

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií

PODNIKOVÉ FINANČIE VO VEDE A PRAXI – 2016

Zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií



Vydavateľstvo EKONÓM
Bratislava 2016

Recenzenti:

doc. Ing. Oľga Miková, CSc.

Ing. Ján Neubauer, CSc.

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 2016 ako výstup z riešenia grantovej úlohy APVV-15-0511 *Výskum problematiky on-line reputačného manažmentu (ORM) subjektov pôsobiach v odvetví automobilového priemyslu*, výstup z riešenia grantových úloh Ministerstva školstva, vedy, výskumu a športu Slovenskej republiky VEGA č. 1/404/16 *Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu*, VEGA č. 1/0007/16 *Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiach v SR*, VEGA č. 1/0184/16 *Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR*, VEGA č. 1/0008/14 *Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov*, VEGA č. 1/0067/15 *Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania*, KEGA č. 041EU-4/2015 *Nové trendy v zefektívňovaní daňovej správy v rámci EÚ a ostatných úloh riešených na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave*.

© Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2016

ISBN 978-80-225-4308-8

OBSAH

Predslov	7
<i>Karol Vlachynský, emeritný profesor</i> Ekonomický rast a jeho problémy.....	9
 APVV-15-0511 Výskum problematiky on-line reputačného manažmentu (ORM) subjektov pôsobiacich v odvetví automobilového priemyslu	
<i>Peter Markovič, Peter Dorčák, František Pollák</i> Ekonomia dlhu – Pomôžu reputácii podniku regulačné zásahy štátu	20
 VEGA č. 1/404/16 Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu	
<i>Božena Hrvoľová</i> Odhad miery kapitalizácie pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov v znaleckej praxi na Slovensku	30
<i>Anna Polednáková</i> Ohodnocovanie podnikov v zahraničí	39
<i>Peter Badura</i> TSI indikátor a jeho využitie pri investovaní	44
 VEGA č. 1/0007/16 Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR	
<i>Miloš Bikár</i> Vplyv menových politík centrálnych bánk na finančné trhy a ceny aktív	52
<i>Lenka Kalusová</i> Prínosy a špecifiká malých a stredných podnikov.....	59
 VEGA č. 1/0067/15 Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania	
<i>Eduard Hyránek, Ladislav Nagy</i> Postavenie a funkcie finančného plánovania vo finančnom riadení podniku.....	65
<i>Anna Harumová</i> Nástroje a aplikácie business intelligence pri reportingu podniku	71

<i>Eduard Hyránek, Michal Grell</i> Prípravné etapy tvorby finančného plánu.....	77
<i>Anna Harumová</i> Využitie business intelligence v podniku	83
<i>Veronika Jánošová</i> Riešenie úverového rizika podniku	90
<i>Veronika Jánošová</i> Investičný certifikát – moderný investičný nástroj	94
<i>Lubica Foltínová</i> Prístupy k meraniu ľudského kapitálu v podniku.....	100
 VEGA č. 1/0008/14 Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov	
<i>Magdaléna Kubranová</i> Operative Decision-Making Interactions in Company's Cash Management.....	106
<i>Alena Tóthová</i> Využitie finančnej analýzy vo finančnom manažmente podniku	113
<i>Lucia Budinská</i> Reporting udržateľnosti podnikania podľa GRI	120
 VEGA č. 1/0184/16 Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR	
<i>Gizela Lénártová</i> Pripravované zmeny v zdaňovaní dividend a ich vplyv na podnikateľskú sféru v SR.....	130
<i>Ivona Ďurinová</i> Zdanenie ziskov spoločností a dividend vo Francúzsku	139
 KEGA č. 041EU-4/2015 Nové trendy v zefektívňovaní daňovej správy v rámci EÚ	
<i>Katarína Vavrová</i> Daňové aspekty finančných transakcií, nástrojov	148
<i>Katarína Vavrová</i> Efektívnosť daňovej správy a daňové ukazovatele v krajinách EÚ	156

Výsledky vedecko-výskumnej činnosti riešiteľov ostatných grantových úloh

Elena Fetisovová, Ladislav Nagy

Postavenie malých a stredných podnikov v Európskej únii a na Slovensku.....162

Jakub Lukáč

Meranie výkonnosti malých a stredných podnikov prostredníctvom ukazovateľa HDP.....170

Csaba Lentner, Ladislav Nagy

Zadlženosť a úverovanie v cudzích menách v maďarskej ekonomike176

Elena Moravčíková

Trh práce a problémy nezamestnanosti na Slovensku.....186

Pavel Škriniar, Martin Križan

Budúcnosť predaja životného poistenia.....191

Tatiana Hajniková

Transferové oceňovanie ako metóda daňového plánovania a optimalizácie196

Daniela Tučníková

„Spoločnosť v kríze“202

PREDSLOV

Predkladaný zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave prezentuje výsledky vedecko-výskumnej činnosti riešiteľov grantových úloh APVV, VEGA a KEGA.

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

Autorský kolektív privíta všetky názory a kritické pripomienky čitateľov, ktoré využije na skvalitňovanie a objasnenie skúmanej problematiky. Vďaka patrí aj recenzentom doc. Ing. Oľge Mikovej, CSc., a Ing. Jánovi Neubauerovi, CSc., ktorí svojimi cennými pripomienkami významne prispeli ku skvalitneniu konečnej verzie textu.

Bratislava október 2016

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

EKONOMICKÝ RAST A JEHO PROBLÉMY

ECONOMIC GROWTH AND ITS ISSUES

Karol Vlachynský¹

ABSTRACT

This article aims to raise the issues of economic growth from the viewpoint of sustainability. Economic growth has been the main goal of economic activities of individual states as well as their alliances for a long time. The growth and its rate of change are generally quantified using the gross domestic product (GDP) as an indicator. The first point of this article is to point out that the official GDP figures are becoming unsatisfactory as a reliable measure of prosperity. Economic growth cannot be permanent. Because of this, the second point of this article is to collect arguments which prove the existence of objective growth limits. The third point of the article is to present a comprehensive evaluation of the growth limits' effect on people's lives using two methods: the ecological footprints and the environment biocapacity method. The conclusion emphasises that the population increase and the related growth of economic activities will eventually force us to leave the trajectory of permanent growth and switch to a strategy of sustainable development.

Keywords: economic growth, gross domestic product, economic growths limits ecological footprints, biocapacity, sustainable development

JEL klasifikácia: F43, F55, O19, O44, O47, H23

ÚVOD

Ekonomický rast je už dlhodobo hlavným cieľom snaženia jednotlivých štátov a ich politikov. Ukazovateľom výsledkov tohto snaženia je dosahovaný hrubý domáci produkt (HDP). V tomto príspevku poukážeme najskôr na rastúce problémy HDP vyvolávajúce postupné oslabovanie jeho spoľahlivosti merať úroveň prosperity. A aj na to, že prepočet HDP na hlavu nie je schopný spoľahlivo informovať o životnej úrovni obyvateľov príslušnej krajiny, resp. regiónu. V druhej časti sa venujeme otázke, či je trvalý rast ekonomiky možný alebo či jestvujú nejaké objektívne limity rastu. Ukážeme postup prác pri stanovovaní takých limitov ako aj diskusiu o ich výsledkoch. Otázky uzatvárame spôsobmi hodnotenia celkových nárokov ekonomického rastu na prírodné prostredie. Záverom zdôrazňujeme myšlienku zmeny trajektórie vývoja spoločnosti od zdrojovo náročnej maximalizácie ekonomického rastu k politike udržateľného rozvoja a na dosiahnuté výsledky v takom snažení.

EKONOMICKÝ RAST A JEHO MERANIE

Ekonomický rast (economic growth) je pojem vyjadrujúci kvantitatívne zvyšovanie produkcie a spotreby tovarov a služieb za určité obdobie. Už viac ako šesťdesiat rokov sa na charakterizovanie stupňa ekonomického rastu všeobecne používa ukazovateľ hrubý domáci

¹ prof. Ing. Karol Vlachynský, PhD., emeritný profesor, e-mail: vlachynsky.karol@stonline.sk

produkt (HDP)² Je definovaný ako suma trhovej hodnoty tovarov a služieb vyprodukovaných v danej krajine (región) v priebehu istého obdobia (spravidla roku).

Jednoznačnosť definície umožnila, aby sa postupne vytvorili jednotné medzinárodné porovnateľné metodiky kvantifikácie HDP, ktoré sa plynule upravujú. Základnou prednosťou ukazovateľa je, že jedným číslom súhrnne charakterizuje výkonnosť a tým aj ekonomickú silu jednotlivých krajín. Preto sa jeho vykazovanie rýchlo rozšírilo. Relatívna jednoduchosť vyčísľovania a všeobecnosť používania z HDP rýchlo urobili najdôležitejší makroekonomický ukazovateľ. Vo vzťahu k nemu sa v jednotlivých štátoch posudzuje veľkosť štátneho a súkromných dlhov, saldo štátneho rozpočtu, bežný účet platobnej bilancie a iné ekonomické veličiny. Pozorne ho sledujú politici, ekonomická verejnosť a informačné médiá. Tým sa stal ekonomický rast už po dlhé roky fakticky hlavným cieľom ekonomického snaženia spoločnosti.

Od prvého výpočtu ukazovateľa HDP v roku 1953 došlo v ekonomike k vývoju, ktorý výrazne zmenil jeho charakter. Prebieha digitálna revolúcia, ktorá sa stala začiatkom informačného veku. Radikálne sa zmenili spôsoby komunikácie, rozvinuli sa osobné počítače, vznikol internet, bohatá sieť služieb, menia sa spôsoby obchodovania, rozširujú sa industriálne roboty, uplatňuje sa najrôznejšie inovácie. To všetko nielen mení štruktúru HDP, ale aj komplikuje spôsob jeho kvantifikácie. Stále častejšie sa vyslovujú závery, že oficiálne vykazované hodnoty HDP nedostatočne presne a komplexne charakterizujú skutočné objemy produkovaných tovarov a služieb, že nie sú dostatočne spoľahlivým meradlom prosperity³.

Zhrňme stručne problémy, ktoré také názory vyvolávajú.

Prvým problémom je, že jestvuje pomerne veľký objem spoločensky užitočnej produkcie, ktorá nie je priamo zahrnutá do hrubého domáceho produktu, pretože nemá trhovú hodnotu, nemá trhom vygenerovanú cenu. Patrí sem najmä:

- Tzv. „šedá ekonomika“, t.j. všetky bežne neregistrované ekonomické aktivity a dôchodky z nich, ktoré obchádzajú oficiálnu reguláciu a zdaňovanie. Ich objem sa zahrňuje do HDP len na základe rôznych prieskumov a odhadov.

- Služby s bývaním obyvateľstva. Platby spojené s nájomným bývaním (nájomné a príjmy prenajímateľov) tvoria priamo súčasť HDP, ale obyvatelia bývajúci vo vlastných domoch za túto službu neplatia a jej hodnota môže byť vsunutá do HDP len na základe odhadov.

- Domáca produkcia (t.j. práce v domácnosti, výchova detí, starostlivosť o starých členov domácnosti) je konaná bezplatne a preto netvorí súčasť HDP. Do HDP sa zahrňuje len vtedy, keď je vykonávaná za úplatu najatým personálom.⁴

- Dobrovoľne bezplatne vykonávané práce v rámci charity, bezplatných aktivít občanov v rámci obcí a iné neplatené dobrovoľné služby.

- Mnohé verejné služby štát poskytuje občanom bezplatne. Štatistici niektoré z nich hodnotia len sprostredkovane (napr. služby školstva, zdravotníctva).

- Produkty používané obyvateľmi bezplatne (resp. za minimálnu cenu) a pritom majú pre spoločnosť značnú hodnotu (napr. služby internetu, e-mail, facebook a i.)

- Používané prírodné produkty a služby, ktoré zatiaľ nie sú vtiahnuté do normálneho trhového obratu a nemajú preto trhovú hodnotu.

² Ukazovateľ HDP bol konštruovaný na základe prvého medzinárodného systému národných účtov, ktorý spracovala a publikovala skupina výskumníkov pod vedením prof. Simona Kuznetsa z poverenia US Department of Commerce v roku 1953.

³ Pozri tiež: „Hlavné kritérium používané na meranie veľkosti a pokroku ekonomiky, HDP, bolo navrhnuté pre iné obdobie a začína sa javiť stále viac chybné pre moderný svet služieb, aplikácií a robotov.“ The Economist – July 16th – 22nd 2016. Príloha s. 12.

⁴ Ekonóm Paul Samuelson ironicky poznamenal: „Keď sa ožením so svojou slúžkou, zníži sa HDP.“

Druhým problémom je okruh spoločensky užitočných produktov, ktoré však zatiaľ nie sme schopní dostatočne spoľahlivo oceniť tak, aby to vyjadrovalo ich spoločenskú užitočnosť. Možno sem zahrnúť:

- Služby – ich percentuálne zastúpenie v HDP sa trvale zvyšuje nielen v rozvinutých, ale aj v rozvojových krajinách.⁵ Pokiaľ ide o štandardizované služby vykonávané rutinne, tam sa suma ich trhových hodnôt môže stanoviť dostatočne presne a zahrnie sa priamo do HDP. Veľký podiel však tvoria služby na individuálne objednávky, ceny ktorých závisia aj na viacerých kvalitatívnych charakteristikách a sú preto veľmi pohyblivé. Určiť súhrnnú trhovú hodnotu tejto skupiny služieb je zložité a preto sa určuje odhadom.

- Príspevok finančných aktivít k HDP sa určuje nielen ako suma bankových poplatkov, ale aj ako násobok rozpätia medzi bankami platenými a získavanými úrokmi a objemom poskytnutých úverov, resp. inými nepriamymi spôsobmi hodnotenia finančných služieb.

- Trhové hodnotenie na základe inovácií vytváraných nových produktov nie vždy vyjadruje intenzitu zmien ich kvality. Preto sa niekedy uplatňuje tzv. „hedonický odhad“.

Tretím problémom je, že podľa platnej metodiky sa do kvantifikácie HDP dostávajú aj produkty, ktoré neobohacujú ekonomickú silu, resp. majetok spoločnosti.[1] Sú to napr. aktivity, ktoré odstraňujú následky nešťastí resp. prírodných pohrôm, činnosti zhoršujúce životné prostredie, prípadne neúspešné a opustené projekty a iné.⁶

K problémom kvantifikácie HDP pozri aj [2].

Je preto celkom opodstatnené konštatovanie, že **oficiálne deklarovaná výška HDP je len viac alebo menej presným odhadom**. Okrem iného o tom svedčí aj skutočnosť, že štatistické úrady jednotlivých štátov pravidelne uskutočňujú revízie pôvodne vyhlásenej úrovne HDP a to aj po viacerých rokoch.

HDP prepočítaný na hlavu obyvateľa sa často porovnáva medzi krajinami a akceptuje sa ako ukazovateľ životnej úrovne obyvateľov týchto krajín, resp. regiónov. **Také porovnávanie je však zavádzajúce** z dvoch dôvodov:

- HDP vyjadruje len celkovú výšku dôchodku zodpovedajúcu trhovej hodnote vytvorených tovarov a služieb. Vôbec nezachycuje, ako sa príslušný dôchodok rozdeľuje, keďže z neho získavajú jednotlivé vrstvy a skupiny obyvateľov. Takže aj pri vysokom HDP na hlavu môže byť rozdeľovanie veľmi nerovnomerné. Dlhoročne skúsenosti ukazujú, že prakticky vo všetkých krajinách jestvuje značný stupeň dôchodkovej nerovnosti obyvateľov. Pritom rast HDP túto nerovnosť ďalej prehľbuje, profitujú z neho najviac majetnejšie vrstvy.

Uvedme aspoň dva príklady: Vo Veľkej Británii vzrástol od roku 2000 do roku 2015 HDP na hlavu o 15,5 %, ale mediánový príjem plne zamestnaných pracovníkov vzrástol za dané obdobie len o 6 %. V USA za rovnaké obdobie vzrástol HDP na hlavu o 14,5 %, ale mediánový príjem plne zamestnaných robotníkov zostal takmer celé obdobie (s výnimkou roku 2009) bez zmeny a až v roku 2015 vzrástol o zhruba 2 %. Druhým príkladom je prehľad o vývoji Gini koeficientov krajín OECD od roku 1985 do roku 2013. Vo všetkých krajinách OECD sa koeficienty zvýšili (najviac v USA až na 0,41). Podľa [3].

K problémom dôchodkovej a majetkovej nerovnosti je nespočetné množstvo publikácií. My sme sa im venovali v stati [4].

- Druhým zásadným dôvodom je, že HDP na hlavu obyvateľa sa ani zďaleka nerovná jeho životnej úrovni. Tá je ďaleko bohatšia, než len objem vytvorených tovarov a služieb. Je totiž výsledkom nielen ekonomického rastu, ale ekonomického rozvoja.

⁵ Tak napr. v USA sa podiel služieb na HDP zvýšil zo 68,3 % v roku 1988 na 77,2 % v roku 2012. V Nemecku sú dané údaje za rovnaké obdobie z 58,9 % na 71,2 %, v Japonsku z 60,1 % na 73,2 %, v Číne z 32,1 % na 46,1 % a v Indii z 44,5 % na 57,0 %. (Podľa <https://www.quandl.com/collections>).

⁶ V roku 2013 sa do štandardov pre výpočet HDP dostali aj niektoré spoločensky nežiaduce produkty. Tak napr. predaj „rekreačných drog“ a platené sexuálne služby. Len zaradenie týchto dvoch položiek znamenalo zvýšenie HDP Británie o 0,7 %.

Ekonomický rozvoj (economic development) znamená kvalitatívne zmeny v ekonomike. Zahrňuje nielen ekonomický rast, ale aj posuny širokého okruhu faktorov pôsobiacich na úroveň života občanov. Môže to byť lepšie prispôsobovanie štruktúry rastu spotrebiteľským preferenciám, rast efektívnosti spotreby zdrojov, podpora a využívanie inovácií, zmeny v sociálnej oblasti (napr. lepšie rozdeľovanie príjmov a majetku, zlepšovanie úrovne zdravotníctva, prístup k vzdelaniu, pokroky v dôchodkovom zabezpečení občanov), pôsobenie politických zmien, úroveň environmentu, pôsobenie prírodného prostredia a i. Dosahovaná úroveň ekonomického rozvoja sa kvantifikuje spravidla ukazovateľmi životného štandardu a kvality života občanov.⁷

LIMITY EKONOMICKÉHO RASTU

V devätnástom a ešte aj v prvej polovici dvadsiateho storočia sa hlavná pozornosť pri sledovaní ekonomického rastu sústreďovala na ponuku pracovníkov na pracovnom trhu, na ponuku materiálov a služieb na trhu, na ponuku výrobných prostriedkov a kapitálu. Vplyv prírodných podmienok sa chápal ako „voľný dar prírody“ a jeho význam sa podceňoval.⁸ V druhej polovici dvadsiateho storočia sa začali objavovať otázky, **či je trvalý ekonomický rast možný**, alebo či jestvujú isté objektívne limity rastu. Také otázky sú pochopiteľné.

Zem je malá planéta s obvodom asi 40 000 km a 75 % jej povrchu tvorí voda. Celý jej ekosystém – teda atmosféra, geosféra, hydrosféra a biosféra sú dané. Ich obmedzené celkové zdroje tvoria tzv. prírodný kapitál ktorý možno definovať ako „... svetovú zásobu prírodných aktív, ktoré zahrňujú geológiu, pôdu, vzduch, vodu a živé organizmy.“⁹ Prírodný kapitál možno členiť na:

- neobnoviteľné zdroje, ktoré sú dané obmedzením ich existencie a výskytu na našej planéte (kovy a iné nerasty, fosilné palivá, ale aj vzduch, voda a i.)
- obnoviteľné zdroje; v istých prirodzených cykloch dochádza k ich regenerácii prírodnými procesmi (napr. lesné porasty, ryby v oceánoch, isté objemy znečistenia je ekosystém schopný eliminovať), pričom trvanie cyklov obnovy možno ľudskými zásahmi ovplyvňovať;
- zdroje umelo vytvárané ako výsledok technického a technologického rozvoja so snahou „zastúpiť“ v reprodukčnom procese neobnoviteľné zdroje (rôzne umelé hmoty, obnoviteľné zdroje energie a i.), ale pri ich vytváraní v konečnom dôsledku vždy nájdeme isté použitie nejakých neobnoviteľných zdrojov.

Veľkým problémom je, že nie všetky zložky prírodného kapitálu sú v trhovom kolobe. Ich podstatná časť je už súčasťou trhovej výmeny, má trhom vytvárané ceny a ich spotreba je súčasťou peňažných nákladov výrobcov. Je však ešte dosť súčastí prírodného kapitálu, ktoré zatiaľ nemajú trhovú hodnotu, ich spotreba nákladovo nezaťažuje výrobcov, nezapočítava sa do vykazovaného HDP a preto s nimi podniky nakladajú ako s voľným darom prírody, nepoužívajú ich so „starostlivosťou riadneho hospodára“.

Ekonomický rast, t.j. tvorba hrubého domáceho produktu zdroje prírodného kapitálu spotrebúva, tovary a služby končia v spotrebe. Vznikajú odpady a znečistenie prostredia.

⁷ Sú to najmä: Index ľudského rozvoja (Human Development Index – HDI) publikovaný pravidelne od roku 1998, od roku 2014 index HDI upravený o nerovnosti (Inequality Adjusted Human Development Index – IHDI) a Svetová správa šťastia (World Happiness Report – WHR) od roku 2013.

⁸ Napríklad Thomas Shelling (nositeľ Nobelovej ceny v roku 2005) napísal v časopise Foreign Affairs 1997: „Poľnohospodárstvo (v rozvinutom svete) je prakticky jediný sektor ekonomiky ovplyvnený podnebím a prispieva len malým percentom (tri percentá v USA) k národnému dôchodku. Ak by sa poľnohospodárska produktivita drasticky znížila vplyvom klimatických zmien, životné náklady by vzrástli o jedno až dve percentá a to v čase, keď dôchodok na hlavu by bol pravdepodobne dvojnásobný.“

⁹ Definícia podľa World Forum on Natural Capital – Edinburgh 2015. Termín prírodný kapitál použil ako prvý Schumacher, E. F. v svojej knihe Small is Beautiful.

Vyvstáva preto veľmi závažná otázka: Je pri dlhodobom raste spotrebných nárokov a zvyšovaní počtu obyvateľstva možný stály ekonomický rast, alebo jestvujú isté objektívne limity rastu?

Prvý raz veľmi komplexne sa touto otázkou začal zapodievať tzv. Rímsky klub (Club of Rome) založený v roku 1968 v Accademia dei Lincei v Ríme.¹⁰ Vypísal grand na jej riešenie, ktorý získala skupina výskumníkov z Massachusetts Institute of Technology (MIT) vedená Donella H. Meadows a jej manželom Dennisom Meadows. Členmi skupiny boli ďalej Wiliam Behrens, Jay Forrester, Jorgen Renders a iní.

Výsledkom ich spoločnej práce bola prvá správa Rímskeho klubu publikovaná ako „Limity rastu“ (Limits to Growth) v roku 1972.[5]. Postupne vyšla v 30 miliónov výtlačkov v 30 jazykoch. Autori vytvorili počítačový model, ktorý predpokladal, že obyvateľstvo a priemyselný kapitál porastú exponenciálne, čo povedie k obdobnému rastu dopytu po potrave, neobnoviteľných zdrojoch a znečisťovaní. Rátalo sa s rôznymi objemami očakávaných zdrojov, rôznou úrovňou produktivity poľnohospodárstva a rôznym demografickým vývojom. Vytvorili sa počítačové simulácie alternatívnych scenárov. Závěry boli dosť negatívne a autori predpokladali, že v rámci menej ako 70 rokov – ak sa veľmi skoro neuskutočnia drastické zmeny – sociálny a ekonomický systém začne kolabovať a okolo roku 2070 môžu vzniknúť až katastrofické situácie.

V roku 1974 bola spracovaná druhá správa Rímskeho klubu [6]. Bola založená na sofistikovanejšom modeli. Ukazuje obdobné vývojové trendy, má však menej pesimistické predpovede s odôvodnením, že mnohé limity rastu sú pod ľudskou kontrolou a preto environmentálne alebo ekonomické katastrofy sú predvídateľné, alebo sa im možno vyhnúť.

Publikácie mali veľký medzinárodný ohlas vyvolali rad kritických ako aj podporných reakcií.

Kritické reakcie obsahovali od spochybňovania odbornosti autorov správy a osobných invektív, cez pripomienky k obsahu a úplnosti vstupných podkladov, ku konštrukcii počítačového modelu až k odmietaniu výsledných vývojových trendov. Niektorí oponenti namietali, že správa ráta s exponenciálnym rastom obyvateľstva a spotreby zdrojov, nie však s exponenciálnym rastom výsledkov vedy, techniky a technológií. Tvrdili, že aj tu poznatky rastú exponenciálne a preto sú schopné znižovať spotrebu zdrojov, podporovať ich regeneráciu a tvorbu umelých zdrojov v rozsahu prekonávajúcim nepriaznivé dopady zvyšovania HDP a preto rast môže pokračovať ďalej. Pozri napr. [6], tiež [7]¹¹ Isté zhrnutie negatívnych ohlasov možno nájsť v [8] v prílohe Box 1.

Na druhej strane veľký počet ohlasov bral závery autorov Limits to growth vážne ako dôležité varovanie, ktoré vyžaduje zodpovedajúce praktické opatrenia. Aj s dlhším časovým odstupom boli publikované práce, ktoré sa – pokiaľ ide o vývojové trendy - stotožňujú s pôvodnými závermi autorov. Pozri napr. [9] a [10]¹²

Spoluautor pôvodnej správy „Limity rastu“ Jorgen Randers vydal v roku 2012 publikáciu [11], v ktorej uvádza, že vývojové trendy konštatované v roku 1972 pokračujú a hlavnými problémami je čerpanie globálnych zdrojov, prírodného kapitálu a environmentálne znečisťovanie.

¹⁰ Club of Rome je neformálne združenie vedúcich osobností z oblastí politiky, podnikania a vedy. Má asi 100 individuálnych členov a rad regionálnych asociácií z 30 štátov (aj na Slovensku pracuje Slovenská asociácia pre Rímsky klub). Cieľom klubu je pomocou dlhodobých analýz identifikovať najzávažnejšie problémy, ktoré budú určovať budúcnosť ľudstva.

¹¹ Publikácia obsahuje diskusie medzi Normanom Myersom a Julianom Simonom, ktorý obhajuje možnosti trvalého rastu. Medzi iným napísal: „Máme teraz v rukách technológie výživy, odievania a zásobovania energiou pre rastúcu populáciu na nasledujúcich 7 miliárd rokov..... budeme schopní pokračovať v raste navždy, zlepšujúc životný štandard a naše riadenie environmentu.“ (s. 65).

¹² Autori Norgard, Peet a Ragnarsdotlin sa v roku 2010 vyjadrili o Limits to growth ako o :“....pionierskej správe, ktorá vydržala test časom a stala sa ešte relevantnejšou.“

Možno konštatovať, že práce zahájené vydaním publikácie *Limity rastu* prvý raz súhrnne zhrnuli obmedzenosť globálnych zdrojov, zdôraznili dôležitosť prírodných zdrojov a služieb pre ekonomiku, ako aj intenzitu negatívnych vplyvov procesov výroby a spotreby na životné prostredie. Dôležité je najmä vzájomné pôsobenie uvedených procesov, ktoré komplexne limituje možnosti rastu ekonomiky a podmienky života ľudí.

Tieto názory sa už dlhodobejšie takmer všeobecne akceptujú, o čom svedčí aj rad publikovaných statí. Pozri napr. [12]. Možno preto povedať, **že sa akceptuje existencia objektívnych limitov rastu.**

Na základe výsledkov výskumu je možné formulovať celý rad problémových oblastí, ktoré sa môžu z dlhodobejšieho hľadiska stať významnými limitmi rastu.

NÁROKY EKONOMICKÉHO RASTU NA PRÍRODNÉ PROSTREDIE

Postupne vznikala potreba prejsť od hodnotenia jednotlivých limitov rastu k súhrnnejšiemu vyjadreniu celkových nárokov ekonomického rastu na prírodné prostredie, do akej miery sú jeho možnosti rešpektované, resp. prekračované.

Jedným už dostatočne rozvinutým riešením je kvantifikovanie tzv. ekologických stôp (Ecological footprints) aktivít ľudí na prírodné prostredie.¹³ Ekologická stopa meria objem ľudských požiadaviek na ekosystém Zeme: objem každoročne spotrebúvaných obnoviteľných zdrojov a záťaž produkovaných emisií. Kvantifikuje sa počtom tzv. globálnych hektárov (gha) územia potrebného na regeneráciu spotrebovaných obnoviteľných zdrojov a na prirodzené absorbovanie emisií. Porovnáva sa s biokapacitou, (biocapacity) čo predstavuje objem biologicky produktívneho územia a vôd schopných produkovať služby ekosystému, uspokojovať ľudské potreby a kapacitu prírodného likvidovania odpadu v danom roku. Kvantifikuje sa tiež v globálnych hektároch.

Ak ekologická stopa v danom období je väčšia než biokapacita, znamená to, že prírodný kapitál sa čerpá rýchlejšie, než je príroda schopná bez zhoršovania ekosystému ľudské požiadavky uspokojiť a odpady likvidovať. Toto prebiehajúce prekračovanie možností biokapacity je možné tým, že vyrubujeme stromy rýchlejšie, než môžu dorásť, znižujeme územia pralesov, lovíme viac rýb, než môžu oceány nahrádzať atď.

Zásoba prírodného kapitálu sa znižuje.

V súčasnosti Národná kvantifikácia ekologických stôp (National Footprint Accounts – NFA's) získava dáta o ľudských požiadavkách na prírodu z viac než 200 krajín a od roku 1991 je k dispozícii aj porovnávanie potrieb a zdrojov v jednotlivých krajinách. Výsledkom je buď prekračovanie biokapacity (biologický deficit krajiny), resp. jej nedočerpanie. Bližšie vysvetlenie kalkulácie pozri napr. [13].¹⁴

Súčasný vzťah medzi ekologickými stopami a biokapacitou podľa podkladov za rok 2012 ukážeme v tabuľke 1.

¹³ Pojem „ekologická stopa“ prvý zaviedli v roku 1992 Rees, W. a Wackernagel, M. v dizeračnej práci. V roku 1996 publikovali spolu knihu: *Our Ecological Footprint: Human Impact on the Earth*.

¹⁴ Dokonca je možné urobiť si osobný test vlastnej ekologickej stopy. Dostupné na www.greencred.me/footprintcalculator.

Tabuľka 1

Vzťahy medzi ekologickými stopami a biokapacitou vo vybraných krajinách a za celú planétu

Štáty	ES celkom v mld. gha	ES na hlavu v gha	BK celkom v mld. gha	BK na hlavu v gha	Rozdiel medzi ESa BK celkom v mld.gha	Rozdiel medzi ES a BK na hlavu v gha
Čína	4 800	3,4	1 300	0,9	+ 3 500	+ 2,5
USA	2 600	8,2	1 200	3,8	+ 1 400	+ 4,4
India	1 400	1,2	560	0,5	+ 840	+ 0,7
Rusko	810	5,7	970	6,8	-- 160	- 1,1
Japonsko	640	5,0	91	0,7	+ 549	+ 4,3
Brazília	620	3,1	1 800	9,1	-- 1 180	- 6,0
Nemecko	440	5,3	190	2,3	+ 250	+ 3,0
Slovensko	22	4,1	15	2,7	+ 7	+ 1,4
Svet	18 100	2,5	12 000	1,7	+ 5 900	+ 0,8

ES = ekologické stopy

BK = biokapacita

gha = globálne hektáre

Údaje sú z roku 2010

Je zrejmé, že vo väčšine krajín sa možnosti ich ekosystému výrazne prekračujú.¹⁵ Pomer medzi ekonomickými stopami za celú planétu a jej biokapacitou v sledovanom roku (2010) ukazuje, že prekročenie dosahuje asi 50 %. Inakšie povedané: na uspokojenie súčasných ekologických stôp by bolo potrebné 1,5 planéty – a máme len jednu.¹⁶

Stav je zrejme nepriaznivý. Dôležité je ujasniť si, ako sa pomer medzi biokapacitou a ekologickými stopami vyvíjal v čase. Ukážeme to v tabuľke 2.

Tabuľka 2

Vzťah medzi vývojom počtu obyvateľstva, biokapacitou a ekologickými stopami za celú planétu v rokoch 1961, 2010 a hrubý odhad v roku 2050

	1961			2010			2050		
	v mld.	mld. gha	gha na obyv.	v mld.	mld. gha	gha na obyv.	v mld.	mld.gha	gha na obyv.
Počet obyvateľov	3,09			6,9			9,7 ¹⁷		
Biokapacita (BK)		9,9	3,2		12,0	1,7		14,4	1,5
Biolog.stopy (BS)		7,6	2,5		18,1	2,6		26,4	2,7
BK – BS		+ 2,3	+ 0,7		- 6,1	- 0,9		- 12,0	- 1,2

Údaje v tabuľkách 1 a 2 sú zostavené na základe [14]. (Správa sa publikuje každé dva roky).

Z tabuľky je zrejmé, že v roku 1961 biologická kapacita planéty ešte postačovala na potreby ľudí vyjadrené ich biologickými stopami. V roku 1970 sa biologické stopy vyrovnali

¹⁵ Až 85 % obyvateľov Zeme žije v krajinách s ekologickým deficitom.

¹⁶ Ak by každý obyvateľ Zeme spotreboval toľko, ako súčasný priemerný Američan, bol by potrebný 3,9 násobok našej planéty.

¹⁷ Uvedený počet obyvateľov je strednou prognózou podľa United Nations, Department of Economic and Social Affairs, World Population Prospect: 2012. Revision june 2013.

s biokapacitou. Od toho termínu však začali potreby ľudstva v stále rastúcej miere prekračovať biologickú kapacitu planéty.

V rokoch uvedených v tabuľke vzrástla biokapacita planéty z 9,9 na 12,0 mld. gha, t.j. o 21 %, ale v prepočte na hlavu obyvateľa sa znížila z 3,2 gha na 1,7 gha, teda o 47 %. Biologické stopy vzrástli z 7,6 na 18,1 mld. gha, t.j. o 138 %. V prepočte na hlavu vzrástli málo výrazne z 2,5 gha na 2,6 gha, teda len o 4 %.

Údaje o biokapacite a ekologických stopách v roku 2050 sú vlastným odhadom vychádzajúcim z trendu ich vývoja v období 1961 – 2010.¹⁸ Výsledkom je prevýšenie ekologických stôp nad biokapacitou o 87 %.

Z údajov tabuľky je zrejmé, že na zhoršovanie pomeru medzi biokapacitou a ekologickými stopami sa rozhodujúcim spôsobom podieľa rast počtu obyvateľstva.¹⁹ Okrem tohto rozhodujúceho faktora pôsobia ešte dva vplyvy:

- tempo ekonomického rastu – zvyšovanie hrubého domáceho produktu;
- výsledky vedy a techniky pôsobiace jednak na rast efektívnosti čerpania obnoviteľných zdrojov, jednak na zvyšovanie biokapacity (technický pokrok a rast efektívnosti pôdohospodárstva, ochrana prírodného prostredia, morských živočíchov a iné zásahy človeka).

Skúmanie procesov ekonomického rastu, analýzy vývoja jeho objektívnych limitov a konštatovanie dlhodobého rastúceho prekročovania ekologických stôp aktivity ľudí nad jestvujúcou biokapacitou Zeme vedú k jednoznačnému záveru: **Súčasná trajektória vývoja ľudskej spoločnosti charakterizovaná stálym zdrojovo náročným ekonomickým rastom je dlhodobu neudržateľná.** Je už o tom presvedčená nielen vedecká komunita a poučení vrcholoví politici, ale aj viacerí významní predstavitelia podnikateľskej sféry.

Hoci sú tieto skutočnosti známe už takmer pol storočia, sú doteraz veľmi málo komunikované a verejnosť nie je dostatočne informovaná o vážnosti situácie a o intenzite ohrozenia. Preto ani nejedná o významnejší verejný tlak na hľadanie riešení.

UDRŽATEĽNÝ ROZVOJ

Už dávnejšie vznikla myšlienka o potrebe zmeny trajektórie vývoja spoločnosti a síce o prechode na politiku udržateľného rozvoja.

Oficiálnym akceptovaním idey udržateľného rozvoja bolo založenie Svetovej komisie o environmente a rozvoji (World Commission on Environment and Development - WCOD) schválenej Valným zhromaždením OSN v roku 1984. Komisia vedená ministerskou predsedníčkou Nórska Gro Harlan Brundtland publikovala v roku 1987 veľmi komplexnú správu „Naša spoločná budúcnosť“ (Our Common Future), schválenú aj Valným zhromaždením OSN. Vysvetľuje potrebu prechodu na udržateľný rozvoj, jeho podstatné črty a naznačuje cesty prechodu. Je tu uvedená aj prvá najčastejšie používaná definícia: „Udržateľný rozvoj je rozvoj, ktorý zabezpečuje potreby súčasnosti bez toho, že by ohrozoval možnosti budúcich generácií zabezpečovať ich vlastné potreby.“ [15] s. 45.

Táto definícia sa neskoršie rozvinula: „Udržateľná spoločnosť je taká, ktorá zabezpečuje zdravý a vitálny život ľudí a prírodného kapitálu pre súčasné a budúce generácie. Koná tak, aby zastavila aktivity vedúce k ničeniu ľudského života, kultúry a prírodného

¹⁸ Predpokladali sme, že biokapacita sa do roku 2050 zvýši rovnakým tempom ako v období 1961-2010, t.j. zhruba o 20 %. Dosiahne teda 14,4 mld. gha a na hlavu 1,5 gha. Pri ekologických stopách sme predpokladali rovnaký vzťah medzi rastom počtu obyvateľstva a rastom ekologických stôp ako v období 1961 – 2010 to znamená, že pre rok 2050 predpokladáme ekologické stopy 26,4 mld. gha a na hlavu 2,7 gha.

¹⁹ Uvedomujeme si, že okrem počtu obyvateľstva je to aj rast jeho spotrebných nárokov. V tabuľke nebolo možné tieto dva vplyvy oddeliť.

kapitálu, ktorá podporuje aktivity slúžiace na konzervovanie toho, čo jestvuje, obnovovanie toho, čo bolo zničené a zabráňuje budúcim škodám.“ Pozri [16].

V ďalšom sa prehĺbilo chápanie udržateľnej spoločnosti v tom, že sa považuje za vyvážené organické spojenie troch pilierov udržateľnosti:

Prvým pilierom je sociálna udržateľnosť charakterizovaná kvalitou života ľudí v slobodnej a dobre riadenej spravodlivej spoločnosti bez vojnových konfliktov a iných foriem násilia, bez extrémnej chudoby, s dobrou úrovňou vzdelávania a zdravotnej starostlivosti.

Druhým pilierom je environmentálna udržateľnosť dosahovaná vtedy, keď je na definovanej úrovni trvale zabezpečované čerpanie zdrojov ekonomického rozvoja a rastu kvality života ľudí pri zachovávaní, resp. bez poškodzovania úrovne environmentu.

Tretí pilier – ekonomická udržateľnosť je schopnosť ekonomiky trvale podporovať definovanú úroveň ekonomického rozvoja bez zanedbávania, resp. poškodzovania predchádzajúcich dvoch pilierov.

Pre ďalší vývoj agendy bola osobitne významná Konferencia o environmente a rozvoji (Conference on Environment and Development) v Rio de Janeiro v Brazílii v roku 1992, na ktorú nadviazala t.zv. Agenda 21. Vytvorila vlastne základy pre globálnu inštitucionalizáciu udržateľného rozvoja. Na valnom zhromaždení založila Komisiu pre udržateľný rozvoj (Commission on Sustainable Development – CSD). Bol prijatý globálny plán akcií a schválený zoznam princípov udržateľného rozvoja. Uvedme aspoň štyri najdôležitejšie:

- Nepoužívať neobnoviteľné zdroje v miere prekračujúcej schopnosti spoločnosti nahradzovať ich výsledkami vedecko-technického pokroku.
- Používať obnoviteľné zdroje len v miere, ktorá neprekračuje ich prirodzenú a výsledkami vedy dosahovanú obnoviteľnosť.
- Nepoužívať zdroje v miere prekračujúcej kapacity prírodného sveta asimilovať alebo spracovať odpady spojené s ich používaním.
- Rovnosť a spravodlivosť vnútri a medzi komunitami považovať za kľúčové princípy pre udržateľnú spoločnosť.

Nasledoval rad ďalších medzinárodných konferencií a ich uznesení,²⁰ množstvo zainteresovaných diskusií a publikovaných materiálov. Zaujímavé zhrnutie dôvodov pre prechod na stratégiu udržateľnosti pozri [17]. Napriek tomu po viac ako tridsiatich rokoch možno konštatovať, že myšlienka udržateľného rozvoja a udržateľnej spoločnosti je len dobre teoreticky spracovanou ideou, koncepčným rámcom bez významnejšieho pokusu o praktickú implementáciu. Príčin neúspechu je viac:

- Zatiaľ žiadna mocná internacionálna organizácia nepracuje na probléme udržateľnosti ako na organickej jednote všetkých troch pilierov. Viaceré programy sa zameriavajú prioritne len na environmentálny pilier. WTO sa venuje najmä problematike ekonomického rastu. Podobne aj OECD, aj keď tá dáva istú pozornosť aj sociálnej udržateľnosti. OSN sa síce pokúša postihovať všetky tri piliere, ale pre postupy konsenzuálneho rozhodovania a malý vyčlenený rozpočet má len minimálne výsledky. Ťažiskom jej aktivít je snaha podporovať najmä ekonomický rast, pretože to je agenda, ktorá najviac zaujíma jej členov. Aj keď sú odbornej verejnosti známe problémy ekonomického rastu a jeho obmedzení ako aj stále sa znižujúca presnosť a vypovedacia schopnosť ukazovateľa hrubého domáceho produktu, HDP stále dominuje a je hlavným barometrom, ktorým politici, média a verejnosť posudzujú ekonomické úspechy jednotlivých štátov a ich politikov.

- Súčasná ekonomická politika založená na podpore - aj keď zdrojovo náročného - ekonomického rastu je zatiaľ výhodná pre konglomerát ekonomických a politických špičiek

²⁰ Konferencie Rio + 5 (1997), Rio + 10 (2002) a Rio + 20 (2012)

bohatých a silných ekonomík. Preto od nich nemožno očakávať nejakú významnejšiu podporu zmien.

- Podmienkou zmeny trajektórie ekonomického vývoja spoločnosti by bolo dosiahnutie pevnej dohody viacerých veľkých a ekonomicky silných štátov začať s postupným prechodom k politike udržateľného rozvoja. Musela by sa dosiahnuť jednota základného cieľa, vzájomná dôvera medzi partnermi a vôľa dôsledne presadzovať aj menej populárne spoločné rozhodnutia. Je zrejmé, že taká podmienka je v súčasnom svete veľmi ťažko dosiahnuteľná.

- Zmena politiky by musela nutne začať znížovaním spotreby zdrojov a rastom jej efektívnosti. Znamenalo by to veľmi nepopulárne obmedzovanie spotrebiteľských návykov v rozvinutých ekonomikách. Tam by sa totiž muselo začať. Bez takého postupu by bolo veľmi ťažké presvedčať aj rozvojové krajiny prijať isté úpravy ich správania, nakoľko u nich je ekonomický rast podmienkou prekonávania chudoby ešte pomerne širokých vrstiev obyvateľstva.

Zatiaľ vývoj vyzerá málo nádejne. No rast obyvateľstva, stále vyššie potreby spoločnosti, zvyšujúce sa znečistenie a klesajúce zásoby prírodného kapitálu si skôr či neskôr vynútia riešenie. Ťažko očakávať nejaký revolučný prelom, ale skôr dlhodobejší evolučný vývoj, ktorý nakoniec vyústi do presadenia stratégie udržateľného rozvoja.

ZÁVERY

Ekonomický rast je dlhodobo hlavným hospodárskym cieľom jednotlivých krajín. Všeobecne akceptovaným ukazovateľom rozsahu a vývoja tohto rastu je hrubý domáci produkt (HDP). Zmeny vo vývoji ekonomiky vrátane zmien štruktúry produkcie a uplatňovania radu inovácií vyvolávajú rastúce ťažkosti vo výpočte HDP. Ich rozsah nás oprávňuje konštatovať, že oficiálne deklarovaná úroveň HDP stále horšie charakterizuje skutočný objem vyprodukovaných tovarov a služieb, je nedostatočne spoľahlivým meradlom výkonnosti a prosperity. Celkom treba odmietnuť postupy, keď sa HDP prepočítaný na hlavu obyvateľa v medzinárodnom porovnávaní akceptuje ako ukazovateľ životnej úrovne obyvateľov daných krajín.

