v prvom roku o 70 % a v nasledujúcom o 30 %.	60,61 %	67,03 %

Štvrtá otázka z radu otázok na zistenie finančnej gramotnosti. Aj v tomto prípade správnu odpoveď označila menšina. Ukazuje sa, že matematika a počítanie percent je slabou stránkou študentov. Ponúka sa však ešte jeden, úplne iný záver: radšej chcú prežiť dve menšie pohromy (aj keď celkové následky budú väčšie) ako jednu veľkú. Chcú si teda rozložiť negatívum do viacerých období, aj keď sa tým následky iba zhoršia.

20. Predstavte si, že investujete 10 000 eur na minimálne štyri roky. Pre aké poplatky sa rozhodnete?

	Ekonomická univerzita (ex FPM)	FPM
Vstupný poplatok 5 %, ročný poplatok 1,25 %.	43,61 %	32,97 %
Vstupný poplatok 2 %, ročný poplatok 2 %.	32,47 %	37,84 %
Vstupný poplatok 0 %, ročný poplatok 2,5 %.	22,98 %	25,95 %

Piata a posledná otázka z radu otázok na zistenie finančnej gramotnosti. Študenti podobne ako v predošlých odpovediach aj v tomto prípade správnu odpoveď označila menšina. Táto odpoveď iba potvrdzuje záver z predchádzajúcej otázky, a to, že v matematike majú medzery.

POROVNANIE ŠTUDENTOV

Už letný pohľad na porovnanie odpovedí ukazuje, že študenti FPM sú „iní“. Nie je našou úlohou hodnotiť správnosť názorových odpovedí či skutočnosť, že popri škole pracujú alebo na základe čoho si vyberali banku. Zamerali sme sa na ich znalosti z oblasti financií, teda úroveň finančnej gramotnosti. Nasledujúca tabuľka sumarizuje odpovede na otázky, ktoré obsahovali správnu odpoveď.

Tabuľka 3 Počet správnych odpovedí na jednotlivé otázky

Počet správnych odpovedí	FPM	EU ex FPM
0	14,05 %	11,16 %
1	31,89 %	25,99 %
2	32,97 %	31,02 %
3	17,84 %	23,95 %
4	3,24 %	7,07 %
5	0,00 %	0,82 %
spolu	100 %	100 %

Prameň: prieskum medzi študentmi

Ak by sme spočítali úspešnosť správneho zodpovedania otázok podľa upravenej klasifikácie (napr. 2 a menej správnych odpovedí „nevyhovel“), tak výsledok by bol nasledujúci.

Tabuľka 4 Ohodnotenie odpovedí na jednotlivé otázky

Počet správnych odpovedí	FPM	EU ex FPM
0-2 (nevyhovelo)	78,92 %	68,16 %
3-5 (vyhovelo)	21,08 %	31,84 %

Prameň: prieskum medzi študentmi

Z pohľadu zodpovedania piatich otázok sú študenti FPM menej finančne gramotní ako ich univerzitní kolegovia. Hľadať príčinu tohto rozdielu je pravdepodobne na dlhšiu diskusiu, než je tento príspevok. Výsledok v tabuľke však ukazuje ešte jednu vec. A tou je percento úspešnosti ako také. Uvedených 31,84 % a obzvlášť 21,08 % možno považovať za veľmi nízke percento, keďže prieskumu sa zúčastnili študenti ekonomického zamerania. Toto percento upozorňuje, že študenti budú mať pri vstupe na trh práce problém vybrať si výhodnejší finančný produkt, aj keď budú mať v rámci porovnania k dispozícii porovnateľne nastavené produkty. Prax je, žiaľ, taká, že s takouto ideálnou situáciou sa nestretnú.

ZÁVER

Výsledky prieskumu ukázali odlišnosti medzi študentmi Fakulty podnikového manažmentu a študentmi ostatných fakúlt Ekonomickej univerzity v Bratislave. Medzi zamyslenia hodné rozdiely patrí odlišnosť v dôvode štúdia na danej fakulte. Kým študenti FPM najčastejšie uvádzajú ako dôvod získanie titulu, študenti ostatných fakúlt prichádzajú v takmer rovnakom percente študovať kvôli zameraniu fakulty. Výrazne odlišné hodnotenie v kolónke „iné“ sú spôsobené odpoveďami študentov FMV, ktorí uvádzali, že neštudujú ekonómiu ale medzinárodné vzťahy. V rámci tejto odpovede sa ako najčastejší dôvod uvádzalo pokračovanie štúdia z obchodnej fakulty a rozhodnutie rodičov.

V získavaní pracovných skúseností sú na tom lepšie študenti FPM, keďže prax má 62,16 % v porovnaní s 57,91 % z ostatných fakúlt. Sebavedomie však nechýba študentom ani jednej fakulty. Väčšina sa hodnotí ako finančne gramotná. Ako ukázali výsledky testu, toto sebahodnotenie je prehnané a možno ho označiť aj ako nebezpečné. Riziká tkvejú v neuvedomení si neznalostí a rozhodovania na základe nesprávnych preferencií či postupov. Pritom skúsenosti s finančnými inštitúciami už majú, keďže 90 % študentov už má otvorený bankový účet. Nejde primárne o to, či ako dôvod bol ich záujem alebo rada (príkaz) rodiča, ale to, že majú možnosť komunikovať s bankou ako klienti a vnímať jej produktovú ponuku spolu so všetkými nástrahami.

Z poznámok, ktoré študenti dopisovali do dotazníka vyšiel zaujímavý záver. Študenti očakávajú, že pri rozhodovaní sa o umiestnení peňazí do investičného produktu budú vedieť, ako sa bude vyvíjať jeho výnos do budúcnosti. V praxi je to nereálna požiadavka, čo je výkričník pre finančné vzdelávanie študentov. Problémy robí aj počítanie percent, keď študentovi nezáleží na tom, z akého základu počíta percento. Zarážajúce je aj uprednostňovanie súčasnej spotreby, keď prijmú 40 eur namiesto ich zhodnotenia o 12,5 % za rok pri takmer nulovej inflácii. Úplne nepochopiteľnou bola odpoveď študenta, ktorý by získaných 40 eur obratom vložil na ročný termínovaný účet v banke.

DISKUSIA

Prieskum poukázal na nedostatky a vedomostné medzery. Bol zameraný na študentov druhého ročníka. Otvára sa preto diskusia, ako zlepšiť ich schopnosť správne si vybrať výhodnejší finančný produkt. Kým budú čeliť takejto výzve v reáli, tak uplynú ešte tri roky. Za tento čas sa toho dá stihnúť ešte veľa.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] ADAMÍK, K., 2014, Finančné rozhodovanie v podmienkach neistoty – behaviorálne aspekty rozhodovacieho procesu : dizertačná práca; školiteľ: Peter Markovič. - Bratislava, 2014. - 113 s. - Spôsob prístupu: <http://www.crzp.sk/crzpopacxe/openURL?crzpSigla=eubratislava&crzpID=6a0aecb0-797d-4d05-9249-4c07f3fa5297>
- [2] ADAMÍK, K., MARKOVIČ, P., 2014, Principal-agent theory in the process of the company's costs of capital quantification In Management: science and education. - Žilina : Faculty of Science and Informatics, University of Žilina, 2014. - ISSN 1338-9777. - Vol. 3, no. 2 (2014), pp. 5-8.
- [3] BADURA, P. 2014, Obmedzenie vplyvu psychiky pri investovaní, In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí [elektronický zdroj] : zborník vedeckých príspevkov / redakčné a zostaviteľské práce: Miroslav Kmeťko, Pavel Škriniar, Peter Badura ; recenzent Pavol Poklemba. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3879-4. - S. 5-9 CD-ROM.
- [4] BADURA, P., 2014, Proč broker umožňuje pákové obchodování? Spôsob prístupu: <http://www.aforex.cz/forex-fx-trading-obchodovani/90-broker-leverage-proc-jak-funguje>. - Popis urobený: 5.2.2015. In aForex.cz [elektronický zdroj] : akademie trhu Forex : Forex základy. - [s.l.] : aForex.cz, 2014. - (2.10.2014), s. 1-2 [2,19 NS] online.
- [5] BADURA, P., KMEŤKO, M., 2014, Meranie volatility kapitálového trhu = Measuring of volatility of capital market In Vysoká škola jako facilitátor rozvoje společnosti a regionu : sborník z 10. mezinárodní konference : Kunovice, 31.5.2014 / recenzenti: Karel Lacina, Milan Vinklárík. - Kunovice : Evropský polytechnický institut, 2014. - ISBN 978-80-7314-300-8. - S. 149-152.
- [6] BADURA, P., KMEŤKO, M., 2014, Priebeh ekonomických kríz a ich vplyv na podniky = Proceedings of the economic crisis and their impact on the companies In Vysoká škola jako facilitátor rozvoje společnosti a regionu : sborník z 10. mezinárodní konference : Kunovice, 31.5.2014 / recenzenti: Karel Lacina, Milan Vinklárík. - Kunovice : Evropský polytechnický institut, 2014. - ISBN 978-80-7314-300-8. - S. 114-118.
- [7] BIKÁR, M., 2015, Behaviorálne financie = Behavioral finance In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí [elektronický zdroj] : zborník vedeckých príspevkov / redakčné a zostaviteľské práce: Miroslav Kmeťko, Pavel Škriniar, Peter Badura ; recenzenti: Anna Polednáková, Pavol Poklemba. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. - ISBN 978-80-225-4054-4. - S. 18-25 CD-ROM.
- [8] KMEŤKO, M., 2014, Ako vyberať akcie vhodné pre investovani, In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí [elektronický zdroj] : zborník vedeckých príspevkov / redakčné a zostaviteľské práce: Miroslav Kmeťko, Pavel Škriniar, Peter Badura ; recenzent Pavol Poklemba. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3879-4. - S. 21-25 CD-ROM.
- [9] KMEŤKO, M., 2014, Chcete 100 000 percent za rok ako Leonardo DiCaprio? In Denník SME. - Bratislava : Petit Press, 2014. - ISSN 1335-440X. - Roč. 22, č. 234 (2014), s. [6].
- [10] KMEŤKO, M., 2014, Bank of England má najnižšie úroky od čias detstva Jura Jánošíka In Denník SME. - Bratislava : Petit Press, 2014. - ISSN 1335-440X. - Roč. 22, č. 228 (2014), s. [6].
- [11] KMEŤKO, M., BADURA, P., 2014 Volatilita pri investovaní In Priebežné výsledky riešenia grantových úloh VEGA č. 1/0004/13 Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku, VEGA č. 1/0064/13 Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR, VEGA č. 1/0042/13 Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných

- financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR : zborník vedeckých statí / redakčné a zostaviteľské práce: Eduard Hyránek, Ladislav Nagy ; recenzenti: Anna Polednáková, Oľga Miková. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3957-9. - S. 122-129.
- [12] KUBRANOVA, M., PONECOVÁ, G., 2014, Dosah regulácie na rozhodovanie o bankových operáciách = Regulation coverage to a decision about bank operations In *Ekonomika, financie a manažment podniku VIII. [elektronický zdroj]* : zborník vedeckých statí pri príležitosti Týždňa vedy a techniky = *Ökonomik, Finanzen und Management von Unternehmen VIII. : das Sammelbuch der Wissenschaftlichen Beiträge zur Woche der Wissenschaft und Technik* / zostavovatelia: Miroslav Majtán, Peter Markovič ; recenzenti: Miroslav Grznár, Milan Rajňák. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3941-8. - [S. 1-9] CD-ROM.
- [13] NAGY, L., 2015, Nemzetközi kitekintés - a devizahitelezés problematikája és kezelése Szlovákiában = International perspective - the problems of foreign currency loans and their management in Slovakia. 20 In *A devizahitelezés nagy kézikönyve / szerkesztette: Lentner Csaba ; lektorok: Huszti Ernő, Török Gábor.* - Budapest : Nemzeti Közszerkeztető és Tankönyv Kiadó, 2015. - ISBN 978-615-5344-62-6. - S. 531-550 [1,67 AH].
- [14] NAGY, L., 2015, Vznik a vývoj metód finančného prognózovania od 30. rokov 20. storočia In *Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí [elektronický zdroj]* : zborník vedeckých príspevkov / redakčné a zostaviteľské práce: Miroslav Kmeťko, Pavel Škriniar, Peter Badura ; recenzenti: Anna Polednáková, Pavol Poklemba. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. - ISBN 978-80-225-4054-4. - S. 88-94 CD-ROM.
- [15] NAGY, L., FOLTÍNOVA, A., 2014, A szellemi szabadfoglalkozás - gazdasági és etikai vetületei Szlovákiában, In *Felelős társadalom, fenntartható gazdaság [elektronický zdroj]* : tanulmánykötet : nemzetközi tudományos konferencia a magyar tudomány ünnepe alkalmából : Sopron, 2013, november 13 = Social responsibility, sustainable economy : publications : international scientific conference on the occasion of the hungarian science festival / szerkesztő / editor: Csaba Székely. - Sopron : University of West Hungary Press, 2014. - ISBN 978-963-334-144-5. - S. 983-991.
- [16] POLEDNÁKOVÁ, A., HRVOLOVÁ, B., 2014 Personnel marketing in the process of the construction of the corporate culture of companies In *Personnel marketing and personnel management : select issues : peer-reviewed proceedings of scholarly articles : VEGA 1/0053/12 / Miroslava Szarková et al., editorial and compilation: Anna Polednáková, Martin Andrejčák ; scientific reviewers: Pavol Kita, Jozef Králik.* - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3906-7. - S. 24-35.
- [17] STRIŽENCOVÁ, M., 2015, Špecifické spôsoby financovania malých a stredných podnikov v súčasnosti In *Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí [elektronický zdroj]* : zborník vedeckých príspevkov / redakčné a zostaviteľské práce: Miroslav Kmeťko, Pavel Škriniar, Peter Badura ; recenzenti: Anna Polednáková, Pavol Poklemba. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. - ISBN 978-80-225-4054-4. - S. 95-99 CD-ROM.
- [18] VÁVROVÁ, K., 2014, Sociálno-daňové súvislosti so zameraním na zamestnanosť vo vybraných krajinách V4 = Socio-tax connection with a focus on employment in selected countries V4, In *Zamestnanosť a jej sociálno-ekonomické súvislosti v európskom priestore [elektronický zdroj]* : zborník príspevkov z medzinárodnej vedeckej konferencie : 15. a 16. mája 2014, Veľký Meder, Slovensko / zostavil: Miroslav Tkáč ; recenzenti: Marta Martincová, Ján Frišták. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. - ISBN 978-80-225-3873-2. - S. 489-495 CD-ROM.