V druhej polovici dvadsiateho storočia vznikla otázka, či je trvalý ekonomický rast udržateľný a žiaduci. Prelomom pri jej zodpovedaní bolo publikovanie široko založeného výskumu „Limity rastu“ v roku 1972. Na jeho základe a na základe následných diskusií a výskumov možno vysloviť jednoznačný záver, že ekonomický rast má objektívne limity a síce obmedzenosť prírodného kapitálu vrátane obmedzených schopností prírody regenerovať zdroje a likvidovať environmentálne znečisťovanie.

V snahe vyjadriť celkové nároky ekonomického rastu a možnosti ich uspokojovania bol vytvorený model porovnávania celkových požiadaviek ľudí na prírodné prostredie (ekologické stopy) s jestvujúcou biokapacitou Zeme. Sledovali sme tento pomer vo vývoji od roku 1961 do roku 2010. V roku 2010 prevyšovali ekonomické stopy biokapacitu Zeme o 50 %. To znamená, že na pokrytie vtedajších potrieb by bolo potrebné 1,5 planéty – a máme len jednu. Podľa našich prepočtov by v roku 2050 – pri pokračovaní súčasných trendov – prevýšenie dosiahlo až 87 %. Z toho vyplýva záver, že súčasná trajektória vývoja ľudskej spoločnosti charakterizovaná stálym zdrojovo náročným ekonomickým rastom je dlhodobo neudržateľná.

Ako riešenie vznikla aj na popud OSN myšlienka zmeniť trajektóriu vývoja spoločnosti prechodom na politiku udržateľného rozvoja. Hoci sa o nej diskutuje na rôznych úrovniach už takmer tridsať rokov, je v súčasnosti len dobre spracovaným teoretickým rámcom, zatiaľ však bez významnejších pokusov o praktickú implementáciu. No rast

obyvateľstva, stále vyššie potreby spoločnosti, zvyšujúce sa znečistenie a klesajúce zásoby prírodného kapitálu si postupne vynúti prechod k stratégii udržateľného rozvoja.

ZOZNAM LITERATÚRY

- [1] ROWE, J., SILVERSTERN, J.: *The GDP Myth: Why „Growth“ isn't Always Good Thing*. Washington Monthly, March 1999, s.17-21.
- [2] *The trouble with GDP*. The Economist April 30th – May 6th 2016 s. 21- 24.
- [3] *Sighing for paradise to come*.The Economist June 4th – 10th 2016, s. 21-24.
- [4] VLACHYNSKÝ, K.: Dôchodková nerovnosť a jej zmierňovanie. Ekonomika a manažment č 2. 2013 s. 7 -20.
- [5] MEADOWS, D.H., MEADOWS, D. and Col. *Limits to Growth*. A Potomac Associated Books, 2072.
- [6] MESAROVIC, M., PASTEL, E.: *Mankind in the Turning Point*. Dotton/Readers' Digest Press, 1974.
- [7] MYERS, N.J., MYERS, N., SIMON, J. : *Scarcity or Abundance*. W.W.Norton &Comp. 1994 – ISBN 978-0-393-03590-2.
- [8] TURNER, G.M.: *On the Cusp of Global Collapse?*
Dostupné na <http://www.ingentaconnect.com/content/oetkom/gaia/20>.
- [9] SIMMONS, M.: *Revisiting the Limits to Growth: Could the Club of Rome Have Been Correct After All?* An EnergyWhite Paper, Great Change org. Sept. 2000.
- [10] ATKINSON, A.: *Believing Cassandra: How to be Optimist in a Pessimist's World*.
- [11] RANDERS, J. : *A Global Forcast for the New Forty Yaars*. Rotterdam 2012.
- [12] ARROW, K., BOLIN, B., CONTANZA, R., DASGYPTA, P., FOLKE, C., HOLLING, C. S., BENGT-OWE JANSSON, LEVIN, S., GÖRAN MÅLER, K., PERRINGS, Ch, PIMENTEL, D. : *Economic Growth, Carrying Capacity and the Environment*. Science, Vol. 268, 28 April 1995. Dostupné na: www.precaution.org/lib/06/econ-growth.
- [13] BORUCKE, M., MOOR, D., GRANSTON, K., KATRUN ORI, J., LARSON,J., LAZARUS,E., MORALES, J.C., WACKERNAGEL,M., GALLI,A.: *Accounting for Demand and Supply of the Biosphere's Generative Capacity: the National Footprint Accounts Underlying Methodology and Framework*. Dostupné na www.footprintnetwork.org/mages/NFA/meth.
- [14] *Living Planet Report – Global Footprint Network 2014*. Dostupné na: www.footprintnetwork.org/ecological-footprint.
- [15] *Our Common Future (t. zv. Brundtland report) Chapter 2/I.- The Concept of Sustainable Development*. Dostupné na www.un.documents.net/our-common-future.pdf.
- [16] VIEDERMAN, S.: *A Sustainable Society :What is it? How do we get there?* Jessie Noyes Foundation, New York 10016. Dostupné na: [www://georgewright.org/l04Viederman.pdf](http://www.georgewright.org/l04Viederman.pdf).
- [17] STEAD, J.G., STEAD, W.E.: *Manažment pre malú planétu*. Eastone Books, Bratislava 2013. ISBN 978-80-8109 216-9. Je to preklad z anglického originálu vydaného vydavateľstvom M.E.Sharpe, Inc. v roku 2009.

EKONÓMIA DLHU – POMÔŽU REPUTÁCII PODNIKU REGULAČNÉ ZÁSADY ŠTÁTU?¹

ECONOMICS OF DEBT - HELPS THE CORPORATE REPUTATION THE REGULATORY INTERVENTIONS OF STATE?

Peter Markovič – Peter Dorčák – František Pollák²

ABSTRACT

Development of economic environment determines the financial position and corporate behavior. Enterprises they are build a positive image have in the financial sector some problems with the image of the country and in the financing of certain transactions may be have some disadvantaged. Practical cases of enterprises - "too big to fail" - when states intervened in the functioning of the market due to higher demand, cause a reduction in the willingness of companies to take on responsibility for the business. The paper highlights are in the current trends in economics, debt and state intervention in the market mechanism, indirectly draw attention to the perception of corporate reputation which is returnable/non-repayable assistance. The financial sector, which received a huge boost in the years 2009-2012; emissions scandals in the automotive industry to quietly disappear in the current day events are just small examples of how to damage the reputation of the company.

Keywords: automotive, business trends, debt policy, financial crisis, reputation.

JEL Klasifikácia: A12, E66, G32, M31, O31

ÚVOD

Ekonomický rast produkuje spravidla prebytky, ktoré by mali slúžiť na úhradu záväzkov, krytie strát minulých období a vytvorenie finančnej rezervy pre budúce „zlé“ roky. Dlh ako nástroj ekonomickej stimulácie sa využíva prevažne v obdobiach krízy a poklesu, aby sa finančne stimulovalo obnovenie rastovej fázy ekonomiky. Lenže, čo v prípade, keď dlh produkuje ďalší dlh a miera zadlženosti rastie počas expanzie ekonomiky. Vzniká výbušný koktail a ekonomika si buduje základy „parádneho“ prepadu.

V podnikovej praxi sa v trhových podmienkach štandardne rozhodujeme pre použitie vlastného alebo kapitálu. Jedným z dôvodov výber tej-ktorej formy financovania je cena kapitálu. V prípade dlhu hovoríme o úrokovej sadzbe (určité percento z dlhu), resp. v absolútnom vyjadrení o úroku. Keďže z hľadiska rizikovosti a návratnosti je pre investora výhodnejšie poskytnúť úver, ako vložiť prostriedky do základného kapitálu, vzniká spravidla tlak na akceptovanie dlhu a adekvátnu úpravu úrokovej sadzby. Naopak, vlastníci podniku môžu so zadlžením profitovať, pretože podnik je financovaný lacnejším kapitálom, zisk

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy APVV-15-0511 „Výskum problematiky on-line reputačného manažmentu (ORM) subjektov pôsobiach v odvetví automobilového priemyslu“.

² Prof. Ing. Peter MARKOVIČ, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: peter.markovic@euba.sk

Doc. PhDr. Peter DORČÁK, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: peter@dorcak.com

PhDr. František POLLÁK, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: frantisek.pollak@unipo.sk

podniku síce znižujú nákladové úroky, ale je to v menšej miere, ako odmena vyplácaná vlastníkom, teda vlastníkom zostáva viac prostriedkov. Ako sa dokáže podpísať tento pákový efekt na zadlženosti podniku a jeho rentabilite?

Z tabuľky 1 vyplývajú pozitívne efekty zadlžovania podniku, z pohľadu vlastníkov. Pokým budú nákladové úroky nižšie ako je požadovaný výnos vlastníkov podniku, bude (racionálne) narastať zadlženosť podniku. Tento pákový efekt nevykazuje lineárny priebeh, ale exponenciálny nárast. Obdobný vývoj môžeme identifikovať aj pri súkromnom a verejnom rozpočte. V inflačnom prostredí možno predpokladať, že príjmy domácností, teda aj daňové príjmy štátu budú skôr či neskôr narastať. Pri nezmenenej úrovni nákladov úveru sa vyvoláva stimul k zvyšovaniu zadlženosti. Intenzívnejšie to možno vidieť v modeloch poklesu úrokových sadzieb, počas ekonomickej expanzie, keď sa nožnice medzi daňovými príjmami a nákladmi na obsluhu dlhu roztvárajú a sociálno-demokratická vláda má tendenciu prijímať opatrenie zvyšujúce zadlženosť krajiny. Karta sa obracia na začiatku ekonomickej recesie alebo stagnácie, keď sa vyčerpá potenciál možného zadlžovania.

Tabuľka 1 Vplyv pákového efektu zadlženia na rentabilitu vlastného kapitálu

Prepočet ROE	Variant I.	Variant II.	Variant III.	Variant IV.	Variant V.
Tržby (údaje v tis. €)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Investícia (údaje v tis. €)	750	750	750	750	750
Čistý výnos (údaje v tis. €)	250	250	250	250	250
Vlastný kapitál (údaje v tis. €)	750	600	450	300	150
Úver (údaje v tis. €)	0	150	300	450	600
Úverové výdavky (údaje %)	8	8	8	8	8
Úverové výdavky (údaje v tis. €)	0	12	24	36	48
Čistý výnos po úvere (údaje v tis. €)	250	238	226	214	202
Rentabilita vlastného kapitálu	33,33 %	39,66 %	50,22 %	71,33 %	134,67 %

Prameň: Spracované s prihliadnutím na: HÜLSMANN, J. G. 2013. *Krise der Inflationkultur. Geld, Finanzen und Staat in Zeiten der kollektiven Korruption*. München : FinanzBuch Verlag, 2013. s. 172. ISBN 978-3-89879-797-9.

DLH A KRÍZOVÝ VÝVOJ

Meranie zadlženosti v podnikovej praxi prebieha pomerne jednoduchými ukazovateľmi, keď sa dáva do pomeru celkový objem úverov (štrukturálne členených) a objem disponibilného kapitálu, príp. majetku, z ktorého možno úvery v budúcnosti uspokojiť. Pokiaľ sa pozrieme na úroveň ekonomiky ako celku, existujú tieto spôsoby stanovenie zadlženosti:

- objem dlhov voči HDP³,
- objem dlhov na obyvateľa.

Skutočná výška dlhu krajiny môže kolísať, čo je spôsobené jednak kolísaním úrokových sadzieb (napr. pod vplyvom meniacich sa trhových podmienok alebo zmenou ratingu) a jednak reštrukturalizáciou dlhov (zmenou úverových nástrojov).

Zadlženosť krajín a obsluhu dlhu by bolo zaujímavé sledovať z trochu iného ohľadu pohľadu. Keby sme zobrali celkový objem úrokov a splátok úverov, ktoré sa majú uhradiť v danom roku a podelili ich predpokladaným ročným HDP, dostaneme pomerne presný pohľad na percentuálny úbytok zdrojov. Táto absolútna alebo relatívna suma by nám vypovedala o zdrojoch, ktoré opúšťajú ekonomiku a v budúcnosti budú musieť byť nahradené buď vyššími

³ Pri používaní a interpretovaní tohto ukazovateľa sa odporúča maximálna opatrnosť. V čitateli vystupuje celkový objem dlhov a v menovateli je spravidla jednoročný HPD. Ak by sme chceli výsledok komentovať dopúšťame sa jednej zásadnej chyby, dlhy štátu majú rôznu lehotu splatnosti a určite nemusia byť všetky uhradené za rok, z jednoročného HDP!

daňovými príjmami alebo ďalším zadlžovaním. A práve ďalšie zadlžovanie je začarovaný kruh, do ktorého sa pomaly chytajú mnohé krajiny sveta a fungovanie ich ekonomiky bude bytostne závisieť od prílevu nového kapitálu (napr. Grécko), ideálne by boli priame zahraničné investície, no spravidla to budú iba ďalšie úverové zdroje.

Tabuľka 2 *Prehľad vývoja zadlženosti vybraných krajín sveta (s výhľadom do roku 2017) ako percento z HDP*

Krajina	2000	2005	2010	2014	2015	2016	2017
Česká republika	17,98	28,414	37,91	49,21	49,90	50,28	50,52
Japonsko	143,78	186,44	215,95	243,52	245,09	246,65	246,05
Maďarsko	55,70	61,69	82,13	79,10	79,16	79,11	78,94
Nemecko	60,18	68,55	82,46	74,55	70,76	67,02	63,79
Poľsko	36,79	47,09	54,84	49,51	50,11	49,89	48,69
Rakúsko	66,19	64,19	72,27	79,09	78,21	77,46	76,05
Slovenská republika	50,30	34,16	40,97	58,62	59,78	60,42	60,82
USA	-	64,88	94,81	105,70	105,71	105,64	105,57

Prameň: Medzinárodný menový fond. Report for Selected Countries and Subjects.

http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=122%2C964%2C935%2C936%2C134%2C944%2C926&s=GGXWDG_NGDP&grp=0&a=&pr1.x=29&pr1.y=6 [cit. 2016-10-07].

Tabuľka 3 *Prehľad vývoja zadlženosti vybraných krajín sveta (s výhľadom do roku 2017) na obyvateľa v národnej mene*

Krajina	2000	2005	2010	2014	2015	2016	2017
Česká republika	39 302	86 813	137 350	186 879	196 149	205 041	214 172
Japonsko	5 779 979	7 352 443	8 135 380	9 437 027	9 714 796	9 964 361	10 214 649
Maďarsko	713 168	1 345 069	2 174 477	2 428 625	2 534 313	2 642 359	2 752 245
Nemecko	229 171	283 485	379 437	389 660	382 180	373 086	365 639
Poľsko	7 157	12 129	20 353	21 927	23 449	24 689	25 525
Rakúsko	17 224	19 140	24 569	30 166	30 724	31 259	31 510
Slovenská republika	2 917	3 131	4 979	8 048	8 580	9 140	9 714
USA	-	28 694	45 786	58 112	60 420	62 905	65 465

Prameň: Medzinárodný menový fond. Report for Selected Countries and Subjects.

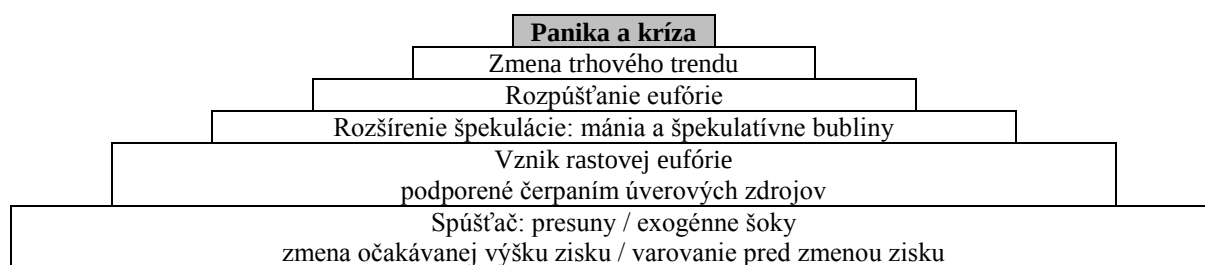
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=122%2C964%2C935%2C936%2C134%2C174%2C944%2C158%2C111&s=LP%2CGGXWDG&grp=0&a=&pr1.x=48&pr1.y=9> [cit. 2016-10-07].

Keď sa pozrieme na príčiny zadlžovania krajín, môžeme identifikovať tieto dôvody:

- nedostatok bežného kapitálu – napr. na financovanie sociálneho systému, bežných transferov, príp. vykrytie časového nesúladu medzi príjmami a výdavkami;
- nedostatok investičného kapitálu – napr. pri financovaní štrukturálnych investícií, externalít, verejných statkov;
- účelové dlhy na podporu ekonomiky – riešenie štrukturálnych problémov vyplývajúcich z fázy hospodárskeho cyklu;
- snaha o využitie nízkej cenu kapitálu na reštrukturalizáciu drahých úverov;
- nové úverové zdroje obsluhu starých dlhov (splátok istiny a úrokov).

Z mikroekonomického hľadiska možno okrem tradičných dôvodov zadlžovania podnikov, ktoré boli prezentované v tabuľke 2.7, spomenúť ešte aj zadlžovanie za účelom realizácie špekulatívnych obchodov. Tu sa už dostávame na pôdu finančných trhov, kde sa môžeme pomerne intenzívne stretnúť so špekulatívnym kapitálom a jeho dosahmi. Fungovanie

finančných trhov fascinuje jednotlivcov, ktorí bažia po veľkých príjmoch, prekvitajúcom bohatstve a rýchlom vyriešení všetkých problémov. Nesporným prínosom finančného trhu je jeho schopnosť nazbierať kapitál v miestach, kde nenachádza svoje adekvátne uplatnenie a presunúť ho na miesto, kde je ho nedostatok. Táto alokačná a realokačná funkcia je racionálnym zdôvodnením opodstatnenosti takmer všetkých segmentov finančného trhu. Finančné a hospodárske krízy, ktoré pôsobia na ekonomiky od čias vzniku prvých štátov, sú jasným dôkazom zmien v správaní a postojoch účastníkov trhu, pokiaľ ide o nakladanie s finančnými prostriedkami. Spúšťacím mechanizmom takmer každej ekonomickej krízy je zmena vlny eufórie na vlnu skepticizmu. Vo finančnej terminológii ide o kombináciu cenovej bubliny, zmeny špekulačnej nálady a obavy zo zásahu štátu. Všetky tri spomenuté faktory majú svoj pôvod v emóciách a zlyhaní ľudského faktora, teda ide o významné vplyvy ležiace mimo modelu racionálneho účastníka trhu. Graficky možno uvedenú skutočnosť zaznamenať nasledovne.



Obrázok 1 Vývoj špekulácie – Fisher-Minsky-Kindleberger Model

Prameň: KUSCHEL, K. J. - ASSMANN, H. D. 2011. Börsen, Banken, Spekulanten.

Gütersloh : Gütersloher Verlagshaus, 2011. s. 125. ISBN 978-3-579-06690-5.

Prvý stupeň vzniku špekulácie sa vyznačuje spojením reálneho sveta (výroba výrobkov a služieb) s finančným svetom (nakladanie s kapitálom), keď práve finančný svet odhalí ziskový potenciál spúšťača (technická alebo technologická inovácia, podhodnotenie alebo nadhodnotenie výrobného faktora apod.). Rastie ochota podnikov a investorov vynakladať finančné prostriedky a budovať tak potenciál budúcej ziskovosti (výnosu). Druhý stupeň sa spúšťa prilákaním záujmu bánk a finančných sprostredkovateľov, ktorí sú ochotní participovať na vznikajúcej bubline, práve poskytovaním úverových zdrojov. Dôsledkom je zvýšenie obratu, investícií, ziskov. Rastúci dopyt vedie k ďalšiemu zvyšovaniu ceny spúšťača. V tretej fáze sa v dôsledku rastu ceny spúšťača láka pozornosť potenciálnych záujemcov a prezentujú sa zisky, ktoré dosiahli prví investori. Týmto sa ešte viac rozťáča dopyt a cena spúšťača, začína sa prejavovať nafukujúca sa špekulatívna bublina, ktorá vyvoláva potrebu uskutočňovať manipulácie a podvodné konania, v záujme zabezpečenia ďalšieho rastu ceny spúšťača. Štvrtá fáza predstavuje vytriezvenie, vzniká pocit, že cena spúšťača nezodpovedá jeho skutočnej hodnote a začínajú prvé obavy, prvé predaje a prvé sklamanie, ktoré sú živené informačnou propagandou, spravidla analytikmi. Zastavenie rastu ceny ohrozuje všetkých, ktorí danú transakciu kryli z úverových zdrojov, predpokladali totiž, že rast ceny pokryje úroky z úveru. V piatej fáze začína čistenie trhu, cenový trend spúšťača sa otáča a investori zaznamenávajú prvé reálne straty. Začínajú sa výpredaje, ktoré tlačia cenu spúšťača ešte viac nadol. Spočiatku trpia hlavné tí, ktorí financovali transakciu z úverových zdrojov a snažia sa zachrániť aspoň časť investovaného kapitálu, úroky z úveru v tomto prípade predstavujú už čistú stratu. Posledná šiesta fáza je už prejavom zúfalstva, nastáva totálny prepád ceny spúšťača, investori zaznamenávajú vysoké straty, nie sú schopní splácať úroky a úvery a problém sa začína presúvať do ďalších trhových segmentov. V krajnom prípade, v závislosti od typu spúšťača, dochádza k ohrozeniu ekonomického a finančného systému.

Spojitosť špekulácie a zadlžovania nie je umelo vytvorená. Obmedzenosť finančného kapitálu, ako výrobného faktora, spôsobuje, že pri realizácii finančných rozhodnutí nemožno sa spoliehať iba na vlastné zdroje. Na druhej strane špekulanti spravidla na realizáciu špekulatívnych stratégií nevyužívajú vlastný kapitál, lebo je drahší ako úverové zdroje. Národohospodársky dosah špekulácie, ktorá bola financovaná z úverových zdrojov a viedla k neúspešnému výsledku, je citeľný z dôvodu prelievania problémov medzi sektormi ekonomiky. Prirodzene, krach jedného špekulanta nemusí viesť ku krachu celej ekonomiky, treba si však uvedomiť, že pri dnešnej zosietenosti ekonomických vzťahov, nemožno vylúčiť neprimeranú reakciu ekonomiky, napr. na dokonalé spustenie finančnej krízy v roku 2008 postačila finančná strata Lehman Brothers vo výške 50-75 mld. dolárov, a vyvolala následnú potrebu nepriamej finančnej pomoci bankovému sektoru vo výške 2,3 bil. dolárov.⁴ Toto konečná cena za jednu nevydarenú a úvermi dobre živenú špekuláciu. Pritom na finančnom trhu sa „točia“ výrazne vyššie čiastky, predpokladá sa, že desaťkrát viac kapitálu smeruje do špekulácií ako do financovanie vecných investícií podnikov.⁵ Príčiny tohto neutešeného stavu spočívajú

- vo vyššej výnosnosti špekulatívnych investícií – spôsobené typmi finančných nástrojov, ktoré ich dokážu generovať;
- v minimálnej viazanosti na krajinu – špekulatívne zdroje sú investovateľné na medzinárodných trhoch, nepodliehajú národnej kontrole; dá sa pomerne ľahko vyhnúť zdaneniu výnosov a dokonca sa na ne, v niektorých krajinách, vzťahuje bankové tajomstvo;
- v minimálnej byrokracii – špekulatívne zdroje nevyžadujú žiadne špeciálne spravovanie, teda nie sú náročné na pracovnú silu (správcu) a môžu mať nižšie transakčné náklady;
- vo vysokej likvidnosti – špekulatívne zdroje investované prostredníctvom burzy možno kedykoľvek premeniť na inú formu investície a majú rýchlu návratnosť, v porovnaní s vecnými investíciami, pri ktorých je nutné „prežiť“ strednodobý až dlhodobý časový horizont, aby sa vo forme výnosov vrátili;
- v nezávislosti od obrátových daní a poplatkov – napriek existencii dane z finančných transakcií, možno na väčšine burzových parketov naďalej realizovať transakcie bez tejto dane, resp. bez dane z pridanej hodnoty (dane z obratu);
- v možnosti realizovať krátke predaje bez akejkoľvek regulácie.

Špekulatívny obchod sa zvyčajne realizuje za účelom usmernenia vybranej formy finančného rizika. Nedostatočná ochrana pozície môže viesť k strate celého investovaného kapitálu, príp. ku generovaniu neobmedzenej straty a túto musí niekto uhradiť. V prípade pozitívneho scenára, môže sa generovať nepredstaviteľná výška zisku. Teraz už ide iba o schopnosť investora udržať si nervy na uzde. Na podčiarknutie situácie pár číselných údajov. V roku 2013 bolo v USA uložených 25 mld. dolárov v poisťovniach, 9 283 mld. dolárov v bankách a 297 514 mld. dolárov v derivátových obchodoch.⁶ Odhaduje sa, že celkový objem derivátových kontraktov, obchodovaných celosvetovo, predstavuje 600 biliónov dolárov, pre porovnanie svetové HDP má hodnotu 60 biliónov dolárov.⁷ Prepojenosť derivátových trhov s

⁴ HERMANN, U. 2013. *Der Sieg des Kapitals. Wie der Reichtum in die Welt kam: die Geschichte von Wachstum, Geld und Krisen*. Frankfurt am Main : WESTEND Verlag, 2013. s. 213. ISBN 978-3-86489-044-4.

⁵ Das Realkapital ist nach Dr. Horst Siegfried Werner gegenüber dem Spekulationskapital auf der Verliererstraße. In <http://finanzierungen.blogg.de/2012/04/08/das-realkapital-ist-nach-dr-horst-siegfried-werner-gegenuber-dem-spekulationskapital-auf-der-verliererstrasse/> [cit. 2016-10-07].

⁶ <http://new.euro-med.dk/20141229-derivate-schach-der-bankster-ihre-ersparnisse-und-pensionen-sind-nun-nicht-garantierte-bankmittel-fur-verruckte-spekulationen.php> [cit. 2016-10-07].

⁷ <http://unternehmen-heute.de/news.php?newsid=269413> [cit. 2016-10-07].

komoditnými trhmi a úroveň špekulácií realizovaných na týchto dvoch trhoch je určitým zdôvodnením zhoršovania životnej úrovne obyvateľov planéty. Pýtate sa, kde sa tvoria ceny poľnohospodárskych produktov, ropy a ďalších energetických surovín? Na trhu, kde sa stretáva ponuka s dopytom, len s jedným drobným rozdielom. Na týchto trhoch sú mimoriadne aktívni špekulanti, ktorí nemajú reálny záujem nakúpiť príslušné komodity, ale len špekulovať na vývoji ich ceny. Vraciame sa k obr. 1, len tento krát budeme ovplyvňovať život všetkých obyvateľov planéty a nielen tých, ktorí aktívne investujú na finančných trhoch.⁸ Špekulácie na ceny potravín, ktoré sme zažili v posledných rokoch, pri vybraných komoditách, musia byť dostatočným mementom pre všetky štáty, ktoré chcú garantovať svojim obyvateľom aspoň minimálny životný štandard, pokiaľ predstavitelia týchto štátov chcú uspieť v najbližších parlamentných voľbách.

Pri sledovaní vývoja a štruktúra zadlženosti krajín, zadlženosti podnikov, domácností a objemov kapitálu, ktorý je viazaných v špekulatívnych transakciách by sa ekonomika sveta mala premenovať na ekonomiu dlhu. Svet sa postupne prepadá do kruhu dlhu, z ktorého nie je možné nájsť východisko, pretože nedokáže ani dešifrovať, kto » komu » koľko dlhuje. Pracovná sila, aby uspokojila svoje potreby sa musí zadlžovať (spotrebné a hypotekárne úvery), vytráca sa aspekt sociálneho štátu, pretože každý pracovník zodpovedá za svoje dlhy a okrem toho nemá istotu pracovného miesta. V dôsledku rastúcej konkurencie ázijských a afrických krajín, v kombinácii s ostatnými vlnami migrácie vzniká tlak na mzdové ohodnotenie a podniky začínajú intenzívnejšie vyhľadávať miesta s lacnou pracovnou silou, pričom zamestnanci v záujme udržania si pracovného miesta musia akceptovať zvláštne a neprehľadné mzdové štruktúry. *Internacionalizácia sa dostáva do fázy, keď v Číne sa bude vyrábať, v Indii bude komunikačné centrum a Brazília sa stane farmou pre svet.*⁹

ZÁSAHY ŠTÁTU DO TRHOVÉHO MECHANIZMU – KONIEC VOĽNÉHO TRHU

Prečo musí štát zasahovať do trhového mechanizmu? Principiálna otázka na ktorú máme v ekonomii dva typy odpovedí, a to odpovede zástancov a odporcov. Na niektoré skutočnosti už bolo upozornené v predchádzajúcich častiach kapitoly – existencia nedokonalostí trhových štruktúr, riešenie problematiky externalít a zabezpečenie realizácie hospodárskej politiky. Uvedomujúc si, že každý zásah do trhových štruktúr, vyvoláva adekvátnu protireakciu, hľadajú ekonómovia hranice, ktoré by určovali, kde zásahy štátu nespôsobia zhoršenie životnej úrovne, neznížia motiváciu k podnikaniu a hlavne neroztočia kolotoč odlivu kapitálu.

Priebeh ostatnej finančnej krízy nám ukázal, že trh nedokáže vyriešiť všetky problémy tak, aby nedošlo k prehĺbeniu chudoby a ohrozeniu životného štandardu. V porovnaní s minulými krízami si môžeme všimnúť jednu zaujímavosť, a tou je kvantitatívne uvoľňovanie a „pumpovanie“ lacných peňazí do ekonomiky. V minulosti by takýto nástroj vyvolal obrovskú infláciu a pôsobil by skôr kontraproduktívne, v súčasnosti sa aj napriek snaženiu centrálnych bánk nedarí vyvolať takú infláciu, ktorá by zásadnejšie ovplyvnila rozhodovanie účastníkov trhu, týkajúce sa spotreby a investícií. A tak sa pri ovplyvňovaní trhu musíme sústrediť na stranu ponuky a dopytu.

Čo sa deje na strane ponuky?

Globalizácia ekonomického života priniesla so sebou vznik konsolidovaných podnikov, ktoré svojou výrobnou kapacitou dokážu uspokojovať takmer na 100 % potreby zákazníkov, ktorí majú disponibilný kapitál alebo príjem. Dokonca, a to možno považovať za absurdné,

⁸ <http://www.dailymotion.com/video/x2ph4e1> [cit. 2016-10-07].

⁹ http://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Themen/Krise/NichtnureineFinanzmarktkrise.pdf [cit. 2016-10-07].

pri niektorých výrobkoch zákazníci vlastnia aj niekoľko kusov, napriek tomu, že v danom čase môžu pracovať len s jedným z nich. „Keď pred deviatimi rokmi dosiahol počet mobilných pripojení prvýkrát v histórii dvoj miliardovú hranicu, považovali sme to za čosi fascinujúce. Podľa správy GSMA Intelligence nedávno počet mobilných pripojení dosiahol hranicu 7,24 miliardy, čím prekonal počet obyvateľov našej planéty. Ak by teda dnes na jedného používateľa mali pripadať v priemere 2 SIM karty, koľko to bude o pár rokov? Definitívne čísla však nečakajme v roku 2020 – vtedy sa majú objaviť len prvé siete 5G. V tomto období však GSMA očakáva na Zemi 12 miliárd pripojených mobilných zariadení a rovnaký počet pripojených cez fixný internet.“¹⁰

Tabuľka 4 Objem produkcie osobných automobilov za roky 2013 a 2014

Kontinent / Krajina	2013 (v ks)	2014 (v ks)	Zmena (v %)
EURÓPA	17 333 510	17 884 508	+3,2
- EU 27	14 753 071	15 455 785	+4,7
- Nemecko	5 439 904	5 604 026	+3,0
- Francúzsko	1 489 865	1 527 881	+2,6
- Taliansko	388 465	401 317	+3,3
- Španielsko	1 754 596	1 898 342	+8,2
- Veľká Británia	1 509 762	1 528 148	+1,2
NAFTA	16 096 527	16 937 093	+5,2
- USA	10 815 629	11 361 877	+5,1
MERCOSUR	4 249 341	3 570 057	-16,0
- Brazília	3 485 180	2 973 215	-14,7
ÁZIA	34 628 302	36 684 483	+5,9
- Čína	16 447 348	18 620 610	+13,2
- Japonsko	8 189 323	8 277 070	+1,1
ZVYŠOK SVETA	2 250 000	2 250 342	+0,0
CELKOM	74 557 680	77 326 483	+3,7

Prameň: <https://www.vda.de/de/services/zahlen-und-daten/jahreszahlen/automobilproduktion.html> [cit. 2016-10-06].

Počet výrobkov na jedného spotrebiteľa musí byť kompenzovaný určitou výrobnou kapacitou. Globalizácia nám priniesla budovanie nových výrobných kapacít, pretože národné hranice stratili svoj význam a zrazu bolo treba zásobovať celosvetový trh. Ak si pozrieme napríklad na automobilový priemysel, ktorý z globalizácie značne profituje, môžeme sa dopracovať k týmto údajom. Sústreďime sa len na segment osobných vozidiel.¹¹

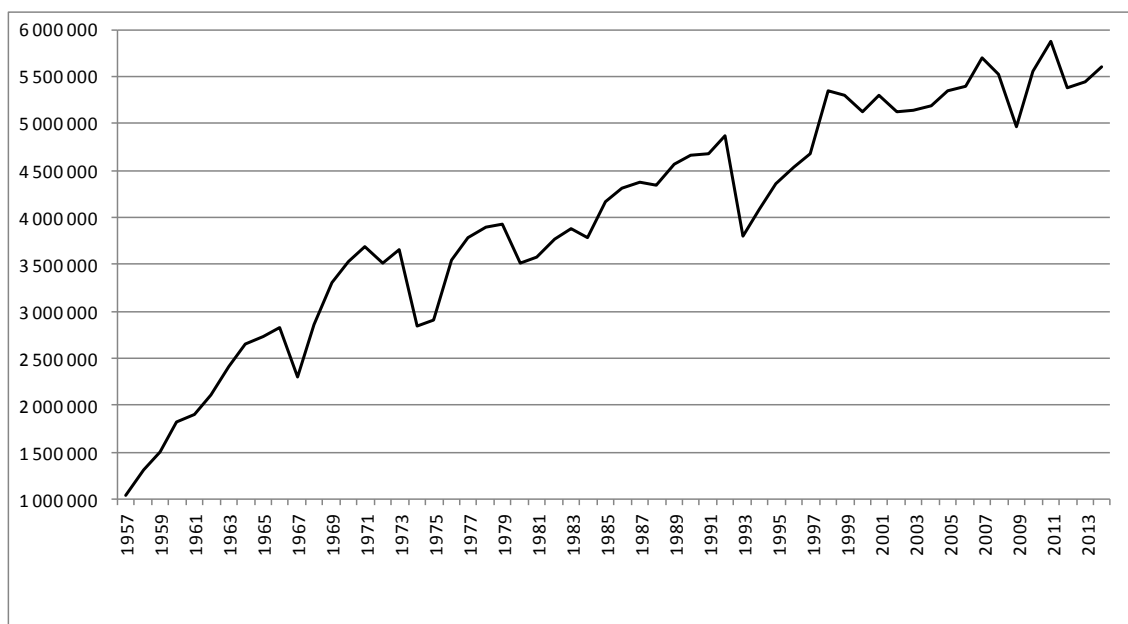
Pre zaujímavosť sa pozrieme na vývoj výroby osobných motorových vozidiel nemeckých výrobcov za roky 1957-2014 (obr. 2). Máme tu zachytené obdobie pred globalizáciou, keď sa toto odvetvie pomaly rozbiehalo a malo skôr regionálny (národný) charakter.

Príklad vývoja segmentu osobných automobilov môžeme použiť na ďalšie skúmanie ekonomických súvislostí. Základnou premisou ekonómie je zabezpečiť čo najefektívnejšiu alokáciu a využitie výrobných faktorov, čo sa nám premení na určitú mieru ziskovosti. Zabezpečenie dostatočnej ziskovosti výroby a predaja predpokladá, že výrobná kapacita podniku sa využíva čo najbližšie k 100 %. Pri pohľade na výrobu vozidiel a následné porovnanie s disponibilnými kapacitami môžeme zistiť, že suma svetových výrobných kapacít významne prevyšuje skutočnú výrobu. Vývoj od roku 1990 síce vykazuje známky zlepšenia, treba si však uvedomiť, že za týmito číslami sa skrývajú dve skutočnosti – zvýšenie výrobných kapacít pod vplyvom rozširovania výroby, smerom na východ; samotné zvýšenie

¹⁰ PROCHÁZKA, J. Na Zemi je viac mobilov ako ľudí. Rast pokračuje. In <http://mobilmania.azet.sk/clanok/99661/na-zemi-je-viac-mobilov-ako-ludi-rast-pokracuje> [cit. 2016-10-06].

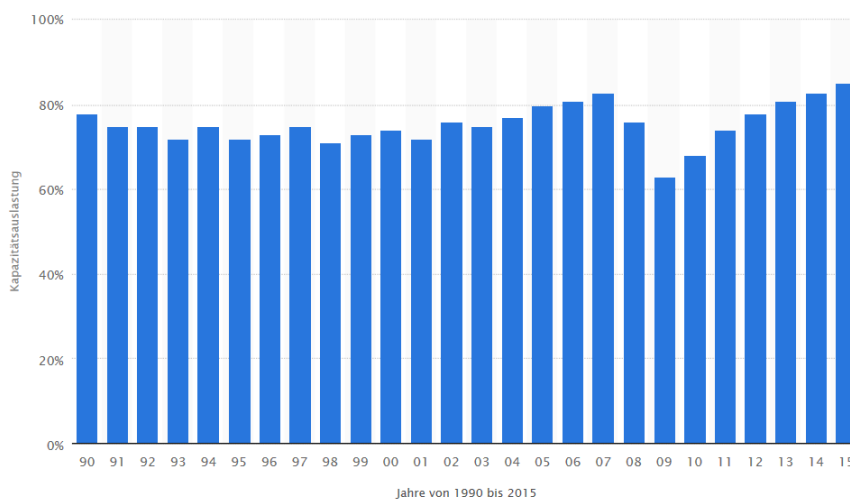
¹¹ <https://www.vda.de/de/services/zahlen-und-daten/jahreszahlen/automobilproduktion.html> [cit. 2016-10-06].

využitia výrobnéj kapacity aj u jestvujúcich podnikov. Pri dôslednejšej analýze by sme zistili, že vysoký podiel na zlepšení využitia výrobnéj kapacity majú práve novootvorené závody.



Obrázok 2 Výroba osobných motorových vozidiel nemeckými výrobcami

Prameň: <https://www.vda.de/de/services/zahlen-und-daten/jahreszahlen/automobilproduktion.html> [cit. 2016-10-06].



Obrázok 3 Využitie výrobnéj kapacity v automobilovom priemysle za roky 1990-2015

Prameň: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/150524/umfrage/relative-kapazitaetsauslastung-in-der-weltweiten-automobilproduktion/> [cit. 2016-10-06].

Čo sa deje na strane dopytu?

Dostávame sa k ďalšiemu okruhu problémov, pri ktorých štát nedokáže efektívne ovplyvňovať trh a tým aj životný štandard a životnú úroveň svojich obyvateľov. Podniky, ktorých výrobky sú zaradené do životného štandardu, si môžu svojou marketingovou politikou zabezpečovať pomerne dobrú predajnosť a ziskovosť. Dokonca môžeme povedať,

že tieto podniky dokážu u spotrebiteľov evokovať vznik nových potrieb a vytvárať tak tlak na zmenu životného štandardu.

Životná úroveň je bežne definovaná ako reálna úroveň vlastníctva a spotreby výrobkov a služieb, garantovaná výškou individuálneho príjmu. Vzniká tak materiálne bohatstvo a fyzický pocit uspokojenia, čo možno merať prostredníctvom týchto indikátorov:¹²

- priemerný hrubý domáci produkt na obyvateľa,
- hrubý národný dôchodok na obyvateľa,
- priemerný príjem na obyvateľa.

Vo všetkých troch prípadoch ide o makroekonomické ukazovatele, ktoré sú citlivé na vývoj cenovej hladiny a ich porovnávanie v čase vyžaduje zohľadniť zmenu kúpnej sily peňazí. Preto je pri porovnávaní životného štandardu a jeho vývoja v čase zaujímavé sledovať jeho skladbu, t. j. štruktúru výrobkov a služieb, ktoré bude spotrebúvať jeden obyvateľ. V nie príliš vzdialenej minulosti elektrospotrebiče všetkého druhu nepatrili do štandardu a v súčasnosti už máme v štandarde aj motorové vozidlo. Životný štandard a požiadavky na neho kladené neustále narastajú, čo spôsobuje, že musia narastať aj peňažné príjmy obyvateľstva, resp. musí sa meniť štruktúra výdavkov, čo má svoje dosahy na životnú úroveň.

V reálnom živote robíme za životnú úroveň zodpovedný štát, pretože cez dane a sociálne transfery očakávame zlepšovanie života. Pritom prazáklad životnej úrovne je práve na trhu, v štruktúre výroby, cene výrobných faktorov, štruktúre spotreby a motivácie k úsporám. Tým, že štáty bežne zasahujú do fungovania trhu a snažia sa nastoliť novú trhovú rovnováhu vystavujú sa riziku, že koneční spotrebiteľia budú očakávať od štátu garantovanie lepšej kvality života. Pri obmedzených kapitálových zdrojoch nemožno štát poveriť takouto úlohou. Výsledkom voľnej súťaže sú situácie, ktorú naznačuje Paul Samuelson, nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu za rok 1970: Pri voľnom pôsobení trhových síl dochádza aj k tomu, že mačka bohatého občana pije presne to mlieko, ktoré chýba deťom chudobných rodičov. Vzájomné pôsobenie kúpnej sily a dopytu vyžaduje, aby štát uskutočnil korekcie. Lenže klasická ekonomická situácia (uspokojenie potreby v súlade s finančnými možnosťami) sa tu dostáva do konfliktu s eticko-morálnymi normami. Pokiaľ štát zasiahne, musí nájsť opatrenie, ktoré neovplyvní ponuku, teda neodradí výrobcu od výroby mlieka, takže stanovenie maximálnej ceny mlieka bude pravdepodobne jedným zo zlých riešení. Poskytnutie finančnej pomoci chudobnej rodine, povedie k zníženiu jej motivácie a rodina nebude mať nútená hľadať možnosti zlepšenia svojej ekonomickej situácie a bude si nárokovat pomoc aj v ďalších oblastiach. Kvóťový nákup mlieka a jeho rozdeľovanie sociálne slabším vrstvám takisto povedie k zvýšeniu sociálnych výdavkov. Ďalšou alternatívou by bola stimulácia ponuky, ktorá by zabezpečila pokles cien a v kombinácii s úpravou dane z pridanej hodnoty by mohla priniesť želaný efekt, pokiaľ na tomto scenári nebudú chcieť parazitovať obchodníci, ktorí si zvýšia svoju maržu. Štát stojí pred problémom, ktorý nemá čisté riešenie, nech totiž urobí čokoľvek, pôjde o škodlivý zásah do trhového mechanizmu, buď na strane ponuky alebo na strane dopytu.

ZÁVER

Národné a nadnárodné politické tlaky budú v najbližších rokoch vyvolávať tendenciu k intenzívnejšiemu zasahovaniu do trhového mechanizmu, cestou vyrovnávania majetkovej a kapitálovej nerovnosti. Z krátkodobého hľadiska môže krajina lákať potenciálnych investorov na daňové prázdniny, investičné stimuly, príp. lacnú pracovnú silu, v strednodobom horizonte, keď sa vyčerpá tento potenciál musí krajina prijať opatrenia, ktorými stabilizuje

¹² Existujú aj iné typy indikátorov, ako napr. Big-Mac-Index, Human Development Index, Index šťastia, Počet odpracovaných hodín na konkrétny výrobok, Podiel pracovného a voľného času, Spotreba vybraných potravín na obyvateľa za rok a pod.

životnú úroveň a to predovšetkým cez daňové a sociálne stimuly. Čistá forma trhu, ktorú poznáme z ekonómie neexistuje a nikdy ju ani nedosiahneme, možno v niektorých odvetviach alebo pri niektorých výrobkoch sa preukázu určité znaky dokonalosti trhu, ale z globálneho hľadiska musíme počítať so „štátno-trhovým mechanizmom“, ktorému sa budú musieť podrobiť aj nadnárodné podniky. Zásadným problémom naďalej zostáva finančný trh, ktorý sa za posledné roky rozvinul do podoby paralelného sveta, vytvoril si vlastné pravidlá a svojim správaním deštruuje reálnu ekonomiku. Reputácia podnikov budovaná na základe pravidiel finančného trhu nepredstavuje z pohľadu bežných spotrebiteľov žiaden špeciálny prínos, lenže z pohľadu podnikov je otázkou prežitia najbližších rokov. Napriek tomu, že na finančnom trhu nedochádza k tvorbe reálnych hodnôt a ani sa negeneruje pridaná hodnota, láka pozornosť stále širšieho spektra záujemcov a pripravuje ich značné objemy majetku, s odstupom času následne vedie aj k zníženiu životnej úrovne. Negatívna reputácia z takýchto príkladov kladie veľký otáznik aj pred podniky, ktoré možno nie sú priamo zasiahnuté, ale sú súčasťou toho istého odvetvia. V príspevku na viacerých miestach zostali otvorené výpovede, je to zámer autorov, aby si pozorný čitateľ vytvoril vlastný názor na pozitívne/negatívne dosahy na reputáciu postihnutých podnikov.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] HERMANN, U. 2013. *Der Sieg des Kapitals. Wie der Reichtum in die Welt kam: die Geschichte von Wachstum, Geld und Krisen*. Frankfurt am Main : WESTEND Verlag, 2013. ISBN 978-3-86489-044-4.
- [2] HÜLSMANN, J. G. 2013. *Krise der Inflationkultur. Geld, Finanzen und Staat in Zeiten der kollektiven Korruption*. München : FinanzBuch Verlag, 2013. s. 172. ISBN 978-3-89879-797-9.
- [3] PROCHÁZKA, J. *Na Zemi je viac mobilov ako ľudí. Rast pokračuje*. In <http://mobilmania.azet.sk/clanok/99661/na-zemi-je-viac-mobilov-ako-ludi-rast-pokracuje>
- [4] Das Realkapital ist nach Dr. Horst Siegfried Werner gegenüber dem Spekulationskapital auf der Verliererstraße. In <http://finanzierungen.blogg.de/2012/04/08/das-realkapital-ist-nach-dr-horst-siegfried-werner-gegenuber-dem-spekulationskapital-auf-der-verliererstrase/>
- [5] <http://new.euro-med.dk/20141229-derivate-schach-der-bankster-ihre-ersparnisse-und-pensionen-sind-nun-nicht-garantierte-bankmittel-fur-verruckte-spekulationen.php>
- [6] <http://unternehmen-heute.de/news.php?newsid=269413>
- [7] <http://www.dailymotion.com/video/x2ph4e1>
- [8] http://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Themen/Krise/NichtnureineFinanzmarktkrise.pdf
- [9] <https://www.vda.de/de/services/zahlen-und-daten/jahreszahlen/automobilproduktion.html>
- [10] http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=122%2C964%2C935%2C936%2C134%2C944%2C926&s=GGXWDG_NGDP&grp=0&a=&pr1.x=29&pr1.y=6
- [11] <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=122%2C964%2C935%2C936%2C134%2C174%2C944%2C158%2C111&s=LP%2CGGXWDG&grp=0&a=&pr1.x=48&pr1.y=9>

ODHAD MIERY KAPITALIZÁCIE PRI OHODNOCOVANÍ DLHOVÝCH CENNÝCH PAPIEROV V ZNALECKEJ PRAXI NA SLOVENSKU¹

ESTIMATION OF CAPITALIZATION RATE IN CASE OF EVALUATION OF DEBT SECURITIES IN PRACTICE DEAL EXPERTS IN SLOVAKIA

Božena Hrvoľová²

ABSTRACT

Paper deals with the most contentious issue of valuation of debt securities - by selecting a capitalization rate positive cash flow receivable by the owner of the securities. Contribution provides an overview of the theory known methods of addressing this issue in various types of debt instruments and on a number of variant conditions of their application. At the same time it highlights the conflict theoretical songs nominal interest rates with market information and the wording of the law, which must, in determining the general value of securities in practice deal experts. It also suggests how to proceed in such a case.

Keywords: debt securities, valuation, revenue method, capitalization rate

Klasifikácia: C52, E44, G12

ÚVOD

Ohodnocovanie dlhových cenných papierov tzv. „všeobecnou hodnotou“ je založené na súčasnej (diskontovanej) hodnote budúcich príjmov, ktoré plynú z cenných papierov. Jedným z nevyhnutných predpokladov stanovenia všeobecnej hodnoty dlhových cenných papierov je voľba vhodnej miery kapitalizácie (sadzby diskontného faktora, požadovaného výnosu investora).

V tomto príspevku by sme chceli sústrediť sa na odhad premenných pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov peňažného a kapitálového trhu, kde možno použiť iba podnikateľskú (výnosovú) metódu založenú na súčasnej (diskontovanej) hodnote budúcich príjmov, ktoré plynú z vlastníctva cenných papierov³.

Pri dlhových cenných papieroch (až na určité výnimky, napr. obligácie s pohyblivým výnosom) sú dopredu známe príjmy – výnosy z kupónov a splatná menovitá (nominálna) hodnota, ktoré budú plynúť vlastníkom cenných papierov v priebehu ich životnosti. Najzložitejším problémom pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov je odhad miery kapitalizácie, ktorú použijeme na diskontovanie očakávaných príjmov.

Citovaná vyhláška stanovuje pre diskontovanie očakávaných výnosov (odčerpateľných zdrojov) sadzbu vypočítanú podľa známeho modelu WACC (*The Weighted Average Cost of Capital*) ako vážený aritmetický priemer nákladov vlastného a cudzieho

¹ Príspevok je výsledko VÚ VEGA č. 1/404/16 „Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu“

² prof. Ing. Božena Hrvoľová, CSc., Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, Dolnozemska cesta 1/b, 852 35 Bratislava 5, Slovenská republika; e-mail: bozena.hrvoľova@euba.sk

³ Vyhláška Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. Ministry of Justice Statement No. 492 from August 23rd, 2004 concerning the setting of the general asset value.

kapitálu zníženého o daňovú sadzbu, kde váhami sú podiely vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom objeme kapitálu. Tento spôsob stanovenia sadzby diskontného faktora je však z hľadiska ohodnocovania dlhových cenných papierov nevhodný.

Vhodnejšiu sadzbu ponúka § 27 ods. 7, (ktorý je venovaný oceňovacím modelom) bod 3 zákona o účtovníctve:

„pri dlhovom majetku úrokovú sadzbu, výnosovú krivku, rizikovú maržu alebo ďalšie zložky ocenenia podobného druhu dlhového nástroja s podobnou splatnosťou a podobným dlžníkom.“

Z uvedeného vyplýva, že tou vhodnou sadzbou na diskontovanie budúcich príjmov dlhových cenných papierov sú trhové úrokové sadzby podobných finančných nástrojov, ktoré sa v praxi ohodnocovania dlhových nástrojov aj používajú.

Na súčasných finančných trhoch existuje veľké množstvo rôznych finančných nástrojov s rôznou dobou životnosti, rôznou konštrukciou výnosov, rôznou mierou rizika a rôznymi spôsobmi splatenia menovitej hodnoty alebo inak stanovenej umorovacej hodnoty. Citované ustanovenie zákona o účtovníctve poskytuje jasný návod na výber vhodnej miery kapitalizácie – použitie najčastejšie sa vyskytujúcej úrokovej miery pre podobný nástroj emitenta. Možno k tomu dodať: **aktuálnej** úrokovej miery pre podobný nástroj emitenta.

Pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov na finančných trhoch používajú investori na diskontovanie očakávaných príjmov z cenných papierov **aktuálne trhové úrokové sadzby porovnateľných emitentov** podobných finančných nástrojov pre podobnú životnosť a mieru rizika finančného nástroja. Rovnaký postup možno odporučiť pri stanovení všeobecnej hodnoty cenných papierov v znaleckej praxi.

Tak je to napríklad spravidla v prípade **depozitných certifikátov** – cenných papierov peňažného trhu, ktoré sú založené na úroku ako forme výnosu a ktorý investor získa na konci životnosti depozitného certifikátu spolu s menovitou hodnotou. Všeobecnú hodnotu tohto druhu cenného papiera možno vypočítať (za predpokladu použitia štandardu ACT/360) zo vzťahu:⁴

$$P_0 = \frac{NH + NH \cdot \frac{i}{360} \cdot m_{im}}{\left(1 + \frac{r}{360} \cdot m_{sm}\right)} = \frac{NH \cdot \left(1 + \frac{i}{360} \cdot m_{im}\right)}{\left(1 + \frac{r}{360} \cdot m_{sm}\right)} = \frac{BH}{\left(1 + \frac{r}{360} \cdot m_{sm}\right)}$$

kde P_0 je v tomto prípade všeobecná hodnota depozitného certifikátu,

NH – menovitá (nominálna) hodnota depozitného certifikátu,

i – nominálna úroková sadzba depozitného certifikátu p. a. v čase emisie,

BH – budúca hodnota depozitného certifikátu (t. j. súčet menovitej hodnoty a úroku, ktorú získa investor na konci doby životnosti),

r – aktuálna trhová úroková sadzba z podobného depozitného certifikátu v čase ohodnocovania,

m_{im} – počet dní medzi emisiou a splatnosťou (issue – maturity),

m_{sm} – počet dní medzi dátumom ohodnotenia a splatnosťou (alebo v prípade obchodovania na sekundárnom trhu medzi vysporiadaním a splatnosťou, t. j. settlement – maturity).

Zo vzťahu na výpočet všeobecnej hodnoty depozitného certifikátu vyplýva, že všeobecná hodnota depozitného certifikátu pred lehotou splatnosti sa nemusí rovnať súčtu menovitej

⁴ D BLAKE, D.: Analýza finančních trhů. Praha : Grada Publishing, 1995, s. 108.

(nominálnej) hodnoty a zodpovedajúcej časti úroku za dobu doterajšej životnosti depozitného certifikátu (tzv. alikvotného úrokového výnosu). Môže byť vyššia alebo nižšia, v závislosti od aktuálnej situácie na trhu. Dôvodom je možná zmena trhových úrokových sadzieb (r), napríklad v dôsledku zmeny inflácie a pod., ktoré použijeme na diskontovanie budúcich očakávaných príjmov z depozitného certifikátu v porovnaní s úrokovou sadzbou stanovenou v čase jeho emisie (i).

Napríklad, ak by sme potrebovali stanoviť všeobecnú hodnotu 90-dňového depozitného certifikátu, ktorý bol emitovaný za menovitú hodnotu 50 000,- eur, úroková sadzba v čase emisie (i) bola stanovená na 1,2 % a banka ktorá depozitný certifikát emituje, používa na výpočet úrokov štandard ACT/360, v čase, keď do doby splatnosti ostáva 40 dní a podobné depozitné certifikáty emitované tou istou bankou v tomto čase poskytujú úrokové sadzby 1,8 %. Všeobecná hodnota by v tomto prípade bola:

$$P_0 = \frac{50000 \cdot (1 + \frac{0,012}{360} \cdot 90)}{(1 + \frac{0,018}{360} \cdot 40)} = \frac{50150}{(1 + \frac{0,018}{360} \cdot 40)} = 50\,049,90 \text{ eur.}$$

Súčet menovitej hodnoty a alikvotného úrokového výnosu je $50\,000 + 50\,000 \cdot 0,012/360 \cdot 50 = 50\,083,33$, čo je o 33,43 eur viac, ako je všeobecná hodnota.

Ďalší druh cenných papierov peňažného trhu, ktoré sú založené na diskonte ako forme výnosu – **pokladničné poukážky** sa oceňujú v závislosti od toho, či sú kótované na základe sadzby diskontu $d = \frac{D}{NH} \cdot \frac{360}{m_{sm}}$ (napr. v USA a vo Veľkej Británii) alebo na základe miery výnosu $r = \frac{D}{P} \cdot \frac{360}{m_{sm}}$ (napr. aj v SR). V oboch prípadoch možno použiť na výpočet všeobecnej hodnoty aktuálnu sadzbu diskontu alebo aktuálnu mieru výnosu.

Napríklad, ak by sme chceli ohodnocovať štátne pokladničné poukážky SR (ďalej len „ŠPP“), ktoré boli emitované na 91 dní v menovitej hodnote 500 000 eur pred troma mesiacmi (91 dňami) v súčasnosti, keď do doby splatnosti ostáva 50 dní použili by sme na výpočet ich reálnej hodnoty aktuálnu mieru výnosu ŠPP s rovnakou dobou životnosti.

Za predpokladu, že štát predáva v súčasnosti pokladničné poukážky so životnosťou 50 dní, ktoré majú menovitú hodnotu 500 000 eur, s mierou výnosu 1,2521%, všeobecná hodnota 91-dňovej ŠPP, ktorej do doby splatnosti ostáva 50 dní potom bude:

$$P_0 = \frac{NH}{1 + \frac{r}{360} \cdot m_{sm}} = \frac{500\,000}{1 + \frac{0,012521}{360} \cdot 50} = 499\,131,99 \text{ eur, alebo podľa vzťahu, ktorý používa}$$

NBS a ktorý je len iným matematickým vyjadrením predchádzajúceho vzťahu:⁵

$$P_0 = \frac{NH \cdot 360}{(m_{sm} \cdot r) + 360} = \frac{500\,000 \cdot 360}{(50 \cdot 0,012521) + 360} = 499\,131,99 \text{ eur.}$$

⁵ www.nbs.sk

Ak by sme chceli zistiť, aká sadzba diskontu zodpovedá aktuálnej miere výnosu, dosadíme čísla z príkladu do nasledujúceho vzťahu:

$$d = \frac{D}{NH} \cdot \frac{360}{m_{sm}} = \frac{500\,000 - 499\,131,99}{500\,000} \cdot \frac{360}{50} = 0,0125, \text{ t.j. } 1,25\%$$

Symbody vo vzorcoch:

- D je diskont – výnos, ktorý je rozdielom medzi menovitou (nominálnou) hodnotou a nižšou predajnou cenou ($NH - P$),
- NH – menovitá (nominálna) hodnota,
- P_0 – všeobecná hodnota,
- m_{sm} – počet dní životnosti finančného nástroja,
- $360/m_{sm}$ – člen, ktorý predstavuje anualizáciu sadzby diskontu alebo miery výnosu.

Odhad vhodnej sadzby diskontného faktora (požadovaného výnosu investora) pri ohodnocovaní **podnikových obligácií alebo iných foriem dlhopisov kapitálového trhu** môže ako východisko využívať trhové úrokové sadzby bankových produktov alebo štátnych dlhopisov upravené o rizikovú prirážku zodpovedajúcu konkrétnemu emitentovi.

Jedným z najčastejších spôsobov výberu vhodnej sadzby diskontného faktora pre obligácie je výnos do doby splatnosti porovnateľných emisií obligácií alebo výnosy z kupónov porovnateľných emitentov s rovnakou konštrukciou výnosov.

Napríklad, obligácie s pohyblivým výnosom z kupónu môžu použiť v úlohe sadzby diskontného faktora r_{p1} až r_{pn} výnos porovnateľnej obligácie s pohyblivým výnosom, ktorý sa bude meniť v závislosti od vývoja výšky výnosov z kupónov porovnateľných obligácií.

V tejto súvislosti môže vzniknúť otázka, či je možné diskontovať výnosy z kupónov obligácie s pohyblivým výnosom sadzbou diskontného faktora identickou s výnosom obligácie s pevným výnosom za predpokladu, že riziká emitenta obligácií s fixným výnosom sú porovnateľné s rizikami emitenta obligácií s pohyblivým výnosom.

Uvedená otázka je osobitne aktuálna na kapitálových trhoch s malým počtom obchodovaných obligácií, kde nie je možné diskontovať kupóny obligácií s pohyblivým výnosom výnosmi porovnateľných obligácií s pohyblivým výnosom jednoducho preto, že na kapitálovom trhu neexistujú porovnateľné emisie obligácií s pohyblivým výnosom.

Diskontovanie výnosov z kupónov obligácií s pohyblivým výnosom sadzbami zodpovedajúcimi výnosom obligácií s fixným výnosom je teoreticky prípustné, ale za predpokladu, že volatilita kupónov obligácií s pohyblivým výnosom je v jednotlivých rokoch nízka.

V prípade väčšej volatility pohyblivých výnosov z kupónov možno sadzbu diskontného faktora upraviť tak, že použitý fixný výnos sa zvýši o prirážku za zvýšenú volatilitu výnosov z kupónov.

Prirážka za volatilitu závisí od volatility základnej referenčnej úrokovej sadzby obligácií s pohyblivým výnosom v jednotlivých rokoch životnosti.

Inverzné, kombinované, vyzlečené (stripped) atď. obligácie možno analogicky diskontovať výnosmi z kupónov porovnateľných obligácií.

Okrem výnosov z kupónov porovnateľných emitentov možno v úlohe miery kapitalizácie (sadzby diskontného faktora) použiť aj výnos z kupónu staršej emisie obligácií toho istého emitenta. Môže sa použiť, napríklad, pri rozhodovaní medzi kúpou obligácií starej alebo novej emisie toho istého emitenta alebo v prípade ohodnocovania obligácie novej emisie, ak existuje ešte „živá“ aj stará emisia obligácií toho istého emitenta.

Odhad všeobecnej hodnoty obligácií nevylučuje ani použitie modelu CAPM (Capital–Asset–Pricing Model)⁶, podľa ktorého požadovaný výnos investora možno odhadnúť podľa vzťahu:

$$r_{\text{CAPM}} = R_f + \beta_i (\bar{R}_m - R_f),$$

kde R_f je očakávaná bezriziková miera výnosu (najčastejšie výnos zo štátnych dlhových cenných papierov),

β_i – koeficient beta obligácie, ktorý vyjadruje mieru citlivosti výnosu danej (i-tej obligácie) na zmeny vo výnose trhového portfólia obligácií. Koeficient beta možno vypočítať podľa vzorca:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

kde $\text{Cov}(R_i, R_m)$ je kovariancia medzi výnosom i-tej obligácie a výnosom trhového portfólia, $\sigma^2(R_m)$ – rozptyl trhu; trhové portfólio môže reprezentovať vhodne vybraný index (napr. v SR index SDX),

$(R_m - R_f)$ – rozdiel medzi očakávaným výnosom trhu a mierou výnosu bezrizikovej investície, čiže prémie za riziko spojená s investíciou do konkrétnej obligácie.

Model CAPM zdôrazňuje pozitívny a lineárny vzťah medzi koeficientom beta obligácie a jej očakávaným výnosom. Takto odhadnutý výnos uvažuje s koeficientom beta, ktorý je mierou nediverzifikovateľného (trhového) rizika obligácií.

Ďalším dôležitým rizikom v portfóliu obligácií je riziko úrokovej sadzby, ktorého meradlom je durácia. Vo verzii modelu CAPM pre obligácie, ktorá zachytáva vplyv úrokovej sadzby, možno koeficient beta vypočítať podľa vzorca⁷:

$$\beta_i = \frac{D_i}{D_m}, \text{ t. j. relatívna durácia}$$

kde D_i je durácia i-tej obligácie,

D_m – durácia trhového portfólia obligácií.

Podľa upraveného modelu CAPM pre obligácie, kde koeficient beta vyjadruje relatívnu duráciu, očakávaný výnos i-tej obligácie pri raste úrokovej sadzby o 1 % vzrastie o β_i , t. j. o relatívnu duráciu obligácie. Relatívna durácia má v modifikovanom modeli pre obligácie rovnaký význam, ako má beta vo všeobecnom modeli. Očakávaný výnos obligácie je rastúcou lineárnou funkciou durácie.

Model CAPM sa v súčasnej praxi ohodnocovania majetku a zložiek majetku v znaleckej praxi využíva prednostne pri ohodnocovaní majetkových cenných papierov. Pri

⁶ SHARPE, W. F.: „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk“. Journal of Finance 19, No. 3 (September 1964), p. 424 – 425.

LINTNER, J.: „The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets“. Review of Economics and Statistics 47, No. 1 (February 1965), p. 13 – 37 a „Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification“ 20, No. 4 (December 1965), p. 768 – 783.

MOSSIN, J.: „Equilibrium in a Capital Asset Market“. Econometrica 34, No. 4 (October 1966), p. 768 – 783.

FAMA, E. F.: „Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments“. Journal of Finance 23, No. 1 (March 1968), p. 29 – 40.

⁷ BLAKE, D.: Analýza finančních trhů. Praha : Grada Publishing, 1995, s. 452 – 453.

ohodnocovaní dlhových cenných papierov ostáva jeho použitie u nás zatiaľ v teoretickej rovine. Aj keď sa trh s dlhopismi na Slovensku v porovnaní s trhom akcií zdá byť vyspelejší – prevahu majú štátne dlhopisy, podnikových dlhopisov bolo málo a obchodovali sa zriedka a okrem toho aj v prípade dlhopisov bola výrazná prevaha priamych obchodov nad kurzotvornými obchodmi.

Dostupnosť trhových informácií, ktoré predpokladá použitie modelu CAPM, je teda aj v tomto prípade značne obmedzená.

Jedným z najčastejších spôsobov odhadu sadzby diskontného faktora, dostupného aj v našich podmienkach, je použitie miery výnosu do doby splatnosti obligácií porovnateľného emitenta.

Mieru výnosu do doby splatnosti klasickej obligácie s rovnakými výnosmi z kupónov a splatnosťou nominálnej hodnoty v poslednom roku životnosti obligácie v rovnici na výpočet vnútornej hodnoty:

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{NH}{(1+r)^n}$$

predstavuje písmeno *r*. Na jeho výpočet potrebujeme cenu obligácie, jej ročné výnosy z kupónu, dobu splatnosti a menovitú (nominálnu) hodnotu. Inými slovami, mieru výnosu do doby splatnosti predstavuje vnútorné výnosové percento, pri ktorom sa bude hodnota diskontovaných tokov plynúcich z obligácie rovnať súčasnej cene zvýšenej o alikvotný úrok.

Mieru výnosu do doby splatnosti možno ľahko vypočítať pomocou naprogramovanej finančnej kalkulačky, počítača, pomocou špeciálnych tabuliek alebo približne použitím vzorcov, napríklad:

$$r = \frac{\text{Ø ročný príjem z obligácie}}{\text{Ø množstvo peňažných prostriedkov investovaných do obligácie}}$$

V prípade obligácie by sa mal približný výnos skladať z ročného výnosu z kupónu a priemerného objemu cenového zvýšenia (alebo mínus cenové zníženie), ku ktorému došlo v jednotlivých rokoch. Priemerné množstvo investovaných peňažných prostriedkov môže byť jednoducho predstavovať aritmetický priemer kúpnej a predpokladanej predajnej ceny obligácie a predchádzajúci vzorec možno potom prepísať do nasledujúceho tvaru:

$$r = \frac{C + \frac{NH - P}{n}}{\frac{P + NH}{2}}$$

kde *C* je ročný výnos z kupónu,

P – aktuálna trhovú cenu,

NH – menovitá (nominálna) hodnota (alebo očakávaná umorovacia hodnota obligácie),

n – počet rokov do splatnosti obligácie.

Miernou modifikáciou predchádzajúceho vzorca sú výpočty miery výnosu do doby splatnosti podľa Hawawiniho a Voryho z roku 1982 alebo podľa Ricarda Rodriqueza, v ktorých má vyššiu váhu cena obligácie, ako jej menovitá (nominálna) hodnota:

$$r = \frac{C + \frac{NH - P}{n}}{(0,60 \cdot P) + (0,40 \cdot NH)}$$

$$r = \frac{C + \frac{NH - P}{n}}{\frac{(2 \cdot P) + NH}{3}}$$

Výsledky vzorcov majú drobné rozdiely. Z toho vyplýva, že miery výnosu do doby splatnosti vypočítané uvedenými troma spôsobmi poskytujú iba približný, nie presný výpočet. Preto je vhodnejšie používať finančné kalkulačky, počítač alebo tabuľky.

Výnos do doby splatnosti jednej obligácie však môže byť pre inú obligáciu iba hrubým odhadom, pretože, napríklad, výnos do doby splatnosti obligácií s rovnakou menovitou (nominálnou) hodnotou, dobou splatnosti, rovnakým rizikom, ktoré predpokladá rovnaké spotové úrokové sadzby v úlohe sadzby diskontného faktora, nebude rovnaký, pretože ceny obligácií, a teda aj vnútorné miery výnosov budú iné.

Napríklad, ak by sme chceli vypočítať vnútornú mieru výnosu pre dvojročnú obligáciu, ktorá bude vyplácať výnos z kupónu vo výške 50,- eur ročne a menovitú (nominálnu) hodnotu vo výške 1 000,- eur splatí v poslednom roku životnosti s bežnou cenou 914,09 eur (za predpokladu spotových úrokových sadzieb $r_{01} = 8\%$ a $r_{02} = 10\%$), bude potrebné riešiť rovnicu:

$$914,06 = \frac{50}{(1+r)} + \frac{1050}{(1+r)^2} \longrightarrow r = 9,95\%$$

kde r je v tomto prípade výnosom do doby splatnosti obligácie.

Výnos do doby splatnosti pre obligáciu s výnosom z kupónu vo výške 120,- eur a s ostatnými premennými rovnakými ako v predchádzajúcom prípade, bude:

$$1036,76 = \frac{120}{(1+r)} + \frac{1120}{(1+r)^2} \longrightarrow r = 9,89\%$$

ZÁVER

Uviedli sme iba niektoré konkrétne formy trhových sadzieb, ktoré sa dajú použiť pri ohodnocovaní dlhových cenných papierov. Inovačný proces v oblasti finančných nástrojov je v súčasnosti mimoriadne intenzívny. Na svetových trhoch sa väčšina obchodov uskutočňuje prostredníctvom finančných nástrojov, ktoré neexistovali pred rokom 1973. Nové finančné nástroje vznikajú spojením charakteristických črt a predností niekoľkých doteraz používaných nástrojov, ale aj kvalitatívne nové. Z toho vyplýva, že inovácie v oblasti finančných nástrojov vyvolávajú aj potrebu voľby nových sadzieb na diskontovanie rôznych konštrukcií príjmov, ktoré budú plynúť z nových dlhových cenných papierov.

Súčasná realita na Slovensku v oblasti nominálnych úrokových sadzieb p. a. na vkladové produkty, ktoré sa pohybujú okolo 0 %, je v príkrom rozpore s tým, akú výšku by dosiahli, ak by sme pri jej výpočte postupovali podľa vzťahu na výpočet nominálnej úrokovej sadzby:⁸

⁸ Podrobnejšie pozri napr.: HRVOĽOVÁ, B. a kol.: Analýza finančných trhov. Bratislava: Wolters Kluwer 2015, s. 96-103.

nominálna úroková sadzba (r_n)	=	očakávaná reálna úroková sadzba	+	očakávaná miera inflácie	+	očakávaná prémia za likviditu	+	očakávaná prémia za riziko nesplatenia dlhu	+	očakávaná prémia za dobu splatnosti
------------------------------------	---	---------------------------------	---	--------------------------	---	-------------------------------	---	---	---	-------------------------------------

Aktuálna jadrová inflácia, na ktorú sa tvorba úrokových sadzieb orientuje je v súčasnosti síce iba 0,8%, ale kde je odmena za odloženie spotreby pre sporiteľov alebo iných investorov, ktorú predstavuje očakávaná reálna úroková sadzba? A čo ďalšie prirážky? Ak investori akceptujú záporné reálne miery výnosov dlhových cenných papierov, znamená to, že akceptujú pokles ich reálnej hodnoty (čo je v podstate od roku 1989 permanentne) a z toho vyplýva, že finančný trh u nás neplní funkciu uchovávateľa hodnoty, čo by mal byť predpoklad akumulácie funkcie finančného trhu.

V praktickej funkcii znalca sa v súčasnosti dostáva do konfliktu teoretická znalosť skladby nominálnych úrokových sadzieb s informáciami získanými z trhu a so znením zákona, podľa ktorého majú postupovať. Požiadavka na výšku miery kapitalizácie (sadzby diskontného faktora) pri dlhových cenných papieroch by mala, podľa nášho názoru, minimálne odrážať nárok na plnenie jednej z mnohých funkcií finančného trhu – uchovanie hodnoty peňazí.

Ak by sme chceli stanoviť skutočnú reálnu hodnotu dlhových cenných papierov, mali by sme pre diskontovanie finančných tokov, ktoré z nich plynú, zvoliť adekvátnu trhovú úrokovú sadzbu nielen z hľadiska miery inflácie, ale aj likvidity, rizika a doby splatnosti.

Výška jednotlivých zložiek nominálnej úrokovej sadzby sa historicky mení a nie je rovnaká ani vo všetkých krajinách. Pri stanovení výšky miery kapitalizácie pre konkrétny dlhový finančný nástroj je potrebné vychádzať z analýzy aktuálnej situácie v oblasti makroekonomického a menového vývoja a tiež z analýzy konkrétneho emitenta.

Okrem skladby trhových nominálnych úrokových sadzieb p. a. treba pri ich používaní ako východiska na odhad sadzby diskontného faktora (požadovaného výnosu) vziať do úvahy, či diskontujeme nominálne, reálne, hrubé alebo čisté výnosy a v závislosti od toho použiť na diskontovanie nominálne reálne, hrubé alebo čisté úrokové sadzby.

Orientácia medzi úrokovými sadzbami z úverov alebo vkladov závisí od toho, či sa stanovuje reálna hodnota záväzkov alebo investícií.

V situácii ohodnocovania dvoch alebo viacerých cenných papierov s rôznou frekvenciou úročenia sa musí vyberať medzi nominálnou alebo efektívnou úrokovou sadzbou.

V neposlednom rade bude potrebné zvážiť, či použiť spotové alebo forwardové úrokové sadzby.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] EAKINS, S. G. 1999. *Finance Investments, Institutions, Management*: East Carolina University, Adison – Wesley Education Publishers, Inc 1999. ISBN -007721-133210
- [2] FABOZZI, T. 1966. *Bond markets, Analyses and Strategies*. USA, Premitice Hall 1996. ISBN 978-0132743549
- [3] FAMA, E. F. 1968. „*Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Coments*“. Journal of Finance 23, No. 1 (March 1968), p. 29 – 40.
- [4] FOTR, J. 1992. *Jak hodnotit podnikatelské riziko. How to value of the corporate risk*. Praha: Management Press, 1992. ISBN80-85603-06-3
- [5] HRVOLOVÁ, B.a kolektív. 2005. *Analýza finančných trhov. Analysis of the financial markets*. Bratislava: Wolters Kluwer, 2005. ISBN978-80-7478-948-9
- [6] LINTNER, J. 1965. „*The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets*“. Review of Economics and

- Statistics 47, No. 1 (February 1965), p. 13 –37 a „Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification“ 20, No. 4 (December 1965), p. 768 – 783.
- [7] MAŘÍK, M. a kol. 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: ECOPRESS, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4 ISBN
 - [8] ROSS, S. A. – WESTERFIELD, R. W. – JAFFE, J. 1996. *Corporate finance*. USA: IRWIN 1996. ISBN 95-35439
 - [9] SHARPE, W. T. – ALEXANDER, G. J. Investice. 1994. *Investments*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85-605-47-3
 - [10] Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.
 - [11] Vyhláška MS SR č. 492/2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

OHODNOCOVANIE PODNIKOV V ZAHRANIČÍ CROSS- BORDER VALUATION

Anna Polednáková¹

ABSTRACT

The present paper deals with the issue of valuation of foreign business subsidiaries and companies operating abroad. It describes the principles and methods to be used in the valuation. Despite the fact that the valuation has become easier recently, thanks to the convergence between International Financial Reporting Standards (IFRS) and Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). Despite this fact, valuation of companies abroad still require special attention, especially in predicting cash flows in foreign or local currency, in estimating the cost of capital, taking into account the currency risk in the valuation and also in transferring foreign financial accounts to the parent company.

Keywords: cross-border valuation, forecasting cash flows, cost of capital, foreign-currency risk, financial statement

JEL Klasifikácia: G34

ÚVOD

Globalizácia a liberalizácia trhov, rýchlo sa meniace podnikateľské prostredie znamenajú rast konkurencie medzi spoločnosťami. Táto situácia vedie spoločnosti k tomu, že si hľadajú možnosti ako uspieť v konkurenčnom boji, zvýšiť svoj podiel na trhu resp. dosiahnuť vyšší zisk. K nástrojom, ktorý môžu spoločnosti využiť na dosiahnutie týchto cieľov, patria i cezhraničné fúzie a akvizície, ktorých počet sa v poslednom období podstatne zvýšil. Cezhraničné fúzie a akvizície sú motivované radom strategických úvah, ktoré sa často líšia od tých, ktoré sú typické pre domáce fúzie a akvizície. Cezhraničné fúzie a akvizície sú oveľa zložitejšie, vzhľadom na rozdiely v politickom a ekonomickom prostredí, v podnikovej organizácii, kultúre, daňových a právnych predpisoch, ako aj v účtovných pravidlách medzi krajinami nadobúdateľa a cieľovej spoločnosti.

Cezhraničné fúzie, akvizície ale aj strategické aliancie, všetky čelia podobným výzvam: musia ohodnotiť podnik na základe svojho predpokladaného výkonu na trhu. Tento proces ohodnocovania podniku kombinuje prvky stratégie, riadenia a financovania. Ohodnocovanie podnikov v zahraničí si stále vyžadujú osobitnú pozornosť, špeciálne pri:

- predikcii peňažných tokov v zahraničnej alebo domácej mene,
- odhade nákladov kapitálu,
- zohľadnení menového rizika pri ohodnocovaní
- prenášaní zahraničných finančných výkazov do materskej spoločnosti.

PREDIKCIA PEŇAŽNÝCH TOKOV

Spoločnosť alebo obchodná jednotka by mala mať pri ohodnocovaní rovnakú hodnotu bez ohľadu na menu alebo mix mien, v ktorých sú peňažné toky denominované. Na dosiahnutie konzistentného výsledku, by sa mali používať konzistentné monetárne

¹ Prof. Dr. Ing. Anna Polednáková, Katedra podnikových financií, Fakulta podnikového manažmentu EU v Bratislave, anna.poledankova@euba.sk, príspevok je výstupom úlohy VEGA 1/0404/16.

predpoklady, a súčasne tiež aj jedna z nasledujúcich dvoch metód pre plánovanie a diskontovanie peňažných tokov v cudzej mene:

- *Metóda pohotového kurzu:* Predpokladané zahraničné peňažné toky v cudzej mene, by sa mali diskontovať zahraničnými nákladmi na kapitál. Súčasnú hodnotu peňažných tokov potom treba prepočítať na domácu menu pohotovým menovým kurzom.
- *Metóda forwardového kurzu:* Predpokladané zahraničné peňažné toky v cudzej mene treba prepočítať na domácu menu forwardovým kurzom. Potom je potrebné diskontovať peňažné toky nákladmi na kapitál v domácej mene.

Pri odhadovaní a diskontovaní peňažných tokov v rôznych menách, sa nemusia uskutočniť nezávislé predpoklady pre vývoj inflácie, úrokových sadzieb, a forwardových sadzieb pre všetky meny. Aby sa zabezpečilo, že sa výsledky ohodnocovania nezmenia s výberom meny, je potrebné zabezpečiť, aby menové predpoklady pre všetky meny boli konzistentné, a to nasledovne:

- inflačné predpoklady projektovaných základných peňažných tokov u určitej špecifickej mene musí byť v súlade s základnými predpokladmi úrokových sadzieb v tejto mene,
- forwardové kurzy medzi dvoma menami, musia byť v súlade s inflačným a úrokovým diferenciálom medzi týmito menami,
- predpokladané peňažné toky by mali byť prepočítané z jednej meny do druhej meny prostredníctvom forwardového kurzu.

ODHAD NÁKLADOV NA KAPITÁL

Pri prognózovaní peňažných tokov v rôznych menách, najdôležitejšie pravidlo, ktoré by sme mali pri odhadovaní nákladov na kapitál pre cezhraničné ohodnocovanie dodržiavať, je mať konzistentné monetárne predpoklady. Očakávaná miera inflácie, ktorá determinuje peňažné toky v cudzej mene, mala by sa rovnať očakávanej miere inflácie obsiahnutej v zahraničnej mene pri váženom priemere nákladov kapitálu prostredníctvom bezrizikovej miery. Odhad nákladov na kapitál tak závisí od pozície investora.

Pre investorov a spoločnosti, ktoré čelia kapitálovej kontrole a bránia slobodnému investovaniu mimo krajiny, sa odporúča využiť model CAPM. Náklady na kapitál náklady sú najlepšie odhadnuté na základe globálneho modelu (CAPM), ktorý sa vzťahuje aj na zahraničné a domáce investície. Odporúča sa tento postup preto, že kapitálové trhy sa stali globálnymi v tom zmysle, že značný podiel všetkých kapitálových obchodov je teraz internacionálny a globálni obchodníci, a to predovšetkým veľkí inštitucionálni investori, investujú kapitál po celom svete.

VYUŽITĚ CAPM: GLOBÁLNY, MEDZINÁRODNÝ ALEBO LOKÁLNY?

Štandardný model CAPM pre odhad nákladov kapitálu výslovne nevyužíva zahraničné aktíva, zahraničných investorov, alebo zahraničné meny. Vyvstáva otázka, či takýto model môže poskytnúť správne ohodnotenie kapitálu pre investície v cudzích menách. Ak sa menové kurzy menia, rovnaká investícia bude vytvárať rôzne výnosy pre investorov z rôznych krajín. Ako všeobecné pravidlo platí, že investori z krajín s rôznymi menami pravdepodobne nebudú nesúhlasiť s očakávanými výnosmi a rizikom aktív. V teórii to znamená, že štandardný model CAPM už neplatí a vyžaduje sa zložitejší a komplexnejší prístup a to spĺňa medzinárodný model CAPM. V praxi, prístup založený na základnom modeli CAPM sa využíva na odhad nákladov kapitálu aj pre cezhraničné investície.

Globálny CAPM

Rozdielny prístup medzi investormi ohľadne výnosu a rizika pri medzinárodných investíciách sa strastí, ak je parita kúpnej sily (PPP) dodržaná pri všetkých menách. V takom prípade zmeny kurzov sa dokonale prispôbia inflačnému rozdielu medzi menami. Pri globálnom modeli CAPM, náklady kapitálu pre domáce a zahraničné aktíva sú determinované rovnako. Ich beta koeficient by mal byť posudzovaný vo vzťahu ku globálnemu trhovému portfóliu a riziková prémie vo vzťahu k bezrizikovej miere investovania. Teoreticky, globálny model CAPM je dodržaný, len keď je dodržaná parita kúpnej sily, čo je obvyčajne v prípade dlhšieho časového horizontu. Pre investorov a spoločnosti, ktoré investujú mimo svoju krajinu, sa doporučuje využívať globálny model CAPM k odhadu nákladov kapitálu pre domáce a zahraničné investície, i keď alternatívne, medzinárodný model CAPM je teoreticky nadradený, viac komplexný, ale súčasne nevedie k rozdielnym výsledkom v praxi.

Medzinárodný CAPM

Ak je dodržaná parita kúpnej sily, reálny výnos zo zahraničného aktíva nie je zakalkulované menové riziko, pretože zmeny v menovom kurze nie sú kompenzované rozdielom v inflácii. Držať zahraničné aktíva, racionálny investor bude požadovať určitú kompenzáciu vo forme vyššieho očakávaného výnosu, v závislosti od jeho citlivosti na menové riziko.

Medzinárodný model CAPM požaduje dodatočný výnos tým, že tiež zahŕňa beta koeficient vo vzťahu k menovému riziku. Aj keď teoreticky správny, medzinárodný model CAPM je príliš ťažkopádny pre praktické využitie. Napríklad nie je jasné, koľko zo svetových mien, zahrňuje pri predikcii náklady kapitálu. Ďalším dôvodom, prečo nepoužívať medzinárodný model CAPM je, že empirický výskum ukázal, že rizikové prémie meny sú zvyčajne príliš malé aby od nich záležal odhad nákladov kapitálu. Medzinárodný model CAPM zjednodušuje globálny model CAPM, keď rizikové prémie meny sú zanedbateľné, čo vedie k odporúčaniu využívať globálny model CAPM.

Lokálny CAPM

Niektorí praktici, ale aj akademickí vedeckí pracovníci navrhujú odhadovať kapitálové náklady investičných príležitostí v konkrétnej krajine pomocou lokálneho modelu CAPM. Beta koeficient pri investovaní je tak odhadovaný vo vzťahu k trhovému portfóliu danej krajiny a trhovú riziková prémie vyplýva z dodatočného výnosu trhového portfólia nad bezrizikovú mieru investovania. Tento prístup je teoreticky správny, ak akcie sú korelované s globálnym trhovým portfóliom prostredníctvom lokálneho trhu.

Hoci sa predpoklady nemusia byť vyzeráť realistické v reálnej hodnote, je dokázané, že lokálny model a globálny model CAPM dávajú podobné výsledky. Empirický výskum preukázal, že kapitálové náklady odhadované na amerických spoločnostiach lokálnym modelom CAPM, sú podobné odhadu založeného na globálnom modeli CAPM.

Avšak, lokálny model CAPM má určité praktické nevýhody v porovnaní s globálnym CAPM. Pri uplatňovaní lokálneho modelu CAPM pre investovanie v rôznych krajinách, by sa mala odhadnúť trhovú prémie a beta koeficient pre každú krajinu, nielen globálna riziková prémie, v prípade keď aplikujeme globálny model CAPM. Použitie lokálneho modelu CAPM tiež znamená, že nie je možné urobiť priamy odhad beta určitej spoločnosti, ktorý je založený na priemerných hodnotách beta pre rovnaký sektor. Táto skutočnosť vedie k tomu, lokálny model CAPM sa odporúča len pre investorov a podniky, ktoré čelia obmedzeniam investovať v zahraničí.

MENOVÉ RIZIKO A OHODNOCOVANIE

Kolísanie výmenných kurzov pri zahraničných investíciách má dopad na hodnotu podniku. Analytici ako aj investori musia byť ostražití v prípade volatility zisku. Veľa spoločností preto pridáva prémie za menové riziko pri kalkulácii nákladov kapitálu pri zahraničnom investovaní. Nie je však potrebné takúto prémie pridávať k nákladom kapitálu. Ako už bolo uvedené v predchádzajúcej časti, prémie za menové riziko v nákladoch kapitálu, je malá. Nemal by byť žiadny rozdiel medzi cenou kapitálu pre investície v cudzej mene a cenou kapitálu pre domácu menu. Po prvé, výkyvy cien majú tendenciu zmierniť menové výkyvy v dôsledku parity kúpnej sily. Po druhé, menové riziko je do značnej miery diverzifikovateľné tak pre spoločnosti ako aj akcionárov. Všetky ostávajúce riziká vyplývajúce zo zmien menových kurzov sú zakomponované v predpokladaných cash flow z investície.

PREDNÁŠANIE ÚČTOVNÝCH VÝKAZOV

Analýza historickej výkonnosti zahraničných spoločností sa najlepšie vykonáva v cudzej mene. Niekedy to nie je možné, napríklad keď majú byť výkazy prenášané do materskej spoločnosti v mene spoločnosti a zahrnuté do jej účtovníctva. US GAAP a tiež IFRS využívajú na prenášanie finančných dokumentov zahraničných spoločností do materskej spoločnosti tieto metódy:

- bežnú metódu,
- temporal metódu,
- inflácii prispôbenú bežnú metódu

Ktorú metódu použiť, závisí od toho, ktorý štandard sa použije a aká miera inflácie je v danej krajine. Pre dcérske spoločnosti, kde je stredná miera inflácie, je prenášanie účtovných výkazov pomerne jednoduché. Obidva štandardy - US GAAP a IFRS aplikujú bežnú metódu, ktorá vyžaduje prepočítavať všetky položky súvahy okrem vlastného majetku v kurzom na konci roka. Translačné zisky a straty v súvahe sú vykázané na akciovom účte, takže nemajú vplyv na čistý zisk. Priemerný výmenný kurz za dané obdobie sa používa na prenášanie výkazu ziskov a strát.