BOOTSTRAPPING AKO SPOSOB FINANCOVANIA MALÝCH PODNIKOV¹

FINANCIAL BOOTSTRAPPING IN SMALL BUSINESSES

Michaela Strižencová²

Kľúčové slová: podnik, financovanie, externé zdroje, rizikový kapitál, crowdfunding, bootstrapping

JEL Klasifikácia: G32, G34

ÚVOD

Keďže malé podniky sú považované za veľmi dôležité tak pre ekonomický rast, ako i pre tvorbu pracovných miest, je im v poslednom období venovaná značná pozornosť. Stretávajú sa však s veľkými problémami pri získavaní finančných prostriedkov, a to najmä pokiaľ ide o dlhodobé externé zdroje. Jednou z možností, ako túto bariéru prekonať, je popri využití rizikového kapitálu a crowdfundingu využiť vlastné prostriedky bez spoliehania sa na veriteľov alebo nových vlastníkov.

RIZIKOVÝ KAPITÁL A CROWDFUNDING

Podstatou venture kapitálu je financovanie súkromných podnikov s perspektívou rastu formou navýšenia ich základného imania, založené na partnerstve podnikateľa a investora. Je to prostriedok pre financovanie zahájenia činnosti spoločnosti, jej rozvoja, expanzie alebo odkupu celej spoločnosti, kedy investor rizikového kapitálu získava za jeho poskytnutie dohodnutý podiel na vlastnom imaní spoločnosti

Crowdfunding, čiže forma spoločného financovania, pre ktorú sa niekedy používa aj názov komunitné financovanie, patrí medzi alternatívne formy financovania. Ide o formu novú, objavujúcu sa v posledných rokoch. Spočíva v získavaní menších prostriedkov od veľkej skupiny ľudí. Namiesto obvyklých poskytovateľov finančných prostriedkov, teda bánk, investorov rizikového kapitálu alebo obchodných anjelov financuje projekt alebo podnik skupina jednotlivcov, pričom väčšinou sa takéto zbieranie prostriedkov uskutočňuje prostredníctvom internetu.

ČO JE FINANČNÝ BOOTSTRAPPING

Pre metódy financovania spomenuté v úvode príspevku sa zaužíval názov finančný bootstrapping alebo bootstrappingové financovanie. Zjednodušene povedané, ide o zahájenie financovania s obmedzeným množstvom finančných prostriedkov a bez cudzej pomoci, čiže o snahu podnikateľa začať podnikat' s použitím vlastných prostriedkov bez spoliehania sa na dlhodobé externé zdroje. Bootstrapping kombinuje využívanie vlastných prostriedkov podnikateľa s generovaním zisku pomocou predaja výrobkov už v počiatočných fázach

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiach v SR.*

² Ing. Michaela Strižencová, PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: michaela.strizencova@euba.sk

fungovania podniku. Okrem sveta vyspelých technológií a možno ešte niekoľkých ďalších odvetví je bootstrapping spôsob, akým začínala väčšina podnikov. Pojem finančný bootstrapping teda zahŕňa rôzne spôsoby, akými spoločnosti vytvárajú peňažné prostriedky, ktoré potrebujú pre svoj rozvoj a expanziu bez toho, aby museli požiadať o pomoc externých investorov. Zatiaľ čo množstvo takto dostupných finančných prostriedkov môže byť obmedzené v porovnaní s prostriedkami získanými napríklad emisiou akcií alebo pomocou rizikového kapitálu, bootstrapping má jednu obrovskú výhodu. Je ňou oveľa väčšia flexibilita a kontrola majiteľa/ov nad svojou vlastnou spoločnosťou.

TYPY BOOTSTRAPPINGOVÉHO FINANCOVANIA

Názory na to, čo všetko zahrnúť medzi bootstrapping, sa mierne líšia. V podstate môžeme povedať, že existuje päť základných typov bootstrappingu. Jedným z najpopulárnejších je faktoring, čiže proces, prostredníctvom ktorého podnik predáva svoje pohľadávky faktorovi výmenou za okamžitú hotovosť. Ďalším populárnym druhom bootstrappingu je obchodný úver. Podnik hľadá dodávateľa, ktorý by poskytol úverové podmienky typu „net of 30, 60 alebo 90 dní“. Tento typ financovania využíva v súčasnosti mnoho podnikov a je to skutočne spôsob, ako udržať hotovosť a maximalizovať zisk. Ďalšiu formu bootstrappingového financovania predstavujú zákazníci podniku. Ak má podnik zákazníkov, ktorí by si chceli objednať jeho výrobky, môže skutočne použiť ich akreditív na získanie materiálu od dodávateľa. Takýmto spôsobom na jeho nákup nebude používať žiadnu hotovosť, iba odovzdá akreditív zákazníka. Lízing taktiež patrí medzi druhy bootstrappingu, ktoré môžu významne pomôcť. Podnikateľ si môže zaobstarať potrebné zariadenie na lízing namiesto toho, aby ho okamžite kúpil. Je to rovnako spôsob, ako udržať finančné prostriedky namiesto toho, aby ich minul príliš veľa. Posledným typom bootstrappingu je nehnuteľnosť. Podnikateľ sa môže pokúsiť požičať si peniaze z vlastného kapitálu z nehnuteľností a použiť ich vo svojom podnikaní.³

V závislosti od stupňa rozvoja podniku existuje množstvo zdrojov bootstrappingového financovania. V počiatočných fázach predstavuje hlavný zdroj počiatočná investícia podnikateľa do spoločnosti, či už vo forme kapitálu, osobných úspor alebo kreditných kariet. Tieto zdroje môžu byť v prípade možnosti doplnené ziskom vytvoreným v podniku, ďalšou možnosťou je napríklad krátkodobý lízing potrebného zariadenia.

Typickými zdrojmi bootstrappingového financovania sú:⁴

V počiatočnej fáze rozvoja podniku

- Vlastný kapitál podnikateľa
- Osobné úspory
- Kreditné karty
- Lízing zariadenia
- Druhostupňová hypotéka
- Zisk
- Krátkodobé pôžičky od rodiny a priateľov
- Ďalší príjem
- Zálohové platby od zákazníkov na rozvoj produktu

V ďalších fázach rozvoja podniku

- Nerozdelený zisk

³ Spracované podľa: www.startuploans.org

⁴ Spracované podľa: www.planprojections.com

- Faktoring pohľadávok
- Úverová linka
- Drobné podnikateľské úvery
- Financovanie typu „asset-backed“
- Strategické partnerstvá
- Krátkodobé finančné prostriedky od bánk
- Vládne granty a dotácie

Okrem uvedených zdrojov môžu podnikatelia využiť i ďalšie alternatívy, ako napr. tzv. „sweat equity“ – týmto pojmom sa označuje úsilie podnikateľa – tak fyzické, ako i duševné – ktoré vkladá do svojej spoločnosti. Príkladom môže byť šikovný podnikateľ, ktorý si vie vytvoriť vlastnú webstránku bez toho, aby míňal prostriedky na odborníka, ktorému by musel za jeho prácu zaplatiť. Minimalizovanie zásob alebo zmenšenie kancelárskych priestorov, prípadne prenájom ich časti niekomu inému by takisto mohlo prispieť k zvýšeniu hotovosti.

POROVNANIE VÝHOD A NEVÝHOD BOOTSTRAPPINGU S RIZIKOVÝM KAPITÁLOM

Lipton uvádza nasledovné výhody bootstrappingu:⁵

- Podnikateľ si sám určuje tempo. Keď sa rozhodne pre takýto spôsob financovania, získa schopnosť určiť také tempo rastu spoločnosti, ktoré mu zabezpečí udržanie kvality a kontroly riadenia. Na rozdiel od financovania rizikovým kapitálom bootstrapping obvykle znamená i prísľub stáleho rastu. Napriek hrozbe straty trhových príležitostí mnoho podnikateľov uprednostňuje tento spôsob financovania pred rizikovým kapitálom.
- Zákazníci prichádzajú prví. Zameranie sa na pomalý a trvalý rast znamená pre podnikateľa tiež možnosť zamerať sa na to, čo chcú zákazníci s cieľom poskytnúť im čo najlepší možný produkt. Počúvanie zákazníkov a trvalé zvyšovanie predaja prináša podnikateľovi okamžité potvrdenie toho, že jeho nápad bol dobrý; tržby z predaja zákazníkom sú oveľa lepším ukazovateľom úspechu ako cyklus financovania rizikovým kapitálom.
- Dosiahne „viac s menej“. Bootstrapping tiež núti podnikateľa, aby bol kreatívny s obmedzenými zdrojmi. Spoločnosti, ktoré dostávajú značné prostriedky od fondov rizikového kapitálu nepotrebujú tak šetriť, čo môže vyústiť do nevhodného využívania finančných prostriedkov. Pri využívaní bootstrappingu podnikateľ jednoducho nemá peniaze na utrácanie, takže sa musí naučiť, ako riadiť „štíhlu“ spoločnosť zameranú iba na svoj hlavný výrobok. Toto môže obohatiť jeho podnikateľské myslenie.

Fondy rizikového kapitálu sú skutočne hodnotné pre podniky v počiatočných fázach rozvoja. Tieto firmy robia viac ako len financujú podnikateľskú myšlienku; poskytujú tiež neoceniteľné príležitosti učiť sa z ich skúseností, umožňujú stretnutia s ďalšími podnikateľmi z rovnakého priemyselného odvetvia a pomáhajú budovať dôveryhodnosť. Pre podnikateľa je dôležité zvážiť, či podnik, v ktorého rast dúfa, potrebuje pre svoj úspech rizikový kapitál. V prípade, že chce začať podnikáť s nízkymi počiatočnými nákladmi na kapitál a na strednom, prípadne malom trhu, rizikový kapitál takmer určite nie je vhodný. Investor rizikového kapitálu by mohol takéhoto podnikateľa doviesť k takým rozhodnutiam ohľadne spoločnosti, ktoré by inak nespravil – ako napríklad urýchlenie exitu. Okrem toho by financovanie spoločnosti prostredníctvom fondu rizikového kapitálu znížilo podiel podnikateľa na majetku spoločnosti.

⁵ Spracované podľa: LIPTON, A. *Forget Venture capital: Bootstrap your Business*. Dostupné z: www.shakelaw.com

Nasledujúci prehľad porovnáva výhody a nevýhody oboch foriem pri založení podniku: ⁶

Výhody bootstrappingu

- podnikateľ vlastní 100%
- podnikateľ riadi podnik
- podnikateľ nepotrebuje súhlas na to, aby si mohol vyplácať dividendy zo zisku
- podnikateľ nemusí predať podnik, aby vyplatil zisk fondom rizikového kapitálu
- neexistuje žiadne riziko prepustenia/nahradenia výkonného riaditeľa radou
- podnikateľ môže zapojiť do podnikania rodinu a v určitej chvíli prepísať podnik na člena rodiny

Nevýhody bootstrappingu

- kapitál je viazaný, až kým podnik nevytvorí dostatočné množstvo hotovosti
- pomalý rast spôsobený nedostatkom zdrojov
- neschopnosť pritiahnúť najlepších manažérov bez ponuky podielu na vlastnom imaní spoločnosti
- žiadna rezerva na vyplatenie miezd počas nepriaznivého obdobia; prevádzka podniku bez hotovostných prostriedkov nie je riešením.

Výhody rizikového kapitálu

- kapitál na „agresívny rast“
- netreba sa zameriavať na ziskovosť hneď od začiatku
- externý investor už má skúsenosti, preto môže podnikateľa školiť a pomáhať mu vyhnúť sa chybám
- možnosť vysokého výnosu v časovom rámci 5-8 rokov
- možnosť využiť vnútorný zoznam poskytovateľov rizikového kapitálu pre vytvorenie pridanej hodnoty
- možnosť získať výborných „hráčov“, ktorým bude poskytnutí podiel na vlastnom imaní
- prístup k veriteľom, ktorí väčšinou požičiavajú iba spoločnostiam podporovaným rizikovým kapitálom

Nevýhody rizikového kapitálu

- strata kontroly (väčšina ďalších nevýhod je od nej odvodená); podnikateľ podáva správy predstavenstvu, ktoré ho môže nahradiť
- potreba súhlasu fondu rizikového kapitálu pre určité činnosti - dividendy, akvizície, predaj aktív....
- stratégia je určovaná na úrovni rady
- zodpovednosť podnikateľa pred radou za situácie ako je napr. prekročenie rozpočtu
- možnosti kompenzácie (bonusu) určuje rada okrem vopred zmluvne dohodnutých
- tlak na dosiahnutie likvidity pre fondy rizikového kapitálu
- tlak na zvyšovanie kapitálu každých 12 – 18 mesiacov v ďalších kolách financovania rizikovým kapitálom, až kým sa podnik nestane ziskovým

⁶ Spracované podľa: <http://www.quora.com/What-are-the-advantages-and-disadvantages-of-having-a-bootstrap-vs-a-venture-capital-startup>

V tabuľke vidíme prehľadné porovnanie spomenutých spôsobov financovania.