Pre dcérsku spoločnosť, kde miera inflácie je vysoká, IFRS a US GAAP rozdielne definujú hypoerinfláciu, čo má za následok rozdielny prístup k prenášaní účtovných výkazov. US GAAP vyžaduje, aby spoločnosti použili na prenášanie účtovných výkazov temporal metódu. Prístup IFRS k prenášaní účtovných výkazov dcérskych spoločností pri vysokej inflácii je podobný ako pri priemernej inflácii. Kľúčový rozdiel je v tom, že výkazy ktoré majú byť prenášané do materskej spoločnosti, by mali bežnú metódu prispôbiť inflácii.

ZÁVER

Spájanie sa spoločností do väčších a konkurencieschopnejších celkov je prirodzenou reakciou podnikateľských subjektov na neustále sa meniace trhovú prostredie. Spoločnosti sa snažia nielen prežiť a udržať si svoje postavenie na trhu v zostávajúcej sa svetovej konkurencii, ale i rásť a rozvíjať sa, nemajú často inú možnosť, ako sa spojiť s väčším a silnejším hráčom.

Pri ohodnocovaní zahraničných podnikov, často vznikajú problémy, ktoré treba vziať do úvahy. Ide hlavne o problémy spojené s predikciou peňažných tokov, odhadom nákladov kapitálu pomocou modelu CAPM / či už lokálneho, globálneho, alebo medzinárodného/, prepočítavaním účtovných výkazov zahraničných spoločností do materskej spoločnosti

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] Evans, F.C, Mellen CH.M., 2010. *M Building Value in Private Companies.*, New Jersey, John Wiley and Sons, ISBN 978-0-470-60441-0
- [2] Gaughan ,A.P.,2010. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.* 5th ed Willey,ISBN 10-0470561963
Gomes, I. Rozvíjajúce sa ekonomiky sú späť na poli fúzií a akvizícií: objemy obchodov smerujúcich z rozvinutých ekonomík klesajú štyri polroky nasledujúce za sebou. *Investor: financie & investície & poradenstvo.* 2010. roč. 11, č. 4, s. 27.
- [3] Hrvol'ová, B. a kolektív (2015): *Analýza finančných trhov.* Praha, Wolters Kluwer, 2015. ISBN .978-80-7478-9
- [4] Miroslav Kmeťko: Fúzie a akvizície v prvom polroku. Spôsob prístupu: <http://hnonline.sk/c1-56563820-fuzie-a-akvizicie-v-prvom-polroku>. - Popis urobený: 21.9.2012. Názov z titulnej obrazovky. In HNonline.sk [elektronický zdroj]. - Bratislava : Ecopress, a. s., 2012. - (1.6.2012), s. [1].
- [5] Sudarsanam, S, 2010. *Creating value from mergers and Acquisitions.* Harlow, England, Pearson Education limited, ISBN 978-0-273-71539-9.
- [6] Evans, F.C. Mellen CH.M., (2010). *Building Value in Private Companies.*, New Jersey, John Wiley and Sons, ISBN 978-0-470-60441-0
- [7] Koller, T.Goedhart, M.,Wessels, D.(2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies . John Wiley & Sons*, ISBN: 978-1-118-87370-0
- [8] Kmeťko, M. (2012): *Fúzie a akvizície v prvom polroku.* Spôsob prístupu: <http://hnonline.sk/c1-56563820-fuzie-a-akvizicie-v-prvom-polroku>. - Popis urobený: 21.9.2012. Názov z titulnej obrazovky. In HNonline.sk [elektronický zdroj]. - Bratislava : Ecopress, a. s., 2012. - (1.6.2012), s. [1].

TSI INDIKÁTOR A JEHO VYUŽITIE PRI INVESTOVANÍ¹

TSI INDICATOR AND ITS USING FOR INVESTMENTS

Peter Badura²

ABSTRACT

Investors are always trying to find the best time to buy or sell the assets. One of the popular methods they can use is technical analysis and its indicators (like True strength index is, TSI). TSI indicator is in fact a momentum oscillator. The basic idea that stands behind it is to show both – the strength of the current trend and the overbought (or oversold) conditions. The overall trend direction is determined by the slope of the TSI curve. If the curve rises, it means an UP trend. If it falls, it means a DOWN trend. The rising value of TSI means that the price momentum gets stronger in the direction of the price move. Moreover, TSI indicator seems to be much smoother compared to other indicators, so can generate better signals for investments timing.

Keywords: technical analysis, TSI indicator, trend, momentum, timing.

JEL Klasifikácia: G11, G12, G17

ÚVOD

Investori sa pri svojich aktivitách snažia určiť najvhodnejší čas na nákup alebo predaj podkladového aktíva, ten okamih, ktorý by im pomohol na jednej strane maximalizovať ich zisky a na druhej strane minimalizovať straty z nesprávnych rozhodnutí. Z uvedeného dôvodu sa pri svojich rozhodnutiach spoliehajú na rôzne nástroje, ktoré im ponúka napríklad fundamentálna či technická analýza. Okrem nich je tiež často využívaná psychologická analýza, no snažiť sa exaktným spôsobom popísať emocionálne pochody investorov a aktuálne prevládajúcu náladu na trhu, by bolo veľmi komplikované. Z uvedeného dôvodu sa tento článok bude venovať jednému konkrétnemu nástroju technickej analýzy, ktorým je True strength index (skratka TSI indicator). Ide o nástroj technickej analýzy, ktorý v sebe kumuluje viacero zaujímavých funkcií.

HISTÓRIA A VÝPOČET INDIKÁTORA

TSI indikátor vytvoril William Blau. Publikoval ho v časopise „Technical Analysis of Stocks and Commodities“ v roku 1991. TSI indikátor sa radí medzi momentum oscilátory. Jeho základnou myšlienkou je to, že v jednom grafe sa dá vyjadriť oboje – ako sila prevládajúceho trendu, tak i momenty prílišnej prekúpenosti a prepredanosti trhu.

True strength index pre svoju konštrukciu používa cenové momentum a dvojité vyhladený exponenciálny kľzavý priemer. Momentum je rozdiel medzi aktuálnou cenou a cenou „x“ dní späť. Môže byť veľmi volatilné, preto väčšina technických analytikov tento ukazovateľ vyhladzuje jeho kľzavým priemerom, v tomto prípade exponenciálnym kľzavým priemerom

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0404/16 *Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu.*

² Ing. Peter Badura, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: badura.peter@gmail.com

(ďalej v texte tiež ako „EMA“). EMA dokáže cenové momentum vyhladiť, no je pritom naďalej schopná reagovať na akúkoľvek zmenu ceny dostatočne rýchlo. Dvojitá EMA znamená, že výsledok, ktorý sme dosiahli v predchádzajúcom kroku, je opätovne vyhladený druhým kľzavým priemerom. Vzorec na výpočet TSI indikátora vyzerá nasledovne:

$$\text{Mom} = P_n - P_{n-x}$$

$$\text{ABS Mom} = \text{ABS} (P_n - P_{n-x})$$

$$\text{EMA1} = [\text{EMA krátka z (EMA dlhá z Mom)}]$$

$$\text{EMA2} = [\text{EMA krátka z (EMA dlhá z ABS Mom)}]$$

$$\text{TSI} = (\text{EMA1} / \text{EMA2}) * 100$$

kde:

P_n = dnešná cena,

P_{n-x} = cena „x“ dní späť (zvyčajne 1 deň).

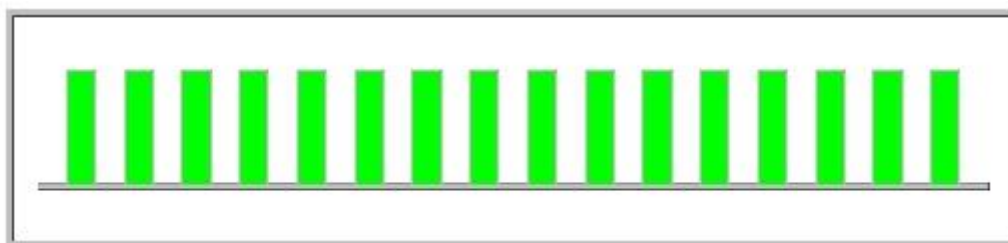
P_{n-x} nemusí byť nevyhnutne v denných intervaloch. Môže to byť tiež rozdiel v týždňoch, hodinách, minútach a pod. Záleží to na časovom rámci, ktorý sa využíva pri investičnej stratégii. Zaujímavosťou pri TSI je, že na rozdiel od iných technických indikátorov sa tu priamo neurčuje počet dní pre jeho výpočet. Technický analytik iba stanovuje počet dní pre jeho tri základné zložky, ktorými sú: krok cenového momenta, dlhšia EMA cenového momenta a kratšia EMA dlhšej EMA.

ZÁKLADNÝ PRINCÍP TSI INDIKÁTORA

Princíp fungovania TSI indikátora nie je vôbec komplikovaný. Na jeho vysvetlenie bude použitý jednoduchý príklad (v tomto príklade sa však bude pracovať s jednoduchým kľzavým priemerom namiesto exponenciálneho kľzavého priemeru). Predpoklad je, že investor by chcel vypočítať TSI indikátor, ktorý by bol založený na:

- 1-dňovom cenovom momente,
- 16-dňovom dlhšom kľzavom priemere,
- 8-dňovom kratšom kľzavom priemere.

V nasledujúcom príklade je ilustrovaná situácia, kde cena môže iba vzrásť alebo klesnúť o 2 body počas každého jednotlivého obchodného dňa. Ak by všetky ceny uzavreli vyššie, potom by cenové momentum vyzeralo nasledovne.



Obrázok 1 TSI indikátor a rastúce momentum

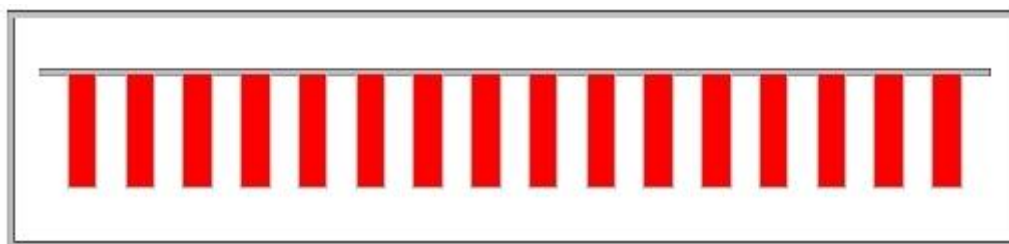
Prameň: vlastné spracovanie autora.

Ak by cena vzrástla o +2 body každý deň, cenové momentum by bolo taktiež +2 pre každý deň. Všetky zmeny sú pozitívne (nad nulovou líniou). V takom prípade, dlhší kľzavý priemer by sa rovnal +2 a kratší kľzavý priemer predchádzajúceho dlhšieho kľzavého priemeru by sa taktiež rovnal +2. Finálny výsledok TSI indikátora by bol $[(2/2) * 100] = +100$ bodov. Šnúra

viacerých pozitívnych cenových zmien viedla k tomu, že finálny TSI výsledok by ukazoval veľmi vysoké pozitívne hodnoty, čím zároveň poukazuje na silné kladné cenové momentum (cena neustále rástla).

Výsledok zároveň znamená, že TSI dosiahlo svoj horný limit a trh s príslušným podkladovým aktívom je extrémne prekúpený. To by mohlo signalizovať blížiaci sa nástup cenových poklesov.

To isté, avšak vice versa, by platilo, ak by bolo zaznamenaných 16 následných negatívnych dní (16 dní s klesajúcimi cenami).

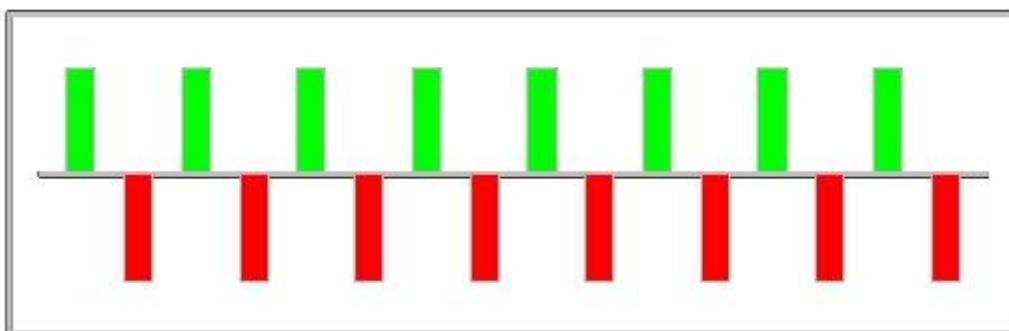


Obrázok 2 TSI indikátor a klesajúce momentum

Prameň: vlastné spracovanie autora.

V takom prípade by TSI indikátor dal výsledok $[(-2/2) * 100] = -100$ TSI bodov, čo by nás upozorňovalo na extrémne silné negatívne cenové momentum a zároveň prepredanosť na trhu.

Nasledujúci obrázok č. 3, zobrazuje ďalšiu možnú situáciu.



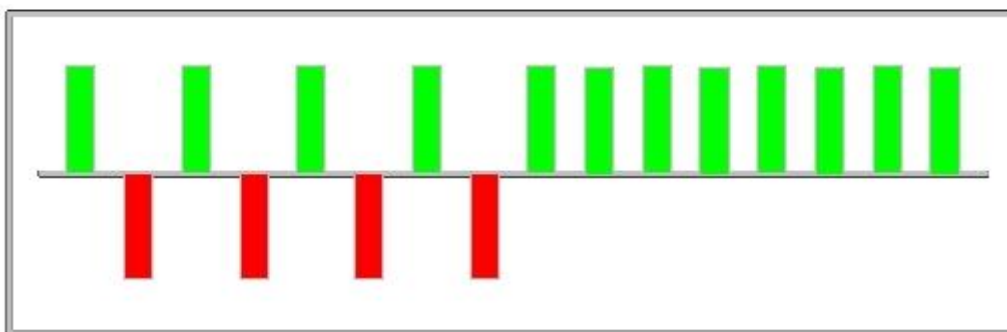
Obrázok 3 TSI indikátor a meniace sa momentum

Prameň: vlastné spracovanie autora.

V takomto prípade by sa cenové momentum menilo každý deň od +2 po -2 body. Dôležitou informáciou je, že dlhší kĺzavý priemer cenového momenta a kratší kĺzavý priemer (predchádzajúceho dlhšieho kĺzavého priemeru) by sa rovnali 0. Dlhší kĺzavý priemer absolútnej hodnoty cenového momenta a rovnako kratší kĺzavý priemer by sa rovnali 2. Finálny výsledok TSI indikátora by bol na úrovni $[(0/2) * 100] = 0$.

Nulová hodnota TSI indikátora znamená, že trh je v rovnováhe a ani nákupcovia ani predajcovia nevyhrávajú. Na trhu nie je žiaden prevládajúci trend a trh sa pohybuje len do strany.

Ďalšia možná situácia na trhu je zobrazená na obrázku č. 4 nižšie.



Obrázok 4 TSI indikátor a začínajúci trend
Prameň: vlastné spracovanie autora.

V takomto prípade by sa dlhší kĺzavý priemer cenového momenta rovnal +1. Kratší kĺzavý priemer predchádzajúceho kĺzavého priemeru by sa rovnal +0,5 (možno to vyzerá na prvý pohľad prekvapujúco, avšak kratší kĺzavý priemer sa ráta z dlhšieho kĺzavého priemeru, ktorý dokázal vzrásť len z hodnoty 0 na hodnotu +1 za posledných 8 dní). Dlhší kĺzavý priemer absolútneho cenového momenta by sa rovnal +2 a kratší kĺzavý priemer predchádzajúceho kĺzavého priemeru by sa taktiež rovnal +2. Finálny výsledok by bol $[(0,5/2) * 100] = +25$ TSI bodov. Tento výsledok znamená, že ak berieme do úvahy taktiež starších 8 dní, v porovnaní s nimi sa aktívum práve stalo prekúpené (hodnota sa náhle dostala z úrovne 0 na úroveň +25 bodov – ktorá je pri tomto indikátore považovaná za začiatok oblasti prekúpenosti).

Ako bolo uvedené na začiatku tohto príkladu, vysvetlenie je čiastočne zjednodušené. Namiesto exponenciálneho kĺzavého priemeru bol v príklade použitý jednoduchý kĺzavý priemer. Hlavný rozdiel medzi nimi je v tom, že kým jednoduchý kĺzavý priemer prikladá každému dňu vo výpočte tú istú váhu, exponenciálny kĺzavý priemer prikladá jednotlivým dňom tým vyššiu váhu, čím sú aktuálnejšie.

NASTAVENIE TSI INDIKÁTORA

Najčastejšie platí, že sa pri výpočte indikátora využíva 25-dňový exponenciálny kĺzavý priemer, ktorý sa uplatní na cenové momentum (rozdiel dvoch cien). Následne sa tento výsledok ešte vyhladí 13-dňovým EMA. Toto sú najbežnejšie nastavenia, ale každý technický analytik si môže zvoliť svoje vlastné, ktoré viac vyhovujú jeho investičnej stratégii. Finálne TSI výsledky sú však vždy obmedzené hranicami od -100 po +100 bodov. Výsledky, ktoré by sa približovali týmto hraniciam sú extrémne zriedkavé, ale o čo kratšie periódy sú pri výpočte TSI použité, o to častejšie je možné tieto extrémne hranice reálne dosiahnuť.

Väčšina TSI hodnôt sa pohybuje v intervale od -25 po +25 bodov, ktoré zároveň Blau navrhol používať ako hranice prepredanosti a prekúpenosti. Takto sa TSI indikátor správa ako proti-trendový oscilátor (akými sú napr. RSI oscilátor, W%R, CCI, Stochastic a pod.). Na druhej strane, celkový trend, ktorý prevláda na trhu je určený sklonom krivky TSI indikátora. Ak krivka rastie, znamená to, že na trhu prevláda rastúci trend. Ak krivka klesá, znamená to, že na trhu prevláda klesajúci trend.

Rastúca hodnota TSI indikátora znamená, že cenové momentum získava na svojej sile, a to v smere pohybu ceny. Platí teda, že indikátor je negatívny, keď dvojité vyhladené cenové momentum je tiež negatívne a pozitívny, keď je momentum pozitívne. Dvojité vyhladené absolútne cenové momentum normalizuje indikátor a nastavuje hornú a dolnú hranicu pre samotný oscilátor (od +100 po -100 bodov). Inými slovami, tento indikátor meria dvojité vyhladené cenové momentum relatívne k dvojitému vyhladenému absolútnemu cenovému momentu.

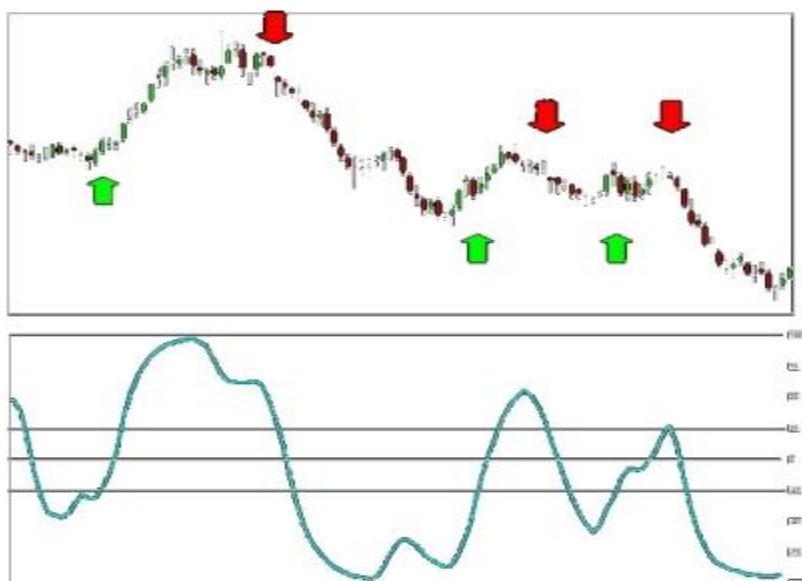
Nižšie je zobrazený TSI indikátor v grafe. Je založený na 1-dňovom cenovom momente, 10-dňovom dlhšom kĺzavom priemere a 5-dňovom kratšom kĺzavom priemere. Šípky poukazujú na miesta, kde indikátor prekračuje hranice prepredanosti a prekúpenosti späť do svojho bežného rozpätia.



Obrázok 5 TSI indikátor založený na 1-dňovom momente
Prameň: vlastné spracovanie autora.

Ako možno vidieť, TSI indikátor generuje skutočne pekné býčie a medvedie signály. Pracoval bezchybne po väčšinu času, avšak nezachytil posledný zostupný trend. To je dôvod, prečo by mal každý investor používať tzv. stop loss príkazy.

Na nasledujúcom obrázku boli uchované nastavenia kĺzavého priemeru a zmenilo sa len nastavenie pre cenové momentum (z 1-dňového rozdielu na 1-týždňový rozdiel – teda ako sa zmenila cena aktíva napríklad od pondelka do pondelka).



Obrázok 6 TSI indikátor založený na 10-dňovom momente
Prameň: vlastné spracovanie autora.

Ako možno vidieť, indikátor sa stal omnoho vyhladenejším. Generuje signály, ktoré sú o niečo neskoršie, avšak na druhej strane stihol zachytiť aj posledný klesajúci trend.

VYUŽITIE INDIKÁTORA PRI INVESTOVANÍ

Ako s väčšinou momentum oscilátorov, technickí analytici môžu odvodiť signály z oblastí prekúpenosti a prepredanosti, prekríženia nulovej línie alebo býčích a medvedích divergencií. Hlavné investičné stratégie sú uvedené nižšie.

- Podobne ako RSI oscilátor, aj TSI indikátor signalizuje prepredané a prekúpené podmienky na trhu. Hranica +25 bodov signalizuje prekúpený trh, kým hranica -25 bodov signalizuje prepredaný trh. Analytik by však mal vždy brať do úvahy to, že podmienky na trhu, ktoré signalizujú aktuálnu prekúpenosť či prepredanosť trhu neznamenať, že cenový trend sa musí nevyhnutne a okamžite zmeniť. Tieto podmienky len znamenajú, že cena sa za príliš krátku dobu dostala príliš ďaleko. Technickí analytici by mali počkať na ďalší signál, ktorý by im potvrdil, že skutočne dochádza k aktuálnej zmene trendu.

- Prekríženia nulovej línie smerom nahor znamenajú, že trh sa zmenil na býčí (investor by mal vyhľadávať nákupné možnosti). Prekríženia smerom nadol znamenajú, že trh sa zmenil na medvedí (a je vhodný čas podkladové aktívum predať).

- Investori môžu tiež zamerať svoju pozornosť na prekríženia TSI a jeho EMA. Prekríženia so svojou „signal line“ sú v skutočnosti tými ďaleko najčastejšími signálmi. Prekríženia smerom nadol znamenajú, že býčie momentum slabne a možno práve nadišiel vhodný čas aktívum predať. Prekríženia signálnej línie smerom nahor znamenajú, že medvedie momentum slabne a je vhodný čas na nákup. Investori takto môžu dostať vstupné a výstupné signály skôr, ako by ich dostali čakaním na prekríženie TSI hodnôt so svojou nulovou líniou. EMA sa zvyčajne nastavuje na 7 dní, ale čím menej dní je použitých na jej výpočet, tým viac signálov je generovaných a naopak. Používaním tejto stratégie sa analytici dostávajú bližšie k využívaniu tohto indexu ako proti-trendového oscilátora (napriek tomu by mali vždy mať na pamäti, že trend môže pretrvávajúť skutočne veľmi dlhý čas, a to aj pri slabnutí momente).

- Nasledujúcou stratégiou sú býčie a medvedie divergencie. Tie môžu investorov upozorniť na možnú zmenu trendu. Býčie (alebo pozitívne) divergencie sú vytvorené, keď cenový graf vytvorí nižšiu minimálnu cenu ale TSI graf vytvorí vyššiu minimálnu cenu (za to isté obdobie). Toto by mohlo znamenať vhodný čas na nákup aktíva. Medvedia (alebo negatívna) divergencia je vytvorená, keď cenový graf vytvorí vyššiu maximálnu cenu, avšak TSI krivka ju nepotvrdí (vhodný čas na predaj aktíva). Analytici môžu tiež vyhľadávať tzv. grafické obrazce (trendové línie, hranice odporu a pod.). Cenové obrazce majú rovnaký vplyv na TSI indikátor ako by mali na štandardný cenový graf (pretože TSI pozostáva z klzavých priemerov, ktoré sú v skutočnosti len vyhladenými cenami).

Na záverečnom obrázku je TSI indikátor porovnaný s jedným z najpopulárnejších oscilátorov, ktorým je RSI (Relative strength index). Nastavenia boli vybrané zámerne tak, aby bolo možné dostať tak podobné vstupné a výstupné signály, ako je to len možné. Relative strength index je nastavený na tradičných 14 dní a True strength indexu boli ponechané predchádzajúce nastavenia na 1-dňové momentum, 10-dňový dlhší klzavý priemer a 5-dňový kratší klzavý priemer. TSI je zobrazený krivkou v grafe vyššie, kým RSI je zobrazený krivkou v grafe pod ním.



Obrázok 7 TSI v porovnaní s RSI indikátorom
 Prameň: vlastné spracovanie autora.

Ako je možno vidieť, TSI krivka je podstatne hladšia, v porovnaní s RSI. Keď sa TSI kombinuje so svojím 14-dňovým EMA ako signálna línia (pridaná vyhladená krivka), produkuje menej falošných signálov. To je možno dôvod, prečo tak veľa technických investorov dáva prednosť TSI indikátoru pred RSI oscilátorom.

ZÁVER

Ako pri všetkých technických indikátoroch, to najlepšie, čo môže každý investor spraviť, je otestovať si jeho vlastné vstupné údaje, vlastné nastavenia a pravidlá pre investovanie. Tie najlepšie výsledky je často možné získať s nezvyčajnými nastaveniami a pravidlami, ktoré sú na prvý pohľad čiastočne nelogické (napríklad ak sa nakupuje v momente, keď indikátor s tradičnými nastaveniami vygeneruje signál pre predaj, a naopak). Čím viac nastavení môže technický analytik zmeniť pri každom indikátore, s ktorým pracuje, čím viac s ním môže experimentovať a porovnávať ho s inými indikátormi, tým lepšie pre jeho investičnú stratégiu a konečné zhodnotenie portfólia.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BAUMOHL, B. 2012. *The secrets of Economic Indicators: Hidden Clues to Future Economic Trends and Investment Opportunities*. 3rd edition. New Jersey : FT Press, 2012. 496 s. ISBN 0-13-293207-5.
- [2] CONSTABLE, S. A WRIGHT, R. E. 2011. *The WSJ Guide to the 50 Economic Indicators That Really Matter: From Big Macs to "Zombie Banks," the Indicators Smart Investors Watch to Beat the Market (Wall Street Journal Guides)*. New Yorky : HarperCollins, 2011. 304 s. ISBN 978-0-06-200138-2.
- [3] BIKÁR, M. 2015. Vplyv menových politik centrálnych bánk na finančné trhy a výkonnosť ekonomík. In *Podnikové financie vo vede a praxi : zborník vedeckých statí*.

- Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. ISBN 978-80-225-4093-3, s. 184-193. VEGA 1/0042/13.
- [4] HRVOĽOVÁ, B. – BADURA, P. – MARKOVÁ, J. 2015. *Analýza finančných trhov*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. 516 s. ISBN 978-80-7478-948-9.
- [5] MARKOVIČ, P. – SMORADA, M. – ŠRENKEL, Ľ. 2015. Informačná asymetria ako dôsledok nesprávneho získavania, analýzy a interpretácie informácií. In *Theory of management 8 : the selected problems for the development support of management knowledge base*. Žilina: Faculty of Management Science and Informatics, University of Zilina & Institute of Management by University of Zilina, 2015. str. 49-51.
- [6] MIKOVÁ, O. – BIKÁR, M. – KMETKO, M. 2009. *Finančné investície*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2009. ISBN 978-80-225-2729-3.
- [7] MORAVČÍKOVÁ, E. – ŠKRINIAR, P. 2012. Ukazovatele vhodné na sledovanie pri výbere akciových titulov. *Acta Moraviae: scientific journal for economics, management and informatics*. Vol 4, Issue 7, str. 119-123. ISSN 1803-7607.

VPLYV MENOVÝCH POLITÍK CENTRÁLNYCH BÁNK NA FINANČNÉ TRHY A CENY AKTÍV¹

CENTRAL BANK MONETARY POLICIES INFLUENCE ON FINANCIAL MARKETS AND ASSET PRICES

Miloš Bikár²

ABSTRACT

The current post-crisis economic and financial landscape has been characterised by rising asset prices, driven by record low interest rates and easy monetary policy and low productive investment by firms in advanced countries. The promises of growth, employment, and adequate retirement income are seen to be at risk in the absence of policy actions. The objective of the paper is to look at the way in which companies, banks, institutional investors and shadow banking entities are operating in the low-growth and low-interest rate environment and explores the build-up of risks in the financial system. 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

Vývoj svetovej ekonomiky a dianie na finančných trhoch boli v posledných rokoch výrazne ovplyvnené uvoľnenou menovou politikou centrálnych bánk, historicky nízkymi úrokovými sadzbami, klesajúci vládny i firemnými investíciami, poklesom medzinárodného obchodu, stagnáciou reálnych príjmov a prehlbujúcim sa rozdielom v prerozdelení bohatstva. Obrovské objemy odkupov vládnych dlhopisov zo strany centrálnych bánk zapríčinili zmeny cien aktív, ich realokáciu smerom k rizikovejším aktívam, problémy správcov aktív reprezentujúcich inštitucionálnych investorov a zvýšenú volatilitu na menových trhoch. Nízke úrokové sadzby viedli firmy k realizácii spätných odkupov akcií, k značnému rastu počtu primárnych emisií akcií a historickým rekordom v globálnej aktivite fúzií a akvizícií.

VÝVOJ A PREDIKCIA GLOBÁLNEJ EKONOMIKY

Vývoj globálnej ekonomiky v roku 2016 ovplyvnil nižší objem medzinárodného obchodu, slabšia ako očakávané investičná aktivita firiem, klesajúca produktivita práce a geopolitické riziká, ku ktorým prispel i plánovaný odchod Británie z EÚ. Výsledkom týchto efektov je globálny predikovaný rast HDP na úrovni 3,0 %, čo predstavuje mierny pokles v porovnaní

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0007/16 *Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny 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

s predchádzajúcim rokom. Klesajúci trend vývoja potvrdzujú údaje z Číny, Veľkej Británie a Brazílie. V ekonomike Číny sa navyše prejavuje dlhodobý klesajúci trend vývoja exportu a importu, čo môže spôsobiť problém mnohým iným krajinám, ktoré si budú musieť hľadať iné odbytové trhy. Ekonomika USA bola ťahaná len súkromnou spotrebou, kým ostatné zložky HDP boli negatívne s výraznou absenciou fixných investícií. Vývoj v eurozóne má stagnujúci trend na úrovni 1,6 % HDP, poznačený vývojom v Rusku a na Ukrajine s tým, že žiadaný prorastový impulz bude musieť eurozóna hľadať v exporte do iných rýchlo rastúcich krajín. Graf 1 uvádza reálny vývoj a predikciu HDP vo vybraných krajinách sveta.

Tabuľka 1 Vývoj reálneho HDP vo vybraných krajinách za roky 2014-2017 (v %)

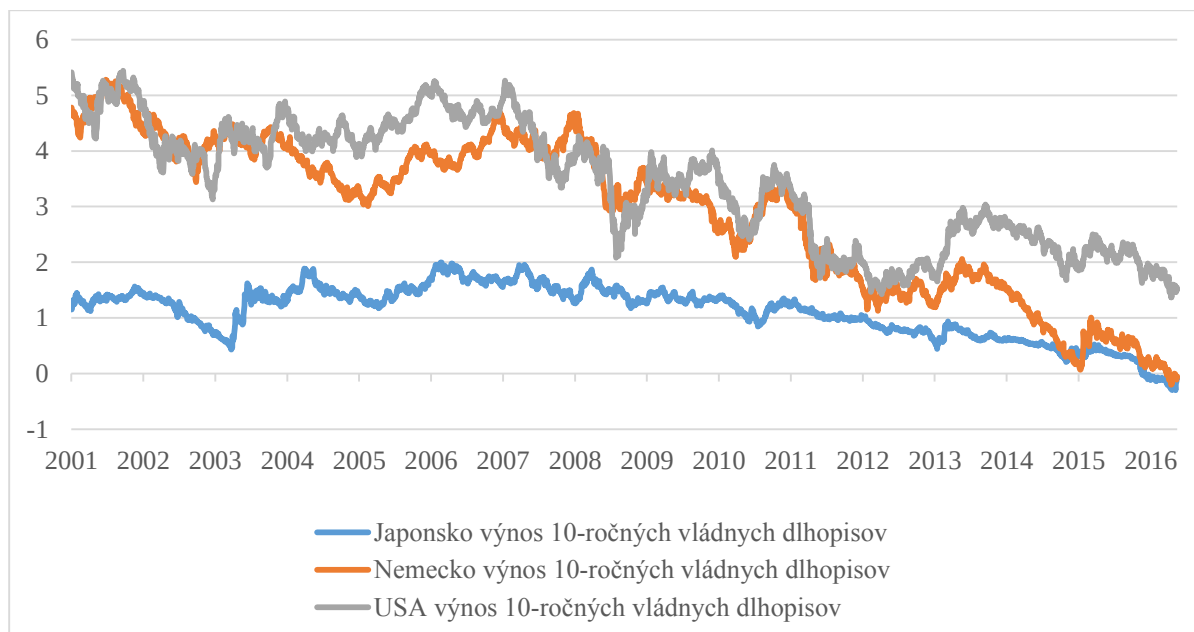
	2014	2015	2016	2017
Svet	3,3	3,3	3,0	3,3
USA	2,4	2,4	1,8	1,7
Eurozóna (15 krajín)	1,0	1,6	1,6	1,7
Čína	7,3	6,9	6,5	6,2
India	7,2	7,4	7,4	7,5
Japonsko	0,0	0,6	0,7	0,4
Veľká Británia	2,9	2,3	1,7	2,0
Brazília	0,1	-3,9	-4,3	-1,7

Prameň: OECD Real GDP Forecast, 2016.

VÝVOJ VEREJNÝCH FINANCIÍ A CIEN DLHOPISOV

Z ekonomického hľadiska ponúka zaujímavý výstup analýza vývoja dlhu a úrokových sadzieb. Pokles úrokových sadzieb sa prejavil na prepade cien vládnych dlhopisov, ktoré atakujú historické minimá (pozri graf 1). V prípade vyspelých krajín, napríklad Nemecka, sa krátko splatnosti dlhopisov predávali za záporné sadzby.

Graf 1 Dlhodobý vývoj cien 10-ročných vládnych dlhopisov

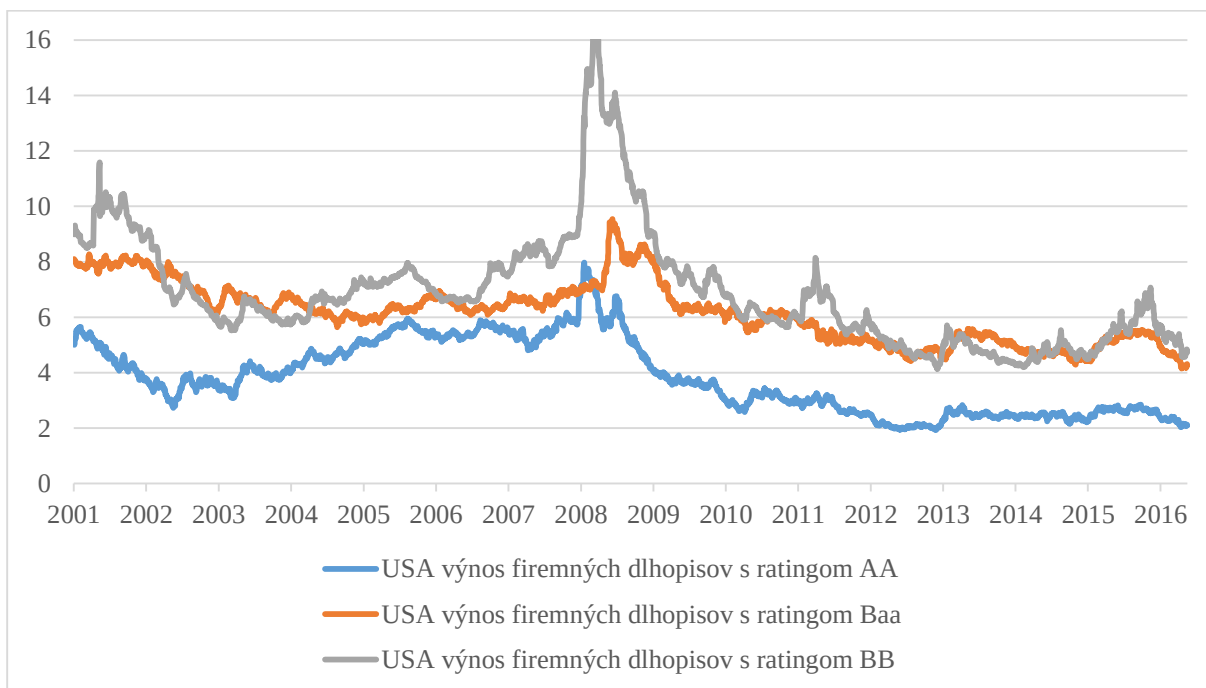


Prameň: Vlastné spracovanie, údaje z databázy Quandl, 2016.

Nízke úrokové sadzby tak prispeli k výrazne nižším nákladom štátov spojených s refinancovaním vládnych dlhov. Krajínám eurozóny sa podarilo medziročne mierne znížiť kumulovaný objem dlhov k HDP z 93 % na úroveň 91,7 % k marcu 2016 (EUROSTAT, 2016). K najmenej zadlženým krajinám EÚ patria pobaltské krajiny, Luxembursko (21,8 %) a Nórsko (32,8 %). Solídnu úroveň dlhov si udržuje Dánsko (39,9 %), Česko (40,4 %) a Švédsko (42,2 %), za ktorými nasledujú Poľsko (52 %) a Slovensko (52,2 %). Naopak, problémy s vysokým zadlžením pretrvávajú v Grécku (176,3 %), Taliansku (135,4 %) Portugalsku (128,9 %) a Belgicku (109,2 %). V najbližšom období nie je možné očakávať zmenu v menovej politike ECB pokiaľ ide o základné úrokové sadzby, a tak v strednodobom horizonte môže naďalej väčšina krajín participovať na výhodných cenách dlhopisov.

Obdobný trend zaznamenal aj vývoj firemných dlhopisov. I keď v kontinentálnej Európe sa väčšina firemného financovania realizuje prostredníctvom bankových úverov, slabší investičný dopyt viedol i na trhu firemných dlhopisov k miernemu poklesu. Najväčší trh s firemnými dlhopismi je v USA. Nasledujúci graf 2 uvádza dlhodobé porovnanie vývoja cien firemných dlhopisov v USA v členení podľa ratingu. Napriek globálne výhodnej situácii na trhu dlhopisov, investičná aktivita firiem v USA i v EÚ zaznamenala paradoxne pokles, čo vyplýva z celkového slabšieho globálneho dopytu.

Graf 2 Porovnanie vývoja cien firemných dlhopisov v USA



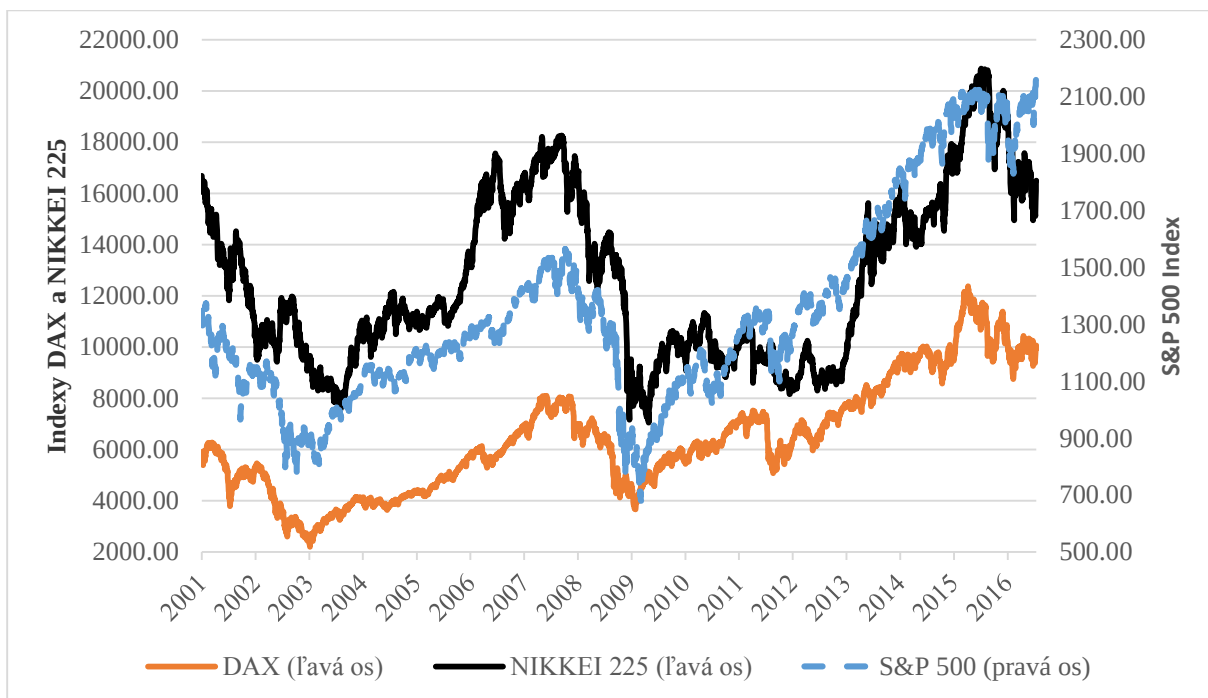
Prameň: Vlastné spracovanie, údaje z databázy Quandl, 2016.

SVETOVÉ BURZY A CENY AKTÍV

Monetárna politika bánk vplýva na vývoj finančných trhov a správanie sa manažérov. V niektorých krajinách sa centrálné banky stali dominantným držiteľom vládnych dlhopisov, napríklad Japonská centrálna banka vlastní až 35 % objemu emitovaných vládnych dlhopisov, centrálna banka vo Veľkej Británii vlastní 34 % a v USA je to 21 %. Logickým vyústením kvantitatívneho uvoľňovania je enormný nárast bilancií hlavných centrálnych bánk. Pokles vývoja cien vládnych dlhopisov viedol k zmene v alokácii aktív. Investorská verejnosť

obrátila svoju pozornosť k rizikovejším aktívam, k nákupu akciových titulov, nehnuteľnostiam a zlatu. Od marca 2016 zaznamenali svetové burzy významné nárasty, a i napriek krátkodobému prepadu búrz kvôli výsledku hlasovania o zotrvaní v EÚ v Británii, atakovali v letných mesiacoch svoje historické maximá indexy S&P 500, Dow Jones 30 i britský FSTE 100 (kvôli prepadu libry). Situáciu v Európe ovplyvnil prepad cien akcií finančných inštitúcií, napriek tomu sa hlavný nemecký index DAX vrátil na úrovne z konca roka. Iný vývoj je v Ázii, kde japonský index NIKKEI 225 medziročne stráca 17,4 % najmä vďaka silnému jenu a celkovo slabšiemu dopytu zo strany Číny a ďalších ázijských krajín. Dlhodobý vývoj troch hlavných svetových indexov uvádza nasledovný graf 3.

Graf 3 Porovnanie vývoja cien hlavných burzových indexov



Prameň: Vlastné spracovanie, údaje z databázy Quandl, 2016.

Súčasnú cenu mnohých akciových titulov sú nadhodnotenou vplyvom expanzívnych politík centrálnych bánk a nízkych úrokových sadzieb. Mimo akciové trhy však výrazný rast zaznamenali ceny realít a zlata. Nízke ceny hypoték stimulovali investičnú aktivitu developerov a záujem individuálnych investorov o realitný trh. Ceny nehnuteľností tak opätovne rastú a je len otázkou času, kedy uvidíme novú realitnú bublinu. Nová vlna dopytu po zlate spôsobila jeho medziročný rast o 20,5 % (8/2015 – 8/2016), čo zapríčinil presun zdrojov z dlhopisového trhu. Podiel zlata v portfóliách správcov aktív rástol i vďaka riziku z vysokých cien akcií a možnej korekcii ich cien.