Tabuľka 1 *Spôsoby financovania podnikov - súhrn*

Metóda	Najvhodnejšia vo fáze	Investície do / kedy použiteľné	Výnos (návratnosť)	Čo poskytuje podniku
Bankové úvery	Neskoršie fázy, kedy riziko súvisiaci s podnikaním je menšie	Podniky s „tvrdými aktívami“, spoločnosti ktoré nie sú založené na technológiách	Splatenie úveru a úrokov	Finančné prostriedky
Rizikový kapitál	Neskoršie fázy (napr. začiatok komercializácie inovácií)	Vysoko rastové segmenty trhu, „good industry“, kompetentný manažment	Podiel na vlastnom imaní, vysoká návratnosť investícií, preferenčné zaobchádzanie	Finančné prostriedky, v niektorých prípadoch podpora
Business Angels	Často už v vo fáze zakladania podniku, počiatočná fáza rozvoja	„Close-to-home“ spoločnosti, priemyselné odvetvia, s ktorými majú skúsenosti, podniky s vysokým rastovým potenciálom	Podiel na vlastnom imaní, návratnosť investícií (priaznivejšie podmienky ako fondy rizikového kapitálu)	Finančné prostriedky, podpora, odborné poradenstvo
Bootstrapping	Počiatočné fázy, nepostačuje vo fáze rastu	Podnikatelia, ktorí si nie sú istí trhmi pre svoje výrobky, podnikatelia s špecifickým prístupom a prístupom „try-it, fix-it“	N/A	Nezávislosť na externom investorovi, flexibilita, čas na vzdelávanie pre podnikateľa
Crowdfunding	Počiatočné fázy	Rôzne projekty a podniky, rôzne sektory, dokonca start-upy s vysokým rastovým potenciálom	Odmeny alebo vlastné imanie	Finančné prostriedky, spätná väzba, podpora, ocenenie myšlienky

Prameň: Vlastné spracovania podľa: Niznik-Klocek, M: Crowdfunding as a way of financing start-ups in Poland

ZÁVER

Výber vhodného zdroja financovania pre začínajúci podnik je kľúčovým faktorom úspechu, predovšetkým v prípade podnikov s inovatívnymi nápadmi a vysokým rastovým potenciálom, ktoré pre zabezpečenie svojho rastu potrebujú značné finančné prostriedky. Finančné rozhodnutia takéhoto podniku na začiatku podnikania môžu do značnej miery ovplyvniť jeho budúcnosť. Najdôležitejšou skutočnosťou je spôsob, akým začínajúce podniky získajú financie v čase svojho vzniku. Takéto firmy majú obmedzený prístup k externým financiám, preto sa musia viac spoliehať na interné zdroje.

Bootstrapping predstavuje tvorivý spôsob financovania podniku bez spoliehania sa na tradičné zdroje, ako napríklad bankové úvery. Je to dobrý nápad na financovanie podniku v prípade, že má podnikateľ k dispozícii veľmi obmedzený kapitál. V závislosti od typu podniku a cieľov podnikateľa je veľmi dôležité zvážiť, či využiť alternatívny zdroj financovania, ktorým je rizikový kapitál alebo sa vrátiť k staromódnemu spôsobu – bootstrappingu. Ten má v porovnaní s rizikovým kapitálom svoje výhody, napriek tomu sa však ďalších výhod podnikateľ svojím rozhodnutím vzdáva. Avšak, i keď rizikový kapitál môže pomôcť podniku k rýchlemu rastu, vyžaduje si od podnikateľa viac ako bootstrapping, ktorý mu umožní udržať si kontrolu nad podnikom a zabezpečiť také tempo rastu, ktoré považuje za primerané.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] NIZNIK - KLOCEK, M., 2012. *Crowdfunding as a way of financing start-ups in Poland*. (Thesis, November 2012), 95 s.
- [2] LIPTON, A. *Forget Venture capital: Bootstrap your Business*. Dostupné z: www.shakelaw.com
- [3] Internetové zdroje
www.hss-ca.com
www.planprojections.com
www.startuploans.org
www.quora.com

VPLYV ZLÚČENÍ A SPLYNUTÍ NA MAJETKOVU FINANČNÚ STABILITU PODNIKOV¹

THE INFLUENCE OF MERGERS AT ASSETS FINANCIAL STABILITY OF COMPANIES

Elena Kubričanová²

Kľúčové slová: merger, acquisition, financial stability, net working capital

JEL Klasifikácia: G34

ÚVOD

V zostrojúcom sa konkurenčnom prostredí dochádza čoraz častejšie k realizácii zlúčení a splynutí ako foriem spájania sa podnikov. Najmä v rokoch hospodárskej krízy dochádzalo k spájaniu podnikov s cieľom vytvoriť väčšie a silnejšie celky, ktoré mali väčšiu šancu prežiť. Manažéri spoločností boli nútení prehodnotiť svoje stratégie a hľadať strategických partnerov, s pomocou ktorých by si mohli udržať prípadne zlepšiť svoju trhovú pozíciu a finančnú situáciu. Podniky realizujúce zlúčenia a splynutia vstupovali do daných transakcií s rôznymi cieľmi, napríklad zlepšiť svoje trhové postavenie, dosiahnuť synergický efekt, získať strategické aktíva. Predpokladom je, že dosiahnutie všetkých takto vytýčených cieľov sa v konečnom dôsledku prejaví aj v zlepšení finančnej situácie nástupníckych podnikov. K cieľom spájajúcich sa podnikov vo finančnej oblasti patria zlepšenie finančného zdravia, zvýšenie výnosnosti, zabezpečenie stability. V príspevku sme sa zamerali na zhodnotenie jedného z aspektov, ktorý významne ovplyvňuje celkovú stabilitu podniku - na majetkovo finančnú stabilitu, ktorú sme na vzorke skúmaných podnikov v rokoch pred a po realizácii zlúčenia sledovali pomocou dodržiavania *zlatého bilančného pravidla*.

TEORETICKÉ A PRÁVNE VYMEDZENIE ZLÚČENÍ A SPLYNUTÍ

Spájanie spoločností do väčších a konkurencieschopnejších celkov je častou reakciou na prehlbujúcu sa medzinárodnú konkurenciu. Základnými formami spájania spoločností sú fúzie a akvizície.

J. Kráľovič a K. Vlachynský označujú pod pojmom fúzia „*proces spojenia dvoch alebo viacerých podnikov s právnou subjektivitou do jedného ekonomického celku. Je to externá forma rastu podniku, ktorá obdobne ako interný rast investovaním vnútri podniku smeruje k napĺňaniu jeho celkovej stratégie. Základný cieľ je identický ako pri iných podnikateľských projektoch: rast trhovej hodnoty.*“³

Častejšou formou spájania sa podnikov je akvizícia. „*Akvizícia je prevzatie podniku na základe kúpy a predaja.*“⁴

¹ Príspevok je spracovaný v rámci grantu mladých učiteľov, vedeckých pracovníkov a doktorandov v dennej forme štúdia pod evidenčným číslom I-15-104-00 *Komparácia faktorov determinujúcich finančnú štruktúru slovenských a českých podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu týchto podnikov*.

² Ing. Elena Kubričanová, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, elena.kubricanova@gmail.com

³ KRÁĽOVIČ, J. – VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. s. 421. ISBN 978-80-8078-356-3.

⁴ HINDLS, R. – HOLMAN, R. – HRONOVÁ, S. 2003. *Ekonomický slovník*. Praha: C.H. Beck, 2003. s. 7, ISBN 80-7179-819-3.

Slovenský právny poriadok nepozná pojmy „fúzia a akvizícia“. V jednotlivých častiach Obchodného zákonníka je pojem fúzia nahradený pojmi „zlúčenie alebo splynutie“ spoločností. Vymedzenie splynutia a zlúčenia je obsiahnuté v rámci všeobecnej úpravy problematiky zrušenia spoločnosti bez likvidácie, ktorá sa aplikuje na prípady vnútroštátnych fúzií a ktorá je vymedzená v § 69 ods. 3 Obchodného zákonníka. Podľa tohto ustanovenia: „Zlúčenie je postup, pri ktorom na základe zrušenia bez likvidácie dochádza k zániku jednej spoločnosti alebo viacerých spoločností, pričom imanie zanikajúcich spoločností prechádza na inú už existujúcu spoločnosť, ktorá sa tým stáva právnym nástupcom zanikajúcich spoločností. Splynutie je postup, pri ktorom na základe zrušenia bez likvidácie dochádza k zániku dvoch alebo viacerých spoločností, pričom imanie zanikajúcich spoločností prechádza na inú novozaloženú spoločnosť, ktorá sa svojím vznikom stáva právnym nástupcom zanikajúcich spoločností.“⁵

Akvizícia môže byť uskutočnená kúpou obchodného podielu (Zmluva o prevode obchodného podielu §115 Obchodného zákonníka), kúpou podniku alebo časti podniku (Zmluva o predaji podniku §476 Obchodného zákonníka) alebo kúpou aktív podniku.

SKÚMANÁ VZORKA PODNIKOV

Predmetom skúmania boli zlúčenia a splynutia realizované na Slovensku v rokoch 2010 a 2011, t.j. 1 splynutie a 13 zlúčení, v ktorých vždy vystupoval jeden zanikajúci a jeden nástupnícky podnik. Všetky nástupnícke podniky pôsobili v odvetví priemyslu. Zoznam podnikov, ktoré sme podrobili analýze s vymedzením odvetvia ich pôsobnosti podľa klasifikácie SK NACE znázorňuje tabuľka 1.

Tabuľka 1: Odvetvie pôsobnosti nástupníckeho a zanikajúceho podniku a dátum zlúčenia

Nástupnícky podnik	SK NACE	Zanikajúci podnik	SK NACE	Dátum zlúčenia
WOODPAN SLOVAKIA s.r.o.	16100 Pilovanie dreva	WOODPAN, s.r.o., SKIT WOOD, spol. s r.o.	16100 Pilovanie dreva	9.7.2010
PASS - SK, s.r.o. ⁶	22290 Výroba ost.plast.výr.	PASS - SK, s.r.o.	22210 Výroba plastových dosiek	13.7.2010
MicroStep, spol. s r.o.	28490 Výroba ost.obráb.strojov	IQM, s.r.o.	28410 Výr.stroj. na obráb. kovov	1.6.2010
SCA Hygiene Products Slovakia, s.r.o.	17220 Výroba výr.pre domácnosť	SCA Hygiene Products, spol. s r.o.	17220 Výroba výr. pre domácnosť	1.1.2011
TRW Automotive (Slovakia), s.r.o. ⁷	27110 Výroba elektr.motorov	TRW Automotive (Slovakia) s.r.o.	29320 Výroba ost. motor.dielov	1.7.2011
EMOTEK, spol. s r.o.	27900 Výroba ost.elekt.zar.	MICROMA, spol. s r.o.	32500 Výroba lekár.nástrojov	2.8.2011
OMNIA KLF, a.s.	25500 Kovanie,lisovanie	KLF - ZVL MTK spol. s r.o.	28150 Výroba ložísk	31.12.2011

⁵ Obchodný zákonník č. 513/1991 Zb.

⁶ Pôvodný názov STP A.P., s.r.o.

⁷ Pôvodný názov TRW Steering Systems Slovakia, s.r.o.

Nástupnícky podnik	SK NACE	Zanikajúci podnik	SK NACE	Dátum zlúčenia
PODVIHORLATSKE PEKÁRNE A CUKRÁRNE a.s.	10710 Výroba chleba	Podvihorlatské pekárne a cukrárne, spol. s r.o., Humené	82920 Baliace čin.	10.9.2011
SK-MONT, s.r.o.	25110 Výroba kov. konštrukcií	Techtransfer, s.r.o.	46690 Veľkoobchod s ostatnými strojmi a zariadeniami	1.11.2011
Tomáš, spol. s r.o.	10910 Výroba krmív hosp.zvier.	PENTA-T, spol. s r.o	46190 Sprostr.obch.s rozl.tov.	1.1.2011
BOHUŠ s.r.o.	24200 Výroba rúr,rúrok	BOHUŠ DMD s.r.o.	56101 Jedálne	30.4.2010
Premac, spol. s r.o.	23610 Výroba stav.betón.výr.	CRH Slovensko s.r.o.	73200 Prieskum trhu, mienky	7.9.2010
STACHEMA Bratislava a. s	20590 Výroba ost.chem.výr.i.n.	STOP & GO, s.r.o.	70220 Poraden.čin. v podnikaní	31.12.2011
ZVEREX spol. s r.o.	10110 Spracov.a konzerv.mäsa	PaRPRESS s.r.o.	58140 Vydávanie časopisov	10.12.2010

Zdroj: Register účtovných závierok

Z hľadiska veľkostnej kategórie podnikov prevažujú vo výberovej vzorke veľké podniky – päť podnikov (t.j. podniky s počtom zamestnancov vyšším ako 250), štyri podniky spadajú do kategórie stredných podnikov (s počtom zamestnancov 50-249), dva podniky patria do kategórie malých podnikov (s počtom zamestnancov 10-49) a tri podniky môžeme označiť ako mikropodniky (počet zamestnancov bol nižší ako 10).⁸

Z hľadiska právnej formy majú zo štrnástich skúmaných podnikov iba tri formu akciovej spoločnosti a zvyšných 11 podnikov predstavujú spoločnosti s ručením obmedzeným.

ANALÝZA VPLYVU ZLÚČENÍ A SPLYNUTÍ NA MAJETKOVO FINANČNÚ STABILITU SKÚMANEJ VZORKY PODNIKOV

Na zhodnotenie majetkovo finančnej stability skúmaných podnikov sme použili zlaté bilančné pravidlo. **Zlaté bilančné pravidlo** je najznámejším pravidlom, ktorého rešpektovanie sa hodnotí pri analýze súvahy. Jeho dodržiavanie je základom zachovania trvalej platobnej schopnosti podniku. Podľa neho je prípustné použiť na finančné krytie dlhodobu viazaného majetku (neobežného majetku), len také zdroje, ktoré má podnik dlhodobu k dispozícii (t.j. vlastné imanie a dlhodobé záväzky).

Žiaducim stavom je **prekapitalizácia**, ku ktorej dochádza ak sa dlhodobý kapitál podieľa nielen na krytí dlhodobého majetku, ale financuje sa ním aj krátkodobý majetok. Ak sa krátkodobý kapitál podieľa na krytí dlhodobého majetku, hovoríme o **podkapitalizácii** podniku, ktorá môže ohroziť finančnú stabilitu podniku a viesť k insolvenčii a zániku podniku.

⁸ Pri členení podnikov do jednotlivých veľkostných kategórií sme vychádzali z nariadenia Európskej komisie č. 2003/361/EC.

Na posúdenie dodržania zlatého bilančného pravidla sme pretransformovali účtovné súvahy všetkých skúmaných podnikov na finančné súvahy, v ktorých sa preskupujú položky tak, aby sa sústredili dlhodobá a krátkodobá viazaná majetková súčasti na jednej strane a na druhej strane zase položky zdrojov krytia majetku dlhodobá a krátkodobá disponibilné.

Tabuľka 2: Vývoj prekapitalizácie/podkapitalizácie spoločností

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TRW Automotive (Slovakia), s.r.o.						
EMOTEK, spol. s r.o.						
SK - MONT, s.r.o.						
BOHUŠ s.r.o.						
MicroStep, spol. s r.o.						
OMNIA KLF, a. s.						
PASS - SK, s.r.o.						
Podvihorlatské pekáre a cukráre a.s.						
Premac, spol. s r.o.						
SCA Hygiene Products Slovakia, s.r.o.						
STACHEMA Bratislava a. s.						
Tomáš, spol. s r.o.						
WOODPAN SLOVAKIA s.r.o.						
ZVEREX spol. s r.o.						

podkapitalizovaný

prekapitalizovaný

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

Pre zvýšenie prehľadnosti dodržania resp. nedodržania zlatého bilančného pravidla jednotlivými sledovanými podnikmi sme sa rozhodli zobrazit' ich stav v jednoduchej tabuľke 2. Táto tabuľka zobrazuje vývoj prekapitalizácie resp. podkapitalizácie všetkých podnikov v jednotlivých rokoch analýzy (2008-2013). Polia tabuľky sú vyznačené červenou farbou v prípade, že podnik bol v danom roku podkapitalizovaný a modrou farbou v prípade, ak bol prekapitalizovaný.

Ak je podnik prekapitalizovaný, v oblasti obežných aktív vzniká **čistý pracovný kapitál (ČPK)**, ktorý predstavuje prebytok obežného majetku nad krátkodobým cudzím kapitálom. Vyjadruje aká časť obežného majetku je krytá dlhodobým kapitálom. Uspokojivá výška ČPK je jedným zo znakov dobrej finančnej situácie podniku. V prípade, že krátkodobý cudzí kapitál prevýši obežné aktíva vzniká **nekrytý dlh**. Nekrytý dlh vypovedá o tom, že podnik použil krátkodobé záväzky na financovanie dlhodobých aktív. To môže byť veľmi nebezpečné pre stabilitu podniku, pretože povinnosť vrátiť cudzí kapitál vzniká skôr, ako dôjde k reprodukcii týchto aktív. V takomto prípade je porušené **zlaté pravidlo financovania**, ktoré vyžaduje, aby štruktúra finančných zdrojov z hľadiska dĺžky doby splatnosti zodpovedala štruktúre aktív z hľadiska dĺžky doby obratu jednotlivých položiek, ktoré sú týmito finančnými prostriedkami kryté. To znamená, že jednotlivé zložky aktív by mali byť kryté finančnými zdrojmi, ktoré má podnik k dispozícii minimálne počas obdobia, na ktoré je príslušná zložka majetku v podniku viazaná. V praxi to znamená, že dlhodobá viazaná zložka aktív by mali byť kryté kapitálom, ktorý má podnik k dispozícii trvale alebo dlhodobou

(vlastný kapitál alebo dlhodobý cudzí kapitál), kým krátkodobo viazané zložky aktív môžu byť kryté aj krátkodobými cudzími finančnými zdrojmi.

Už z prvého pohľadu na danú tabuľku môžeme konštatovať, že piatim podnikom sa darilo dodržiavať zlaté bilančné pravidlo počas celého sledovaného obdobia, čo znamená, že využívali dlhodobé zdroje nielen na krytie dlhodobého majetku, ale taktiež na krytie časti krátkodobého majetku. Naopak tri podniky porušovali zlaté bilančné pravidlo počas celého analyzovaného obdobia. Tieto podkapitalizované podniky využívali na financovanie dlhodobého majetku aj krátkodobé zdroje. Táto situácia je z hľadiska likvidity podniku veľmi nebezpečná, pretože povinnosť úhrady krátkodobých cudzích zdrojov vzniká skôr, než dôjde k reprodukcii dlhodobého majetku. V ďalších troch sledovaných podnikoch došlo k narušeniu majetkovo finančnej stability po realizácii zlúčenia, čo hodnotíme negatívne. V troch podnikoch došlo k porušovaniu zlatého bilančného pravidla iba v období pred realizáciou zlúčenia a v nasledujúcich rokoch (po realizácii zlúčenia) sa situácia zlepšila a podniky boli schopné udržiavať správny vzťah medzi majetkom a kapitálom, z ktorého bol majetok financovaný. Išlo o pozitívny vývoj smerom k majetkovo finančnej stabilite.

Ako sme spomínali vyššie piatim podnikom sa darilo dodržiavať zlaté bilančné pravidlo počas celého sledovaného obdobia, t.j. v každom roku dosahovali kladnú hodnotu čistého pracovného kapitálu. Vývoj hodnoty ČPK týchto podnikov v jednotlivých rokoch znázorňuje tabuľka 3.

Tabuľka 3: Vývoj ČPK v podnikoch, ktoré dodržiavali zlaté bilančné pravidlo počas celého sledovaného obdobia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EMOTEK	153 655	106 854	91 755	45 891	23 572	33 170
MicroStep	4 422 857	3 467 443	5 045 701	5 500 823	5 784 601	4 075 913
Premac	11 941 844	9 442 646	13 364 592	15 598 953	16 645 776	17 321 028
STACHEMA Bratislava	3 219 644	4 615 746	6 440 248	3 762 225	3 864 555	2 795 634
ZVEREX	52 246	49 879	71 786	81 736	44 655	50 080

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

Na základe posúdenia bázičkových indexov porovnávajúcich hodnotu ČPK v roku 2013 s hodnotou v roku 2008 môžeme konštatovať, že k rastu hodnoty ČPK došlo iba v jednom z piatich sledovaných podnikov (Premac, spol. s r.o.), v ďalších štyroch podnikoch hodnota ČPK klesala. Tento jav môžeme na prvý pohľad hodnotiť negatívne. Nesmieme však zabúdať na skutočnosť, že dlhodobý kapitál je drahší ako krátkodobý a podnik by ho mal využívať iba na krytie trvalej potreby krátkodobého majetku. Primeranosť využitia dlhodobých zdrojov na krytie krátkodobého majetku preskúmame neskôr a až potom budeme vedieť posúdiť, či pokles hodnoty ČPK bol v daných podnikoch pozitívnym alebo negatívnym javom. V nasledujúcej časti príspevku sa chceme zamerať na faktory determinujúce vývoj hodnoty prekapitalizovania v týchto podnikoch.

V podniku Premac, spol. s r.o. bolo zvýšenie hodnoty prekapitalizovania vyvolané najmä *znížením hodnoty dlhodobého majetku* o 39%. K zníženiu hodnoty dlhodobého majetku prispelo zníženie hodnoty samostatných hnutelných vecí a súborov hnutelných vecí o 64%, z čoho vyplýva, že podnik neinvestoval do obnovy výrobných zariadení a tie vplyvom odpisov každým rokom strácali svoju hodnotu. Absencia investícií do obnovy a rozvoja výrobných kapacít sa môže v budúcnosti negatívne prejaviť na hospodárení podniku.

Vplyv na pokles hodnoty prekapitalizovania v ostatných sledovaných podnikoch mal *intenzívnejší rast dlhodobého majetku ako dlhodobých zdrojov*. V spoločnosti MicroStep,

spol. s r.o. rástla v sledovanom období 2008-2013 hodnota stavieb viac ako 10 násobne a SHV a SHV viac ako trojnásobne. Tento rast dlhodobého majetku má síce negatívny vplyv na hodnotu prekapitalizovania, ale zároveň znamená, že podnik investuje do obnovy a rozvoja výrobných kapacít, čo hodnotíme pozitívne. V spoločnosti STACHEMA Bratislava a. s. rástla hodnota dlhodobého majetku 8,8 násobne vplyvom rastu položky Podielové cenné papiere a podiely v dcérskej účtovnej jednotke o vyše 13 miliónov eur. Tieto podiely síce navýšili hodnotu dlhodobého majetku spoločnosti STACHEMA Bratislava a.s. ale nepredstavujú produktívnu časť majetku, ktorá by rozširovala výrobné kapacity podniku. Ďalším faktorom spôsobujúcim zníženie hodnoty prekapitalizovania bol *intenzívnejší pokles hodnoty dlhodobých zdrojov ako dlhodobého majetku*, ku ktorému došlo v spoločnostiach EMOTEK, spol. s r.o. a ZVEREX spol. s r.o. kumulovaním neuhradených strát minulých rokov.

Po analýze vývoja majetkovo finančnej stability v prekapitalizovaných podnikoch sa zameriame na vývoj podkapitalizovania v troch podnikoch, ktoré porušovali zlaté bilančné pravidlo počas celého sledovaného obdobia. Vývoj hodnoty nekrytého dlhu týchto podnikov v jednotlivých rokoch znázorňuje tabuľka 4.

Tabuľka 4: Vývoj nekrytého dlhu v podnikoch, ktoré porušovali zlaté bilančné pravidlo počas celého sledovaného obdobia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
OMNIA KLF	-2 960 831	-3 378 387	-3 912 577	-7 619 533	-6 026 306	-11 284 696
PASS - SK	-1 741 154	-77 599	-2 567 707	-2 787 718	-2 461 550	-2 525 204
WOODPAN SLOVAKIA	-1 520 025	-1 137 979	-541 768	-275 209	-170 277	-244 775

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

V dvoch spoločnostiach, ktoré už v prvých rokoch analýzy (pred realizáciou zlúčenia) vykazovali nekrytý dlh, došlo počas sledovaného obdobia k zhoršeniu situácie. Hodnota nekrytého dlhu týchto spoločností rástla, čo ešte viac ohrozilo ich likviditu a prehĺbilo ich nestabilitu. V tretej spoločnosti z danej skupiny (WOODPAN SLOVAKIA s.r.o.) došlo k zníženiu hodnoty nekrytého dlhu po realizácii splynutia, no ani tejto spoločnosti splynutie s inou spoločnosťou nepomohlo dosiahnuť majetkovo finančnú stabilitu.

K zníženiu hodnoty podkapitalizovania v spoločnosti WOODPAN SLOVAKIA s.r.o. došlo vplyvom *poklesu hodnoty dlhodobého majetku pri súčasnom zvýšení hodnoty dlhodobých zdrojov financovania*. K poklesu hodnoty dlhodobého majetku dochádzalo postupne počas celého sledovaného obdobia, čo vypovedá o tom, že podnik neinvestuje do obnovy výrobných zariadení. Rast hodnoty dlhodobých zdrojov financovania bol spôsobený rastom vlastného imania.

K zhoršeniu situácie v podobe prehĺbenia podkapitalizovania došlo v sledovaných podnikoch vplyvom *rýchlejšieho rastu dlhodobého majetku ako disponibilných dlhodobých zdrojov* v spoločnosti OMNIA KLF, a. s. a *rastu dlhodobého majetku pri súčasnom znižovaní hodnoty dlhodobých zdrojov* v spoločnosti PASS – SK, s.r.o. K rastu dlhodobého majetku spoločnosti OMNIA KLF, a. s. dochádzalo vplyvom intenzívneho investovania, ktoré sa prejavilo v zvýšení hodnôt položiek súvahy SHV a SHV o 2,7 milióna eur a Obstaraný DHM o 10,6 milióna eur. Na financovanie týchto investícií sa podniku podarilo získať dlhodobé bankové úvery, ktoré však neboli v postačujúcej výške a väčšiu časť novonadobudnutého dlhodobého majetku bol nútený financovať krátkodobými zdrojmi. Hlavným dôvodom podkapitalizovania spoločnosti PASS – SK, s.r.o. bola záporná hodnota dlhodobých zdrojov vyplývajúca zo záporného zostatku položky Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely, ktorá

zostala nezmenená v rokoch 2010-2013. Hodnota dlhodobých zdrojov v rokoch 2010-2013 síce zostala v záporných číslach no vďaka kumulovaniu nerozdeleného zisku minulých rokov sa negatívna hodnota postupne znižovala. Hodnota dlhodobého majetku vzrástla v období rokov 2008-2013 o 28% - podnik investoval do kúpy pozemkov a stavieb. Keďže hodnota dlhodobých zdrojov bola počas rokov 2010-2013 záporná znamená to, že zdrojom financovania týchto investícií boli krátkodobé záväzky, z ktorých najväčšiu položku (v priemere 83%) tvorili Záväzky voči spoločníkom a združeniu.

Ďalšiu analýzu zameriame na podniky, v ktorých došlo k narušeniu majetkovo finančnej stability v rokoch 2011 až 2013, t.j. po realizácii zlúčenia. Vývoj hodnoty čistého pracovného kapitálu a nekrytého dlhu týchto podnikov znázorňuje tabuľka 5.