VOLATILITA NA MENOVOM TRHU

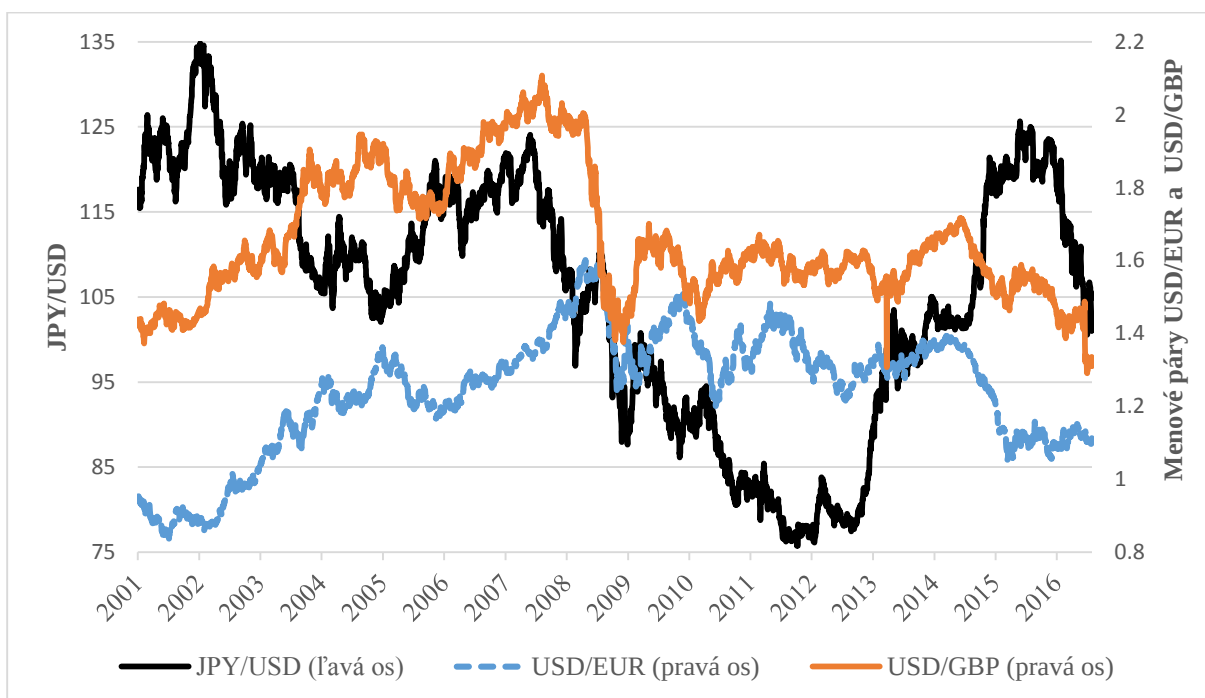
Vývoj na menovom trhu je silne pod vplyvom menovej politiky centrálnych bánk a neočakávaných udalostí, ktoré zvyšujú krátkodobú volatilitu hlavných svetových mien. Menový pár USD/EUR je v zajatí menového výboru amerického FEDu, a jeho trend sa aktuálne odvíja od rozhodnutia zvýšiť, alebo ponechať základnú úrokovú sadzbu na súčasnej úrovni 0,25-0,5 % p.a. Zlepšujúce sa makroekonomické ukazovatele vývoja americkej ekonomiky naznačujú možnú úpravu sadzieb na jeseň 2016. V tomto prípade by americký dolár posilnil pod úroveň 1,1 USD/EUR, a mohol by v krátkodobej predikcii atakovať

hranicu 1,05 USD/EUR. Táto situácia by však značne poškodila americký export, ktorý už dnes z pohľadu vývoj obchodnej bilancie vykazuje negatívne saldo. Z uvedeného dôvodu je centrálna banka opatrná v snahe chrániť domáci trh. Mnohí ekonómovia však túto situáciu označujú pojmom skrytá menová vojna. Jej negatíva sa prejavujú v nerovnomernom vývoji cien iných aktív, napríklad štátnych dlhopisov, či raste cien nehnuteľností. Za iných okolností by totiž americký FED upravil sadzby už v máji 2016 a nastavil tak novú úroveň úrokových kriviek.

Britská libra sa po výsledku hlasovania o zotrvaní Británie v EÚ dostala pod silný depreciačný tlak, a z pôvodnej úrovne 1,57 USD/GBP sa dostala až pod hranicu 1,30 USD/GBP. Tento neočakávaný vývoj paradoxne pomáha britskému exportu a rovnako stimulácii predaja spotrebných tovarov zo strany zahraničných turistov. Podpora exportu pomohla i rastu cien akcií exportných firiem.

Opačný vývoj zaznamenaj japonský jen. Vzhľadom na fakt, že táto mena je označovaná zo strany investorov ako mena bezpečného prístavu, geopolitické riziká viedli k rastu dopytu po tejto mene. Japonský jen tak od novembra 2015 podľahol silným apreciačným tlakom a z úrovne 123 JPY/USD sa dostal až k hranici 100 JPY/USD. Táto situácia výrazne poškodila japonských exportérov, čo sa odzrkadlilo i na vývoji cien japonských akcií. Slovná intervencia japonskej centrálnej banky vedúca k snahám o oslabenie jenu nemala na jeho vývoj dopad. Dlhodobý vývoj analyzovaných hlavných menových párov ilustruje graf 4.

Graf 4 Dlhodobý vývoj hlavných menových párov



Prameň: Vlastné spracovanie, údaje z databázy Quandl, 2016.

DISKUSIA

Nízke úrokové sadzby a politika kvantitatívneho uvoľňovania spôsobujú problémy ekonómom i investorom po celom svete, avšak vládám uvoľnená menová politika vyhovuje. Nízke úrokové sadzby podstatne znižujú náklady na obsluhu dlhu, krátke emisie ponúkajú dokonca záporný výnos. Menové authority tak prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania posielajú väčšinu príjmov z úrokov späť vládam, takže vlády prakticky platia samy sebe. Pre zaujímavosť, v USA tak už FED vrátil ministerstvu financií takmer 600 miliárd USD,

v Británii dostala vláda od centrálnej banky 47 miliárd libier. Táto situácia sa podobá modelu helikoptérových peňazí, kde centrálna banka adresujú priamu finančnú pomoc ekonomike. Obyvatelia by vďaka tomu mohli rýchlejšie miňať peniaze, čím by podporili želanú spotrebu, zamestnanosť a hospodárstvo. Tento scenár, o ktorom sa často hovorí, ale pravdepodobne nenastane.

Za normálnych okolností by mali byť centrálna banka vo vyspelých krajinách nezávislá. Môžu pomáhať ekonomike znižovaním úrokov alebo predajom či nákupom cenných papierov, ale nemôžu prinútiť banky požičiavať peniaze a spotrebiteľov utrácať. Rovnako by sa nemali priamo podieľať na splácaní vládneho dlhu (kvantitatívne uvoľňovania to nepriamo umožnilo – ministerstvo financií vydá dlhopisy a na sekundárnom trhu ich kúpi centrálna banka). Prostredníctvom odkupov dlhopisov tak dochádza k monetizácii vládneho dlhu. V niektorých krajinách, naposledy v Argentíne alebo v Zimbabwe, sa centrálna banka podieľala na splácaní vládneho dlhu priamo a skončilo to vysokou infláciou, v prípade Zimbabwe až hyperinfláciou. V súčasnosti vedú centrálna banka a vlády boj s peniazmi proti nevyhľaditeľne slabému ekonomickému rastu. Doterajšia politika kvantitatívneho uvoľňovania však nedokázala naštartovať rýchlejší rast ekonomík. Naopak, situácia v eurozóne sa môže kvôli Brexitu zhoršiť s negatívnym dopadom na globálnu ekonomiku.

ZÁVER

Financovanie fiškálnych deficitov sa stalo vďaka agresívnej menovej politike veľmi ľahkým, avšak pomer verejného dlhu k veľkostiam jednotlivých ekonomík zostáva stále vysoký vo väčšine vyspelých krajín. Istá forma helikoptérových peňazí by teoreticky mohla pomôcť tým, že by došlo k monetizácii deficitov, či zrušeniu dlhov držaných centrálnymi bankami. Ale obava z neočakávaných dôsledkov, ktoré by mali vplyv na dôveru v systém ako taký, a rovnako na praktickú účinnosť takej radikálnej politiky, viedla i pomerne odvážnych politikov v Japonsku k tomu, že od takého úmyslu radšej ustúpili. V iných častiach sveta by niečo podobného prešlo s ešte menšou pravdepodobnosťou. Možnosti podpory ekonomík zo stany centrálnych bánk sa tak javia ako vyčerpané.

Neprimeraný vývoj cien aktív narúša stabilitu na finančných trhoch. Investorov odrádza nízka cena dlhopisov a realokujú svoje zdroje do rizikovejších aktív. Neúmerný rast akciových trhov pripomína tvoriacu sa trhovú bublinu, akú bolo možné pozorovať v predošlých cykloch. Príkladom potvrdzujúcim tento scenár ponúka i realitný trh. V situácii, keď sa opatrnejšia časť investorskej verejnosti prikláňa k nákupu zlata, je na mieste sa zamyslieť nad zmyslom neštandardných nástrojov centrálnych bánk a návratu k normalizácii podmienok na finančných trhoch. Pozitívny impulz môžu priniesť jesenné zasadnutie FEDu a očakávané zvýšenie úrokových sadzieb. Tento krok by s odstupom času kopírovali aj ďalšie hlavné centrálna banka a postupne by došlo k zrealizovaniu cien finančných aktív. V opačnom prípade nás v blízkej budúcnosti čakajú ďalšie ekonomické šoky, série bankrotov či nové, ešte viac agresívne kroky centrálnych bánk.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] COIBION, O. 2012. Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small? In *American Economic Journal: Macroeconomics*. Vol.4, No.2, s. 1-32. DOI: 10.1257/mac.4.2.1.
- [2] COUR-THIMANN, P., WINKLER, B. 2012. The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. In *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, No.4, s. 765-803. Doi: 10.1093/oxrep/grs038.

- [3] DE FIORE, F., TRISTANI, O. 2013. Optimal Monetary Policy in a Model of the Credit Channel. In *The Economic Journal*, Vol. 123, No. 571, s. 906-931. DOI: 10.1111/j.1468-0297.2012.02558.x
- [4] EUROSTAT, 2016. *General government gross debt - quarterly data* [online], [cit. 2016.08.14]. Dostupné na internete: <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/teina230>>.
- [5] FAHR, S., MOTTO, R., ROSTAGNO, M., SMETS, F., TRISTANI, O. 2013. A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past. In *Economic Policy*, Vol. 28, No. 74, s. 243-288. DOI: 10.1111/1468-0327.12008.
- [6] 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.
- [7] LYONNET, V., WERNER, R. 2012. Lessons from the Bank of England on 'quantitative easing' and other 'unconventional' monetary policies. In *International Review of Financial Analysis*, Vol. 25, s. 94-105. DOI:10.1016/j.irfa.2012.08.001.
- [8] PARIES, M.D., DE SANTIS, R.A. 2013. A Non-Standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-year LTROs and the Shift in Credit Supply. In *ECB Working Paper*, No. 1508. s 42.
- [9] QUANDL. 2016. *Currency Exchange Rates - EUR vs USD, USD vs. GBP and JPY vs USD*. [online], [cit. 2016.08.08]. Dostupné na internete: <<https://www.quandl.com/data/BOE/XUDLJYD-Spot-Exchange-Rate-Japanese-Yen-Into-USD>, <https://www.quandl.com/data/BOE/XUDLUSD-Spot-Exchange-Rate-British-Pound-Into-USD>, <https://www.quandl.com/data/BOE/XUDLERD-Spot-Exchange-Rate-Euro-Into-USD>>.
- [10] QUANDL. 2016. *S&P 500 Index. DAX Index (Germany). Nikkei 225 Index (Japan)*. [online], [cit. 2016.08.08]. Dostupné na internete: <https://www.quandl.com/data/YAHOO/INDEX_GSPC-S-P-500-Index, https://www.quandl.com/data/YAHOO/INDEX_GDAXI-DAX-Index-Germany, https://www.quandl.com/data/YAHOO/INDEX_N225-Nikkei-225-Index-Japan>.
- [11] QUANDL. 2016. *Germany Government Bond 10Y, Japan Government Bond 10Y, USA Government Bond 10Y*. [online], [cit. 2016.08.08]. Dostupné na internete: <<https://www.quandl.com/data/SGE/DEUGYLD-Germany-Government-Bond-10Y>, <https://www.quandl.com/data/SGE/JPNGYLD-Japan-Government-Bond-10Y>, <https://www.quandl.com/data/SGE/USAGYLD-United-States-Government-Bond-10Y>>.
- [12] QUANDL. 2016. *US Corporate Bond Yields*. [online], [cit. 2016.08.08]. Dostupné na internete: <<https://www.quandl.com/data/ML/AAY-US-AA-Bond-Index-Yield>, <https://www.quandl.com/data/ML/BBY-US-High-Yield-BB-Corporate-Bond-Index-Yield>, <https://www.quandl.com/data/MOODY/DBAAYLD-Baa-Corporate-Bond-Yield>>.
- [13] OECD, 2016. *OECD Real GDP Forecast*. [2016. online], [cit. 2016.08.14]. Dostupné na internete: <<http://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>>.
- [14] TURNER, F. 2014. The exit from non-conventional monetary policy: what challenges? In *BIS Working Papers*, No. 448. ISSN 1020-0959, s 26.

PRÍNOSY A ŠPECIFIKÁ MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV¹

CONTRIBUTION AND PARTICULARITIES OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Lenka Kalusová²

ABSTRACT

Small and medium-sized enterprises are exposed to a number of problems. One of these are possibilities of raising capital. Several studies point to the existence of so-called financial gap in the SMEs segment. Lack of access to finance restricts innovative activities in SMEs, resulting in aggravated possibilities of competitiveness in these enterprises. The aim of this paper is to point out the benefits and the problems of raising capital for SMEs.

Keywords: small and medium-sized enterprises, problems of small and medium-sized enterprises, capital, bank loans, availability of financial sources.

JEL Klasifikácia: G30, G32

ÚVOD

V rozvinutých ekonomikách sú malé a stredné podniky (ďalej už len MSP) považované za podniky s vysokým stupňom pružnosti, efektívnosti a progresivity, ide teda o podniky, ktoré sa vyznačujú schopnosťou rýchlo sa prispôbiť meniacim sa podmienkam na trhu. Veľkou prekážkou v ich rozvoji a zvýšení konkurencieschopnosti však bola v posledných rokoch najmä svetová hospodárska kríza, ktorá zanechala výrazné stopy nielen vo finančnom, ale aj v nefinančnom sektore. Zmeny v makroekonomickom prostredí významne ovplyvnili aj dostupnosť kapitálu pre MSP na Slovensku. V príspevku preto poukazuje na významnosť a prínosy MSP pre rozvinuté i rozvojové ekonomiky a analyzujeme problémy spojené s podnikaním a prístup k zdrojom financovania v segmente MSP.

PRÍNOSY MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV

V roku 1971 bola podpísaná tzv. **Boltonská správa**, ktorá predstavovala dôležitý medzník pri definovaní MSP. Cieľom tejto správy bola podpora obnovy tradícií malého a stredného podnikania po druhej svetovej vojne. V uvedenej správe neboli MSP vymedzené prostredníctvom kvantitatívnych kritérií, boli charakterizované prostredníctvom troch znakov:

- **podiel na trhu** – podiel MSP na trhu zvyčajne nie je veľký, je relatívne nízky, a preto tieto podniky výrazne nedokážu ovplyvniť trh,
- **riadenie** – MSP nie sú riadené sprostredkované cez manažment podniku, ale priamo vlastníckmi, t.j. podnikateľmi alebo rodinami vlastníkov,
- **nezávislosť** – MSP nie sú súčasťou iného väčšieho podniku, sú nezávislé [9].

Od roku 1971 uplynulo už niekoľko desaťročí, počas ktorých došlo k niekoľkým zmenám vo vymedzení MSP. V súčasnosti s cieľom zabezpečenia možného porovnávania vývoja MSP

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0007/16 *Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR.*

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

medzi jednotlivými členskými krajinami EÚ sa zaviedla jednotná metodika, ktorá klasifikuje MSP a zadeľuje podniky do jednotlivých veľkostných kategórií podľa troch kvantitatívnych kritérií – počet zamestnancov, ročný obrat a ročná súvaha podniku.

Tabuľka 1 Klasifikácia malých a stredných podnikov

Typ podniku	Počet zamestnancov	Ročný obrat v EUR	Ročná bilančná suma v EUR
malý podnik	< 50	< 10 000 000	< 10 000 000
- mikro podnik	< 10	< 2 000 000	< 2 000 000
stredný podnik	< 250	< 50 000 000	< 43 000 000

Prameň: Nová definícia malých a stredných podnikov. Užívateľská príručka a modelové vyhlásenie. Európska komisia: Úrad pre publikácie, 2006. 14 s. ISBN 978-92-894-7924-8. [online] [cit. 21.9.2016]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_sk.pdf>.

V rozvinutých ekonomikách sú MSP považované za podniky s vysokým stupňom pružnosti, efektívnosti a progresivity, ide teda o podniky, ktoré sa vyznačujú schopnosťou rýchlo sa prispôbiť meniacim sa podmienkam na trhu. Okrem významného podielu MSP na ukazovateľoch charakterizujúcich výkonnosť národného hospodárstva môžeme pozorovať aj ich ďalšie ekonomické a spoločenské prínosy.

Medzi **spoločenské prínosy** MSP by sme mohli zaradiť zabezpečenie garancie slobody a stabilizácie spoločnosti a reprezentáciu miestneho kapitálu. **MSP sú garanciou zabezpečenia** tých najbežnejších **slobôd**. Poskytujú možnosť občanom v produktívnom veku realizovať sa. Ľudia sa v MSP učia zodpovednosti a schopnosti prežiť, pretože každý omyl pre nich znamená stratu, ktorú nesú sami osobne. Keďže podiel MSP na trhu je malý, nedokážu ovplyvniť trh ani sa dostať do monopolného postavenia, MSP sa teda stávajú protikladom politickej i ekonomickej moci. MSP sú zväčša vlastnené domácimi subjektmi (vlastnenie zahraničným subjektom je skôr výnimočné), môžeme teda povedať, že práve **segment MSP reprezentuje miestne vlastnícke pomery**. Ekonomické oživenie regiónu vedie väčšinou prostredníctvom podpory rozvoja MSP v danom regióne, pretože prínosy z podnikania týchto podnikov ostávajú v danej oblasti. MSP sú späté s miestom sídla ich spoločnosti – dá sa predpokladať, že podnikateľ, ktorý podnik vlastní, v danom regióne aj žije, stáva sa teda sponzorom rôznych miestnych akcií (charitatívnych a iných), viac sa zaujíma o vplyv jeho podnikania na životné prostredie, keďže okolie podniku dobre pozná podnikateľa a stráca sa jeho anonymita. V neposlednom rade treba spomenúť ich dôležitú úlohu v oblasti poskytovania pracovných miest v danom regióne [10].

Ekonomické prínosy MSP by sme mohli rozdeliť do troch oblastí, a to MSP sú protipólom monopolov, sú flexibilné a sú neoddeliteľnou súčasťou ekonomiky. Autori **Veber** a **Srpová** [10] uvádzajú, že MSP tvoria dynamický moment v štruktúre podnikateľských subjektov. V dobe nástupu veľkých transnacionálnych a multinacionálnych korporácií sú práve **MSP** tými podnikmi, ktoré **bránia v posilňovaní monopolných tendencií veľkých podnikov**. Napriek tomu, že je snahou veľkých podnikov vytlačiť ich z trhu a získať ich trhovú podiel, MSP si stále udržiavajú svoje postavenie najmä na lokálnych trhoch. Mnohé MSP vystupujú ako subdodávatelia veľkých podnikov. Ďalším prínosom MSP je ich **flexibilita**, t.j. rýchlejšia schopnosť prispôbovania sa novým požiadavkám trhu. Podnikanie MSP má blízko ku koncepcii LEAN (v manažmente sa tento pojem využíva na označenie koncepcie, ktorá sa snaží o dosahovanie úspor prostredníctvom tzv. zoštíhlenia). Administratívna náročnosť MSP vo všeobecnosti by mala byť menšia ako vo veľkých podnikoch a prevádzkové činnosti by mali byť menej náročné na energie a suroviny, čo by malo dospieť v prípade MSP k niekoľkým záverom:

- napriek tomu, že nemôžu využívať pozitívny efekt z úspor z rozsahu, mali by dosahovať konkurenčné ceny,
- ich výrobná kapacita a vybavenosť majetkom im umožňuje flexibilnejšie reagovať na zmeny požiadaviek trhu (výrobná zotrvačnosť MSP je kratšia ako v prípade veľkých podnikov),
- v porovnaní s veľkými podnikmi by kapitálová náročnosť na jedno pracovné miesto mala byť nižšia.

V neposlednom rade možno konštatovať, že MSP tvoria **neoddeliteľnú súčasť ekonomiky**, čo dokazuje podiel MSP na celkovom počte podnikov, podiel na zamestnanosti, tvorbe pridanej hodnoty, zisku a pod [10].

ŠPECIFIKÁ A PROBLÉMY PODNIKANIA V SEGMENTE MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV

Okrem vyššie uvedených predností, ktorými disponujú MSP oproti veľkým podnikom, je však tento segment podnikov vystavený viacerým problémom. Tieto problémy by sme mohli rozdeliť do dvoch hlavných skupín, a to **štandardné problémy MSP** (ide o problémy, ktorým sú MSP vystavené v dôsledku samotnej podstaty podnikania MSP) a **neštandardné problémy MSP** (problémy, ktoré vyplývajú z podmienok podnikania v konkrétnej krajine, v ktorej MSP pôsobia) [3].

Prvý okruh problémov definujú autorky **Chodasová** a **Bujnová** [4] ako problémy v dvoch hlavných oblastiach činnosti MSP, ktorými sú oblasť výroby a oblasť marketingu. Spoločným menovateľom spôsobujúcim nevýhody v týchto oblastiach je nedostatok finančných zdrojov, ktorý sa v oblasti výroby premieta do neschopnosti MSP podstatným spôsobom rozširovať svoju výrobnú kapacitu a v oblasti marketingu sa prejavuje tento problém nedostatkom finančných zdrojov na reklamu, čo má za následok zložitejší prístup pri oslovovaní a získavaní nových zákazníkov. Autor **Malach** [5] uvádza, že hlavné nevýhody MSP by sme mohli zhrnúť do piatich základných bodov, a to:

- *obmedzené možnosti zamestnávania odborníkov v správe podniku* – a to najmä v prípade malých podnikov. Hoci povinnosti dané daňovými zákonmi, predpismi na ochranu životného prostredia a i. sú pre MSP v podstate rovnaké ako pre veľké podniky, MSP majú na tieto účely vyhradených menej finančných prostriedkov, a preto sú odborné nároky kladené na riadiacich pracovníkov podstatne vyššie ako v prípade veľkých podnikov,
- *vyššia intenzita práce a menej priaznivé pracovné podmienky* – ktorých príčina spočíva v obmedzených zdrojoch,
- *obmedzené možnosti získavania výhod z rozsahu produkcie* – plynú z nízkej koncentrácie. Pri nižších objemoch produkcie aj objemy objednávaných materiálov sú na podstatne nižšej úrovni ako v prípade veľkých podnikov, čím sa znemožňuje ich možnosť využívať množstevné zľavy a výhodnejšie dodacie podmienky,
- *obmedzené prostriedky na propagáciu a reklamu* – v porovnaní s veľkými podnikmi je pre MSP zložitejšie ovplyvňovať svojich potenciálnych zákazníkov,
- *menšia finančná sila*.

Ako uvádzajú autori **Fetisovová**, **Hucová**, **Nagy** a **Vlachynský** [2], jedným zo štandardných problémov MSP je obmedzený prístup k bankovým úverom. Tento problém súvisí podľa autorov s nízkym stupňom diverzifikácie MSP a s ich malou kapitálovou silou. Obmedzený prístup k bankovým úverom má viacero príčin:

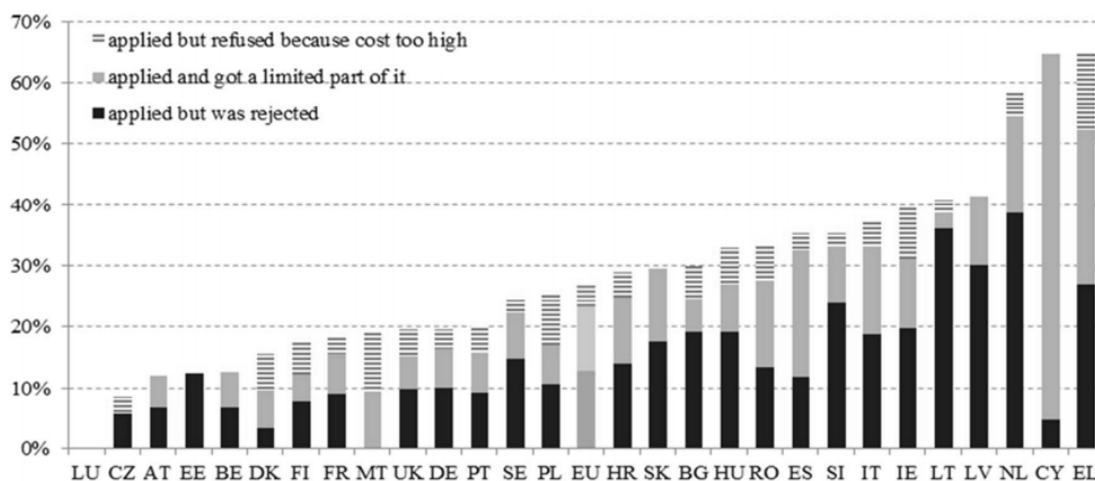
- poskytnutie úveru malému alebo strednému podniku je pre banku rizikovejšie ako poskytnutie úveru veľkému podniku – je to spôsobené tým, že existuje objektívne vyššie riziko, že sa MSP dostane do problémov s platobnou schopnosťou a nebude schopný splácať ako splátku istiny, tak aj úroky z úveru,

- pre banku je prácnejšie, 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** [1] 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.

Okrem štandardných problémov, s ktorými sa MSP stretávajú, existuje v tomto segmente podnikov ešte rad ďalších problémov, označovaných pod názvom **neštandardné, špecifické problémy**, medzi ktoré môžeme zaradiť najmä vysokú mieru regulácie podnikania na Slovensku, problémy s verejnou správou, problematická dostupnosť finančných zdrojov z podporných programov, zložité získanie podpory na zahranično – obchodné aktivity zo strany štátu, slabá úroveň verejnej podpory v oblasti inovácií, problematická vymožitelnosť práva, problémy s príliš často sa meniacou legislatívou, administratívne zložitý mechanizmus pri platbe odvodov, odvodové zaťaženie je príliš vysoké atď. [8]

O problémoch MSP pojednáva aj **správa Európskej komisie SMEs' Access to Finance** [7]. V uvedenej správe sa Európska komisia zameriava na možnosti získavania a využívania rôznych foriem financovania pre MSP. Správa poukazuje na skutočnosť, že neustále pretrvávajú značné diferencie medzi jednotlivými krajinami Európskej únie v možnostiach získavania a využívania jednotlivých foriem financovania v tomto segmente podnikov. Na tieto rozdiely poukazujeme na príklade zamietnutých žiadostí o úver MSP v jednotlivých krajinách Európskej únie (obrázok 1).



Obrázok 1 Zamietnuté bankové úvery MSP (% z celkového počtu žiadostí)

Prameň: SMALL AND MEDIUM_SIZED ENTERPRISES' ACCESS TO FINANCE. [online] [cit. 27.9.2016]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/2015/small_medium_enterprises_access_to_finance_20151126.pdf>.

Ako môžeme vidieť, v jednotlivých krajinách Európskej únie majú MSP rozdielne požiadavky na financovanie zo strany bánk. Diferencie môžeme pozorovať aj pri rozhodnutiach bánk o schválení, resp. zamietnutí žiadostí o úver. Ak sa bližšie pozrieme na MSP pôsobiace v podmienkach SR, banky zamietajú takmer 20 % žiadostí o úver v tomto segmente podnikov a pri ďalších približne 10 % poskytujú úver iba na nižšiu sumu, ako podniky pôvodne žiadali. V porovnaní s priemerom na úrovni Európskej únie môžeme konštatovať, že prístup slovenských MSP k bankovým úverom je zložitejší a počet zamietnutých žiadostí o úver značne vyšší ako je priemer Európskej únie. Pri komparácii prístupu slovenských MSP k bankovým úverom v porovnaní s okolitými krajinami je vidieť, že pozícia Slovenska nie je najlepšia – podstatne menšie problémy pri financovaní podnikov prostredníctvom bankových úverov majú MSP v Česku, Rakúsku, Poľsku a dokonca aj na Ukrajine. Na rozdiel od iných krajín v EÚ však slovenské MSP akceptujú aj úvery spojené s vyššími finančnými nákladmi, zatiaľ čo vo väčšine ostatných krajín je početné množstvo úverov zamietnutých práve kvôli vysokým nákladom s nimi spojenými.

ZÁVER

V príspevku sme sa zamerali na prínosy, ktoré majú MSP pre ekonomiku vyspelých krajín, a to v členení na ekonomické a spoločenské prínosy. Zároveň sme poukázali na problematické oblasti podnikania MSP. Na základe rešerše viacerých literárnych zdrojov môžeme konštatovať, že jedným z hlavných problémov, ktorým sú MSP vystavené, je získavanie zdrojov financovania týchto podnikov. Výskum uskutočnený Európskou komisiou potvrdzuje tento problém a zároveň poukazuje na problematickosť získavania bankových úverov v jednotlivých krajinách Európskej únie. Pri komparácii dostupnosti bankových úverov v segmente MSP sme zistili, že slovenské podniky majú zložité postavenie pri snahe o získanie bankových úverov na financovanie ich podnikateľských potrieb.

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] FETISOVOVÁ, E. – VLACHYNSKÝ, K. – SIROTKA, V. 2004. *Financie malých a stredných podnikov*. Bratislava : Iura Edition, 2004. 12-13 s. ISBN 80-89047-87-4.
- [4] CHODASOVÁ, A. – BUJNOVÁ, D. 2008. *Podnikanie v malých a stredných podnikoch*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2008. 17-18 s. ISBN 978-80-225-2554-1.
- [5] MALACH, A. a kol. 2005. *Jak podnikat po vstupe do EU*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2005. 32 s. ISBN 80-247-0906-6.
- [6] Nová definícia malých a stredných podnikov. Užívateľská príručka a modelové vyhlásenie. Európska komisia: Úrad pre publikácie, 2006. 14 s. ISBN 978-92-894-7924-8. [online] [cit. 23.9.2016]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_sk.pdf>.
- [7] SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES' ACCESS TO FINANCE. [online] [cit. 27.9.2016]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/2015/small_medium_enterprises_access_to_finance_20151126.pdf>

- [8] Správa o stave malého a stredného podnikania za rok 2012. [online] [cit. 23.9.2016]. Dostupné na internete: <http://www.sbagency.sk/sites/default/files/file/stav_msp_2012u.pdf>
- [9] STRÁŽOVSKÁ, E. – STRÁŽOVSKÁ, Ľ. 2006. *Malé a stredné podnikanie*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2006. 12 s. ISBN 80-225-1186-2.
- [10] VEBER, J. – SRPOVÁ, J. a kol. 2012. *Podnikání malé a střední firmy*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2012. 20 s. ISBN 978-80-247-4520-6.

POSTAVENIE A FUNKCIE FINANČNÉHO PLÁNOVANIA VO FINANČNOM RIADENÍ PODNIKU¹

POSITION AND FUNCTIONS OF THE FINANCIAL PLANNING IN THE CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT

Eduard Hyránek², Ladislav Nagy³

ABSTRACT

Financial planning is the process of estimating the capital required and determining its competition. It is the process of framing financial policies in relation to procurement, investment and administration of funds of an enterprise. The financial plan is a comprehensive evaluation of an individual's current pay and future financial state by using current known variables to predict future income, asset values and withdrawal plans.

Keywords: financial planning, corporate planning, financial management, financial plan

JEL Classification: G31

ÚVOD

Finančný manažment chápaný ako riadenie finančných procesov podniku zahŕňa štyri základné činnosti, a to finančné plánovanie, finančné rozhodovanie, organizovanie finančných procesov a finančnú analýzu a kontrolu. Hlavnou úlohou finančného plánovania je formovanie finančných cieľov podniku vychádzajúce zo základného cieľa podnikateľskej činnosti, ktorý sa pri akceptovaní vlastníckeho prístupu formuluje ako maximalizácia trhovej hodnoty podniku pre vlastníkov. Za najdôležitejšie finančné ciele podniku sa považujú likvidita, rentabilita a stabilita.

FUNKCIE A ETAPY FINANČNÉHO PLÁNOVANIA

Finančné plánovanie je proces zahŕňajúci tvorbu finančných cieľov podniku a súhrn opatrení, činností na ich dosiahnutie. Je integrujúcou súčasťou komplexného finančného plánu a významným nástrojom finančného riadenia. Jeho výsledkom je finančný plán. Finančný plán je dokument, v ktorom popri sebe stojí súčasná a budúca potreba finančných prostriedkov a momentálne existujúce a budúce očakávané zdroje na ich krytie, t. j. na isté obdobie – časový horizont plánu – vopred rozpočítané príjmy a výdavky.

Finančné plánovanie je proces, ktorý sa skladá z:

- analýzy finančných a investičných možností aj príležitostí,
- zo zmapovania budúcich dôsledkov súčasných finančných rozhodnutí, aby bolo reálne vyhnúť sa prekvapeniam a pochopiť vzťahy medzi súčasnými a budúcimi finančnými rozhodnutiami,
- zo zvolenia určitých alternatív plánovania,

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

- merania nasledujúcej výkonnosti v porovnaní s finančnými cieľmi, ktoré boli stanovené vo finančnom pláne podniku.

Finančný plán je súčasťou podnikateľského plánu a úzko súvisí s finančnou stratégiou podniku. Finančný plán obsahuje budúce investičné a finančné rozhodnutia podniku vrátane finančných dosahov vyplývajúcich z týchto rozhodnutí. Dôležitou súčasťou dlhodobého finančného plánu je kapitálový rozpočet (plán kapitálových výdavkov) a dlhodobý plán financovania plánovaných investícií podniku.

Horizont plánovania berie do úvahy časovú periódu do budúcnosti, v ktorej by mal manažment plánovať. Z hľadiska podstatných rozdielov v charaktere a obsahu podnikových činností sa vyvinuli dve základné koncepcie horizontu plánovania, a to periodické a projektové plánovanie. Periodické plánovanie vyplýva z nevyhnutnosti plánovať, kontrolovať a hodnotiť podnik v súvislých časových periódach. Do periodických plánov patria dva subsystemy, a to dlhodobý finančný plán a krátkodobý finančný plán. Plánovací horizont je v prípade krátkodobého finančného plánu najviac 12 mesiacov a v prípade dlhodobého finančného plánu päť rokov, ale niektoré podniky plánujú až na 10 alebo viac rokov. Projektové plánovanie predstavuje proces plánovania špecifických a identifikovateľných projektov, pričom každý z nich má svoj vlastný časový rozmer.

Vo všeobecnosti rozlišujeme tri alternatívy dlhodobého finančného plánu:

- *plán agresívneho rastu* vyžaduje veľké investície (t. j. kapitálové výdavky), nové produkty, resp. služby, rast podniku na súčasných trhoch alebo vstup na nové trhy,
- *plán normálneho rastu*, pri ktorom podnik rastie priamoúmerne s rastom trhu a etablovaných súperov, pričom jeho rast neohrozuje konkurenciu.
- *plán útlmu* s cieľom minimalizovať kapitálové výdavky. Táto alternatíva plánovania je určená pre ekonomicky ťažké časy (svetová recesia, politické konflikty a pod.).

Medzi najdôležitejšie *funkcie* zostavovania finančného plánu zaraďujeme:

1. zosúladienie finančných a investičných rozhodnutí podniku – ide tu predovšetkým o rozhodovanie o budúcich investíciách podniku a o ich financovaní, t. j. o zabezpečenie rovnováhy medzi investičnými výdavkami (aktíva) a zdrojmi financovania týchto výdavkov (pasíva). Medzi finančnými a investičnými rozhodnutiami existuje totiž prísna determinácia. Tieto rozhodnutia nemôžu byť nezávislé. Predpokladajme, že podniku v budúcom roku plánuje investovať 1 mil. €. V plánovanej súvahe sa zvyšuje suma majetku o 1 mil. € (v hodnote investičných výdavkov). V tomto duchu podnik má zabezpečiť aj finančné krytie týchto investičných výdavkov. S investičným rozhodnutím teda úzko súvisí aj rozhodovanie o financovaní investičných výdavkov. Ďalej predpokladajme, že podnik plánuje v budúcom roku dosiahnuť čistý zisk v hodnote 0,8 mil. €. Zdrojom krytia investície môže byť celý čistý zisk v prípade, ak podnik neplánuje vyplácať podiely na zisku (dividendy v akciovej spoločnosti). Interné vlastné zdroje však v tomto prípade nepostačia na finančné krytie obstarávacej ceny investície, vzniká kapitálová potreba v sume 0,2 mil. €, ktorú podnik musí doplniť z externých zdrojov, a to buď emisiou akcií (v prípade a. s.), alebo úverovou formou (dlhodobý bankový úver, dodávateľský úver, emisia obligácií a pod.);

2. informačno-orientačná funkcia – finančný plán je významným dokumentom pre finančný manažment, podporuje jeho rozhodovanie, pomáha pri výbere rôznych alternatív;

3. kontrolná funkcia – finančné rozhodnutia majú byť kontrolovateľné, treba preskúmať a zhodnotiť dôvody odchýlok skutočností od plánu.

Finančné plánovanie môžeme chápať ako zložitý a komplexný proces. Tento proces má niekoľko **etáp**, medzi ktoré zaraďujeme:

Zber informácií – vypovedacia schopnosť finančného plánu závisí od mnohých spoľahlivých informácií a údajov. Medzi najdôležitejšie informácie zaraďujeme makroekonomické prognózy (napríklad predpokladaný ekonomický rast, t. j. dynamika rastu hrubého domáceho produktu alebo hrubej pridanej hodnoty v národnom hospodárstve, vývoj

základnej úrokovej sadzby centrálnej banky, vývoj menových kurzov v prípade, ak podnik operuje na medzinárodných trhoch mimo EMÚ, ale aj vývoj ceny pohonných látok, elektriny, plynu a pod.), odvetvové prognózy (napríklad predpokladaný vývoj výnosnosti odvetvia, vývoj veľkosti a koncentrácie odvetvia, predpokladané budúce legislatívne zmeny ovplyvňujúce podnikanie v príslušnom odvetví a pod.) a prognózy na úrovni podniku (na základe predikčne zameranej finančnej analýzy podniku).

Skúmanie a triedenie dát, zostavovanie jednotlivých variantov finančného plánu – pri zostavovaní finančného plánu treba zohľadniť všetky alternatívy (neočakávané udalosti, hrozby, ako aj príležitosti) a nemožno vychádzať zo situácie s najväčšou pravdepodobnosťou. Odporúča sa vypracovať minimálne tri rôzne scenáre, ktoré so sebou súvisia. Prvý scenár by mal opisovať očakávanú budúcnosť, ku ktorému sa zostavuje jeden pesimistický a jeden optimistický scenár. Takéto zostavovanie finančného plánu umožňuje pružnejšie riešiť neočakávané budúce udalosti, znižuje neurčitosť a podporuje rýchlejšiu adaptáciu v zmenených podmienkach.

Zostavovanie výsledného finančného plánu – kvalitne zostavovaný finančný plán má niekoľko nárokov:

- finančný plán nesmie byť len finančnou prognózou,
- musí zabezpečiť minimalizáciu podnikateľského rizika,
- musí zabezpečiť primeranú spätnú väzbu,
- musí byť podrobný, jasný, zrozumiteľný, prehľadný,
- okrem účtovného musí mať aj finančný a manažérsky aspekt.

Monitoring – finančné plánovanie je kontinuálny proces, lebo projekcia sa nikdy nemôže považovať za finálny a posledný „produkt“. Musí sa revidovať podľa toho, ako sa menia podmienky, plnia úlohy a ciele podniku.

ZÁSADY FINANČNÉHO PLÁNOVANIA

V procese finančného plánovania je nevyhnutné rešpektovať určité princípy a zásady, ak musí plánovanie plniť svoju úlohu pri riadení podniku. Medzi základné princípy patria:

Princíp preferencie peňažných tokov – podstatou tohto princípu je, aby v krátkodobom aj dlhodobom časovom horizonte v podniku prevládali peňažné príjmy nad peňažnými výdavkami. Táto preferencia je dôležitá najmä pri riadení likvidity a uplatňuje sa pri investičnom rozhodovaní.

Princíp rešpektovania faktora času – v rámci finančného riadenia je dôležité uprednostňovať skorší príjem pred neskorším. V praxi sa tento princíp uplatňuje pri hodnotení efektívnosti investícií metódou čistej súčasnej hodnoty.

Princíp rešpektovania a minimalizácie rizika – k základom finančného riadenia patrí to, že rovnaké množstvo peňažných prostriedkov získaných s menším rizikom má prednosť pred prostriedkami získanými s väčším rizikom. Neznamená to, že najmenej riziková alternatíva je aj tá najvýhodnejšia. Dôležité však je riziko vždy včas identifikovať a brať ho na vedomie pri finančných rozhodnutiach.

Princíp optimalizácie kapitálovej štruktúry – finančný manažér musí venovať značnú pozornosť optimálnej kapitálovej štruktúre, ktorá sa premieňa do finančných cieľov. Podstatou optimálnej kapitálovej štruktúry je zabezpečenie zodpovedajúcej finančnej stability, zníženie nákladov na kapitál a dosahovanie požadovanej hodnoty podniku.

Okrem týchto princípov by mal podnik rešpektovať aj špecifické zásady:

Zásada dlhodobého finančného plánovania – podstatou tejto zásady je, že krátkodobé finančné ciele sú podradené dlhodobým a prostredníctvom nich sa dlhodobé finančné ciele realizujú. Dôležité pri tejto zásade je akceptovať vonkajšie prostredie podniku, pretože sa lepšie realizuje v rozvinutých a stabilných ekonomikách.

Zásada hierarchického usporiadania finančných cieľov – nadväzuje na predchádzajúcu zásadu. Je dôležité si vybrať jeden cieľ – vrcholový a postupne určiť čiastkové ciele, ktoré budú slúžiť na dosiahnutie tohto vrcholového cieľa. Správna realizácia tejto zásady vyžaduje, aby čiastkové ciele boli voči hlavnému cieľu aj voči sebe navzájom kompatibilné.

Zásada reálne dosiahnuť finančné ciele – pri uplatňovaní tejto zásady je nevyhnutné vychádzať z analýzy vonkajšieho a vnútorného prostredia podniku a z analýzy SWOT.

Zásada orientácie podniku na zisk – najmä v stredných a veľkých podnikoch má najväčšiu prioritu maximalizácia trhovej hodnoty podniku. Dôležité je však orientovať sa na zisk, pretože je to ukazovateľ, pomocou ktorého sa externe hodnotí ekonomická výkonnosť podniku a tiež výrazným spôsobom ovplyvňuje trhovú hodnotu podniku.

Zásada periodickej aktualizácie finančných plánov – realita je taká, že okolie podniku sa mení a zostavené finančné plány sa dostávajú postupne do konfliktu s podnikovou realitou. Pre tento fakt je nevyhnutné aktualizovať finančné plány. Dlhodobé aspoň raz ročne a krátkodobé štvrťročne.

SUBSYSTÉMY FINANČNÉHO PLÁNU

Vo vzťahu k ostatným komponentom komplexného plánu podniku možno finančné plánovanie definovať ako proces postupného približovania, zosúladovania jednotlivých čiastkových plánov s finančným plánom s cieľom dosiahnuť optimálnu kombináciu likvidity, rentability a stability. Vo všeobecnosti rozlišujeme dva subsystemy finančného plánu, a to dlhodobý a krátkodobý finančný plán.

Dlhodobý finančný plán obsahuje finančné rozhodovanie o dlhodobom majetku a o dlhodobom kapitáli, ktoré môžu zaväzovať podnik k určitému smeru činnosti na niekoľko rokov. Sú to rozhodnutia o investíciách (dlhodobom majetku), o potrebe dlhodobého kapitálu, o spôsoboch financovania (interné vlastné zdroje, externé vlastné zdroje alebo cudzie zdroje) a rozhodnutia o kapitálovej štruktúre.