Tabuľka 5: Vývoj ČPK/nekrytého dlhu v podnikoch, ktoré porušili zlaté bilančné pravidlo po realizácii zlúčenia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TRW Automotive (Slovakia) ⁹	-8 531 369	469 576	270 017	-33 738 061	-46 576 052	-52 371 979
Podvihorlatské pekárne a cukrárne	433 371	590 640	829 740	-594 636	-243 501	-393 198
Tomáš	637 042	92 217	26 979	101 319	-375 052	-445 336

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

K narušeniu majetkovo finančnej stability v sledovaných spoločnostiach došlo vplyvom *poklesu hodnoty dlhodobých zdrojov financovania*, ku ktorému sa v spoločnostiach TRW Automotive (Slovakia), s.r.o. a Podvihorlatské pekárne a cukrárne a.s. pridal ešte aj *rast hodnoty dlhodobého majetku*. Pokles hodnoty dlhodobých zdrojov financovania bol v skúmaných podnikoch spôsobený *dosahovaním záporného výsledku hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení a kumulovaním strát minulých rokov* v položke neuhradená strata minulých rokov. K narušeniu racionality vzájomného vzťahu medzi majetkom a zdrojmi jeho krytia v spoločnosti Tomáš, spol. s r.o. došlo aj vplyvom zníženia hodnoty vlastného imania zapríčineného znížením položky Nerozdelený zisk minulých rokov. Investície do dlhodobého majetku boli z časti financované z krátkodobých zdrojov. Pozitívom je, že podniky investovali do výrobných zariadení (rástla hodnota SHV a SHV). Tieto investície boli však z pohľadu platobnej schopnosti veľmi nebezpečné, keďže k úhrade krátkodobých cudzích zdrojov, ktoré podniky využili na kúpu nového výrobného zariadenia dochádzalo skôr, než začali plynúť výnosy z využívania tohto dlhodobého majetku. Pre dlhodobý rozvoj podnikov je síce dôležité aby investovali do rozvoja svojich výrobných kapacít, no mali by na to využívať dlhodobé zdroje, aby neohrozili svoju likviditu. Dôležitou skutočnosťou je, že prevažnú časť krátkodobých záväzkov, ktorými podnik TRW Automotive (Slovakia), s.r.o. financoval svoje investície tvorila položka Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku.¹⁰

Poslednú trojicu podnikov predstavujú podniky, v ktorých došlo k porušeniu zlatého bilančného pravidla iba v roku/rokoch pred realizáciou zlúčenia a v nasledujúcich rokoch (po realizácii zlúčenia) sa situácia zlepšila. Podniky boli schopné udržiavať správny vzťah medzi majetkom a kapitálom, z ktorého bol majetok financovaný. Vývoj hodnoty čistého

⁹ K porušeniu zlatého bilančného pravidla v spoločnosti TRW Automotive (Slovakia), s.r.o. došlo síce aj v roku pred realizáciou zlúčenia (v roku 2008), no v nasledujúcich dvoch rokoch (2009,2010) pred realizáciou zlúčenia podnik dodržiaval zlaté bilančné pravidlo, preto sme sa ho rozhodli zaradiť do tejto skupiny podnikov.

¹⁰ Spoločnosť je súčasťou skupiny TRW Automotive Holding Corporation. Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku predstavovali zostatok skupinového cashpoolingového účtu.

pracovného kapitálu a nekrytého dlhu týchto podnikov v jednotlivých rokoch znázorňuje tabuľka 6.

Tabuľka 6: Vývoj ČPK/nekrytého dlhu v podnikoch, ktoré porušili zlaté bilančné pravidlo pred realizáciou zlúčenia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BOHUŠ	70 958	70 958	-89 760	264 349	421 445	530 735
SCA Hygiene Products Slovakia	-20 084 147	-16 534 648	1 023 626	21 530 873	17 046 287	4 618 123
SK-MONT	-39 391	35 238	21 014	6 627	12 022	106 876

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

Najvýznamnejším faktorom determinujúcim pozitívny vývoj majetkovo finančnej stability sledovaných podnikov bol *rast hodnoty vlastného imania*, ktoré v sledovanom období vzrástlo vo všetkých troch podnikoch najmä vďaka *rastu výsledku hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení*. Podniky tak po realizácii zlúčenia boli schopné vytvárať svojou vlastnou činnosťou dostatok dlhodobých zdrojov na financovanie dlhodobého majetku aj časti krátkodobého majetku. Rast dlhodobých zdrojov v spoločnosti BOHUŠ s.r.o. bol významne ovplyvnený aj rastom položky Ostatné kapitálové fondy¹¹, ktorá rástla z hodnoty 6 639 eur v roku 2009 na 476 639 eur v roku 2010 a v nasledujúcich rokoch zostala nezmenená. V spoločnostiach SCA Hygiene Products Slovakia, s.r.o. a SK – MONT, s.r.o. môžeme sledovať pozitívny, aj keď rozkolísaný vývoj majetkovo finančnej stability. Pri striedavom raste a poklese hodnoty prekapitalizácie v jednotlivých rokoch prevládal buď vplyv intenzívnejšieho rastu dlhodobých zdrojov ako rastu dlhodobého majetku alebo naopak vplyv intenzívnejšieho rastu dlhodobého majetku ako rastu dlhodobých zdrojov.

TEST PRIMERANOSTI ČPK

Určitá miera prekapitalizácie je žiaduca. Ak je však podiel dlhodobého kapitálu príliš vysoký, je síce zabezpečená väčšia finančná stabilita, ale finančné náklady sú zbytočne vysoké, pretože dlhodobé zdroje financovania sú spravidla drahšie ako krátkodobé. To znižuje celkovú efektívnosť činnosti podniku. Nadmerný objem čistého pracovného kapitálu nie je žiaducim stavom. V tejto súvislosti je preto vhodné vykonať test primeranej výšky ČPK vo vzťahu k stavu zásob. Dlhodobé zdroje by mali slúžiť len na financovanie dlhodobého majetku a trvalej potreby krátkodobého majetku (napríklad trvalej potreby zásob). Využitie dlhodobého kapitálu na financovanie krátkodobých pohľadávok alebo finančných účtov je neekonomické, pretože tieto majetkové položky neprinášajú pre podnik žiadny výnos, resp. prinášajú iba veľmi nízky výnos.

Primeranosť využitia dlhodobého kapitálu pri financovaní krátkodobého majetku sme preskúmali tak, že sme vypočítali mieru krytia zásob čistým pracovným kapitálom. Takýto výpočet nám umožnil zistiť, aká časť zásob bola finančne krytá dlhodobým kapitálom.

¹¹ Na účte 413 – Ostatné kapitálové fondy sa účtujú ostatné peňažné kapitálové vklady aj nepeňažné kapitálové vklady, ktoré pri ich vytvorení nezvyšujú základné imanie, ale zvyšujú hodnotu vlastného imania spoločnosti, čím sa zvyšuje ochrana veriteľov. Spoločnosť BOHUŠ s.r.o. má jediného spoločníka – fyzickú osobu, ktorá uprednostnila možnosť navýšiť vlastný kapitál spoločnosti vkladom do ostatných kapitálových fondov, pretože ide o jednoduchší postup ako vklad do základného imania, ktorý musí byť zapísaný aj do obchodného registra. S vkladom do ostatných kapitálových fondov nie sú spojené administratívne úkony ako s vkladom do základného imania, nevyžaduje sa zmena spoločenskej zmluvy alebo stanov, nevyžaduje sa ocenenie nepeňažného vkladu znalcom. V prípade spoločnosti BOHUŠ s.r.o., ktorá má iba jedného spoločníka postačovalo jeho písomné vyhlásenie o prevzatí záväzku na vklad a následné vloženie vkladu.

Žiaduci stav je, ak ukazovateľ ČPK/Zásoby má nižšiu hodnotu ako 1. V prípade, ak je hodnota ukazovateľa vyššia ako 1, znamená to, že spoločnosť financuje dlhodobým kapitálom nielen celý objem zásob, ale aj ostatné zložky krátkodobého majetku.

Pomerový ukazovateľ ČPK/Zásoby vypočítaný za jednotlivé roky analýzy pre každý podnik osobitne uvádza tabuľka 7. Podniky, ktoré počas celého sledovaného obdobia vykazovali nekrytý dlh sme v tabuľke vynechali. Záporné indexy, ktoré vychádzali z porovnania nekrytého dlhu k zásobám sme nahradili označením „x“.

Tabuľka 7: Vývoj ukazovateľa ČPK/Zásoby na posúdenie primeranosti ČPK

Spoločnosť	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TRW Automotive (Slovakia)	x	0,27	0,13	x	x	x
EMOTEK	1,94	3,56	1,53	1,32	0,7	7,58
SK - MONT	x	0,95	0,27	0,05	0,09	0,82
BOHUŠ	x	0,11	x	0,37	0,53	0,61
MicroStep	1,24	1,23	0,89	0,91	0,76	0,77
Podvihorlatské pekárne a cukrárne	1,22	2,01	3,15	x	x	x
Premac	1,94	1,77	3,08	3,89	5,91	5,75
SCA Hygiene Products Slovakia	x	x	0,15	1,63	1,98	0,45
STACHEMA Bratislava	2,77	4,89	6,21	3,67	3,14	1,9
Tomáš	1,31	0,49	0,45	1,6	x	x
ZVEREX	0,79	0,94	0,92	0,8	0,74	1,12

Zdroj: finančné súvahy vypracované na základe účtovných závierok sledovaných spoločností

V predchádzajúcej časti príspevku sme analyzovali vývoj majetkovo finančnej stability podnikov a faktorov, ktoré na ňu pôsobili. V nasledujúcej časti príspevku sa zameriavame na posúdenie primeranosti využitia dlhodobého kapitálu pri financovaní krátkodobého majetku. Ako sme už spomenuli vyššie žiaducim stavom je, ak ukazovateľ ČPK/Zásoby dosahuje hodnotu nižšiu ako 1. Z tabuľky 7 vyplýva, že väčšina podnikov aspoň v niektorom z rokov analýzy využívala svoje dlhodobé zdroje neehospodárne, t.j. kryla nimi nielen trvalú potrebu zásob, ale aj časť pohľadávok a finančných účtov. K spoločnostiam, ktoré *využívali dlhodobé zdroje iba na financovanie zásob* patria TRW Automotive (Slovakia), s.r.o., SK-MONT, s.r.o. a BOHUŠ s.r.o. Prvá z uvedených spoločností TRW Automotive (Slovakia), s.r.o. dosiahla kladnú hodnotu ČPK iba v rokoch 2009 a 2010, t.j. pred realizáciou zlúčenia a aj v týchto rokoch vidíme, že hodnota ČPK postačovala na krytie iba veľmi malej časti zásob. V rokoch po realizácii zlúčenia spoločnosť vykazovala nekrytý dlh, čo hodnotíme negatívne. Kolísanie hodnoty ukazovateľa v spoločnosti SK - MONT, s.r.o. bolo spôsobené striedavým rastom a poklesom hodnoty ČPK pri neustálom raste zásob. Celkovo hodnotíme situáciu v podniku pozitívne, pretože sa mu darilo nielen dodržiavať zlaté bilančné pravidlo, ale zároveň v ňom nedochádzalo k plytvaniu drahších dlhodobých zdrojov financovania. Rovnako pozitívne hodnotíme aj situáciu v spoločnosti BOHUŠ s.r.o., kde v rokoch 2008 a 2010 (rok realizácie zlúčenia) síce vznikol nekrytý dlh, no v nasledujúcich rokoch dochádzalo k zlepšovaniu jeho stability aj primeraného využitia dlhodobých zdrojov.

V ostatných sledovaných spoločnostiach sa aspoň v jednom z rokov analýzy *využívali dlhodobé zdroje neefektívne*, t.j. financovala sa nimi aj časť pohľadávok a finančných účtov. K zníženiu neefektívneho využívania dlhodobých zdrojov došlo v spoločnostiach EMOTEK, spol. s r.o.¹², ktorej hodnota ČPK postupne klesala, MicroStep, spol. s r.o., kde síce hodnota

¹² Situácia v roku 2013 bola ovplyvnená prudkým poklesom stavu zásob.

ČPK rástla, ale zároveň o niečo intenzívnejšie rástla hodnota zásob a STACHEMA Bratislava a. s., v ktorej pozitívne pôsobil spoločný vplyv rastu zásob sprevádzaný poklesom ČPK. V niektorých podnikoch naopak môžeme sledovať zhoršenie situácie. V spoločnosti Podvihorlatské pekárne a cukrárne a.s. môžeme pozorovať dva extrémny – kým v rokoch 2008-2010 (pred realizáciou zlúčenia) spoločnosť využívala dlhodobé zdroje nielen na financovanie zásob ale aj časti pohľadávok, v rokoch 2011-2013 už dlhodobé zdroje nepostačovali ani na úhradu dlhodobého majetku. Negatívny vývoj sledujeme aj v spoločnosti Premac, spol. s r.o., kde v každom roku hodnota ČPK niekoľko násobne prevyšovala hodnotu zásob. Situácia sa každým rokom zhoršovala vplyvom rastu ČPK pri poklese hodnoty zásob. V spoločnosti Tomáš, spol. s r.o. dosahovala hodnota ukazovateľa ČPK/Zásoby žiaduce hodnoty iba v rokoch 2009 a 2010. V roku realizácie zlúčenia došlo k zhoršeniu situácie vo forme zbytočného viazania dlhodobých zdrojov a v nasledujúcich rokoch (2012 a 2013) podnik dosahoval nekrytý dlh. Spoločnosť ZVEREX spol. s r.o. počas rokov 2008-2012 kryla takmer celú potrebu zásob z dlhodobých zdrojov. K miernemu zhoršeniu situácie došlo v roku 2013, keď spoločnosť využívala dlhodobé zdroje aj na krytie časti pohľadávok. V spoločnosti SCA Hygiene Products Slovakia, s.r.o., spôsobili veľké skoky v ukazovateli ČPK/Zásoby nerovnomerný vývoj ČPK, ku ktorému sa pridal vplyv rozkolísaného vývoja zásob. Pozitívne hodnotíme situáciu v roku 2013, je však otázne, či sa takýto optimálny stav podniku podarí udržať aj v nasledujúcich rokoch.