Krátkodobý finančný plán obsahuje finančné rozhodnutia o krátkodobom majetku a o krátkodobých cudzích zdrojoch. Tieto krátkodobé rozhodnutia súvisia s uskutočnením podnikateľských aktivít podniku. Sú jednoduchšie ako dlhodobé rozhodnutia, no nie sú o nič menej dôležité.

Štruktúra, obsah a stupeň podrobnosti finančného plánu závisia najmä od veľkosti podniku, príslušnosti k odvetviu, predmetu činnosti. V mikropodnikoch môže existovať finančný plán len v hlave podnikateľa, na druhej strane v stredne veľkých a veľkých podnikoch je finančný plán významným a nevyhnutným nástrojom finančného riadenia. Štruktúra a obsah finančného plánu závisia takisto od časového horizontu, na ktorý sa plán vypracúva. V dlhodobom finančnom pláne má napríklad dominantné postavenie plán investícií (investičné projekty, plán kapitálových výdavkov a plán financovania investícií), projekt dividendovej politiky, na druhej strane v krátkodobom finančnom pláne sa kladie dôraz na plánovanie obežného majetku a pracovného kapitálu, na plán peňažných tokov (príjmov a výdavkov) s cieľom zabezpečiť likviditu podniku.

VZŤAHY MEDZI SÚČASŤAMI FINANČNÉHO PLÁNU

Dlhodobý finančný plán je z hľadiska obsahu zameraný iba na vybrané oblasti a ukazuje iba súhrnné údaje. Obsahuje spravidla tieto súčasti podľa jednotlivých rokov: investičné projekty, plán kapitálových výdavkov, projekt dividendovej politiky, dlhodobú plánovanú bilanciu (súvahu), dlhodobý plán zisku a dlhodobý plán peňažných tokov.

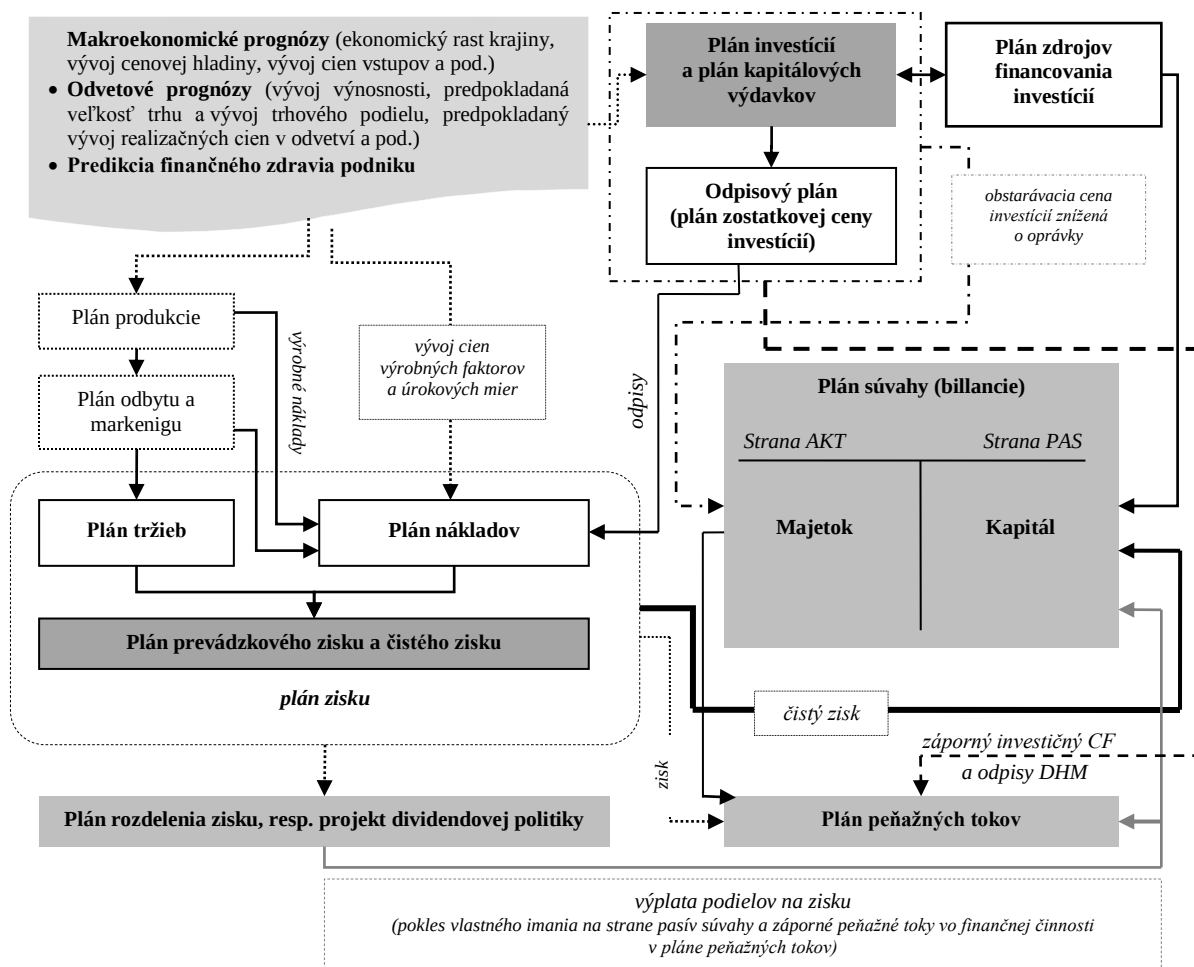


Schéma 1 Vzťahy medzi jednotlivými súčasťami dlhodobého finančného plánu
Zdroj: vlastné spracovanie

Tieto súčasti dlhodobého finančného plánu spolu úzko súvisia. Plán zisku v sebe integruje plán tržieb, plán nákladov a plán prevádzkového a čistého zisku. Dominantnou súčasťou dlhodobého finančného plánu je plán investícií, t. j. projekty rozvoja podniku a plán kapitálových výdavkov. Plán kapitálových výdavkov a plán zdrojov financovania sa však premietajú do plánu súvahy, pretože investičné výdavky predstavujú plánovaný objem majetku (zvýšenie na strane aktív súvahy) a plánované zdroje financovania investícií sa prejavujú na strane pasív súvahy (zvýšenie vlastného alebo cudzieho kapitálu podľa plánu finančných zdrojov). Projekt dividendovej politiky, resp. plán rozdelenia zisku sa prejavuje jednak v plánovanej súvahe (interné vlastné zdroje na strane pasív sa znižujú o vyplatené podiely na zisku) a jednak v dlhodobom pláne peňažných tokov, pretože ide o výdavok (úbytok peňažných prostriedkov), ktorý má záporný vplyv na plánované peňažné toky z finančnej činnosti. Väzby medzi jednotlivými súčasťami dlhodobého finančného plánu sme znázornili aj graficky (schéma 1).

Krátkodobý finančný plán a rozpočty tvoria ďalší prvok v systéme finančného plánovania. Krátkodobý finančný plán v porovnaní s dlhodobým finančným plánom obsahuje podrobnejšie údaje o krátkodobých aktívach a pasívach. V prípade, že v priebehu realizácie krátkodobého (ročného) finančného plánu nastanú zmeny predpokladov a podmienok, ktoré boli východiskom formulácie finančných cieľov, je nevyhnutné vykonať žiaduce zmeny plánu. Tieto zmeny sa realizujú spravidla len v krátkodobom finančnom pláne.

ZÁVER

Zabezpečenie adaptačnej schopnosti na rýchlo sa meniace ekonomické podmienky a potreby trhu núti podnikateľské subjekty rozvíjať sa a prispôbovať novým podmienkam každú oblasť – plánovanie, marketingovú činnosť, finančnú oblasť hospodárenia a pod. Správnym finančným riadením možno dosiahnuť prosperitu a konkurencieschopnosť podnikov a je preto významné, aby podniky zameriavali svoju pozornosť aj na zhodnocovanie finančného riadenia podnikov. Prostredníctvom finančného plánu teda firma verifikuje finančné dôsledky prijatých rozhodnutí a pôsobí efektívne na využívanie výrobných činiteľov.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. – ALLEN, F. 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. aktual. vyd. Brno : BizBooks, 2014. 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- [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] HYRÁNEK, E. 2014. *Finančné plánovanie : prípravná a projektová časť*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. 118 s. ISBN 978-80-225-3944-9.
- [4] HYRÁNEK, E. – NAGY, L. 2015. *Finančné plánovanie*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. 201 s. ISBN 978-80-225-4171-8.
- [5] KRÁĽOVIČ, J. – VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 468 s. ISBN 978-80-8078-356-3.
- [6] KRÁĽOVIČ, J. 2010. *Finančné plánovanie podniku*. Bratislava : Sprint dva, 2010. 212 s. ISBN 978-80-89393-20-6.
- [7] LENTNER Cs. 2013. Enforcement of the Principle of Going Concern: with Special Regard to Public Service Providers. In *Zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13 Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. s. 9-17. ISBN 978-80-225-3781-0.
- [8] LEVY, H. – SARNAT, M. 1999. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha : Grada Publishing, 1999. 924 s. ISBN 80-7169-504-1.
- [9] VALACH, J. 2006. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha : Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.
- [10] VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2006. *Podnikové financie*. 5. preprac. a dopln. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3.

NÁSTROJE A APLIKÁCIE BUSINESS INTELLIGENCE PRI REPORTINGU PODNIKU¹

INSTRUMENTS AND APPLICATIONS BUSINESS INTELLIGENCE FOR ENTERPRISE REPORTING

Anna Harumová²

ABSTRACT

Business intelligence is a collective term for methods and software architecture aimed at acquiring, processing, analyzing and presenting data. They are used for decision support and planning in business. How to use them when deciding the main difference from regular information systems. Analytical level business intelligence solutions includes reporting. Reporting as a system of internal reporting and the report is used not only to control and evaluation of the current development management, but also to plan and decide on measures to improve the performance of the company as a whole and its organizational units. In this respect, reporting can be understood as a relatively autonomous subsystem controlling and that is also defined by its link to company information systems.

Keywords: Business intelligence, reporting, controlling

JEL Klasifikácia: C12, C33, C42

ÚVOD

V súčasnosti je nepredstaviteľné, aby vo veľkých podnikoch pri extrémnom množstve informácií potrebných na ich činnosť fungovalo riadenie podniku bez technológií BI. Termín Business Intelligence (BI) v roku 1989 prvýkrát definoval Howard Dresner zo spoločnosti Gartner Group ako množinu konceptov a metodík, ktoré zlepšujú rozhodovací proces za použitia metrik alebo systémov založených na metrikách.

Business intelligence predstavuje súhrnné označenie pre metódy, architektúry a softvéry, ktorých cieľom je získanie, spracovanie, analyzovanie a prezentovanie dát. Nástroje business intelligence umožňujú odhaľovať rezervy, zvyšovať predaj, znižovať náklady a dosahovať väčší zisk. Transformačná úroveň business intelligence riešení predstavuje získavanie a transformáciu dát rôznych typov do podoby, v ktorej budú môcť byť spoločne spracované. Výsledkom sú porovnateľné dáta, s ktorými možno vykonávať viaceré operácie. Tieto dáta sa ukladajú do databáz. Dátová úroveň business intelligence riešení predstavuje databázy, slúžiace na uchovávanie dát. Analytická úroveň business intelligence riešení zahŕňa aj reporting. Reporting ako systém vnútropodnikových výkazov a správ sa využíva nielen na kontrolu a vyhodnocovanie doterajšieho vývoja hospodárenia, ale tiež na plánovanie a rozhodovanie o opatreniach pre zlepšovanie výkonnosti podniku ako celku i jeho organizačných jednotiek. Prezentačná úroveň business intelligence riešení je finálny stav, v ktorom už máme údaje, ktoré požadujeme a tieto sú prezentované jednoduchou a zrozumiteľnou formou. Na prezentáciu údajov môžeme použiť intranet alebo EIS systémy.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/006/15 „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

V stredných a malých podnikoch je fakt nárastu informácií a ich využívania podceňovaný. Jednou z príčin je možno aj neznalosť existencie a dostupnosti technológií Business Intelligence (BI).

NÁSTROJE A APLIKÁCIE BUSINESS INTELLIGENCE

Business Intelligence je súbor procesov, aplikácií a technológií, ktorých cieľom je účinne a účelne podporovať rozhodovacie procesy vo firme³. Aplikácie BI vo svojej komplexnosti pokrývajú funkcie analytické a plánovacie pre skoro všetky oblasti podnikového riadenia (nákup, predaj, marketing, finančné riadenie, controlling, HR (human resources), výroba a iné). Hlavnými nástrojmi a aplikáciami BI sú:

1. *Produkčné a zdrojové systémy*
2. *Dočasné úložiská dát (DSA – Data Staging Area)*
3. *Operatívne úložisko dát (ODS – Operational Data Store)*
4. *Transformačné nástroje (ETL – Extraction Transformation Loading)*
5. *Integračné nástroje (EAI – Enterprise Application Integration)*
6. *Dátové sklady (DW – Data Warehouses)*
7. *Dátové trhoviská (DMA – Data Marts)*
8. *OLAP (Online Analytical Processing)*
9. *Reporting*
10. *Manažérske aplikácie (EIS – Executive Informations Systems)*
11. *Dolovanie dát (Data Mining)*
12. *Nástroje na zaistenie kvality dát*
13. *Nástroje na správu metadát*

Zdrojové systémy sú systémy, z ktorých postupne čerpajú zdroje samotné aplikácie Business Intelligence. Tieto systémy sú veľakrát jediným vstupom do Business Intelligence. Príkladom zdrojových systémov sú ERP, SCM, CRM systémy.

ERP (Enterprise resource planning) je podnikový systém, ktorý spája veľké množstvo procesov podniku. Väčšinou sú to procesy, ktoré súvisia s produkčnými činnosťami podniku, najmä logistika, výroba, distribúcia, práva majetku, predaj, účtovníctvo. Hlavnou úlohou je všetky podnikové oddelenia zjednotiť do jedného uceleného informačného systému. Následne môžu všetky podnikové oddelenia nezávisle komunikovať a zdieľať potrebné informácie. Umožňujú riadiť široký rozsah aktivít, sú nástrojom na znižovanie nákladov podniku.⁴

SCM (Supply Chain Management) spočíva v integrácii a organizácii informačných a logistických činností v podnikoch zapojených do zásobovacieho reťazca. Cieľom je vytvorenie a distribúcia tovarov a služieb poskytujúcich zákazníkovi úžitkovú hodnotu. John T. Mentzer charakterizoval Supply Chain Management ako systematickú strategickú koordináciu tradičných business činností vnútri podniku, s cieľom dlhodobo zlepšiť tieto činnosti prostredníctvom reťazového prepojenia.⁵

³ Novotný, O. - Pour, J. - Slánský, D.: *Business Intelligence : jak využit bohatství ve vašich datech*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005. s. 19.

⁴ HARUMOVÁ, A. (2016). *Účtovný a daňový reporting*. Bratislava : Ekonóm, 2016. 258 s. ISBN 978-80-225-4195-4.

⁵ MENTZER, J. T.: *Supply Chain Management*, London: SAGE Publications, 2001. str. 2., ISBN 9780-7619-2111-0.

CRM (Customer Relationship Management) je proces zhromažďovania, spracovania a využitia informácií o zákazníkoch firmy, ktorý je založený na databázovej technológii. Snaží sa poznať, pochopiť a predvídať potreby prania a nákupné zvyklosti zákazníkov. Podporuje komunikáciu medzi firmou a jej zákazníkmi.

Uvedené systémy predstavujú *interné zdrojové systémy*, čiže systémy, ktoré sa nachádzajú vnútri podniku. Informácie pre aplikácie Business Intelligence môžeme získať aj z externých zdrojov (napríklad štatistické úrady, vládne inštitúcie), ktorým hovoríme *externé zdrojové systémy*.

Dátová transformácia predstavuje čistenie, transformáciu a integráciu dát. Na túto činnosť sa využívajú dva typy technológií:

- *ETL nástroje (Extraction, Transformation, Loading)* sa najčastejšie spúšťajú raz denne v čase, keď je zdrojový systém najmenej vyťažený,
- *EAI nástroje (Extraction, Application, Integration)* pracujú s operatívnym úložiskom dát.

Databázové komponenty slúžia na uloženie extrahovaných dát zo zdrojových systémov, pričom existuje niekoľko úrovní skladov:

Dočasné úložisko dát (DSA – Data Staging Area) – ide o homogénne dátové úložisko, nachádzajú sa tu aktuálne dáta ešte v štruktúre zdrojových systémov, ktoré neboli ešte agregované.

Dátový sklad (DW – Data Warehouse) – toto dátové úložisko obsahuje zozbierané dáta zo všetkých zdrojov, ktoré sú už agregované, vyčistené a pripravené na analytické potreby a obsahuje už aj historické dáta.

Dátové trhovisko (DMA – Data Mart) – je to určitá podmnožina dát dátového skladu, ktorá obsahuje dáta, určené už určitej skupine používateľov (financie, sklady...).

Operatívne úložisko dát (OD – Operational Datastore) – toto dátové úložisko poskytuje vybraným používateľom aktuálne, konzistentné, vyčistené a konsolidované dáta, avšak bez histórie a agregácie.

Analytické komponenty – možno k nim zaradiť OLAP (Online Analytical Processing), Reporting, Manažérske aplikácie (EIS – Executive Informations Systems), Dolovanie dát (Data Mining). Online Analytical Processing je technológia uloženia dát v databáze, ktorá umožňuje usporiadať veľké objemy dát tak, aby boli dáta prístupné používateľom zaoberajúcim sa analýzou obchodných trendov a výsledkov. Ide o jednorazové nahrávanie dát, nad ktorými sú realizované zložité otázky.

Reporting možno charakterizovať ako proces využívania softvérových nástrojov s cieľom získať prístup k detailným informáciám zo sumárnych analýz. Zahŕňa tvorbu reportov v relačných databázach, ako aj multidimenziálny reporting v OLAP databázach.

V rámci reportingu možno identifikovať:⁶

- *Standard Reporting* – schopnosť generovať výsledky z relačného dátového zdroja a uspokojovať tak rozličné požiadavky používateľov. Ide o predpripravené reporty o stave, ktoré sa automaticky generujú a odosielať používateľom. Tieto reporty poskytujú požadovanú úroveň informácie, ktorá je potrebná na správny proces obchodného rozhodovania. Výhody takýchto reportov spočívajú v jednoduchosti kalkulácií, jednotnej úprave dizajnu a úspore času. Príkladom štandardných reportov sú mesačné obchodné reporty či reporty štítkov adries.

⁶ http://www.efocus.sk/files/594/60_61.pdf, 18. 02. 2011

– *Ad-Hoc Reporting* – schopnosť automaticky získavať dáta z relačnej databázy a okamžite tak uspokojovať požiadavky na informácie. Ide o jednorazové špeciálne požiadavky zriedkavo uspokojené existujúcimi podnikovými reportmi.

Manažérske aplikácie (EIS – Executive Informations Systems) predstavujú výkonné informačné systémy, ktoré umožňujú informačnú podporu rozhodovania pri výrobných procesoch podniku.

Dolovanie dát (Data mining) umožňuje pomocou špeciálnych algoritmov automaticky vyhľadávať v dátach strategické informácie. Je to analytická technika pevne prepojená s dátovými skladmi. Môžeme ho charakterizovať ako proces extrahovania relevantných, neznámych, nedefinovaných informácií z veľmi rozsiahlych databáz.⁷ Data mining sa uskutočňuje cez nástroje rôznych druhov. Cieľom týchto nástrojov je poskytovať strategické informácie pre riadiacich pracovníkov, respektíve manažérov. Nástroje na dolovanie dát sa najčastejšie rozčleňujú na nástroje, ktoré využívajú špecialisti, a nástroje, ktoré využívajú riadiaci pracovníci.

Vhodne implementované technológie BI sa môžu dotýkať prakticky každej oblasti rozhodovacích procesov v spoločnosti. Samozrejme, treba mať na zreteli, že celá opísaná škála implementácie a využitia technológií BI je zmysluplne využiteľná len vo veľkých a dynamických spoločnostiach.

ICT V PODNIKOCH, MODEL ÚŽITKU A MODEL EFEKTÍVNOSTI

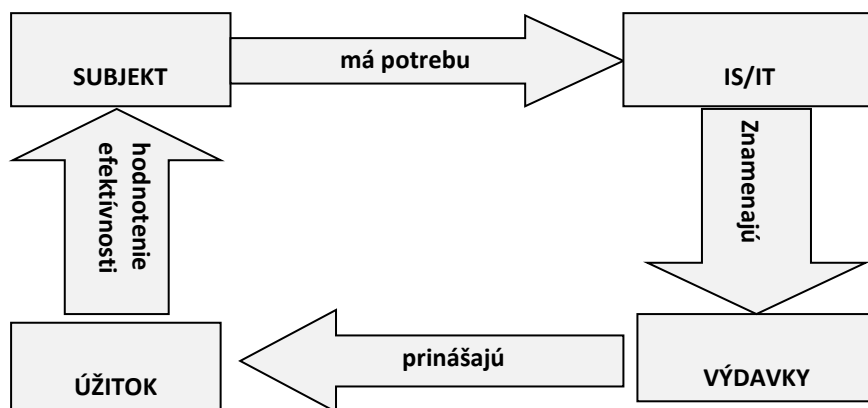
Informačno-komunikačné technológie (ďalej len ICT) vzhľadom na veľký nárast informácií súvisiacich s riadením podniku získavajú čoraz viac na význame. V súčasnosti je nepredstaviteľné, aby fungovalo riadenie podniku bez využívania informačno-komunikačných technológií. Informačno-komunikačné technológie zasahujú do každej oblasti nášho profesijného života. Počítače a ich programové vybavenie preberajú rutinné spracovanie informácií a poskytujú tak svojim používateľom spracované informácie na základe ktorých sa rozhodujú o ďalších krokoch vo svojej činnosti. V oblasti komunikácie si nevieme predstaviť prácu bez komunikácie a získavania informácií prostredníctvom internetu, e-mailu, videokonferencií a mobilných bezdrôtových prepojení (GSM, GPS, WiFi, Bluetooth). Z uvedeného vyplýva, že vhodne zvolená informačná stratégia každého podniku veľmi úzko súvisí s jeho ekonomikou, efektívnosťou ako aj s úspešnosťou na trhu. Pre definíciu efektívnosti IS treba rozoznávať dva pojmy: informačný systém a informačné technológie (IS/IT).

Informačný systém v zmysle teórie systémov je neprázdna množina prvkov a väzieb medzi nimi, pričom prvky sú transformácie informácií a väzby sú informačné toky. Takto ponímaný systém má svoje správanie a na účely opisu efektívnosti IS uvažujeme len také systémy, pre ktoré je možné definovať účel, teda informačné systémy s požadovaným cieľovým správaním.

Informačné technológie sú naproti tomu metódy, nástroje a znalosti potrebné na chod a spracovanie dát informačných systémov. Samozrejme, IS bez IT a naopak v dnešnej dobe komputelizácie nemá praktický zmysel.

Z hľadiska úžitkovosti hodnotíme IS/IT z pohľadu človeka, manažéra, resp. podniku ako celku. Potreba a následné zavedenie IS/IT musí generovať požadovaný úžitok. Model úžitku je na obrázku 2.

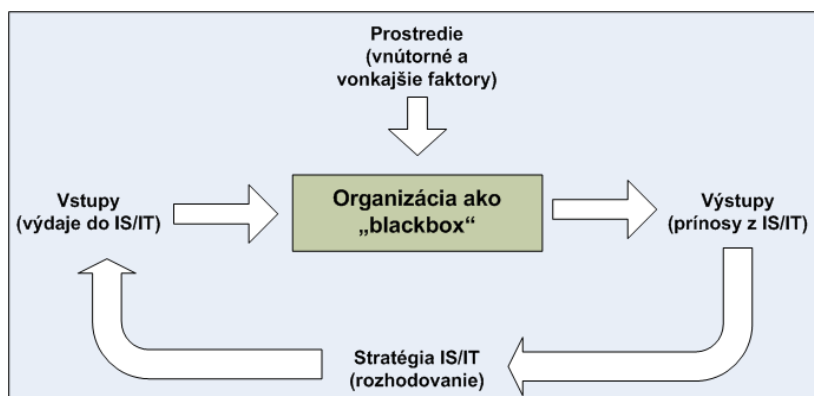
⁷ NOVOTNÝ, O. – POUR, J. – SLÁNSKÝ, D.: *Business Intelligence*. Praha: Grada Publishing, 2005. s. 33. ISBN 80-247-1094-3.



Obrázok 2 Model úžitku

Prameň: MOLNÁR, Z. Efektivnost informačních systémů, 2. vyd. Praha: Grada, 2001. 179 s.

Samotné skúmanie problematiky efektívnosti IS/IT môžeme založiť na všeobecnom systémovom modeli transformácie vstupov IS/IT na jeho výstupy za podmienok transformačných faktorov (vonkajších a vnútorných), ktoré ovplyvňujú efektívnosť tejto transformácie. Model je zobrazený na obrázku 3.



Obrázok 3 Konceptná schéma modelu efektívnosti

Prameň: MOLNÁR, Z. Efektivnost informačních systémů, 2. vyd. Praha: Grada, 2001. 179 s.

Efektívny systém podľa tohto modelu predstavuje vyvážený systém kontroly efektívnosti podniku (napr. kontrola faktorov, ktoré ovplyvňujú efektívnosť transformácie výdavkov na prínosy).

ZÁVER

Business Intelligence predstavuje v súčasnosti jeden z najvýznamnejších faktorov kvality podnikovej informatiky a s tým súvisiaceho zvyšovania konkurencieschopnosti podnikov. Možno ho definovať ako aplikačný software využívaný vo firmách pre podporu rozhodovacích procesov, ktoré tu prebiehajú. Pri tomto procese dochádza k premene obrovského množstva rôznych dát na informácie, poznatky a znalosti užitočné pre koncového užívateľa. Predstavuje radu postupov, procesov a technológií, ktoré tieto rozhodovacie procesy podporujú. Reporting je jednou z dôležitých funkcií Business Intelligence, pretože umožňuje vytvoriť akýkoľvek typ reportu v reálnom čase. Pri jeho tvorbe umožňuje využiť

akýkoľvek zdroj dát (databázu) a pracuje s jednou metadátovou vrstvou. Reportovacie služby plnia funkciu podpory rozhodovania, slúžia ako návrh reportu a starajú sa o generovanie výstupu v elektronickej alebo papierovej podobe. Reporty môžu byť statické alebo interaktívne, pomocou rôznych ovládacích prvkov ich možno prispôbovať.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] HARUMOVÁ, A. (2016). *Účtovný a daňový reporting*. Bratislava : Ekonóm, 2016. 258 s. ISBN 978-80-225-4195-4.
- [2] KOREJS, M. – RÁKOSNÍK, J. (2008). ERP - Dnes výhoda, zíttra nezbytnost. SAS Slovakia: <http://www.sas.com/offices/europe/slovakia/press/2007/bi4.html>, 5.10.2016.
- [3] KOREJS, M. – RÁKOSNÍK, J. (2008). ERP - Dnes výhoda, zíttra nezbytnost. SAS Slovakia: <http://www.sas.com/offices/europe/slovakia/press/2007/bi4.html>, 5.10.2016.
- [4] MENTZER, J. T. (2001). *Supply Chain Management*, London : SAGE Publications, 2001. 28 s. ISBN 9780-7619-2111-0.
- [5] MOLNÁR, Z. (2001). *Efektivnost informačních systémů*, 2. vyd. Praha : Grada, 2001. 179 s. ISBN 80- 247-0087-5.
- [6] NOVOTNÝ, O. – POUR, J. – SLÁNSKÝ, D. (2005). *Business Intelligence*. Praha : Grada Publishing, 2005. 33 s. ISBN 80-247-1094-3.
- [7] SLÁNSKÝ, D. (2007). *Moderní řízení*, In mesačník Economica. ISSN 0026-8720, 2007. č. 10, s.51.

PRÍPRAVNÉ ETAPY TVORBY FINANČNÉHO PLÁNU V PODNIKU¹

PREPARATORY PHASE OF THE FINANCIAL PLANNING IN COMPANIES

Eduard Hyránek², Michal Grell³

ABSTRACT

Financial planning is the task of determining how a business will afford to achieve its strategic goals and objectives. Usually, a company creates a financial plan immediately after the vision and objectives have been set. The financial plan describes each of the activities, resources, equipment and materials that are needed to achieve these objectives, as well as the timeframes involved.

Keywords: financial planning, corporate planning, financial plan

JEL Classification: G31

ÚVOD

Plánovanie vo všeobecnosti zaraďujeme medzi manažérske funkcie. V podniku má zásadné postavenie v riadení a je neoddeliteľnou súčasťou rozhodovania, vedenia a kontroly. Súčasťou plánovania v podniku je finančné plánovanie ako integrujúca činnosť pri tvorbe ostatných plánov. Výsledkom finančného plánovania je finančný plán, ktorý možno považovať za základ finančného riadenia podniku. Je považovaný za východiskovú a základnú funkciu finančného riadenia.

S rastom podniku sa mení aj prístup k celkovej tvorbe plánu. Venuje sa mu väčšia pozornosť z hľadiska štruktúry, obsahu, dĺžky plánovacieho obdobia, personálneho zabezpečenia a pod. Ide o tvorivý proces, na ktorom sa zúčastňuje manažment celého podniku s dôrazom na jednotlivé pracovné zaradenie. Štruktúra, obsah a stupeň podrobnosti plánu podniku sú determinované veľkosťou podniku, objemu a charakteru vyrábanej produkcie, výrobného a obchodného zamerania, odvetvia, organizačnej štruktúry a pod. Systém, princípy a postupy plánovania si každý podnik, pokiaľ sa riadi plánom, vytvára sám.

TVORBA CIEĽOV FINANČNÉHO PLÁNU

Finančné plánovanie je proces tvorby finančných cieľov podniku a súhrn opatrení a činností na ich dosiahnutie. Tento proces tvorby cieľov zahŕňa:

- analýzu finančných a investičných možností,
- predpovedanie budúcich dôsledkov súčasných rozhodnutí, aby sa vyhlo prekvapeniam a pochopiť vzťah medzi súčasnými a budúcimi rozhodnutiami,
- zvolenie určitých alternatív (tie sú včlenené do konečného finančného plánu),
- meranie následnej výkonnosti v porovnaní s cieľmi stanovenými plánom.

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. Michal Grell, PhD., Občianske združenie VZDELÁVANIE-VEDA-VÝSKUM, grell@r15.roburnet.sk

Finančný plán ako výsledok finančného plánovania plní v podniku niekoľko dôležitých funkcií:

1. Účasť manažmentu všetkých úrovní na príprave plánu núti vedúcich pracovníkov prerušiť rutinnú riadiacu prácu, zamyslieť sa nad fungovaním podniku ako celku, nad jeho problémami, cieľmi, ako aj osobným prínosom k úspechu podnikania.
2. Prípravou plánu sa odhaľujú možné riziká budúcich operácií, hľadajú sa všetky rezervy jednotlivých organizačných útvarov. Ozrejmuje sa aj rozdelenie zodpovednosti za výsledky celého podniku, umožnený je odhad účinkov rôznych variantov plánu, ako aj s nimi súvisiacich nákladov.
3. Príprava finančného plánu priaznivo vplýva na koordináciu činností a oživuje vnútro podnikovú komunikáciu.
4. Plánovaním dochádza k hodnoteniu efektívnosti všetkých úsekov činnosti podniku.
5. Plánovaním sa zladujú protichodné čiastkové ciele manažérov nižších úrovní riadenia s celopodnikovými záujmami.
6. Plány a rozpočty sú predpokladom sústavného monitorovania a riadenia fungovania podniku, ktoré smeruje k realizácii prijatých plánov.
7. Plánovanie motivuje pracovníkov, pretože konkretizuje ich podiel na podnikových úspechoch a zameriava sa na úsilie všetkých pracovníkov potrebným smerom.

Nájdenie optimálneho finančného plánu je úlohou manažéra, ktorý rozhodne o najlepšom pláne. Manažér by rád poznal nejaký postup alebo model, ktorý by ho naviedol na správne rozhodnutie, ale taký neexistuje. Takýto model ani nikdy nebude existovať. Toto tvrdenie je založené na treťom zákone Brealého a Myersa, z ktorého vyplýva, že ponuka nevyriešených problémov je nekonečná a počet nevyriešených problémov, ktoré je človek schopný v určitom čase držať v pamäti, je obmedzený na 10. Preto v každej oblasti bude vždy 10 problémov, ktorými sa možno zaoberať, ale ktoré nemajú žiadne formálne riešenie.

Ak už bol vybraný najlepší plán, dôležité je sledovať jeho vývoj. Množstvo dlhodobých plánov sa stane neaktuálnymi hneď, ako sa zostavia. Ďalej sú pre podnik nerelevantné. Samozrejme plánovací proces možno začať vždy od začiatku, ale efektívnejšie je myslieť dopredu a revidovať svoje predpovede vo svete nových skutočností.

HARMONOGRAM TVORBY FINANČNÉHO PLÁNU

Celý proces tvorby finančného plánu treba tiež naplánovať. Podniky si zostavujú určitý harmonogram prác na tvorbe finančného plánu. Finančný plán je postavený nad ostatnými plánmi podniku, pretože jeho súčasťou sú všetky ostatné plány. Tie môžeme považovať za čiastkové podnikové plány. Napr. plán výroby je obsiahnutý v tržbách, nákladoch, majetku a pod. Keďže finančný plán plní integrujúcu funkciu, jeho spracovanie bude závislé od týchto ostatných čiastkových plánov podniku. Preto aj samotný harmonogram tvorby plánu bude obsahovať úlohy a termíny nielen pre tvorcov finančného plánu, ale aj ostatných manažérov podniku zodpovedajúcich za ostatné čiastkové plány.

Postup tvorby finančného plánu si vyžaduje určité usmernenie plánovacích aktivít. Každý zodpovedný zamestnanec podieľajúci sa na príprave finančného plánu by sa mal nájsť v dokumente, ktorý nazývame plánovací kalendár. Jeho podrobnosť bude daná veľkosťou podniku a organizačnou štruktúrou. V každom podniku bude iný postup prác z hľadiska časového, obsahového a tiež z hľadiska zodpovednosti za jednotlivé činnosti v súvislosti so spracovaním finančného plánu.

Plánovací kalendár ešte nie je plán, je to len úvod k tvorbe plánu, príprava na prácu spojenú s tvorbou finančného plánu. Jeho prínos spočíva v tom, že vytvára podmienky na efektívny priebeh tvorby finančného plánu. Práce na spracovaní plánu môžu byť podmienené motivačnými faktormi. Nedodržanie jednotlivých termínov plánovacieho kalendára môže mať

nepriaznivý vplyv na príslušného pracovníka. Dodržanie termínov priaznivo ovplyvní aj dodržanie termínu finálneho dokončenia celého finančného plánu. Je zárukou, že sa stihne plán zostaviť včas.

V časovom harmonograme prác na tvorbe finančného plánu musia byť zahrnuté v časovom slede a v obsahovej väzbe všetky fázy procesu tvorby plánu. Tento dokument by mal byť pripravený na úvod prác, aby v ňom bola zahrnutá aj kompletná prípravná časť. Harmonogram (plánovací kalendár) možno, tak ako plán, prehľadne rozdeliť na štyri časti, t. j. prípravná, projektová, plánovacia a hodnotiacia časť. Prípravná a projektová fáza sa môžu vykonávať súbežne, lebo ich väčšinou realizujú iní zamestnanci. Obidve časti musia byť spracované pred spracovaním finančného plánu, konkrétne plánom zisku, finančnej bilancie a rozdelenia zisku.

Harmonogram prác na príprave finančného plánu by mal byť podrobný, aby sa v ňom každý zainteresovaný pracovník podieľajúci sa na príprave plánu našiel. Podrobnosť závisí od veľkosti podniku, počtu podieľajúcich sa pracovníkov a od zložitosti organizačnej štruktúry. Uvedieme niekoľko príkladov obsahového a časového harmonogramu tvorby finančného plánu. Vecná a formálna stránka harmonogramu musia byť zosúladené s organizačnou štruktúrou podniku.

SÚČASNÝ STAV A STRATEGICKÉ ZÁMERY DO BUDÚCNOSTI

Pre externých záujemcov je dôležitá informácia o súčasnom stave podniku a najmä o strategických zámeroch podniku do budúcnosti. Neexistuje žiadne jednotné pravidlo, čo všetko treba uvádzať v tejto časti prípravy finančného plánu. Veľké podniky majú veľké zámery, malé podniky malé zámery. Informácia o súčasnom stave sa bude odvíjať najmä od veľkosti a charakteru podniku. Na úvod je vždy nutné spomenúť poslanie podniku. Mnohé firmy pre svoju jednoduchosť svoje poslanie neuvádzajú, na druhej strane mnoho podnikov svoje poslanie nadhodnocuje.

V súvislosti s poslaním firmy ako so súčasťou stratégie si treba oživiť znalosti zo strategického manažmentu a mať na zreteli, že poslanie firmy:

- je nástrojom strategického riadenia,
- vyjadruje dlhodobú stratégiu v niekoľkých slovách alebo vo vetách,
- je najvyšší možný abstrakt celej stratégie, ktorý býva často doplnený víziou a hodnotami, ktoré bližšie definujú spôsoby a limity na ceste k dosiahnutiu firemného poslania.

Pri založení firmy jej poslanie pomôže pri koncipovaní prvotného podnikateľského plánu pri zmene koncepcie a pod.

Všetky čiastkové ciele, plány a stratégie by mali viesť k naplneniu poslania firmy. Napríklad jedna pomerne známa firma vyrábajúca nealkoholické nápoje uvádza ako svoje poslanie: Osviežiť svet. Iná firma s tým istým výrobným zameraním má svoje poslanie: Inšpirovať okamihy optimizmu a šťastia. Mobilný operátor vo svojom poslaní uvádza: Spájame ľudí novým a lepším spôsobom.

Napr. poslaním jednej akciovej spoločnosti zaoberajúcej sa strojárskou výrobou je dodávať moduly kokpitov špičkovej kvality s nulovou chybovosťou a poskytovať dokonalé služby, ktoré budú pomáhať zákazníkom zvyšovať konkurencieschopnosť a budú vytvárať hodnoty pre vlastných zamestnancov a akcionárov. Podnik sa ďalej v tejto súvislosti zaviazal, že bude ochraňovať životné prostredie v súlade s platnou legislatívou so zákonmi a zásadami spoločenskej zodpovednosti. Pre svojich zamestnancov na celom svete bude vytvárať motivujúce, zdravé a bezpečné pracovné prostredie. Víziou spoločnosti je stať sa vedúcim výrobcom automobilových kokpitov. Takýto cieľ chce dosiahnuť koncentrovaním sa na uspokojenie potrieb zákazníka, dodávkami svojich výrobkov všetkým významným výrobcom

automobilov a tým, že sa stane referenčnou firmou na trhu. Jej snahou je rásť rýchlejšie ako zvyšok trhu a vytvoriť udržateľnú ziskovosť.

OPATRENIA A CIELE NA ZAPRACOVANIE DO FINANČNÉHO PLÁNU

Systematický prístup k rozhodovaniu o kapitálových investíciách vyžaduje vytvorenie súboru dlhodobých cieľov, ktoré slúžia ako smernice pre rozhodovanie manažérov. To platí nielen pre kapitálové investície, ale aj pre finančné rozhodovanie. Vo veľkých akciových spoločnostiach sa vlastníci a manažment zaujímajú o maximalizáciu hodnoty kmeňových akcií firmy. Túto významnú požiadavku treba transformovať do opatrení a cieľov, ktoré budú zapracované do finančného plánu.

Finančné plánovanie je rozhodovanie o spôsobe financovania, o investovaní kapitálu do výnosného majetku a o peňažnom hospodárení. Nadväzuje na podnikové ciele a stratégiu. Riadi sa prijatou finančnou politikou, ktorá pre finančné rozhodovanie formuluje najmä pravidlá, ako sa vyhýbať príliš riskantnému konaniu.

Finančný plán sleduje ako cieľ maximalizáciu trhovej hodnoty podniku. V plánovacích výpočtoch vystupuje ako náhradný cieľ zisk, ktorý možno rozhodujúcim spôsobom ovplyvniť len v dlhodobom horizonte. Preto finančné plánovanie je nielen krátkodobé, ale aj dlhodobé. Dlhodobý finančný plán je zjednodušeným modelom budúcich stavov a tokov vo finančnom podniku. Slúži ako súbor kritérií pre rozhodovanie v prítomnosti o aktivitách, ktorých dôsledky nastanú vo vzdialenejšej budúcnosti.

Kvalita finančného plánu sa hodnotí podľa jeho dôsledkov na vývoj trhovej hodnoty podniku, resp. trhovej hodnoty akcie. Kľúčom k posúdeniu, ako bol splnený vrcholový cieľ podnikania, je hodnotenie finančného plánu podľa výnosnosti.

Na finančné plánovanie nadväzuje finančná kontrola, pri ktorej sa finančný plán porovnáva s účtovnými výkazmi. Zisťujú sa rozdiely a ich príčiny. Finančná kontrola poskytuje informácie, na základe ktorých sa navrhujú nápravné opatrenia na zaistenie plánovaných cieľov alebo sa upravuje podnikový plán.

Po tom, čo sme prostredníctvom finančnej analýzy zhodnotili svoju východiskovú finančnú situáciu, prichádza na rad špecifikácia opatrení na stanovenie budúcich finančných cieľov, pri ktorých berieme do úvahy nielen svoju vnútornú východiskovú situáciu a ekonomický efekt plánovaných opatrení na jej zlepšenie, ale predovšetkým vonkajšie faktory, ako je vývoj dopytu, trhových cien, trhového podielu s prihliadnutím na konkurenciu a podobne. Finančné ciele sú základom výstavby čiastkových plánov, z ktorých sa skladá celkový finančný plán. Podnikateľský plán by mal obsahovať ciele v oblasti:

- investícií – tie sú bližšie špecifikované v investičnom a odpisovom pláne;
- obratu a marže – správny odhad objemu tržieb v pláne predaja je kľúčovým faktorom úspešného plánovania a jednou z najzložitejších úloh v plánovaní. Pri projektovaní celkového objemu tržieb postupujeme tak, že celkové tržby sa snažíme odhadnúť pomocou logických základných jednotiek, ktoré majú podobu východiskových predpokladov.
- nákladov – cieľové hodnoty nákladov sú konkretizované najmä v pláne potreby zamestnancov a pláne osobných nákladov, marketingovom pláne, pláne ostatných prevádzkových nákladov, finančné náklady sú konkretizované napríklad v pláne financovania investičných potrieb a podobne. Jednotlivé funkčné plány v oblasti nákladov sa líšia podľa druhu podnikania;
- zisku – ciele v oblasti zisku v sebe agregujú výsledky všetkých parciálnych plánov a sú vrcholovým cieľom. V praxi to znamená, že na účel dosahovania požadovanej hodnoty zisku často dochádza k zmenám v plánovaných nákladoch, investíciách a podobne;

- riadenia prevádzkového kapitálu – ciele v oblasti riadenia prevádzkového kapitálu (stanovujeme dobu obratu zásob, dobu inkasa krátkodobých pohľadávok a dobu splatnosti krátkodobých záväzkov) majú význam najmä pri riadení peňažných tokov a zostavovaní plánovanej finančnej bilancie.

Formulácia cieľov pre tvorbu dlhodobého a ročného plánu nadväzuje na predchádzajúce kroky a prípravnú (predplánovaciú) etapu. Ide o postupnú konkretizáciu a aktualizáciu cieľov formulovaných vo vízii a stratégii na základe výsledkov finančnej analýzy a meniacich sa ďalších vnútorných a vonkajších podmienok. Do dlhodobých cieľov finančného plánu treba implantovať vízie podniku, strategické plány, poslanie a filozofiu podniku. Poznatky získané z finančno-ekonomickej analýzy budú obsahom krátkodobého finančného plánu.

Najvýznamnejšie základné atribúty formulovaných cieľov vyjadruje **metodika SMART**, ktorá kladie dôraz na dosiahnuteľnosť a realnosť stanovených cieľov. Mali by spĺňať tieto požiadavky:

- **S** (Specific) – špecifické – ciele by mali byť stanovené a vyjadrené jasne, pričom rovnako jasne by mali byť vyjadrené aj ich výsledky. Nemali by vytvárať možnosť ich dezinterpretácie.
- **M** (Measurable) – merateľné – ciele by mali byť kvantifikovateľné a merateľné, aby sa mohli použiť na ich hodnotenie a splnenie.
- **A** (Achievable/attainable) – dosiahnuteľné – ak majú ciele vyjadrovať budúce smerovanie podniku, musia byť stanovené tak, aby boli náročné, ale nie demotivujúce.
- **R** (Realistic/relevant) – reálne/relevantné – v rámci formovania sústavy cieľov je nutné prihliadať na ich dôležitosť a relevantnosť.
- **T** (Time-bounded/trackable) – časovo ohraničené – ciele by mali byť stanovené v určitom časovom ohraničení, na konkrétny časový horizont, v ktorom sa očakáva ich splnenie.

Čo možno považovať za základný finančný cieľ? Jednoznačná odpoveď neexistuje. Až do konca sedemdesiatych rokov sa za najsyntetickejší a najkomplexnejší finančný cieľ väčšinou považovala maximalizácia zisku či iné formy ziskových ukazovateľov (napr. rentabilita kapitálu, vlastného kapitálu) a zachovanie optimálnej likvidity podniku. Toto chápanie cieľového správania podniku sa ešte aj dnes často uvádza v teórii v súvislosti s rôznymi mikroekonomickými modelmi ponuky a dopytu. Postupne však začal prevládať názor, že maximalizácia zisku nevyjadruje správne cieľové správanie podniku, pretože nezohľadňuje faktor času a stupeň rizika, s ktorým sa zisk dosahuje, ani možnú odchýlku medzi vývojom zisku a reálnymi príjmami. Napokon ani záujmy vlastníkov. Za základný cieľ, ktorý tieto faktory vyjadruje, sa v ekonomickej teórii (hlavne v teórii podnikových financií) dnes považuje maximalizácia trhovej hodnoty podniku.

Prenikanie zahraničných spoločností na Slovensko ovplyvnilo v riadiacej praxi slovenských podnikov aj stanovovanie cieľov pre tvorbu finančného plánu na všeobecné ciele a na špecifické ciele.

Všeobecné a špecifické ciele pre tvorbu dlhodobého a krátkodobého (ročného) finančného plánu formuluje vrcholový manažment. V literatúre aj v praxi firiem sa môžeme stretnúť aj s inými prístupmi a odporúčaniami. Napríklad: dlhodobé (strategické) finančné ciele stanovuje vrcholový manažment, krátkodobé ciele stredný manažment a finančné ciele pre operatívny finančný plán operatívno-výrobný manažment.

Kvalitu komplexného plánu podniku z hľadiska prepojenosti jednotlivých subsystémov (strategický plán, krátkodobý plán...) a jednotlivých častí (plán predaja, finančný plán...) predurčuje konzistentná sústava cieľov. Manažéri musia veľmi často riešiť konfliktnosť finančných cieľov (rentabilita, výnosnosť) s cieľmi zo sociálnej oblasti či ochrany životného prostredia a musia sa usilovať o dosiahnutie vhodného kompromisu.

Význam formulácie cieľov nespočíva iba v tom, že sú začiatkom tvorby finančného plánu, ale súčasne plnia aj funkciu motivácie manažérov a sú normou pre meranie výkonnosti. Formálne plánovacie aktivity na nižších úrovniach manažmentu sa začínajú vydaním tzv. memoranda plánovacích premís, resp. inštrukcií vrcholového manažmentu pre tvorbu finančného plánu. Tento dokument schválený prezidentom spoločnosti či generálnym riaditeľom dostávajú všetci manažéri, ktorí sa podieľajú na tvorbe plánu.

ZÁVER

Na vypracovanie kvalitného finančného plánu nestačí výber alebo zvládnutie vhodne vybraného postupu tvorby plánu primeranej charakteristike a typu podniku. Zostavovatelia finančného plánu by mali dokázať aplikovať primerane metódy tvorby plánu zodpovedajúce náročnosti ekonomických podmienok príslušného podniku. Pod takýmito podmienkami máme na mysli, či má podnik dostatok vlastných finančných zdrojov, či dokáže zabezpečiť plánované financovanie, či sa nenachádza v podmienkach zadlženia a pod.

Z hľadiska metodiky zostavovania finančného plánu odporúčame ako prvý spracovávať investičný a odpisový plán. Prvým dôvodom je skutočnosť, že investície rozhodujúcim spôsobom určujú a ovplyvňujú výšku predpokladaných tržieb podniku v dôsledku obnovy a zavádzania moderných technológií, a tak často vysvetľujú možnú nelineárnu projekciu tržieb v budúcich rokoch v porovnaní so súčasnosťou. Investičný a odpisový plán poskytuje vstupné údaje v podobe odpisov a ďalších položiek do všetkých projektovaných výkazov. Finančný plán sa nezaobíde bez opisných komentárov jednotlivých častí. Je dôležité zdôvodniť nutnosť investície, potrebu získania finančných prostriedkov z cudzích zdrojov a pod.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. – ALLEN, F. 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. aktual. vyd. Brno : BizBooks, 2014. 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- [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] HYRÁNEK, E. 2014. *Finančné plánovanie : prípravná a projektová časť*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. 118 s. ISBN 978-80-225-3944-9.
- [4] KRÁĽOVIČ, J. 2010. *Finančné plánovanie podniku*. Bratislava : Sprint dva, 2010. 212 s. ISBN 978-80-89393-20-6.
- [5] KRÁĽOVIČ, J. – VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 468 s. ISBN 978-80-8078-356-3.
- [6] LEVY, H. – SARNAT, M. 1999. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha : Grada Publishing, 1999. 924 s. ISBN 80-7169-504-1.
- [7] VALACH, J. 2006. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha : Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

VYUŽITIE BUSINESS INTELLIGENCE V PODNIKU¹

THE USABILITY OF BUSINESS INTELLIGENCE IN THE ENTERPRISE

Anna Harumová²

ABSTRACT

Business Intelligence is a set of processes, applications and technologies designed to effectively and efficiently support the decision-making processes in the company. BI applications in its complexity covering planning and analysis functions for almost all areas of business management (purchasing, sales, marketing, financial management, controlling, production, etc.). Business intelligence is a collective term for methods and software architecture aimed at acquiring, processing, analyzing and presenting data. Business Intelligence enables you to discover reserves, increase sales, reduce costs and make more profit. The transformational level business intelligence solution is the acquisition and transformation of various types in the form in which they can be processed together. The results are comparable to the data, with which can perform multiple operations. This data is stored in databases. Data level business intelligence solutions is a database used for data storage. Analytical level business intelligence solutions includes reporting. Reporting as a system of internal reporting and the report is used not only to control and evaluation of the current development management, but also to plan and decide on measures to improve the performance of the company as a whole and its organizational units. Presentation level business intelligence solutions is the final state in which we have data required and these are presented in easily comprehensible terms.

Keywords: Business intelligence, reporting, controlling

JEL Klasifikácia: C12, C33, C42

ÚVOD

Začiatky business inteligencie (BI) predstavovali riešenia smerujúce k podpore manažérskych a analytických úloh v prostredí podniku sa začali objavovať koncom sedemdesiatych rokov v súvislosti s on-line spracovaním dát. Prvé pokusy a publikácie sú spojené s americkou organizáciou Lockheed. V polovici osemdesiatych rokov boli publikované prvé práce k tomuto typu aplikácií. V druhej polovici osemdesiatych rokov prišli na trh USA prvé firmy s komerčnými produktmi, určenými na multidimenzionálne uloženie a spracovanie dát, nazvanými ako EIS (Executive Information Systems), a to organizácie Comshare a Pilot. Trh s produktmi EIS sa potom dynamicky rozvíjal a na začiatku deväťdesiatych rokov sa tieto produkty začali presadzovať aj na našom IS/IKT trhu. Koncom osemdesiatych a začiatkom deväťdesiatych rokov sa v USA začali veľmi intenzívne presadzovať aj ďalšie trendy v multidimenzionálnych technológiách, a to dátové sklady (Data Warehouse) a dátové tržnice (Data Marts). Za rozvojom týchto technológií stáli

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/006/15 „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

predovšetkým Ralph Kimball a Bill Inmon. Väčšie uplatnenie dátových skladov a tržníc bolo na našom trhu zrejmejšie až v druhej polovici deväťdesiatych rokov. V súvislosti s dátovými skladmi a narastajúcim objemom dát v tomto prostredí sa koncom 16 deväťdesiatych rokov začali presadzovať technológie dolovania dát (Data Mining), založené na vysoko sofistikovaných analýzach dát s pomocou najrôznejších matematických a štatistických metód (NOVOTNÝ, a iní, 2005 s. 17).

Pre lepšie pochopenie pojmu BI si uvedieme dve definície. Prvá je z roku 1989, ktorú definoval Hovard Dresner z organizácie Gartner Group a druhá je súčasná definícia BI podľa organizácie Microsoft.

- business inteligencie je množina konceptov a metodík, ktoré zlepšujú rozhodovací proces s použitím metodík, alebo systémov použitých na metodikách. Účelom procesu je konvertovať veľké objemy dát na znalosti, ktoré sú potrebné pre koncových používateľov. Tieto poznatky môžeme potom efektívne využiť pri procesoch rozhodovania a môžeme tvoriť veľmi významnú konkurenčnú výhodu (GARTNER, 2013).
- business inteligencie zjednodušuje získavanie informácií a analýz riadiacim pracovníkom naprieč celým podnikom, umožňuje jednoducho získať, pochopiť, analyzovať, spolupracovať a využiť informáciu kedykoľvek a kdekoľvek (MICROSOFT, 2013).

TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ A MIESTO TECHNOLÓGIÍ BI V PODNIKOKCH

Nárast globálnej konkurencie, produktivity a informovanosti vyžadujú od spoločností stále väčšiu schopnosť mobilizovať a zužitkovať hmotné i nehmotné (neviditeľné) aktíva. A práve investície do nehmotných aktív sa stávajú rozhodujúcim faktorom prežitia v súčasnom dynamickom prostredí. Ak chce spoločnosť prežiť, musí byť schopná efektívne riešiť nasledujúce úlohy³:

- vytvoriť také vzťahy so zákazníkmi, ktoré zachovávajú lojalitu k už existujúcim zákazníkom, a pritom umožňujú efektívne poskytovanie služieb novým zákazníckym segmentom a novým trhom,
- uvádzať na trh inovované výrobky a služby, požadované cieľovými segmentmi zákazníkov,
- poskytovať vysokokvalitné, zákaznícky orientované výrobky a služby za nízke ceny s krátkou dobou realizácie,
- mobilizovať schopnosti a motiváciu zamestnancov z dôvodu neustáleho zlepšovania procesov, kvality a doby odozvy,
- implementovať informačné technológie, databázy a systémy.

Každý podnik skôr či neskôr dospeje do stavu, keď veľkosť obratu a zložitosť procesov spôsobí, že sa manažment firmy stráca v množstve zväčša technicky podaných údajov, ktoré mu poskytuje firemný informačný systém. Tento stav nastáva nielen vo veľkých podnikoch, ale dnes sa s ním môžeme stretnúť aj vo väčšine stredných, ba dokonca aj v niektorých malých dynamických spoločnostiach.

Všeobecnú koncepciu architektúry Business Intelligence možno vidieť na obrázku 1.

³ SAS Slovakia: <http://www.sas.com/offices/europe/slovakia/press/2007/bi4.html>, 18.8.2008



Obrázok 1 Základná koncepcia Business Intelligence

Prameň: SLÁNSKY, D.: Moderní řízení, mesačník, Economica, 2007, č. 10, s.51.

Zo všeobecnej koncepcie môžeme identifikovať niekoľko vrstiev s nasledujúcim obsahom (Slánsky, 2007):

1. *Prezentačná vrstva*
2. *Vrstva na analýzu dát*
3. *Vrstva na ukladanie a nahrávanie dát*
4. *Vrstva na extrakciu, transformáciu a čistenie dát*

Na účely rozhodovania treba mať k dispozícii aktuálnu znalostnú databázu, ktorá používateľsky prístupnou formou dokáže odpovedať na otázky o správaní sa podniku v podnikateľskom prostredí, ako aj modelovať stavy, ktoré môžu nastať pri zmene niektorých ekonomických parametrov. Na základe týchto informácií môže manažment podniku prijímať zodpovedné a ekonomicky výhodné rozhodnutia, ktoré podnik posúvajú k vyššej kvalite vytváraných hodnôt, k vyššej konkurencieschopnosti a v neposlednom rade aj k vyšším ziskom. Hlavnou databázou informačných systémov v podnikoch je väčšinou niektorá z komerčných relačných databáz. Relačné databázy sú však vzhľadom na tretí stupeň normalizácie slúžiacej technicky optimálnemu spracovaniu dát na účely poskytovania štruktúrovaných ekonomických informácií nevhodné. Údaje z týchto databáz treba vhodne štrukturalizovať a tieto transformované štruktúry aktualizovať. Na tieto účely slúži celá rada technológií BI (Harumová, 2011).

Na účely rozhodovania treba mať k dispozícii aktuálnu znalostnú databázu, ktorá používateľsky prístupnou formou dokáže odpovedať na otázky o správaní sa podniku v podnikateľskom prostredí, ako aj modelovať stavy, ktoré môžu nastať pri zmene niektorých ekonomických parametrov. Na základe týchto informácií môže manažment podniku prijímať zodpovedné a ekonomicky výhodné rozhodnutia, ktoré podnik posúvajú k vyššej kvalite vytváraných hodnôt, k vyššej konkurencieschopnosti a v neposlednom rade aj k vyšším ziskom. Hlavnou databázou informačných systémov v podnikoch je väčšinou niektorá z komerčných relačných databáz. Relačné databázy sú však vzhľadom na tretí stupeň normalizácie slúžiacej technicky optimálnemu spracovaniu dát na účely poskytovania štruktúrovaných ekonomických informácií nevhodné. Údaje z týchto databáz treba vhodne štrukturalizovať a tieto transformované štruktúry aktualizovať. Na tieto účely slúži celá rada technológií BI.

VYUŽITIE BI V JEDNOTLIVÝCH PODNIKOVÝCH OBLASTIACH

Existuje veľké množstvo aplikácií, ktoré sa dajú implementovať do jednotlivých podnikových oblastí. V každej oblasti sú to rôzne typy aplikácií, ktoré si priblížime v oblastiach: financií, marketingu, výroby, logistiky, riadení vzťahov s dodávateľmi. Všetky tieto oblasti majú svoj vplyv na účtovný a daňový reporting podniku.

Financie - všetky informácie o finančnom hospodárení sú uložené v dátovom sklade, vďaka čomu možno rýchle získať hodnoty ukazovateľov výnosnosti podniku. Vo väčších podnikoch to môžu byť informácie za rôzne detašované strediská, dcérske spoločnosti, pobočky. Takéto prepojenie je pre podnik prínosom, pretože uchováva všetky potrebné ukazovatele. Finančné aplikácie Business Intelligence sa používajú predovšetkým v týchto oblastiach:

- *Finančné plánovanie a prognózy*
- *Finančné výkazníctvo*
- *Analýzy nákladov a ziskovosti*
- *Riadenie rizika*
- *Finančná optimalizácia*

V prípade, ak by sa náhodou vyskytla neželateľná chyba v nejakej oblasti, systém dokáže včas upozorniť na odchýlku od predpokladaného vývoja. Najčastejšie sa takéto riešenia využívajú v oblasti kontrolovania nákladov.

Marketing - marketing je proces plánovania a realizácie koncepcie, cenotvorby, propagácie a distribúcie myšlienok, tovarov a služieb s cieľom realizovať výmenu so zákazníkmi, ktorá napĺňa individuálne aj inštitučné potreby. Pojem e-marketing rozširuje tento proces o prenos informácií cez elektronické kanály, akými sú internet, novinové stránky, miesta predaja, osobní digitálni poradcovia a interaktívna televízia. e-marketing napĺňa ideu vstupu do prostredia interakcií v reálnom čase a firmám umožňuje optimalizovať prenos marketingových informácií späť k zákazníkovi. Elektronické kanály poskytujú dobrú príležitosť na zber zákazníckych údajov s cieľom tvorby profilov, ktoré môžu použiť na segmentáciu a špecifikáciu zákazníkov na individuálnom základe, spôsobom on-line alebo off-line. Úspech e-marketingu závisí hlavne od jeho zaradenia v rámci celkovej organizácie ako kľúčového prvku celej stratégie riadenia vzťahu k zákazníkovi (Laberge, 2012). Jednotlivé aplikácie Business Intelligence sú obsiahnuté v nasledujúcich oblastiach e-marketingu (Novotný a kol., 2005):

- analýza portfólia produktov a služieb,
- klasifikácia a segmentácia zákazníkov,
- campaign manažment, resp. proces správy marketingových kampaní: plánovanie a analýza dopadu marketingových kampaní, analýza marketingových zdrojov, analýza marketingových nákladov, vyhodnotenie kampane.

Výroba - pre moderný výrobný podnik je nevyhnutnou súčasťou spojenie výrobného procesu s aplikáciami Business Intelligence. Iba podnik s business aplikáciami dokáže plnohodnotne prežiť v zápase s nekompromisnou konkurenciou, preto vo väčšine stredných a takmer vo všetkých veľkých podnikoch je bežné používanie aplikácií Business Intelligence. Aplikácie na riadenie výroby môžeme nachádzať v nasledujúcich oblastiach:

- *plánovanie a monitorovanie kľúčových ukazovateľov výrobného procesu,*
- *analýzy a plánovanie trendov založené na historických udalostiach,*
- *podpora nástrojov automatizovaného riadiaceho procesu na základe aktuálnych informácií.*

Logistika - medzi aplikáciami Business Intelligence podobne ako vo výrobe aj logistika si nájde svoje uplatnenie. Logistika je v súčasnosti veľmi rozšírená oblasť, a preto je v záujme spoločností, aby poskytovali služby na vysokej úrovni. Držanie rovnakej línie s konkurenciou je náročné, avšak pri postupnom zavádzaní aplikácií Business Intelligence je to reálne, ba

v mnohých prípadoch sa to stáva aj konkurenčnou výhodou. Systémy Business Intelligence umožňujú v tejto oblasti sledovať efektivitu všetkých dopravcov a následne vypracovávať štatistické ukazovatele, pomocou ktorých sa manažér vie ľahšie rozhodnúť pre výber externého dopravcu. Popri efektívite možno porovnávať aj celkové náklady, ktoré jednotliví dopravcovia priradujú k transportom. Medzi ďalšie ukazovatele, ktoré podnik necháva prostredníctvom Business Intelligence aplikácií analyzovať, patria analýza doby dodávky, rozbor reklamácií a analýza množstva. Informácie o priebehu uskutočnení jednotlivých dodávok umožňujú sledovať efektivitu celého procesu dodávky tovaru konečným odberateľom. Škála možného nasadenia Business Intelligence v tejto oblasti zahŕňa napríklad analýzu efektívnosti poradcov, analýzu dopravných nákladov, kapacitné plánovanie a podobne (Slánsky, 2007).

Riadenie vzťahov s dodávateľmi - pri riadení vzťahov s dodávateľmi je pre správne fungovanie aplikácií Business Intelligence nevyhnutné zavedenie dátového skladu, ktorý bude obsahovať nákupne produkty a služby od dodávateľov. Na základe toho možno analyzovať celkový nákup a nákupnú štruktúru celého podniku. Uvedená analýza nákupu potom slúži na efektívne uskutočňovanie nákupov.

Cieľom využitia aplikácií Business Intelligence v tejto oblasti je zníženie celkových nákladov nákupu a zvýšenie efektívnosti procesu nákupu prostredníctvom analýzy nákupu, hodnotením výberom dodávateľom, ale aj stanovenie stratégie (Douček, 2010).

ZMYSEL INFORMAČNEJ STRATÉGIE V PODNIKU

Tvorba informačnej stratégie hrá v podniku, ktorý bude investovať do informačných technológií a systémov, jednu z najdôležitejších úloh. Pri nedostatočnej alebo nevhodnej informačnej stratégii sa môže stať, že investície do IS/IT budú zmarené. Cieľ, ktorý chce podnik dosiahnuť elektronizáciou podniku a elektronickou podporou firemných procesov, sa nemusí dosiahnuť v očakávanej kvalite alebo dokonca môže mať negatívny účinok. Cieľom informačnej stratégie podniku by malo byť hľadanie odpovedí predovšetkým na otázky, ako bude možné pomocou IS/IT dosiahnuť:

- *zvýšenie výkonnosti pracovníkov*
- *podpora dosahovania strategických cieľov*
- *získavanie konkurenčných výhod pre podnik*
- *vytváranie ďalších strategických výhod pri rozvoji podniku.*

Prvým predpokladom tvorby správnej informačnej stratégie je dokonalá znalosť firemných procesov vo vnútri podniku, ako aj firemných procesov presahujúcich do jeho okolia. Ďalším nemenej dôležitým faktorom pri jej budovaní je aj dokonalá znalosť stavu a dostupnosti informačných technológií a systémov na trhu kvôli správne výberu a vhodnosti dostupných IS/IT na dosiahnutie strategického podnikateľského cieľa. Prvý predpoklad možno dosiahnuť prostredníctvom nástrojov na modelovanie obchodných (podnikových) procesov a na ich riadenie – Business Process Modeling a Business Process Management. Druhý predpoklad je dosiahnuteľný buď vlastnými prostriedkami prostredníctvom odborníkov vlastného IT oddelenia, alebo angažovaním externých konzultantov (konzultačných firiem). Dosahovanie cieľov informačnej stratégie je v zásade dosť nákladná investícia. Je potrebné investovať do nákupu alebo inovácie podnikového hardware a software. Zároveň treba kalkulovať s nákladmi spojenými s platbami vývojovým pracovníkom. Nezanedbateľná položka sú aj náklady implementácie IS/IT, či sú to už výdaje vo forme platieb implementátorom a školiteľom ako aj platby vlastným pracovníkom počas zaúčania sa na prácu s IS/IT alebo dočasným znížením produktivity spôsobeným prechodom na nové IS/IT počas implementácie systému. Poslednou štartovacou položkou pri realizácii informačnej stratégie je cena poradenstva konzultačných firiem. Ďalšou nevyhnutnou

položkou pri stavaní finančného plánu na zavedenie IS/IT je aj suma spojená s údržbou IS/IT v rutinej prevádzke, ako aj suma investícií spojených s rozvojom systémov a obnovou hardvéru, platbou licenčných poplatkov a správou IS/IT (či je to vo vlastnej rézii alebo dodávateľským spôsobom – outsourcing).

Zdroje na investície bývajú zväčša obmedzené. Informačnú stratégiu je potrebné zvoliť podľa finančných možností daného podniku tak, aby investície do IS/IT mali svoju návratnosť. Pre rôzne oblasti aplikácií IS/IT sa ukazuje vhodný ukazovateľ Total Cost of Ownership (TCO). Spoločnosť Gartner Group (www.gartner.com), ktorá zaviedla tento ukazovateľ pre IS/IT prostredníctvom svojho programového vybavenia, umožňuje:

- *porovnávať aktuálnu hodnotu TCO s typickou hodnotou definovanou výskumnou činnosťou spoločnosti Gartner Group,*
- *pomocou takéhoto auditu hľadať silné a slabé stránky IS/IT,*
- *simulovať náklady a prínosy pre analýzu návratnosti požadovaných investícií.*

Pre TCO je potrebné, aby na lokálnej úrovni boli k dispozícii dostatočne vierohodné a reprezentatívne benchmarky na porovnávanie tohto ukazovateľa. Samozrejme, toto nie je jediná metóda odhadu výdavkov na zavedenie a údržbu IS/IT a odhadu jeho efektivity. Aj spoločnosti, ako napríklad International Data Group (www.idc.com) alebo KPMG (www.kpmg.com) pracujú s uznávanými metodikami na ohodnocovanie výkonnosti a efektívnosti IS/IT.

ZÁVER

V súčasnosti existuje v podnikoch veľké množstvo aplikácií, ktoré sa dajú implementovať do jednotlivých podnikových oblastí. V každej oblasti sú to rôzne typy aplikácií, ktoré si priblížime v oblastiach: financií, marketingu, výroby, logistiky, riadení vzťahov s dodávateľmi. Všetky tieto oblasti majú svoj vplyv na účtovný a daňový reporting podniku. Reporting je jednou z dôležitých funkcií Business Intelligence, pretože umožňuje vytvoriť akýkoľvek typ reportu v reálnom čase. Pri jeho tvorbe umožňuje využiť akýkoľvek zdroj dát (databázu) a pracuje s jednou metadátovou vrstvou. Reportovacie služby plnia funkciu podpory rozhodovania, slúžia ako návrh reportu a starajú sa o generovanie výstupu v elektronickej alebo papierovej podobe. Reporty môžu byť statické alebo interaktívne, pomocou rôznych ovládacích prvkov ich možno prispôbovať. Business Intelligence predstavuje v súčasnosti jeden z najvýznamnejších faktorov kvality podnikovej informatiky a s tým súvisiaceho zvyšovania konkurencieschopnosti podnikov. Možno ho definovať ako aplikačný software využívaný vo firmách pre podporu rozhodovacích procesov, ktoré tu prebiehajú. Pri tomto procese dochádza k premene obrovského množstva rôznych dát na informácie, poznatky a znalosti užitočné pre koncového užívateľa. Predstavuje radu postupov, procesov a technológií, ktoré tieto rozhodovacie procesy podporujú.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] DOUČEK, P. 2010. Informační management. Praha : Professional Publishing, 2010. ISBN 987-80- 4731-010-2.
- [2] GARTNER. 2013. big-data. www.gartner.com. [Online] 12 2013. <http://www.gartner.com/itglossary/big-data>.
- [3] HARUMOVÁ, A. (2016). *Účtovný a daňový reporting*. Bratislava : Ekonóm, 2016. 258 s. ISBN 978-80-225-4195-4.
- [4] LABERGE, R. 2012. Datové sklady, Agilní metody a business intelligence. Brno : Computer press, 2012. ISBN 978-80-251-3729-1.

- [5] MICROSOFT. 2013. library. <http://technet.microsoft.com>. [Online] Microsoft, 12 2013. [http://technet.microsoft.com/en-us/library/cc811595\(v=office.12\).aspx](http://technet.microsoft.com/en-us/library/cc811595(v=office.12).aspx).
- [6] NOVOTNÝ, O. – POUR, J. – SLÁNSKÝ, D. (2005). *Business Intelligence*. Praha : Grada Publishing, 2005. 33 s. ISBN 80-247-1094-3.
- [7] SLÁNSKÝ, D. (2007). *Moderní řízení*, In mesačník *Economica*. ISSN 0026-8720, 2007. č. 10, s.51.

RIEŠENIE ÚVEROVÉHO RIZIKA PODNIKU¹

SOLVING OF THE COMPANY CREDIT RISK

Veronika Jánošová²

ABSTRACT

Credit risk represents the risk of the bank losses arising from default of the debtor or deteriorating of credit position. The risk of failure as the main source of loss is the risk that clients fail in fulfilling their obligations under the debt settlement. The failure brings the total or partial loss of any amount to borrowed counter- party. Credit risk is also the risk of any deterioration in the credit position of the borrower, issuer of bonds or shares. If the company is not able to repay the loan, must inform about the situation the bank promptly and transparently solve the problem. In any particular case, there is a way to deal with such as various forms of restructuring, changing the business plan and not least by arrangements with its creditors. The company may agree with the bank to extended time payments, extending the maturities, respectively combining multiple loans with favorable interest rate.

Keywords: credit risk, communication with bank, company restructuring, change of the business plan, cash flow, arrangement with creditors

JEL Klasifikácia: E49

ÚVOD

Z dôvodu veľkej angažovanosti banky v úverových obchodoch je za najväčšie a najdôležitejšie je považované úverové riziko. Úverové riziko predstavuje riziko straty banky vyplývajúce zo zlyhania dlžníka alebo zhoršenia úverovej pozície. Riziko zlyhania ako hlavný zdroj straty je riziko, že klienti zlyhajú pri plnení záväzkov vysporiadania dlhu. Zlyhanie prináša celkovú alebo čiastočnú stratu akejkolvek sumy požičanej zmluvnej strane. Úverové riziko je tiež riziko zhoršenia úverovej pozície dlžníka, emitenta dlhopisov alebo akcií. Také zhoršenie nezahŕňa zlyhania, ale vedie k záveru, že pravdepodobnosť zlyhania sa zvyšuje. Riziko expozície a riziko návratnosti dopĺňajú kategóriu základných úverových rizík. Riziko expozície je dané veľkosťou expozície. Riziko návratnosti je spojené so zabezpečením úverovej transakcie. Banky a finančné inštitúcie sa snažia merať riziko čo najpresnejšie a riadiť ho čo najlepšie. Preto vyvíjajú a zdokonaľujú úverové modely, ktoré im umožnia sofistikovanejšie meranie rizík a tak uľahčia prácu pri riadení týchto rizík. Legislatíva okrem iného ukladá bankám aj povinnosť držať určitý objem vlastných zdrojov na krytie úverového rizika. Banky majú možnosť aplikovať štandardizovaný prístup alebo prístup interných ratingov, ktorého použitie je podmienené získaním súhlasu Národnej banky Slovenska..

Pri poklese záujmu po výrobkoch alebo službách, ak sa nevydarí investícia do nového produktu, výrazne vzrastú ceny vstupov alebo nastanú negatívne zmeny na dodávateľských alebo odberateľských trhoch, podnik má nižšiu úroveň cash flow a problémy pri splácaní úveru alebo lízingových splátok. Dlžník musí o vzniknutej situácii banku informovať urýchlene a riešiť problém otvorene. V každom konkrétnom prípade

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/006/15 Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania

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

existuje spôsob riešenia, napríklad rôznymi formami reštrukturalizácie, zmenou podnikateľského plánu alebo v neposlednom rade dohodou s veriteľmi.

KOMUNIKÁCIA DLŽNÍKA S VERITEĽOV

V prípade, že sa finančná situácia zhorší a klient mešká so splácaním úveru, banka začne rizikového klienta oveľa intenzívnejšie monitorovať, požaduje vysvetlenie príčin vzniknutej situácie a uhradenie svojej pohľadávky po lehote splatnosti. Klientovi sa v dôsledku negatívneho vývoja finančnej situácie následne aktualizuje rating.

Manažment musí transparentne analyzovať situáciu vo firme, odhaliť príčiny, ktoré spôsobili hospodárskych problémy. Často sa stáva, že dlžníci, ktorí sú vo finančných problémoch, sa snažia situáciu skresľovať a poskytnú banke neúplné informácie, alebo banku o kritickej situácii informujú už neskoro.

Finančnú krízu musí podnik riešiť čo najskôr a predísť tak k zbytočnej strate času, pretože skryté problémy sa aj tak odhalia a dlžník bude musieť banke vysvetliť reálnu situáciu. Práve strata času potrebná k riešeniu problémov zo strany klienta sa môže ukázať ako kritické, nakoľko tento čas dlžník mohol v spolupráci s bankou využiť na konštruktívne riešenie finančnej situácie. Netransparentný prístup radikálne znižuje dôveru banky v manažment firmy.

Problémy so splácaním je dôležité riešiť transparentným a realistickým návrhom riešenia finančných problémov. To zvyčajne znamená predložiť banke na posúdenie nasledovné plány a dohody:

- plán reštrukturalizácie s konkrétnymi návrhmi ako riešiť vzniknutú situáciu,
- nový podnikateľský plán, súčasťou ktorého je plán cash flow,
- dohoda s veriteľmi o reštrukturalizácii úveru.

REŠTRUKTURALIZAČNÉ OPATRENIA

Cieľom reštrukturalizácie je zabrániť konkurzu podniku. Metódy reštrukturalizácie predstavujú spôsoby a opatrenia, ktoré by mali pomôcť podniku dostať sa do pôvodného bezkrízového stavu. Metódy sa členia do skupín podľa toho na akú oblasť sú opatrenia zamerané, napríklad: opatrenia zamerané na marketing, manažment, opatrenia vo finančnej a právnej oblasti, organizačné opatrenia, opatrenia v oblasti výroby a logistiky a iné. Medzi najčastejšie využívané patria:

- **Zmena pohľadávok veriteľov**, ide najmä o predĺženie lehoty ich splatnosti alebo ich čiastočné odpustenie, prípadne ich uznanie za nevymáhateľné. Patrí sem aj odpustenie úrokov, úrokov z omeškania majetkových sankcií a zmluvných pokút.
- **Fúzia alebo rozdelenie** zadlženého podniku prípadne vznik nového právneho subjektu. Pri zlúčení ide často o strategického investora, ktorý vidí v dlžníkovi potenciál a je ochotný investovať voľné finančné prostriedky
- **Emisia akcií alebo iných majetkových účastí** na majetok dlžníka alebo preberajúcej osobe na účel ich výmeny za pohľadávky alebo na iný účel určený plánom.
- **Reštrukturalizácia splátkového kalendáru** založená na dohode s veriteľmi, ktorá je bližšie objasnená v reštrukturalizačnom pláne.
- **Odstránenie časti podniku, ktoré produkujú stratu** a ponechanie len prosperujúcich a potrebných častí pre napĺňanie reštrukturalizačného plánu. Možnosť využitia outsourcingu, pomocou ktorého dlžník využije službu firmy, ktorá dlžníkovi spôsobí menšie náklady ako keby si danú službu vykonal sám.
- **Optimalizácia organizačnej štruktúry**, ide o optimalizáciu stavu zamestnancov vo väzbe na rozsah podnikateľských aktivít.

- **Hľadanie nových marketingových ciest**, ide o nadviazanie nových dodávateľsko-odberateľských vzťahov, prípadne hľadanie nového strategického partnera.
- **Investovanie do obnovy alebo modernizácie technológií**, je využívaná najmä vtedy, ak podnik nedokáže vyrábať výrobky, ktoré nie sú konkurencieschopné z dôvodu nízkej kvality alebo vysokých výrobných nákladov.

V reštrukturalizačnom pláne, ktorý má záväzný a opisný charakter musí klient navrhnúť časový rámec konkrétnych opatrení, ktoré povedú k odstráneniu nepriaznivej situácie. Plán môže napríklad zahŕňať racionalizačné a úsporné opatrenia na strane nákladov, ktoré musí dlžník jasne identifikovať a kvantifikovať. Musí zahŕňať opatrenia, ktoré pomôžu dlhodobému zlepšeniu hospodárskych ukazovateľov, ale aj účinné opatrenia na zlepšenie cashflow, ako napríklad zrýchlenie doby obratu pohľadávok a zníženie úrovne zásob.

PODNIKATEĽKÝ PLÁN ZOHLADŇUJÚCI NOVÚ HOSPODÁRSKU SKUTOČNOSŤ

Nový podnikateľský plán musí pravdivo odrážať súčasnú hospodársku a trhovú situáciu podniku a musí byť postavený na pravdivých dokumentoch ako sú zmluvy o predaji, dohody, zákazky a pod. Ak sa ukáže, že predpoklady použité v pláne si klient nedokáže obhájiť, výrazne klesá dôvera banky v schopnosť dlžníka.

Dodržiavanie finančných ukazovateľov likvidity, rentability, aktivity a zadlženosti je potrebné monitorovať nielen spätne – t.j. či ich firma dodržala za predchádzajúce obdobie, ale predovšetkým testovať oproti budúcim aktuálnym obchodným a finančným plánom.

Dôležité je finančný plán testovať na rôzne scenáre budúceho vývoja a vypočítať, akú rezervu má firma pre každý z nich. Do testovania je potrebné zakomponovať hlavné externé a interné rizikové faktory (napr. strata veľkého zákazníka, nepriaznivé zmeny menových kurzov, nárast cien komodít a vstupných materiálov, a pod.).

Pre prípady hroziaceho alebo skutočného porušenia finančného plánu je vhodné mať vopred pripravené scenáre riešenia a určiť, kto bude za ne zodpovedný.

Väčšinou je lepšie situáciu začať riešiť s bankou ešte predtým, ako k samotnému porušeniu dôjde. Banky nemajú radi nepríjemné prekvapenia na poslednú chvíľu. Ak napríklad na základe finančných plánov dlžník vidí, že v blízkej budúcnosti môže dôjsť k zhoršeniu finančných ukazovateľov, mal by informovať o tom banku v predstihu.

V prípade porušenia finančných ukazovateľov je riešenie situácie vo veľkej miere v rukách banky a závisí od vážnosti porušeného záväzku. Dôsledkom môže byť zvýšený monitoring zo strany banky, zvýšenie úrokovej sadzby, zmluvná pokuta, alebo v najhoršom prípade odstúpenie od zmluvy, čo znamená okamžitú splatnosť úveru.

V krízových situáciách je kľúčom k zvládnutiu situácie efektívne riadenie cashflow. Banka požaduje cashflow plán spracovaný minimálne na 3 až 12 mesiacov na základe aktuálneho stavu pohľadávok a záväzkov a na základe podnikateľského plánu, ktorý vychádza z hodnoverných údajov odsúhlasených bankou.

DOHODA S VERITEĽMI O REŠTRUKTURALIZÁCIÍ ÚVERU

Účtovná strata podniku, ktorá prevyšuje vlastné imanie, vysoký stav záväzkov voči dodávateľom po lehote splatnosti zvyšuje reálne riziko, že na podnik bude podaný návrh na konkurz. Lepšou alternatívou sa javí reštrukturalizácia, ktorá je pre veriteľov výhodnejšia a podnik zostáva zachovaný.

Reštrukturalizácia splátkového plánu sa môže zrealizovať:

- odkladom splátok a splácaním úrokov,
- s predĺžením doby splatnosti úveru,

- refinancovaním a konsolidáciou viacerých úverov

Refinancovanie úveru je prefinancovanie úveru jedným výhodnejším. Cieľom refinancovania úveru je to, aby klient ušetril, čo najviac finančných prostriedkov na nižších aktuálnych úrokoch. Mimo refinancovania úveru sa používa aj tzv. konsolidácia úverov. V tomto prípade ide o prefinancovanie viacerých úverov v jeden veľký. Výhody sú totožné s refinancovaním úveru, len vo väčšom miere. Konsolidácia alebo prefinancovanie úverov sa dá využiť na všetky finančné produkty bánk.

Zhoršenie úverových podmienok sa odzrkadlí i v bankovom úverovom registri a banka ich spravidla podmieňuje zvýšením majetkovým zabezpečením.

V súvislosti s finančnou situáciou klienta so zvýšeným rizikom sa následne pravidelne stav monitoruje a banka vyhodnocuje plnenie podnikateľského plánu a plánu reštrukturalizácie, plnenie úverových a iných podmienok dohodnutých pri reštrukturalizácii úveru.

ZÁVER

Z rôznych dôvodov sa podnikom nie vždy podarí plniť splátkový plán, ktorý si dohodli s bankou. Kreditné riziko predstavuje čiastočné alebo úplné zlyhanie dlžníka alebo zhoršenia úverovej pozície. Podnik túto nepriaznivú situáciu musí riešiť bezodkladne a transparentne s bankou. Ak nechce riskovať konkurz, musí zrealizovať reštrukturalizáciu. S plánom a metódami reštrukturalizácie musia súhlasiť veritelia. Podnik musí vypracovať nový podnikateľský plán, ktorý korešponduje s novou ekonomickou situáciou. V krízových situáciách je kľúčom k zvládnutiu situácie efektívne riadenie cashflow. Banka požaduje cashflow plán spracovaný minimálne na 3 až 12 mesiacov na základe aktuálneho stavu pohľadávok a záväzkov a na základe podnikateľského plánu, ktorý vychádza z hodnoverných údajov odsúhlasených bankou. Akceptovanie predloženého plánu reštrukturalizácie firmy, podnikateľský plán a plán cashflow bankou, a ak klient preukáže, že aj ostatní veritelia súhlasia s odsunutím splátok alebo ich predĺžením, banka môže podporiť navrhované zmeny v splátkovom kalendári, alebo môže akceptovať zmenu štruktúry financovania, refinancovať investície zrealizované v minulosti či poskytnúť refinančný úver. Banka zvyčajne zmeny v úverových podmienkach podmieňuje zvýšením majetkovým zabezpečením. Kreditné riziko je najvýznamnejšie riziko slovenského bankového sektora. Pozitívne možno vnímať klesajúci podiel zlyhaných úverov podnikov. Ten medziročne poklesol z 8,6 % na 7,3%.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] Markovič, P. et al. 2007. Manažment finančných rizík podniku. Bratislava: Jura Edition. 2007. ISBN 978-80-8078-132-2.
- [2] Pintner, Ľ. 2010. Úverový proces. Banská Bystrica: Univerzita Mateja Bela. 2010. ISBN 978-80-557-0080-9.
- [3] Sivák, R., Gertler, Ľ. 2006. Teória a prax vybraných druhov finančných rizík. Bratislava: Sprint. 2006. ISBN 80-89085-56-3.
- [4] Sivák, R., Gertler, Ľ., Kováč, U. 2009. Riziká vo financiách a v bankovníctve. Bratislava: Sprint. 2009. ISBN 978-80-89393-03-9
- [5] Vlachynský, K. 2009. Podnikové financie. Bratislava: Jura Edition. 2009. ISBN 978-80-80782-58-0

INVESTIČNÝ CERTIFIKÁT – MODERNÝ INVESTIČNÝ NÁTROJ¹

INVESTMENT CERTIFICATE – MODERN INVESTMENT INSTRUMENT

Veronika Jánošová²

ABSTRACT

Investment certificate is a security paper whose value is linked to the value of indexes, interest rates, securities, debt securities, exchange rates, commodities or other underlying assets, or a combination thereof. The price of the investment certificate is inferred from its underlying assets. Investment certificates are issued by large banks, mutual funds or investment companies. Important role in this case played creditworthiness or credit rating of institution that issued these certificates. Certificates are suitable not only as a supplement to a better diversification of the investment portfolio, but can become the investment instruments for successful long-term investment strategies. The most significant risk associated with an investment certificate, in particular credit risk of the issuer, ie. inability of the issuing bank to honor its obligations under the issued certificate. Investment certificates are financial instruments that are traded on stock exchange, but also on non-organized over the counter market.

Keywords: investment certificate, risk, revenue, date maturity, underlying asset, eminent

JEL Klasifikácia: G1, G10

ÚVOD

Investičné certifikáty sú finančné nástroje, ktorých cena sa odvíja na základe vývoja hodnoty podkladového aktíva. Podkladovými aktívami môžu byť akcie, burzové indexy, zlato, komodity, nehnuteľnosti, úrokové miery, meny, a pod. Cena investičného certifikátu je odvodená od svojho podkladového aktíva. Investičné certifikáty emitujú veľké banky alebo investičné spoločnosti. Dôležitú úlohu v tomto prípade zohráva bonita či rating bankovej inštitúcie, ktorá tieto certifikáty vydáva. Emitent na burze vystupuje neustále na strane dopytu aj ponuky a zaisťuje tak dostatočnú likviditu týchto cenných papierov. Zaujemca si na burze môže od emitenta tento cenný papier (dlžný úpis) kúpiť a potom ho kedykoľvek (do dátumu splatnosti) predáť. Emitent má povinnosť vykúpiť ho späť, ale zároveň má právo disponovať s vloženými prostriedkami investorov. Certifikáty sú vhodné nielen pre doplnok a lepšiu diverzifikáciu investičného portfólia, ale môžu sa stať základným investičným inštrumentom pre dlhodobé úspešné investičné stratégie. Najvýznamnejšie riziko, ktoré je spojené s investičným certifikátom, je najmä kreditné riziko emitenta, tj. neschopnosť emitujúcej banky dodržať svoje záväzky vyplývajúce z emitovaného certifikátu.

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

² Ing. Veronika Jánošová, CSc., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: veronika.janosova@euba.sk

Investičné certifikáty sú finančné nástroje, ktoré sa obchodujú na burze, ale aj na neorganizovanom mimo burzovom trhu.