ZÁVER

Na základe uvedených výsledkov môžeme konštatovať, že realizácia zlúčení a splynutí viedla k zlepšeniu majetkovo finančnej stability nástupníckych spoločností v šiestich zo štrnástich analyzovaných podnikov. Naopak v ôsmich podnikoch došlo k narušeniu racionality vzájomného vzťahu medzi majetkom a zdrojmi jeho krytia v podobe neudržania priaznivého pomeru medzi dlhodobým majetkom a zdrojmi jeho financovania alebo neefektívneho využívania dlhodobých zdrojov na krytie pohľadávok a finančných účtov. Na skúmanej vzorke podnikov sa neprejavil jednoznačný pozitívny vplyv spájania podnikov na zlepšenie ich majetkovo finančnej stability.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] HINDLS, R. – HOLMAN, R. – HRONOVÁ, S. 2003. *Ekonomický slovník*. Praha : C.H. Beck, 2003. 519 s. ISBN 80-7179-819-3.
- [2] KRÁĽOVIČ, J. – VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2011. 468 s. ISBN 978-80-8078-356-3.
- [3] Lustrátor – On-line aplikácia preverujúca finančnú kondíciu firiem. [online] [cit. 1.3.-30.11.2014] Dostupné na internete: <<http://lustrator.bisnode.sk/index.php?p=lustrace>>
- [4] Obchodný zákonník č. 513/1991 Zb.
- [5] Register účtovných závierok [online] [cit. 1.3.-30.11.2014] Dostupné na internete: <<http://www.registeruz.sk/cruz-public/domain/accountingentity/simplesearch;jsessionid=2qjdVtNbzFLJrlLhpSspfhcBdVsw2LvQp4XyY6147rLQXgpydYIT!-764975393>>
- [6] Univerzálny register Cribis [online] [cit. 1.3.-30.11.2014] Dostupné na internete: <<https://www2.cribis.sk/Home.aspx>>

ÚVEROVÉ RIZIKO AKO SÚČASŤ FINANČNÉHO RIZIKA PODNIKU¹

Katarína Fedorková, Jana Czillingová²

Kľúčové slová: likvidita, zadlženosť, úverové riziko, cash flow

JEL Klasifikácia: G32

ÚVOD

Základom finančného riadenia podniku je finančné rozhodovanie o výbere najvhodnejších variantov pohybu peňazí a kapitálu, kontrola realizácie týchto rozhodnutí a organizovanie finančných procesov, zabezpečujúcich realizáciu prijatých riešení v podniku. Dôležitou súčasťou finančného riadenia podniku je zohľadňovanie rizika v súvislosti s financovaním.

V čase prijímania rozhodnutí nie je možné spoľahlivo a jednoznačne určiť budúce príjmy, preto je potrebné zohľadniť aj faktor podnikového rizika a rentabilitu vložených prostriedkov ako základných faktorov finančného rozhodovania podniku. Z vecného hľadiska sa podnikové riziko člení na prevádzkové a finančné riziko, ktorého súčasťou je zároveň aj úverové riziko. Cieľom príspevku je posúdiť mieru závislosti vývoja úverového rizika od vybraných ekonomických ukazovateľov. V súvislosti s investovaním cudzích zdrojov je úverové riziko spojené s plnením celkových záväzkov podniku, čo môže zhoršiť likviditu a tým spôsobiť jeho platobnú neschopnosť a zadlženosť.

VZŤAH ÚVEROVÉHO RIZIKA, ŠTRUKTÚRY LIKVIDITY A ZADLŽENOSTI

Obsahom finančného rozhodovania podniku je hlavne rozhodovanie o tom, do čoho investovať, akým spôsobom financovať a ako rozdeľovať vytvorený zisk. Finančné rozhodovanie (Vlachynský, K., 2009) má za cieľ nachádzať spôsoby čo najlepšieho plnenia finančných cieľov podniku. Proces možno rozložiť do týchto fáz:

- Rozpoznanie a formulovanie potrebnej zmeny
- Vyhľadávanie možných riešení
- Vyhodnotenie jednotlivých alternatív z hľadiska výnosnosti a rizikovosti riešení

Najvýznamnejšie je investičné rozhodovanie, pretože budúce príjmy z investície nie je možné jednoznačne určiť a sú spojené s faktorom rizika. Investičné rozhodovanie pôsobí na celkovú výšku podnikových aktív a ich štruktúru.

Vzhľadom na význam faktora rizika pri finančnom rozhodovaní a tiež aj preto, že tejto otázke sa venuje dosť malá pozornosť, sa venujeme úverovému riziku ako dôležitej súčasti finančného rizika. Je to dôležité v súvislosti s financovaním aktív nielen vlastnými, ale aj cudzími zdrojmi. Miera návratnosti je určená takými peňažnými tokmi dlžníka, ktoré umožnia pri reprodukcii prevádzkového cyklu vytvoriť zdroje na splatenie úveru. Akékoľvek poruchy v peňažných tokoch sa premietnu do úrovne úverového rizika.

¹ Príspevok je výstupom grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 *Aktuálne trendy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku.*

² Ing. Katarína Fedorková, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: katarina.fedorkova7@gmail.com

Úverové riziko možno určiť tzv. koeficientom úverového rizika, ktorý vyjadruje štruktúru úverov podľa ich návratnosti. Tento koeficient vyjadruje agregované reálne plnenie úverových záväzkov podniku, kvantifikuje nevyhnutnú tvorbu oprávok na jeden cent úverov alokovaný do tohto podniku. Nemusi však vyjadrovať len schopnosť splácania, ale môže byť ovplyvnený aj ochotou splácať úver. Koeficient úverového rizika je daný pozíciou úveru v reprodukcii prevádzkového cyklu: peniaze → prevádzkové vstupy → zásoby → pohľadávky → peniaze. Miera návratnosti úveru je ovplyvnená štruktúrou obežných aktív, t.j. štruktúrou likvidity dlžníka úveru. Znamená to, že úverové zdroje vstupujúce do prevádzkového cyklu musia prostredníctvom všetkých foriem obežných aktív opäť dosiahnuť peňažnú formu určenú na splatenie úveru. Miera úverového rizika vyplýva zo schopnosti získať také množstvo likvidných prostriedkov, ktoré zabezpečia reprodukciu prevádzkového cyklu pri súčasnom poklese úverovej zaťaženia. Táto schopnosť je určená charakteristikami dlžníka, vyjadrujúcimi jeho finančnú pozíciu vo väzbe na úverovú závislosť. Finančná štruktúra podnikových zdrojov (pasív) vyjadruje mieru finančnej závislosti dlžníka. Cieľom úveru je zvýšenie bilančnej hodnoty aktív. Rast bilančnej hodnoty aktív však musí byť sprevádzaný aj rastom zdrojov samofinancovania, inak sa prejaví v požiadavke na zvýšenie úverovej zaťaženia.

Zo vzťahu medzi prevádzkovou závislosťou vyjadrenou ukazovateľom:

$\frac{\text{fixné náklady}}{\text{tržby}}$ a stupňom finančnej samostatnosti, vyjadreným vzťahom: $\frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{vlastný kapitál}}$ možno usúdiť, že rizikovosť návratnosti úveru je v priamom vzťahu k výške prevádzkovej závislosti. Vyplýva to z potreby dosiahnuť vyššiu realizáciu vlastných výkonov na pokrytie fixných nákladov, a tiež aj zdroje na splácanie úveru. Pri vysokej prevádzkovej závislosti je potrebné udržať nízky stupeň finančnej samostatnosti, najmä úverovú zaťaženosť. Rast prevádzkovej závislosti musí byť okrem úveru realizovaný aj vlastnými zdrojmi. Udržateľný rast je možné vyjadriť vzťahom: $\frac{\text{zisk}}{\text{základné imanie} - \text{rezervné fondy}}$. Tento ukazovateľ vyjadruje potrebu úverových zdrojov a mieru ich návratnosti. Vyjadruje schopnosť zabezpečiť rast akumulovaním vlastného kapitálu. Z obsahu tohto ukazovateľa je zrejmé, že úverová zaťaženosť rozšírenej reprodukcie prevádzkového cyklu klesá pri raste ziskovosti a pri schopnosti vytvoriť efektívne aktíva najmä z vlastného kapitálu.

Miera zaťaženia cudzími zdrojmi je v rozhodujúcej miere ovplyvnená štruktúrou obežných aktív, t.j. štruktúrou likvidity vyjadrenej hlavne pomerovými ukazovateľmi, a to likviditou 1. stupňa, likviditou 2. stupňa a likviditou 3. stupňa. Štruktúra obežných aktív vyjadruje viazanosť kapitálu v aktívach s nižším stupňom likvidity. Kvantifikovať vzťah medzi likviditou 1., 2., a 3. stupňa, ktorý by vyjadroval optimálnu štruktúru likvidity, je problematické, pretože je potrebné rešpektovať peňažné toky jednotlivých podnikov. Tieto vyplývajú z prevádzkového cyklu a ním určeného štandardného obratu obežných aktív. Môžeme však charakterizovať väzby medzi štruktúrou likvidity a úrovňou zadlženosti. V likvidite 1. stupňa by sa pohotovosť peňažné prostriedky mali čo najviac približovať k hodnote krátkodobých záväzkov (koeficient 1,0). Protihodnotou krátkodobých záväzkov by mala byť hlavne hotovosť a realizovaná produkcia. V likvidite 2. stupňa by mal prevládať podiel najlikvidnejších aktív (peňazí). Vysoký stav pohľadávok, a tým zvýšená doba ich obratu znamená, že úverový dlžník do vlastného prevádzkového cyklu a finančných tokov dovoľuje vstúpiť nelikvidným odberateľom. Štruktúra likvidity 2. stupňa, charakterizovaná vysokým stavom pohľadávok, je z hľadiska úverového rizika negatívna hlavne v ekonomickom prostredí s neštandardne vysokou platobnou neschopnosťou. V štruktúre likvidity 3. stupňa by mali mať zásoby najmenší podiel. Ich výška je však ovplyvnená výrobným cyklom výroby. Obežné aktíva by mali byť vyššie ako krátkodobé záväzky (koeficient 2 – 2,5) a mali by vytvárať zdroje na krytie strednodobých záväzkov. Neúmerne vysoký stav zásob zvyšuje závislosť od cudzích zdrojov s priamym vplyvom na pokles

rentability. Najvýraznejšia je závislosť medzi úverovým rizikom a likviditou 2. stupňa. Je to preto, lebo relatívne vysoký podiel pohľadávok nemožno chápať ako štandardný zdroj likvidity, pretože úroveň platobnej neschopnosti zvyšuje ich dobu obratu. V likvidite 3. stupňa dominujú zásoby a v likvidite 2. stupňa zase pohľadávky, ktoré v plnom rozsahu nekryjú krátkodobé záväzky. Vzťah medzi rastom úverového rizika a štruktúrou likvidity je potrebné analyzovať v každom podniku individuálne. Štruktúra likvidity by sa mala analyzovať komplexne. Dôležitým faktorom je však priorita v splácaní, v ktorej je veľmi malý podiel najlikvidnejších aktív, je spôsobená tým, že podnik ekonomicky „prežíva“, jeho prevádzková činnosť je stratová. Toto prežívanie je podporené poskytovaním úverov, ktoré opakovane dlhodobo kompenzujú nelikvidnosť obežných aktív. Z makroekonomického hľadiska je tendencia rastu podielu prevádzkových úverov nepriaznivá, pretože pohlcuje úverové zdroje nevyhnutné na dlhodobý rozvoj. Nízky podiel likvidných aktív je kompenzovaný rastom podielu prevádzkových úverov v úverovom portfóliu. Podstatná časť týchto úverov nemá ozdravný charakter a neprejaví sa v dlhodobo zlepšenej štruktúre likvidity, ale „tlačí“ pred sebou platobnú neschopnosť a v štruktúre nesplácaných záväzkov rastie podiel bankových úverov. Tieto trendy sú ovplyvnené vývojom štruktúry a rentability podnikových aktív. Vysoký podiel nelikvidných aktív s nízkou reálnou hodnotou ovplyvňuje ich zadlženosť. Rastie podiel cudzích zdrojov na financovaní aktív, čím sa zvyšuje ich nákladovosť.

Vzťah medzi zadlženosťou a úverovým rizikom by sme mohli posudzovať pomocou týchto ukazovateľov:

$$\frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{cash flow}} \quad (\text{v } \text{€}) , \text{ kde}$$

daný ukazovateľ vyjadruje, koľko eur cudzích zdrojov pripadá na 1 euro kladného cash flow. Čím sú cudzie zdroje vyššie ako cash flow, tým je úverové riziko vyššie.

$$\frac{\text{cudzie zdroje}}{\text{celkové aktíva}} \quad (\text{v } \%) , \text{ kde}$$

táto zadlženosť vyjadrená vysokým podielom cudzích zdrojov je daná nízkou výnosnosťou aktív, ktorá sa premieta do potreby ich krytia cudzími zdrojmi. V prípade dosiahnutia pákového efektu môže byť úverové riziko nízke aj pri vysokej finančnej závislosti. To znamená, že výnosnosť aktív vytvorených z cudzích zdrojov prináša dostatočnú tvorbu kladných peňažných tokov na splácanie úverových záväzkov, t. j. výnosnosť celkového kapitálu je vyššia ako úroková miera. Aj pri znížení úrokových sadzieb úverov v našich podmienkach nie je to ešte bežný jav. Z hľadiska návratnosti úveru musí ísť o výnosnosť vyúsťujúcu do reprodukcie hotovostného peňažného toku.

PEŇAŽNÉ TOKY A VÝŠKA ÚVEROVÉHO RIZIKA

Pri analýze vplyvu peňažných tokov na výšku úverového rizika by sme mohli použiť tieto ukazovatele:

$$\frac{\text{pohľadávky} - \text{záväzky (bez úverov)}}{\text{výnosy}} \quad (\text{v } \%) , \text{ kde}$$

tento ukazovateľ dáva základnú informáciu o postavení podniku v reťazci platobnej neschopnosti. Platobná neschopnosť vyjadrená vzťahom pohľadávok a záväzkov určuje, či

ide o platobnú neschopnosť spôsobenú stratou alebo o platobnú neschopnosť zapríčinenú odberateľmi.

$$\frac{\text{pohľadávky} - \text{záväzky}}{\text{výnosy}} \quad (\text{v } \%) , \text{ kde}$$

tento ukazovateľ priamo nadväzuje na prvý ukazovateľ a finančnú závislosť rozširuje o úverovú záťažnosť. Vyjadruje výšku a postavenie úverov v štruktúre záväzkov dlžníka, ako aj to, koľko percent zaberajú pohľadávky a záväzky z celkových výnosov, čo v prípade zápornej hodnoty čitateľa ovplyvňuje schopnosť dlžníka splácať úver. Vzťah medzi peňažnými tokmi a výškou koeficientu úverového rizika potvrdzuje závery vyplývajúce zo štruktúry likvidity podniku. Určité odchýlky medzi výškou úverového rizika a záťažnosťou cudzími zdrojmi vyplývajú zo splácania celkových záväzkov podniku. Platobná neschopnosť podniku a miera jeho úverovej záťažnosti sú spojené nádoby, čo sa premieňa do zmeny úverového portfólia, keď rastie podiel tých úverov, ktorými sú refinancované zdroje viazané v nelikvidných aktívach.

$$\frac{\text{cash flow} - \text{záväzky}}{\text{výnosy}} \quad (\text{v } \%) , \text{ kde}$$

tretí ukazovateľ vyjadruje peňažné toky podniku a ich vplyv na úverové riziko. Vzťah cash flow a záväzkov určuje schopnosť podniku kryť svojou rentabilitou nielen prevádzkové potreby, ale aj znížovať finančnú závislosť vrátane úverovej závislosti. Hodnota vzťahu priamo nadväzuje na úroveň udržateľného rastu podniku, rastu zabezpečovaného nielen cudzím kapitálom ale aj akumulovaným vlastným kapitálom. Podniky dosahujúce kladné hodnoty majú zabezpečenú bežnú likviditu a okrem toho si vytvárajú aj vlastné zdroje na spolufinancovanie rozšírenej reprodukcie. Nedostatočná tvorba netto cash flow stavia úverových dlžníkov pred rozhodnutie, či zabezpečiť prevádzku, alebo znížovať úverovú záťažnosť. Výsledkom ich rozhodnutia je výška koeficientu úverového rizika. Nemali by sme zabúdať, že k úpadku dochádza v momente, keď tržová hodnota firmy je nižšia ako potreba peňazí na splácanie dlhu (Brealey, Myers, 1993).

V rámci hodnotenia výnosnosti využitím cash flow významným je aj ukazovateľ výnosnosti čistého činného kapitálu, ktorý vyjadríme takto:

$$\frac{\text{cash flow}}{\text{čistý činný kapitál}} , \text{ kde}$$

tento ukazovateľ predstavuje vyjadrenie schopnosti podniku reprodukovať z vnútorných zdrojov výšku čistého činného kapitálu a budúcu platobnú schopnosť.

ZÁVER

Zvyšovanie úverového rizika, ktoré je výsledkom zhoršenia peňažných tokov dlžníka úveru, sa prejaví v raste podielu prevádzkových krátkodobých úverov. Je to spôsobené zhoršením štruktúry obežných aktív a následne znížením likvidity podniku. Zdroje viazané v pohľadávkach a zásobách sú kompenzované cudzími zdrojmi, vrátane úverov. Vyprodukovaná strata a platobná neschopnosť spôsobená odberateľmi zvyšujú potrebu krátkodobých úverov, čo zabraňuje rozvoju dlhodobých programov.

Priaznivá situácia je vtedy, keď výška dosahovaného zisku a optimálna štruktúra obežných aktív sú zdrojom rozšírenej reprodukcie, čo sa prejaví v minimálnej požiadavke na krátkodobé úvery. Kladné finančné toky umožnia realizovať dlhodobé investičné zámery financované rozvojovými úvermi, ktoré sa budú splácať dosiahnutým kladným peňažným tokom (cash flow), čím poklesne aj koeficient úverového rizika.

Všeobecne vysoká cena úverových zdrojov z nedávnej minulosti tlmila rozvojové impulzy. V súčasnosti úroková miera úverov sa začala zvyšovať (pohybuje sa okolo 10%) a neumožňuje podnikateľským subjektom dostatočne dosiahnuť efekt zo zadlženia, pretože rentabilita celkového kapitálu väčšiny podnikov je o málo vyššia ako cena poskytovaných úverov. Efekt zo zadlženia by sa dosiahol vtedy, ak by sa úroková miera pohybovala okolo 5% p.a. .

Nedostatočná tvorba peňažných prostriedkov je prejavom toho, že reprodukcia prevádzkového cyklu podniku závisí viac od cudzích zdrojov ako od vlastných zdrojov. Ide o zabezpečenie jednoduchej reprodukcie, ktorá neumožňuje ekonomický rast. Podiel stratových podnikov, ktoré sa podieľajú na makroekonomických finančných tokoch, negatívne ovplyvňuje úverové riziko aj relatívne rentabilných subjektov. Úzka prepojenosť medzi bankovým sektorom a úverovým ekonomickým prostredím má za následok, že pokles reálnej hodnoty podnikových aktív sa prenáša na reálnu hodnotu bankových aktív. Hodnota podnikových aktív klesá v dôsledku ich štruktúry, keď rastie doba obratu zásob a pohľadávok. Ich krytie úvermi zvyšuje náklady, čím klesá výnosnosť aktív a hodnota cash flow ako zdroja na splácanie úverov.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. 1993. *Teoria a praxe firemných financií*. Praha : Victoria Publishing, 1993. 1064 s. ISBN 80-8560-524-4.
- [2] CZILLINGOVÁ, J. 1997. *Finančný manažment*. Košice: Kredit, 1997. 75s. ISBN 80-88787-18-1
- [3] CZILLINGOVÁ, J. 1998. Finančná analýza pre podnikateľov. In *SEPI-D*. Aktualizácia č. 38, 1998. ISBN 80-88767-01-6, s. 188-210.
- [4] CZILLINGOVÁ, J. 1999. Cash-flow – Part of the house liquidity control. In *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju*. Krakow : Akademia Ekonomiczna, 1999. ISBN 83-911295-0-0.
- [5] VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : IURA EDITION, 2009. 524 s. ISBN 80-8078-258-0.

METÓDY A MODELÝ PREDIKCIE FINANČNEJ SITUÁCIE PODNIKU¹

METHODS AND MODELS FORECAST FINANCIAL SITUATION OF ENTERPRISE

Daniela Tučníková²

Kľúčové slová: metódy predikcie finančnej situácie, viacrozmerné predikčné modely, bonitné modely, bankrotné modely

JEL Klasifikácia: G39

ÚVOD

Nevyhnutnou podmienkou pre efektívne finančné riadenie podniku je disponovanie relevantnými informáciami o jeho finančnej situácii, teda informáciami poskytujúcimi reálny obraz o jeho zdraví a efektívnosti činnosti. Pri hodnotení finančnej situácie je možné aplikovať širokú paletu ukazovateľov. Výber konkrétnych ukazovateľov by mal byť determinovaný účelom analýzy. Komplexné poznanie finančnej situácie podniku si vyžaduje, aby finančná analýza bola vedená retrospektívne i perspektívne.

Retrospektívne orientovaná finančná analýza označovaná aj ako analýza „ex post“ je zameraná na analýzu minulých a súčasných výsledkov podniku. Ich poznanie a hodnotenie možno realizovať prostredníctvom použitia ukazovateľov zameraných na analýzu určitých parciálnych oblastí hospodárenia. Ide predovšetkým o ukazovatele likvidity, aktivity, zadlženosti, rentability a trhovej hodnoty. Perspektívne orientovaná finančná analýza označovaná aj ako analýza „ex ante“ je zameraná na predikciu budúcich výsledkov podniku. Vychádza z podnikových minulých a súčasných výsledkov, nakoľko v nich sú obsiahnuté symptómy budúceho vývoja. Ich prolongáciou do budúcnosti sa snaží predikovať vývoj finančnej situácie. Za týmto účelom možno uplatniť viacero metód a modelov. Príspevok je venovaný stručnému priblíženiu len vybraných, najčastejšie používaných.

PODSTATA VIACROZMERNÝCH METÓD A MODELOV PREDIKCIE

Podstatou konštrukcie viacrozmerných metód a modelov predikcie je, že syntetizujú výpovednú hodnotu viacerých kritérií do jedného výsledného indikátora tzv. diskriminanta. Vzhľadom na to, že výsledný diskriminačný indikátor vlastne synteticky vyjadruje mieru finančného zdravia podniku, možno ho považovať za integrálne kritérium hodnotenia podnikových výsledkov. Integráciou výpovede jednotlivých premenných do jednej hodnotiacej charakteristiky dochádza k pokrytiu väčšieho hodnoteného priestoru ako by tomu bolo v prípade hodnotenia len na základe individuálnych kritérií. Jeho výpovedná hodnota je preto komplexnejšia. Metódy a modely predikcie vo svojej podstate hodnotia dosiahnutý minulý a súčasný stav a následne na základe neho stav budúci len predikujú, t. j. minulé a súčasné výsledky prolongujú do budúcnosti.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0042/13 *Dopad globálnej ekonomiky a vplyv konsolidácie verejných financií na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiach v SR.*

² Ing. Daniela Tučníková, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: daniela.sovikova@gmail.com

Jednotlivé modely predikcie sa líšia štruktúrou kritérií tvoriacich model ako i dôležitosťou kladenou významu jednotlivých kritérií. Ak v modeli je zastúpená kombinácia kritérií prioritne orientovaných na výkonnosť, ide o tzv. **bonitné modely**, ktoré sú určené najmä vlastníkom a investorom. Ak v modeli prevažuje kombinácia kritérií prioritne zameraných na schopnosť splácať záväzky, teda likviditu alebo solventnosť, ide o tzv. **bankrotné modely**. Vychádzajúc už z ich názvu, sú to modely, ktoré predikujú hrozbu bankrotu v blízkej dobe, takže sú prioritne určené pre veriteľov.

VYBRANÉ VIACROZMERNÉ METÓDY A MODEL Y PREDIKCIE

Problematika predikcie finančnej situácie podnikov je relatívne mladá. „Jej vznik sa datuje od 30. rokov 20. storočia. Modely predikcie finančnej situácie sa však objavili len od konca 60. rokov. Od konca 60. rokov sa na prognózovanie finančného vývoja podnikov začala používať viacrozmerná diskriminačná analýza. Logistická regresia od konca 80. rokov doplnila a postupne zastúpila viacrozmernú diskriminačnú analýzu. Stala sa najbežnejšou aplikovanou prognostickou metódou vo vyspelých krajinách až do konca 90. rokov. Výsledky výskumov v oblasti umelej inteligencie však znamenajú novú výzvu pre ekonómov. Neurónové siete totiž reprezentujú spoľahlivejšiu finančnú prognózu v porovnaní s matematicko-štatistickými metódami ako je diskriminačná analýza a logistická regresia.“³

Problematike viacrozmerných predikčných metód a modelov sa venovali viacerí autori. Počiatky vedeckého prognózovania sú späté s menom Tamari, M., ktorý v roku 1966 publikoval príspevok „Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy“⁴. Svoju predikciu tzv. „risk index“ model založil na 6 kritériách s uplatnením jednoduchého bodovacieho systému.

Neskôr, o dva roky, v roku 1968 prezentoval prístup k predikcii Altman, E.I. v príspevku „Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy“⁵. Predikčný model známy ako Z-skóre bol vyvinutý na vzorke 66 podnikov. Na základe neho neskôr odvodil model pre spoločnosti neemitujúce akcie obchodované na regulovanom trhu a nevýrobné podniky. Prínosom k predikčnej analýze bola spolupráca autorov Altman, E.I., Haldeman, R.G., Narayanan, P., ktorá v roku 1977 rezultovala do konštrukcie nového modelu označovaného ZETA model. V porovnaní s pôvodným modelom obsahuje ZETA model 7 ukazovateľov namiesto pôvodných 5 ukazovateľov a vyznačuje sa veľmi vysokou presnosťou výpovede. Altmanov model je jedným z najznámejších viacrozmerných modelov. Pri jeho aplikácii je potrebné mať na zreteli, že závery plynúce z jeho použitia sú podmienené prostredím a podmienkami jeho vzniku (USA).

Modifikácii Altmanovej metodiky na podmienky českých podnikov sa venovali českí ekonómovia Inka a Ivan Neumaierovci. Modifikácia spočívala v tom, že k pôvodným piatim ukazovateľom modelu, ktorým ponechali svoje váhy, doplnili ukazovateľ šiesty. Išlo o ukazovateľ, ktorý do funkcie zaviedol podnikovú platobnú neschopnosť. Mal podobu podielu záväzkov po lehote splatnosti na celkových výnosoch a pridelenú váhu 1. Úprava modelu týmto spôsobom mala reflektovať podmienky českých podnikov.

Altmanov model bol predmetom záujmu mnohých ekonómov, ktorý plynul najmä zo snahy o jeho prispôbenie na podmienky iných krajín ako bola krajina vzniku. Motív záujmu pretrváva, zo zreteľa pozornosti ekonómov neuniká ani dnes. Tendencia modifikovať model

³ TÓTHOVÁ, A. - NAGY, L. – ŠKRINIAR, P. 2014. *Finančno-ekonomická analýza podniku : praktikum (finančná analýza)*. Bratislava: Sprint 2, 2014. s. 164. ISBN 978-80-89710-01-0.

⁴ TAMARI, M. 1966. Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy. In *Management International Review*. Vol. 6, No. 4, p. 15-21.

⁵ ALTMAN, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. In *The Journal of Finance*. Vol. 23, No. 4, p. 589–609.

za účelom jeho aplikácie v odlišných podmienkach fungovania podnikov neobišla ani Slovensko. Vhodnosťou použitia modelu v našich podmienkach sa zaoberá slovenský ekonóm Kabát, L. Testuje jeho použiteľnosť vo väzbe na spoľahlivosť poskytovanej výpovede. Opodstatnenosť testovania umocňujú závery vyplývajúce z jeho použitia v našich podmienkach, ktoré poukazujú, že aplikácia v jeho pôvodnej podobe nie je jednoznačne vhodná. Výpovedná schopnosť modelu sa javí v mnohých prípadoch ako problematická. Dôvodov nepresvedčivosti aplikačných skúseností modelu je podľa Kabáta, L. niekoľko. Najzávažnejší dôvod neúspechu všeobecnej aplikácie vidí v informačnej báze. Odvodenosť diskriminačného modelu vychádza z bázy údajov amerického, tak finančne ako aj legislatívne a informačne špecifického prostredia, ktoré vykazuje výrazne odlišné charakteristiky ako finančné prostredie, v ktorom operujú slovenské podniky. Ďalší dôvod vidí v kvantifikácii koeficientov pridelených jednotlivým parametrom modelu, ktorých hodnota reflektuje finančné a do istej miery i technologické podmienky pred zhruba polstoročím. Aplikácia koeficientov z tohto obdobia sa podľa neho v dnešných zmenených podmienkach javí ako neadekvátne, vedúca k oslabeniu aktuálnej presnosti výpovede modelu. Riešenie nedostatkov modelu vidí buď v jeho súbežnom použití spolu s inými postupmi alebo v novom diskriminačnom modeli vychádzajúcom priamo z údajovej bázy našich podmienok.⁶ Z uvedeného dôvodu odvodil nový model pre slovenské podmienky, zvlášť pre právnu formu a.s. a zvlášť pre s.r.o. Odvodenie modelu vykonal dvomi spôsobmi:

- zachoval pôvodnú štruktúru ukazovateľov modelu⁷ a kvantifikoval len ich nové koeficienty resp. váhy. Takto vzniknutý model nadobudol nasledujúcu podobu:

$$\begin{aligned} Z_{a.s.} &= 0,6639 x_1 - 0,2765 x_2 + 0,3852 x_3 + 0,0119 x_4 + 0,8500 x_5 \\ Z_{s.r.o.} &= 0,0951 x_1 - 0,1203 x_2 + 0,3391 x_3 + 0,0323 x_4 + 0,5703 x_5 \end{aligned}$$

- vytvoril nový model s redukovanou štruktúrou ukazovateľov a novo kvantifikovanými koeficientmi. Nová štruktúra modelu znamená, že sa v ňom nachádzajú len tri ukazovatele t.j. z pôvodnej štruktúry bola vylúčená prvá a posledná premenná. Nový model tak nadobudol nasledovnú podobu:

$$\begin{aligned} Z_{a.s.} &= - 0,1956 x_2 + 0,8501 x_3 + 0,0080 x_4 \\ Z_{s.r.o.} &= - 0,1729 x_2 + 0,4223 x_3 + 0,0259 x_4 \end{aligned}$$

Nové modely si vyžadovali i nové posudzovanie výsledných hodnôt. Na základe nich možno finančnú situáciu podnikov posudzovať podľa novej, autorom navrhutej bonitnej škály:

$Z < 0$	podnik ohrozený konkurzom,
$0 < Z < 2,5$	podnik v zóne možného ohrozenia,
$2,5 < Z < 5$	podnik relatívne stabilného finančného prostredia,
$Z > 5$	podnik stabilného finančného prostredia.

Autor modelov uvádza, že použitie len uvedených troch ukazovateľov za účelom správneho zaradenia podnikov sa momentálne javí ako postačujúce. Súčasne však dodáva, že v budúcnosti bude uvedené ešte potrebné overiť experimentálne i matematicko-štatisticky.⁸

⁶ Spracované podľa : KABÁT, L. 2011. Ako ďalej v aplikácii Altmanovho modelu?. In *Finančný manažér : periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. ISSN 1335-5813, 2011, roč. 11, č. 1, s. 9.

⁷ Altmanov model pracuje s ukazovateľmi v nasledujúcej štruktúre: x_1 – čistý prevádzkový kapitál/celkový kapitál, x_2 – nerozdelený zisk/celkový kapitál, x_3 – zisk pred zdanením + úroky/celkový kapitál, x_4 – tržová hodnota vlastného kapitálu/cudzí kapitál, x_5 – tržby/celkový kapitál.

Obdobou Altmanovej metodiky je model vyvinutý v roku 1978 kanadským autorom Springate, G. L. V., podľa ktorého nesie označenie SPRINGATE MODEL. Prostredníctvom metódy viacrozmernej krokovej diskriminačnej analýzy boli vybrané 4 najlepšie rozlišujúce finančné ukazovatele z 19 testovaných. Z nich bol následne zostavený model, ktorý má podobu⁹:

$$Z = 1,03A + 3,07B + 0,66C + 0,4D$$

kde:

- A - čistý pracovný kapitál / celkový kapitál,
- B - EBIT / celkový kapitál,
- C - EBT / krátkodobé záväzky (v širšom zmysle),
- D - tržby / celkový kapitál.

Ak konštanta Z dosahuje hodnoty nižšie ako 0,862, podniky sú klasifikované ako neúspešné. Komparácia SPRINGATE modelu s modelom Altmana ukazuje, že sú použité analogické vstupné ukazovatele, ktorým sú ale pridelené odlišné váhy. Oba modely však kladú jednoznačne najvyššiu váhu na ukazovateľ rentability kapitálu meranej z EBIT-u. Hoci literatúra uvádza, že model dosahuje vysokú spoľahlivosť, v našich podmienkach nie je bežne používaný.

Medzi viacrozmerné modely predikcie možno radiť Index bonity, ktorý pracuje so 6 pomerovými finančnými ukazovateľmi¹⁰. Tieto ukazovatele a im pridelené váhy prezentuje nasledovná podoba modelu:

$$B = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6$$

Pre hodnotenie finančnej situácie podniku na základe uvedeného modelu platí, že čím je hodnota indexu väčšia, tým je predikcia podniku lepšia.

Analýze špecifickej situácie malých a stredných podnikov sa venoval Fulmer, J. G. Jeho práca viedla až k vytvoreniu tzv. FULMEROVHO MODELU označovaného aj ako tzv. FULMEROV H-FAKTOROVÝ MODEL, ktorý má nasledovnú podobu:

$$H = 5,528 (V1) + 0,212 (V2) + 0,073 (V3) + 1,270 (V4) - 0,120 (V5) + 2,335 (V6) + 0,575 (V7) + 1,083 (V8) + 0,894 (V9) - 6,075$$

kde:

- V1 – nerozdelené zisky/celkový kapitál,
- V2 – tržby / celkový kapitál,
- V3 – EBT / vlastný kapitál,
- V4 – cash flow / cudzí kapitál,
- V5 – dlh (úročené cudzie zdroje) / celkový kapitál,
- V6 – krátkodobé záväzky (v širšom zmysle) / celkový kapitál,

⁸ Spracované podľa : KABÁT, L. a kol. 2011. Možnosti aplikácie bonitných a predikčných modelov v podnikateľskom prostredí SR. In *Podnikanie v nových ekonomických a sociálnych podmienkach*. Bratislava : EUROKÓDEX, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-89447-51-0, s. 59-103, KABÁT, L. 2011. Problémy aplikácie bonitných a predikčných modelov v podnikateľskom prostredí SR. In *Finančný manažér : periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. ISSN 1335-5813, 2011, roč. 11, č. 3, s. 89-90.

⁹ AGARWAL, M. 2005. *Corporate Excellence*. Delhi : Kalpaz Publications, 2005. p. 39. ISBN 81-7835-357-1.

¹⁰ Index bonity pracuje s nasledujúcimi ukazovateľmi: x_1 – cash flow/cudzí kapitál, x_2 – celkový kapitál/cudzí kapitál, x_3 – zisk pred zdanením/celkový kapitál, x_4 – zisk pred zdanením/celkové výkony, x_5 – zásoby/majetok celkom, x_6 – celkové výkony/celkový kapitál.

- V7 – Log dlhodobý hmotný majetok,
V8 – čistý pracovný kapitál / cudzí kapitál,
V9 – Log EBIT / nákladové úroky.

Ak konštanta H dosahuje nižšie hodnoty ako 0, podniky sú podľa tohto modelu hodnotené ako neúspešné. Model je určený prevažne pre malé podniky a podľa jeho autora vykazuje až 98% mieru spoľahlivosti diskriminačného triedenia jeden rok pred bankrotom. V období viac ako jeden rok pred bankrotom vykazuje 81% mieru spoľahlivosti.¹¹

Okrem už v predchádzajúcom texte uvedených autorov sa metódam a modelom predikcie finančnej situácie podnikov venovali i ďalší. K najznámejším autorom zo zahraničia možno radiť najmä autorov: Kralicek, P. (metoda Rýchleho testu, uplatňovaná najmä v západnej Európe), Weinrich (rozvinutejšia metodika Rýchleho testu, používaná prevažne v nemecky hovoriacich krajinách), Beerman (Beermanova diskriminačná analýza), Taffler, R. J., Agarwal, V., Eisenbeis, Zavgren, C. Zo susednej Českej republiky ide najmä o autorov: Grünwald, R., Synek, M., Doucha, R., Sedláček, J.

V rámci Slovenskej republiky možno sa danej problematike venoval Zalai, K. V príspevku „Osobitosti prognózovania finančného vývoja slovenských podnikov“¹² prezentoval navrhnutú diskriminačnú funkciu nielen pre slovenské prostredie, ale aj pre prostredie nemecké. Známy je i tzv. CH – index autorky Chrastinovej, Z. Ide o model predikčnej analýzy s adresnou orientáciou na odvetvie – konkrétne odvetvie poľnohospodárstva. Konštrukciou diskriminačnej funkcie pre podniky poľnohospodárskej prívýroby tzv. G-indexu sa zaoberal Gurčík, Ľ. Ako už vyplynulo z predchádzajúceho textu, aktuálne sa problematikou zaoberá Kabát, L. v podobe modifikácie Altmanovho modelu.

ZÁVER

Vybrané metódy a modely predikcie finančnej situácie, ktoré boli v príspevku bližšie vymedzené ako i mená ďalších autorov, ktorí sa tejto problematike venujú, svedčí o tom, že uvedenej problematike bola venovaná značná pozornosť tak v zahraničí ako aj doma. Neustála snaha o vyvíjanie nových modelov resp. modifikáciu už existujúcich modelov svedčí o pretrvávajúcom záujme súčasných ekonómov o danú problematiku, o jej aktuálnosti i dnes. Pri predikovaní finančnej situácie je treba mať na pamäti, že jednotlivé metódy a modely sú vyvíjané v určitých podmienkach a prostredí. V prípade, ak sa podmienky a prostredie aplikácie výrazne odlišujú od podmienok a prostredia vývoja, vzniká riziko, že modely a metódy predikcie budú poskytovať skreslené resp. nepresné závery. Dynamické prostredie plné turbulentných zmien kladie na fungovanie podnikov a ich riadenie permanentne sa zvyšujúce požiadavky. Predikcia založená len na minulých a súčasných výsledkoch nie je postačujúca. Žiaduce je zohľadňovať i nepredvídateľné udalosti, ktoré môžu nastať. Predikcia by preto mala zohľadňovať oba faktory – prolongáciu doterajších výsledkov v ťažko predvídateľných podmienkach prostredia.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] AGARWAL, M. 2005. *Corporate Excellence*. Delhi : Kalpaz Publications, 2005. 228 p. ISBN 81-7835-357-1.

¹¹ Spracované podľa : VICKERS, F. 2006. *Recession Proofing Your Business*. 2006. p. 69-70. ISBN 978-0-6151-3577-9, <<http://www.bankruptcyaction.com/insolart1.htm>>, 4.5.2012.

¹² ZALAI, K. 2000. *Osobitosti prognózovania finančného vývoja slovenských podnikov*. In *BIATEC : odborný bankový časopis*. ISSN 1335-0900, 2000, roč. 8, č. 1, s. 12-14.

- [2] ALTMAN, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. In *The Journal of Finance*. 1968, Vol. 23, No. 4, p. 589 – 609.
- [3] KABÁT, L. 2011. Ako ďalej v aplikácii Altmanovho modelu? In *Finančný manažér : periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. ISSN 1335-5813, 2011, roč. 11, č. 1, s. 7-9.
- [4] KABÁT, L. 2011. Problémy aplikácie bonitných a predikačných modelov v podnikateľskom prostredí SR. In *Finančný manažér : periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. ISSN 1335-5813, 2011, roč. 11, č. 3, s. 89-90.
- [5] KABÁT, L. a kol. 2011. Možnosti aplikácie bonitných a predikčných modelov v podnikateľskom prostredí SR. In *Podnikanie v nových ekonomických a sociálnych podmienkach*. Bratislava : EUROKÓDEX, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-89447-51-0, s. 59-103.
- [6] SOVÍKOVÁ, D. 2013. *Analýza činiteľov determinujúcich finančnú výkonnosť podnikov slovenskej ekonomiky. 2013. Dizertačná práca*
- [7] TAMARI, M. 1966. Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy. In *Management International Review*. 1966, Vol. 6, No. 4, p. 15-21.
- [8] TÓTHOVÁ, A. - NAGY, L. – ŠKRINIAR, P. 2014. *Finančno-ekonomická analýza podniku : praktikum (finančná analýza)*. Bratislava: Sprint 2, 2014. 255 s. ISBN 978-80-89710-01-0.
- [9] VICKERS, F. 2006. *Recession Proofing Your Business*. 2006. 248 p. ISBN 978-0-6151-3577-9.
- [10] ZALAI, K. 2000. *Osobitosti prognózovania finančného vývoja slovenských podnikov*. In *BIATEC : odborný bankový časopis*. ISSN 1335-0900, 2000, roč. 8, č. 1, s. 12-14.
- [11] ZALAI, K. a kol. 2013. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8. preprac. a rozšir. vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. 453 s. ISBN 978-80-89393-80-0.

Názov

Podnikové financie vo vede a praxi : zborník vedeckých statí

Vydalo

Vydavateľstvo EKONÓM

Dolnozemska cesta 1

852 35 Bratislava

Rozsah

237 strán

Rok vydania

2015

Náklad:

50 ks

ISBN 978-80-225-4093-3