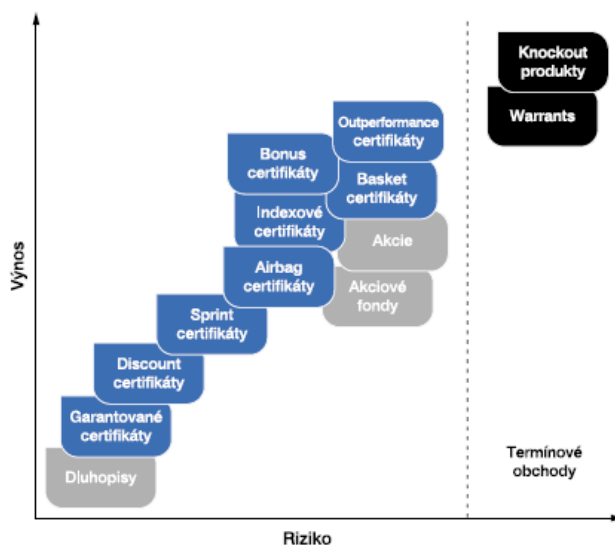
PODSTATA A VÝZNAM INVESTIČNÝCH CERTIFIKÁKOV

Investičné certifikáty patria vo svete k bežným investičným nástrojom. Emitujú ich ako podielové fondy a veľké banky, tak aj individuálni investori. Na Slovensku sa v 90-tych rokoch s obľubou využívali depozitné certifikáty, ale s výrazným poklesom úrokových sadzieb ich emisia prudko poklesla. Ich miesto zaujali tzv. investičné certifikáty. Jedná sa o derivátové produkty, ktoré poskytujú vlastníčkovi možnosť profitovať z vývoja akciových indexov, ale často aj komodít, mien či nehnuteľností. Primárne bývajú emitované bankami, pričom však takmer všetky investičné certifikáty sú kótované na nejakej burze, čo umožňuje voľné obchodovanie s nimi. Emitent po ich predaji za prijaté prostriedky vytvorí prostredníctvom kombinácie akcií a opcí (najčastejšie akcie nakupuje a opcie predáva) portfólio, ktoré kopíruje vývoj daného aktíva. Toto portfólio udržiava až do lehoty splatnosti certifikátu, kedy ho zlikviduje a vyplatí investorom hodnotu, ktorá im podľa cenového vývoja a podmienok certifikátu prislúcha. Ako poplatok si zvyčajne necháva dividendy z akcií, ktoré má v držbe. Okrem toho, poplatok býva účtovaný aj za vydanie certifikátov pri primárnej emisii. Výhodou oproti iným formám investovania je, že okrem nízkych poplatkov a voľnej obchodovateľnosti na burze investičné certifikáty často poskytujú aj garanciu minimálneho zhodnotenia, ktoré certifikát po určitom čase dosiahne (diskont). Ten závisí od podmienok konkrétneho certifikátu. Ďalšou výhodou sú relatívne nízke poplatky za správu (väčšinou vo výške dividend z akcií v držbe emitenta). Okrem toho, mnohé certifikáty umožňujú dosahovanie pákového efektu, ktorý je hlavne v kombinácii s garanciou minimálnej hodnoty veľmi zaujímavý.

Na druhú stranu, certifikáty majú aj svoje nevýhody. Okrem už spomínanej straty dividend je to hlavne riziko emitenta. Investičný certifikát totiž na rozdiel od toho depozitného predstavuje iba dohodu medzi bankou a investorom. Nie je považovaný za bankový vklad (zvykne sa označovať ako retailový derivát), a preto sa naň ochrana vkladov nevzťahuje. Emitenta treba starostlivo vybrať, pretože v prípade jeho platobnej neschopnosti bude investor zrejme čakať na svoje peniaze zbytočne. Preto stratégia diverzifikácie v tomto segmente je dôležitá. Na ceny certifikátov na burze vplývajú okrem vývoja cien podkladového aktíva aj zmeny v úverovom ratingu emitenta. V prípade, že emitent sa dostane do problémov a jeho úverový rating sa zníži, je veľká pravdepodobnosť, že ceny ním vydaných certifikátov klesnú tiež, nakoľko to investori budú chápať ako zvýšenie rizika, a preto budú žiadať aj vyšší výnos.

Závislosť medzi rizikom a výnosom jednotlivých druhov investičných certifikátov rieši nasledovný graf.

Graf 1: Rizikovo-výnosovo profil certifikátov



Prameň: Svoboda M. a Rozumek D., *Investiční certifikáty*, KCP, 2005, ISBN 80-239-5317-6, str. 15

RIZIKÁ INVESTIČNÝCH CERTIFIKÁTOV

Menové riziko

Každý certifikát emitovaný v cudzej mene podlieha riziku menových kurzom. Pre investora to znamená nebezpečie resp. príležitosť, podľa toho ako sa menový kurz danej meny vyvíja k mene domácej. Toto riziko podstupuje každý investor, ktorý nakupuje zahraničné cenné papiere.

Riziko bonity

Bonitu emitenta certifikátov je možné rozpoznať podľa ratingu troch renomovaných agentúry : MOODY'S, FITCH a STANDARD & POOR'S. Zníženie ratingu môže znamenať napr. zníženie likvidity daného obchodovaného certifikátu. Väčšina investorov vidí v znížení ratingu riziko, že emitent bude krátiť svoje záväzky. Dávajú preto prednosť menej rizikovejším emitentom. Emitenti certifikátov sú vo väčšine prípadov renomované zahraničné banky, ktoré majú vysoký rating, a preto je toto riziko zanedbateľné.

Inflačné riziko

Inflačné riziko pozostáva z faktu trvalého znehodnocovania peňazí. Každá mena podlieha v rôznom čase rôznemu znehodnocovaniu. Vysoká hodnota inflácie môže mať za následok investorov záporný výnos. Prax ukazuje, že základové aktíva používané pri investičných certifikátoch ako zlato a nehnuteľnosti majú vyššiu stabilitu ako akcie a úrokové miery.

Daňové riziko

Výnosy investičných certifikátov podliehajú, tak ako iné cenné papiere, dani. Daný cenný papier podlieha dani len v tzv. v špekulačnej dobe, ktorá je v každej krajine rozdielna. Ak bude certifikát predaný po špekulačnej dobe, zisky z neho dosiahnuté nepodliehajú dani. Investovanie do tohto cenného papiera je dlhodobé a daňové zákony podliehajú často zmenám.

Právne riziko

Právne riziko pre investora nastane ak emitent v predajnom prospekte uvedie, že certifikát podlieha cudziemu právu. To platí pre všetkých investorov, ktorí nakupujú zahraničné finančné aktíva. Napríklad slovenský investor kúpi certifikát, ktorý je emitovaný napr. vo Francúzsku, musí počítať s tým, že certifikát podlieha francúzskym zákonom pre cenné papiere.

Riziko emitenta.

Riziko emitenta je potenciálna neschopnosť emitujúce banky dodržať svoje záväzky vyplývajúce z emitovaného certifikátu. Z toho dôvodu investori uprednostňujú spoluprácu iba s najvýznamnejšími a najlikvidnejšími bankami.

DRUHY INVESTIČNÝCH CERTIFIKÁTOV

Najpoužívanejšími typmi certifikátov teda sú:

Indexové certifikáty sa na kapitálových trhoch prvýkrát začali používať v roku 1990 a v posledných rokoch nastáva veľký rozvoj týchto cenných papierov. Indexové certifikáty presne zachytávajú hodnotový vývoj najväčších svetových indexov ako sú napr. Dow Jones DAX, Euro Stoxx50 alebo S&p500 a patria tak k základným finančným inštrumentom zasahujúcich do všetkých investičných odborov. Cena jedného certifikátu je relatívne nízka (najčastejšie 1/1, 1/10, 1/100 1/1000 hodnoty indexu), takže je dostupná. Indexové certifikáty nekopírujú len akciové indexy, ale aj vybrané koše akcií, prípadne komodít. Pri investícii do komodít, ktoré sú kótované v dolároch, sú veľmi zaujímavé tzv. quanto certifikáty, t.j. certifikáty, pri ktorých sa pri kúpe ako aj pri splatnosti kurz EUR/USD prepočítava rovnakým, vopred pevne stanoveným kurzom – quanto teda poskytuje ochranu proti menovému riziku.

Diskontované certifikáty sú charakteristické tým, že investor nakúpi certifikát viažuci sa na určité aktívum so zľavou, diskontom oproti súčasnej hodnote aktíva. Výmenou za to je vopred stanovený najvyšší možný výnos, ktorý môže investor dosiahnuť. Zľava pri nákupe slúži ako bezpečnostná ochrana, ktorá umožňuje subjektu byť v zisku i pri poklese podkladového aktíva, stratu realizuje až vtedy, ak podkladové aktívum poklesne pod nákupnú hodnotu certifikátu. Pri diskonte o 15% zaplatí investujúci subjekt za investičný certifikát 85% hodnoty podkladového aktíva. Keď do doby splatnosti certifikátu poklesne podkladové aktívum o viac ako 15%, až potom investor dosiahne stratu. Doba trvania diskontovaných certifikátov je obmedzená na 1 až 2 roky, preto sú vhodné pre ekonomické subjekty, ktoré majú k dispozícii len krátkodobé voľné zdroje. Certifikáty sú určené pre konzervatívnych investorov a umožňujú určité zhodnotenie i na mierne klesajúcich trhoch, v závislosti od výšky diskontu.

Bonusové certifikáty sú vhodné pre investorov, ktorí očakávajú rast trhu, ale súčasne chcú mať možnosť získať bonus aj pri stagnácii cien, prípadne ich miernom poklese. Podstatou bonusového certifikátu je, že investorovi bude vyplatený bonus navyše v prípade, ak cena počas trvania certifikátu ani raz neklesne pod určenú hranicu. Certifikát emitent vytvorí tak, že kúpi aktívum a k nemu súčasne aj predajnú opciu, ktorá sa deaktivuje pri prerazení určitej bariéry), pričom jej cena bude vyššia než je aktuálna cena aktíva. Takto emitent vytvorí produkt, ktorý dáva investorovi neobmedzený potenciál na zisk v prípade rastu cien na trhu. V prípade, že ceny stagnujú alebo mierne klesnú, pričom sa však počas celej lehoty trvania nedotknú určitej bariéry, investor dostane vyplatenú vopred určenú bonusovú cenu (vďaka využitiu opcie). Ak však ceny prudko klesnú a prelomia úroveň bariéry, investor dosiahne stratu, pričom v čase splatnosti mu je odovzdané dané aktívum.

Expresné certifikáty umožňuje investorom profitovať v prípade, že trhy mierne rastú. Vydáva sa na lehotu niekoľkých rokov. Banka ho vytvorí nákupom dlhodobej opcie a súčasným predajom krátkodobej opcie, ktorú každý rok obnovuje. Investor má teda určený maximálny výnos a súčasne hranicu, pod ktorú ak index nepadne, tak investorov vklad neutrpí žiadne straty. Každý rok sa sleduje výkonnosť aktíva, na ktoré sa certifikát viaže. Ak trh rástol a v čase tohto sledovania dosiahol alebo prekonal vopred určenú hranicu, certifikát sa stáva splatným a investorovi je vyplatený jeho vklad spolu s atraktívnym úrokom. Ak hranica nebola dosiahnutá, certifikát pokračuje ďalej až po ďalší deň sledovania, resp. až do vopred určenej doby splatnosti. Vtedy, pokiaľ index neklesol pod bezpečnostnú bariéru, je investorovi vyplatený jeho počiatočný vklad v plnej výške. Pokiaľ však bola bariéra prelomená, nesie investor plnú výšku straty.

REITS certifikáty ešte donedávna patrili k najrýchlejšie sa rozvíjajúcim typom certifikátov. Sú určené pre klientov, ktorí očakávajú rast cien nehnuteľností, prípadne nájomného v určitej časti sveta. REITS certifikáty sú založené na kopírovaní výkonnosti konkrétnych firiem orientujúcich sa na nákup a správu nehnuteľností, ktoré takmer všetky svoje zisky vyplácajú akcionárom vo forme dividend, vďaka čomu majú nárok na špeciálne daňové úľavy. Vlastník certifikátu do týchto firiem neinvestuje priamo, ale napriek tomu získava dividendy zodpovedajúce jeho podielu v plnej výške. Navyše, mnohé REITS certifikáty obsahujú určitý bezpečnostný vankúš, ktorý chráni investora.

Garantované certifikáty fungujú na rovnakom princípe ako dlhopisy. To znamená, že v čase ich splatnosti je zákazníkom garantovaná návratnosť vložených prostriedkov bez ohľadu na vývoj podkladového aktíva. Možný výnos v splatnosti garantovaného investičného certifikátu sa odvíja od vývoja podkladového aktíva. Zákazník pri pozitívnej výkonnosti participuje na vývoji podkladového aktíva v dopredu stanovenom pomere. Vítanou vlastnosťou garantovaných certifikátov je možnosť predaja aj pred dátumom ich splatnosti za aktuálnu trhovú cenu, ktorá však pri poklese podkladového aktíva nemusia prepadáť o toľko ako samotné podkladové aktívum, pretože garantovaný certifikát sa v danú chvíľu chová ako diskontovaný dlhopis. Jeho cena teda do splatnosti certifikátu závisí od štandardného úroku. Doba trvania garantovaných certifikátov je obmedzená od 5 do 10 rokov. Certifikáty sú vhodné najmä pre subjekty, ktoré nevyhľadávajú riziko.

INVESTIČNÉ CERTIFIKÁTY SLOVENSKÝCH BÁNK

Na Slovenku už niekoľko rokov emitujú investičné certifikáty štyri banky: Slovenská Sporiteľňa, Všeobecná úverová banka, J&T Banka a UniCredit banka. Emitované certifikáty môžu investorom pri pozitívnom vývoji podkladového aktíva priniesť výnos až 10% ročne. Záruka 100% návratnosti je poskytovaná len v prípade podržania investičného certifikátu do jeho splatnosti. Investičné certifikáty sa vypisujú na dobu určitú (3 - 6 rokov) a ich splatnosť je určená presným dátumom. J&T banka vydáva tieto cenné papiere aj na dobu neurčitú. Splatnosť niektorých certifikátov môže nastať aj predčasne a investorom sú vyplatené adekvátne výnosy. Investičné certifikát prináša investorovi pevne stanovený výnos pri obmedzenej miere rizika straty vložených prostriedkov formou kapitálovej ochrany poskytnutej emitentom. Výhodou investičných certifikátov je ich vysoká likvidita, možnosť predaja kedykoľvek pred dátumom splatnosti za aktuálnu trhovú cenu. Ďalšou ich prednosťou je možnosť vyššieho výnosu ako pri termínovaných vkladov a štátnych dlhopisov. Investíciu do investičných certifikátov je vhodné rozložiť na viacero emitentov, čím by sa znížilo riziko pri krachu jednej banky. V dnešnej dobe keď už padlo viacero bánk kreditné riziko rozhodne nie je zanedbateľné.

ZÁVER

Investičné certifikáty sú dlhové cenné papiere, predstavujúce záväzok emitenta vyplatiť investorom čiastku, ktorej výška je podmienená v závislosti od hodnoty podkladového aktíva, na ktoré je certifikát emitovaný. Treba však brať do úvahy, že nemusí ísť o priamu závislosť, nakoľko certifikáty môžu byť zostavené i tak, že ich hodnota rastie i v prípade, ak kurz podkladového aktíva klesá alebo stagnuje. Vďaka týmto skutočnostiam majú certifikáty možnosť realizovať komplexné investičné stratégie, na ktoré mali v minulosti dosah len asset manažéri a profesionálni investori. Investor má tak prostredníctvom certifikátu možnosť zahrnúť väčšie množstvo podkladových aktív v tomto jednom produkte alebo investovať do vybraného indexu. Emitentom certifikátov sú finančné inštitúcie vo väčšine prípadov banky a investičné spoločnosti. Oba subjekty investor i emitent poznajú vopred stanovené podmienky i kritériá pre vyplatenie finančných prostriedkov. Cena teda nie je determinovaná ponukou a dopytom na finančnom trhu ako je to v prípade klasických cenných papierov – akcií, dlhopisov, podielových listov. Pri investičných certifikátoch sa cena odvíja od procesu vývinu podkladového aktíva (napr. burzové indexy, jednotlivé akcie, akciové koše, meny, komodity a pod.), na ktoré je predmetný certifikát vystavený, pričom sú zadane konkrétne pravidlá na zostavenie jeho ceny v ktoromkoľvek okamihu. Tieto cenné papiere majú možnosť obchodovateľnosti na burze aj na mimoburzovom trhu. Investičné certifikáty boli spočiatku k dispozícii len pre veľkých inštitucionálnych investorov, až postupom času sa možnosti investičných certifikátov stávajú prístupnými i pre iné skupiny investorov. Na Slovensku sa investičné certifikáty emitujú niekoľko rokov. Ich emisiu usmerňuje Národná banka Slovenska.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] CHOVANCOVÁ, B., TOFČÁK, S. 2012, *Kolektívne investovanie*. Bratislava: Iura Edition, 2012 384 s., ISBN 978-80-8078-449-2
- [2] POLOUČEK, S. et. al. 2010, *Peniaze, banky, finančné trhy*. Bratislava: Iura Edition, 2010, 476 s., ISBN 978-80-8078-305-1
- [3] SVOBODA, M., ROZUMEK, D., HUSTÁK, Z. 2012. *Strukturované investiční nástroje a investiční certifikáty*. Brno: Svoboda Martin, 2012. 38 s., ISBN 978-80-260-1132-3.
- [4] SVOBODA, M., ROZUMEK, D. 2005. *Investičné certifikáty*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2005. 48 s. ISBN 80-239-5317-6.
- [5] ŠOLTÉS, V., ŠOLTÉS, M. 2006. *Investovanie prostredníctvom investičných certifikátov*. In *Biatec*. ISSN 1335-0900, 2006, ročník 14, č. 10, s. 22-25

PRÍSTUPY K MERANIU ĽUDSKÉHO KAPITÁLU V PODNIKU¹

APPROACHES TO MEASURING HUMAN CAPITAL IN THE ENTERPRISE

Lubica Foltínová²

ABSTRACT

This article focuses on particularities of human capital and its increasing importance for economic grow. The goal of the article is to define the term of „human capital“, propose approaches in its evaluation and call attention to the importance of the research.

Keywords: human capital, development of human capital, economic grow, criteria system used for the human capital

JEL Klasifikácia: J24, O15

ÚVOD

V súčasnej ekonomike je ľudský kapitál a ľudský potenciál cenným aktívom celej krajiny a významným faktorom prosperity. Ľudský kapitál je faktorom ekonomického rastu, predstavuje súhrn vrozených a nadobudnutých produktívnych schopností ľudí, ktoré priamo ovplyvňujú úspech spoločnosti alebo konkrétneho odvetvia. V súčasnom období narastá tlak na odhaľovanie stále nových možností, ciest a ideí, pomocou ktorých by bolo možné celkovú hodnotu a prínos ľudského kapitálu zvyšovať. Príspevok sa venuje pojmu ľudského kapitálu, jeho špecifikám, narastajúcemu významu pre hospodársky rast a prístupom merania ľudského kapitálu.

Riadenie ľudského kapitálu:³

- orientuje pozornosť na dôležitosť toho, čo P. Kearns nazýva „riadením prostredníctvom merania“⁴, ktorého cieľom je vytvoriť jasné prepojenie medzi aktivitami a opatreniami v oblasti ľudských zdrojov a úspešnosťou organizácie.
- podporuje a zvyrazňuje presvedčenie obsiahnuté v riadení ľudských zdrojov, že ľudia sú skôr bohatstvom ako nákladom,
- zameriava pozornosť na potrebu založiť stratégie a procesy ľudských zdrojov na požiadavku vytvárania hodnoty prostredníctvom ľudí a podporovať tak dosiahnutie cieľov organizácie,
- umocňuje potrebu byť strategický,
- zdôrazňuje úlohu špecialistov na ľudské zdroje ako partnerov v podnikaní,
- poskytuje návod k tomu, čo merať a ako,
- podčiarkuje význam používania meraní na preukázanie toho, že vynikajúce riadenie ľudí prináša vynikajúce výsledky, a k ukázaniu smeru, akým sa stratégia ľudských zdrojov musí uberať.

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

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

³ ARMOSTRONG, M. 2007. *Řízení lidských zdrojů. Nejnovší trendy a postupy*. Grada Publishing, Praha, 2007. 48s. ISBN 978-80-147-1407-3.

⁴ <http://www.accessmylibrary.com/article-1G1-134247920/hr-strategy-business-focused.html>, 1.10.2010

Koncepcia ľudského kapitálu dopĺňuje a posilňuje koncepciu riadenia ľudských zdrojov, ale nenahrádza ju. Riadenie ľudského kapitálu aj riadenie ľudských zdrojov môžu byť považované za životne dôležité zložky v procese riadenia ľudí.

MERANIE ĽUDSKÉHO KAPITÁLU

Riadenie ľudského kapitálu ukazuje spôsoby dosahovania výhody ľudského kapitálu tým, že objasňuje, kde a ako investície do ľudí prinášajú najväčšiu návratnosť.

Stratégia ľudského kapitálu môže byť vytvorená na základe využívania údajov získaných pomocou merania a predkladania informácií o ľudskom kapitále. Model výkonu organizácie od personálno-poradenskej firmy Mercer HR Consulting –CIPD z roku 2004 popisuje podnikovú stratégiu ľudského kapitálu ako niečo, čo je tvorené šiestimi vzájomne previazanými faktormi:

- **Ľudia v organizácii** – ich kvalifikácia a schopnosti v okamžiku nástupu; kvalifikácia a schopnosti, ktoré si osvojili pomocou vzdelania a praxe; úroveň ich prípravy na povolanie; do akej miery používajú pre firmu špecificky alebo všeobecne aplikovateľný ľudský kapitál.
- **Pracovné procesy** – ako sa práca vykonáva; miera a úroveň tímovej práce a vzájomné závislosti medzi organizačnými jednotkami; úloha techniky a technológie.
- **Štruktúra, podoba riadenia** – miera autonómie pracovníkov a miera usmerňovania a kontroly manažmentom; rozsah kontroly (množstvo podriadených pracovníkov); riadenie pracovného výkonu a pracovné postupy.
- **Informácie a znalosti** – ako sa pomocou formálnych aj neformálnych prostriedkov predávajú a vymieňajú informácie medzi pracovníkmi, dodávateľmi ale aj zákazníkmi.
- **Rozhodovanie** – ako sú prijaté dôležité rozhodnutia a kým; miera decentralizácie, participácie a včasnosti rozhodovania.
- **Odmeňovanie** – ako sa využívajú peňažné aj nepeňažné ponuky; do akej miery sú výplaty miezd ohrozené; individuálne verzus kolektívne odmeny; súčasné verzus dlhodobé odmeny súvisiace s kariérou.

Manažéri ľudských zdrojov musia chápať ako podnik vytvára hodnotu a ako sa meria proces vytvárania hodnoty, tzn. musia byť zapojení do merania ľudského kapitálu. Meranie ľudského kapitálu bolo definované britským Incomes Data Services-IDS z roku 2004 ako niečo, „čo sa týka hľadania väzieb, korelácií a v ideálnych prípadoch príčinných súvislostí medzi rôznymi súbormi údajov o ľudských zdrojoch, a to za použitia štatistických metód“. Chartered Institute of Personnel and Development (CIPD, 2004) zdôrazňuje, že sa skôr zaoberá analýzou „súčasných skúseností pracovníkov ako deklarovanými programy a politikou ľudských práv“.

Uznanie významu dosahovania výhod plynúcich z ľudského kapitálu viedlo k tomu, že sa objavil záujem o metódy merania hodnoty ľudského kapitálu. Dôvody záujmu o meranie ľudského kapitálu:⁵

- **Ľudský kapitál je kľúčovou zložkou tržnej hodnoty** podniku. Výskum uskutočňovaný v roku 2003 (CFO Research Study) zistil, že hodnota ľudského kapitálu predstavuje viac ako 36% celkových tržieb typickej organizácie.
- **Ľudia v organizáciách sú zdrojom pridanej hodnoty** a existuje dôvod pre vyčíslenie, pre odhady tejto hodnoty ako základne pre plánovanie ľudských zdrojov a pre sledovanie efektívnosti a dopadu politiky a praxe ľudských zdrojov.

⁵ Armstrong, M.: Řízení lidských zdrojů. Nejnovší trendy a postupy. Grada Publishing, Praha 2007, str. 54. ISBN 978-80-147-1407-3

- Proces identifikácie spôsobov merania a proces zisťovania a analyzovania odpovedajúcich informácií orientujú pozornosť organizácie na to, čo je treba urobiť pre stabilizáciu, rozvoj a optimálne využívanie jej ľudského kapitálu.
- Meranie možno využiť k sledovaniu pokroku v dosahovaní strategických cieľov v oblasti ľudských zdrojov a vôbec k hodnoteniu efektívnosti personálnej práce.
- Nemôžete riadiť bez toho, aby ste merali.

Hlavné prístupy k meraniu:⁶

- Index ľudského kapitálu – Watson Wyatt
- Model výkonnosti organizácie – Mercer HR Consulting
- Monitor ľudského kapitálu – Andrew Mayo
- Model Sears Roebuck
- Karta vyváženého skóre (Balanced scorecard).
- EFQM model kvality

Index ľudského kapitálu – Watson Wyatt identifikoval štyri hlavné kategórie aktivít alebo postupov v oblasti ľudských zdrojov, ktoré by mohli byť spojené s 30%-nou tvorbou prírastkov hodnoty pre akcionárov. Ide o tieto kategórie: celkové odmeny a zodpovednosť; vysokoškolsky vzdelaná, flexibilná pracovná sila; dokonalosť získavania a stabilizácie pracovníkov; čestnosť – poctivosť v komunikácii. Wyatt vyčíslil ich vplyv na trhovú hodnotu (v %), ale neobjasnil ako k uvedeným hodnotám prišiel.

Model výkonnosti organizácie – Mercer HR Consulting. Model je založený na nasledujúcich zložkách: ľudia, pracovné procesy, štruktúra / profil riadenia, informácie a znalosti, rozhodovanie a odmeny. Z týchto zložiek funguje v podmienkach organizácie každá rôznym spôsobom, pričom dohromady vytvárajú unikátnu DNA organizácie.

Andrew Mayo (2001) vytvoril **monitor ľudského kapitálu**, aby identifikoval hodnotu ľudí v podniku alebo hodnotu ľudského imania, ktorá sa rovná „nákladom na zamestnávanie x multiplikátor individuálnej hodnoty“. Druhá zo zložiek je váženým priemerom ohodnotenia schopností, rastového potenciálu, osobného výkonu a rešpektovania súboru hodnôt organizácie v podmienkach pracovného prostredia (štýl vedenia, kultúra, motivácia a vzdelanie prispievajú k úspechu). Proces merania vedie k úvahám, či je ľudský kapitál postačujúci, rastúci, alebo klesajúci, a odhaľuje problémy a záležitosti, ktorými sa bude treba zaoberať. Mayo radí sústrediť sa na hlavné celoorganizačné ukazovatele, ktoré sú rozhodujúce pri vytváraní hodnoty pre akcionárov a pri dosahovaní súčasných a budúcich cieľov organizácie. Domnieva sa, že pridaná hodnota v prepočte na jednu osobu je dobrým ukazovateľom efektivity ľudského kapitálu, hlavne pre účely vnútropodnikového porovnávania. Za najkritickejší ukazovateľ hodnoty ľudského kapitálu považuje úroveň schopností existujúcich organizácií ako celku.

Model Sears Roebuck (nazývaný aj ako „model záväzku / angažovanosti“) definuje reťazec pracovník – zákazník – zisk. Model hovorí, že ak sa bude dodržiavať vysoká miera spokojnosti pracovníkov, vytvorí sa akési „podmanivé atraktívne pracovisko“, ktoré bude pozitívne ovplyvňovať stabilizáciu pracovníkov, ktorá povedie k poskytovaniu užitočných služieb a k presadzovaniu žiaducich hodnôt, čo povedie k tomu, že zákazníci budú spokojní, udržíme si ich a budú nás odporúčať, a tým sa vytvorí „podmanivé atraktívne nákupné miesto“. A to vytvorí „podmanivé atraktívne miesto“ pre investorov.

Karta vyváženého skóre (Balanced scorecard) je často používaná ako základňa pre meranie. Cieľom autorov Kaplana a Nortona, bolo čeliť tendencii podnikov sústreďovať sa na krátkodobé finančné záležitosti. Ich karta vyváženého skóre vyžaduje od manažérov, aby

⁶ Armstrong, M.: Řízení lidských zdrojů. Nejnovší trendy a postupy. Grada Publishing, Praha 2007, str. 55. ISBN 978-80-147-1407-3

odpovedali na štyri základné otázky – teda aby sa na podnik pozerali zo štyroch základných uhlov pohľadu:

- Ako nás vidia zákazníci ?
- Ako sa javíme našim akcionárom ?
- Môžeme pokračovať v zdokonaľovaní a vytváraní pridanej hodnoty ?
- V čom musíme excelovať ?

Autori sa domnievajú, že karta vyváženého skóre môže prepojiť individuálny výkon pracovníkov s celkovou stratégiou. Kaplan a Norton zdôrazňujú, že metóda karty vyváženého skóre nastoľuje stratégiu a víziu a nie kontrolu v centre.

EFQM model kvality. Model kvality Európskej nadácie pre riadenie kvality (European Foundation for Quality Management – EFQM). Ukazuje, že k spokojnosti zákazníkov, k spokojnosti ľudí (pracovníkov) a vplyvu či dopadu na spoločnosť, sa dosahuje pomocou vedenia (Leadership). To je hnacou silou politiky a stratégie riadenia ľudí, zdrojov a procesov vedúcich k dokonalosti výsledkov podniku a podnikania. Model EFQM sleduje deväť základných zložiek – vedenie, politika a stratégia, riadenie ľudí, zdroje, procesy, spokojnosť zákazníkov, spokojnosť ľudí, vplyv na spoločnosť, výsledky podnikania.

Hlavné zložky používané pri meraní ľudského kapitálu:

- Základné údaje o pracovných silách
- Údaje o rozvoji ľudí a výkonu
- Údaje o názoroch a postojoch
- Údaje o výkone – finančné, prevádzkové a zákaznícke.
- Nefinančné premenné – desať najdôležitejších podľa Lova a Siesfielda je: kvalita podnikovej stratégie, realizácia podnikovej stratégie; dôveryhodnosť a spoľahlivosť manažérov; inovácia; vedenie výskumu; schopnosť prilákať a udržiavať si talentovaných ľudí; podiel na trhu; odbornosť manažérov; súlad odmeňovania so záujmami akcionárov; kvalita hlavných podnikových procesov.

Správa britskej Council for Excellence in Management and Leadership, t.j. Rady pre dokonalosť v riadení a vedení z roku 2002 obsahuje podrobný zoznam ukazovateľov hodnotenia ľudského kapitálu:

- **Morálka** – absencia; nehody / úrazy; mobilita / fluktuácia pracovníkov; mobilita / fluktuácia riaditeľov a manažérov; spokojnosť pracovníkov (ukazovateľ šetrenia personálu); chorobnosť.
- **Motivácia** – ukazovatele hodnotenia a plnenia úloh; percento pracovníkov u ktorých bolo odsúhlasené písomné hodnotenie za minulý rok; percento pracovných miest u ktorých sú zdokumentované ciele; percento pracovných miest, pre ktoré existujú popisy pracovných miest; pracovníci poznajúci a chápujúci stratégiu; pracovníci poznajúci a chápujúci víziu; stabilizácia pracovníkov; stabilizácia riaditeľov a manažérov; pracovná doba.
- **Investície** – úroveň odmeňovania v porovnaní s inými organizáciami; percentný podiel plátov riaditeľov a manažérov na celkovom objeme miezd; výdavky útvaru ľudských zdrojov pripadajúcich na jedného pracovníka; investície do vzdelania.
- **Dlhodobý rozvoj** – súčasné schopnosti riadenia a vedenia; potenciálne schopnosti riadenia vedenia; nedostatky v schopnosti riadenia a vedenia; percento osôb na pracovných miestach s ktorými bol odsúhlasený plán rozvoja; percento pracovných miest u ktorých prebehol audit schopností; počet dní vzdelania.
- **Pohľady a postoje zvonka** – záujem o zamestnanie (voľné miesta); ponuka zamestnania (akceptácia ponuky).

Body, ktoré treba mať na pamäti pri meraní ľudského kapitálu:⁷

1. Identifikovať zdroje hodnoty vrátane všetkých typov schopností, ktoré sú motorom výkonu podniku.
2. Analyzovať vzťahy medzi postupmi v riadení ľudí a výsledkami a efektívnosťou organizácie.
3. Meranie ľudského kapitálu sa týka dopadu postupov v riadení ľudí na výkon, takže je potrebné podniknúť kroky smerujúce k zlepšeniu práce.
4. Používať jednoduché merania a ukazovatele.
5. Merať aktivity vtedy, ak je jasné, že merania prinesú informácie pre rozhodovanie.
6. Analyzovať a vyhodnocovať skôr trendy ako jednoduché záznamy súčasného stavu vecí.
7. Zamerať sa na jednoducho dostupné a spoľahlivé (overené) kvantitatívne informácie.
8. Mať na pamäti, že meranie je prostriedkom k dosiahnutiu cieľa, nie cieľom samotným (údaje slúžia pre rozhodovanie).

SYSTÉMY HODNOTENIA ĽUDSKÉHO KAPITÁLU

1. Agregované indikátory používa spoločnosť **Emslie analytics**⁸. Systém je jednoduchý, prehľadný a umožňuje adekvátne analýzy ĽK. Svojou podstatou inklinuje viac k hodnoteniu LZ ako k hodnoteniu ĽK.

Ukazovatele hodnotenia ľudského kapitálu môžeme rozdeliť:

- **Ukazovatele efektívnosti top úrovne organizácie**- podiel investície do ľudského kapitálu/návratnosť investície do ľudského kapitálu; výnosy na pracovníkov na plný pracovný úväzok; náklady na pracovníkov na plný pracovný úväzok; zisk na pracovníkov na plný pracovný úväzok; celkové náklady práce ako % z výnosov alebo nákladov.
 - **Ukazovatele ľudských procesov**- miera absencií; miera výpovedí z iniciatívy pracovníkov; náklady na zamestnanie pracovníkov; miera prijatia pracovníkov. Indikátory fluktučných procesov je odporúčané použiť spoločne z dôvodu objektívnej analýzy.
 - **Ukazovatele výkonov funkcií ľudských zdrojov**- náklady oddelenia ľudských zdrojov na počet pracovníkov na plný pracovný úväzok; počet pracovníkov na plný pracovný úväzok na počet pracovníkov oddelenia ľudských zdrojov. Tieto 2 indikátory sa musia používať komplexne s predchádzajúcimi indikátormi oboch skupín za účelom zistenia opodstatnenosti a objektívnosti výkonov funkcií ľudských zdrojov.
2. Indikátory na meranie efektívnosti ľudského kapitálu podľa **Inštitútu Saratoga**⁹ predstavujú sedem najdôležitejších ukazovateľov, ktoré sú všetky finančne závislé na celkovom obchodnom výsledku. V podniku ich využitie závisí od obchodnej stratégie podniku a stratégie ľudského, ktorý z nich bude vyzdvihnutý ako najvhodnejší: výnosový faktor; nákladový faktor; ziskový faktor; EBIDTA faktor; hodnota ľudského kapitálu (HCVA); návratnosť investícií vložených do ľudského kapitálu (HCROI); ľudská ekonomická pridaná hodnota (HEVA).

⁷ Armstrong, M.: Řízení lidských zdrojů. Nejnovší trendy a postupy. Grada Publishing, Praha 2007, str. 61. ISBN 978-80-147-1407-3

⁸ <http://www.emslianalytics.eu/>, 1.10.2010

⁹ <http://www.pwc.com/gx/en/hr-management-services/saratoga-global-human-capital-measurement-benchmarking-services.jhtml>, 1.10.2010

3. Najdetailnejší a najkomplexnejší systém hodnotiacich ukazovateľov ľudského kapitálu praktizuje spoločnosť **PriceWaterhouseCoopers**¹⁰. 6 kategórií indikátorov je zameraných na hodnotenie naplňovania parciálneho cieľa ľudského kapitálu a voľbou adekvátnych ukazovateľov možno indikovať mieru tohto plnenia a identifikáciu príčin existujúceho pozitívneho/negatívneho stavu: podnikové výsledky; správanie v organizácii; vzdelávanie a rozvoj; odmeňovanie a výhody pre pracovníkov; nábor a výber; organizačná štruktúra.

ZÁVER

Vnímanie ľudského kapitálu sa všeobecne akceptuje ako kľúčový predpoklad rastu prosperity spoločnosti. Rast prosperity spoločnosti, generovaný rastom ľudského kapitálu je cieľom rozvoja spoločnosti. V poslednej dobe je vyvíjaný tlak na hodnotu ľudského kapitálu. V príspevku sú popísané prístupy merania ľudského kapitálu a indikátory na meranie efektívnosti ľudského kapitálu, pomocou ktorých je možné diagnostikovať konkurencieschopnosť podniku v oblasti ľudského kapitálu. Pri analýzach sa využívajú údaje z inštitútu PricewaterhouseCoopers Saratoga. Inštitút vlastní najväčšiu globálnu databázu ukazovateľov benchmarkingu od viac ako 20 tisíc spoločností pôsobiach v 28 krajinách v Amerike, Ázii a Európe (vrátane SR). Jednotnosť definícií ukazovateľov, ktorými meriame ľudský kapitál je garanciou porovnateľnosti dát.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] ARMSTRONG, M.: *Řízení lidských zdrojů. Nejnovší trendy a postupy*. Grada Publishing, Praha 2007, ISBN 978-80-147-1407-3
- [2] ESCHENBACH, R.: *Controlling*. 2. vydanie. Praha: ASPI Publishing, s.r.o., 2004. ISBN 80-7357-035-1.
- [3] KOŠTURIÁKOVÁ, M.: *Rozvoj a meranie ľudského potenciálu v podniku*, Fraunhofer IPA Slovakia, IPA magazín.
- [4] ULRICH, D. – LAKE, D.: *Organizational Capability: Competing from the Inside out*, John Wiley & Sons, New York 1990, ISBN 0471618071
- [5] [Stast.oecd.org/glossary/details.asp](http://stast.oecd.org/glossary/details.asp)

¹⁰ <http://www.pwc.com/gx/en/global-business-services/index.jhtml>, 1.10.2010

OPERATIVE DECISION-MAKING INTERACTIONS IN COMPANY'S CASH MANAGEMENT¹

INTERAKCIE OPERATÍVNEHO ROZHODOVANIA V PODNIKOVOM CASH MANAŽMENTE

Magdaléna Kubranová²

ABSTRACT

Cash management should be considered one of the core functions of a business, since cash is essentially the fuel that drives the corporate engine. Accordingly, considerable attention should be paid to the amounts and timing of cash inflows and outflows, so that sudden cash shortages can be planned for and hopefully avoided. In this paper, we describe the nature of short-term decision of cash management, we deal with the concept of information aggregation, which is the use of data collection systems to create the cash forecast that is necessary for cash management.

Keywords: information aggregation, liquidity management, overcapitalisation

JEL Classification: G32, G35, M21

INTRODUCTION

There are strong arguments in favour of adopting a sophisticated cash management system, but only if a company has the wherewithal and commitment to support this level of detailed involvement in the management of cash. Cash management involves a considerable amount of day-to-day examination of actual and forecasted cash flows. Without such current knowledge, there is no way to invest excess fund in anything other than the most liquid investments, nor is it possible to properly time the acquisition of new funding from the issuance of debt or the sale of stock. Thus the integrated system of data collection is needed which must summarize into a well-maintained cash forecast.

CASH MANAGEMENT ACTIVITIES

Cash management involves the oversight of every cash inflow and outflow that a business experiences, with the goals of always having enough liquidity to operate the business, and finding the best possible use for any remaining liquidity. The key aspects of cash management are information aggregation, liquidity management and risk management.

It is impossible to manage cash without knowing where it is, when more is expected and how soon it will be used. This knowledge requires an excellent information aggregation system that reveals where company is currently storing cash, and the nature of its short-term receivables and payables.

With an adequate knowledge of cash flows in hand, it is then possible to invest excess funds or acquire debt in an orderly manner, so that sufficient cash is always on hand to meet the operational needs of the business. The company's business partners should be regularly

¹ This paper is output of task handling by the Slovak scientific grant VEGA 1/0008/14 *Key trends in managerial financial decision-making process in the conditions of unstable financial markets*.

² Ing. Magdaléna Kubranová, PhD. Department of Business Finance FBM EU in Bratislava, e-mail: magdalena.kubranova@euba.sk

evaluated to see if their financial circumstances could lead to failure, which may call for changes in credit policy; this examination can extend to entire groups of partners or geographic regions. Further, the company's foreign exchange holdings should be continually reviewed to see if any hedging transactions should be enacted to offset the risk of currency fluctuations. The same methodology can be applied to fluctuations in interest rates. The preceding list of cash management aspects were listed of importance, for liquidity and risk management are impossible without a system for aggregating cash flow information. Also, improper or nonexistent liquidity management will bring the company's operations to a halt in short order, so that must take priority over risk management. Despite its last place positioning on the list, risk management is still important, since a company can incur massive losses if it does not pay attention to the risks posed by counterparty failure or fluctuations in currency exchange rates. We can translate these three general areas of cash management into a number of more specific activities and knowledge areas. The task of cash management is infinitely more complex when a company has multiple subsidiaries and especially when subsidiaries operate within other countries.

DANGERS ASSOCIATED WITH LIQUIDITY MANAGEMENT

Liquidity management relates to the management of working capital, including cash. It involves managing the level of all the elements of working capital inventory, receivables, cash and payables so that there are sufficient liquid resources available to meet the demands of the business. By liquid resources we mean cash or something that can quickly be turned into cash - hence the term "liquidity management". So a fundamental part of liquidity management is having enough cash available to pay accounts when they become due. These are sometimes called foreseeable obligations and can be planned for. There are also unknown or unforeseeable obligations that may arise without warning and it would be prudent to make some allowance for the possibility of this occurring.

As we have just seen from our study of cash cycles, the amount of working capital needed will depend on the business and the terms on which it operates. Manufacturing organisations, for example, will need to hold large amounts of inventory, while businesses that sell to foreign customers will often have to give long credit terms and this will increase the amount of receivables. Each business must therefore plan, monitor and control the amount of working capital that it needs. While businesses must have sufficient liquidity to pay their bills, they must also guard against tying up too many resources in liquid assets like cash since this is wasteful. A large amount of unused cash sitting in a bank account is not the best use of resources - it could be put to better use by perhaps investing in equipment to make the business more efficient. We will look at two dangers associated with liquidity management - overtrading and overcapitalisation.

OVERTRADING

Overtrading occurs when a business attempts to expand its level of trading and then has insufficient working capital and insufficient cash available to support that increased level of trading. Overtrading can occur when a business expands rapidly, because increased sales requires increased inventory and creates increased receivables. The increased value of payables does not wholly compensate for this and the amount of cash therefore gets squeezed.

Overtrading can occur even if the business is profitable and can result in the business having to create trading. Warning signs of overtrading include:

- rapidly increasing sales levels without increasing resources
- falling profit margins

- inability to collect receivables promptly
- deterioration of cash balances or increase of overdrafts
- attempts to delay payments to suppliers

Overtrading can be remedied by reducing sales levels to a manageable level and/ or increasing resources through increased capital.

OVERCAPITALISATION

Overcapitalisation is the opposite of overtrading. It involves having more resources tied up in working capital than is needed. It may be that high cash balances are being held without good reason, or perhaps high levels of inventory are kept and receivables are large since there is no pressure to manage them efficiently as there is no shortage of cash.

Although the results of overcapitalisation are not usually as dangerous as overtrading, the effect is to reduce profitability. This is because resources that could be used to generate profits (even if only by investing the money in a deposit account) are being used where they are not needed. The business may even have borrowed the money that is now tied up unnecessarily in working capital, and having to pay interest on it. Warning signs of overcapitalisation include:

- high levels of inventory, receivables and cash
- payments being made to suppliers before they are due

Overcapitalisation can be remedied by improved management of working capital; using spare resources for profitable investments and repayment of any unnecessary loans.

DEPARTMENTS TO CONSULT ABOUT CASH FLOWS

In a typical business there are a variety of people who may need to be consulted when planning, monitoring or controlling cash flows. Using the categories of receipts and payments shown in the *Figure 1*, we will now discuss briefly the personnel that are most likely to hold information or otherwise need to **interact** with those who are managing cash. Since all organisations are different, the following can only be of a very general nature. Remember that the accounting systems of an organisation are affected by its organisational structure, its administrative systems and procedures and the nature of its business transactions. For example each organisation will have its own structure with the positions having roles and responsibilities that are geared to the organisation's needs. Further information on how the organisational structure works in a specific organisation will be contained in the policies and procedures documentation and in the individual's jobs descriptions.

The directors and managers would be responsible for agreeing the organisation's budgets, possibly through a formal budget committee. The main budgets would typically include: sales budget, production budget, materials budget, labour budget, functional budget, capital budget, master budget - budgeted income statement and statement of financial position) and cash budget. In the next text we will see in detail how the data from the other budgets are used in the cash budget. At this stage we will just refer to how the individuals responsible for the budgets can help with providing data on expected cash flows. Throughout the following discussion, the individuals referred to may delegate some of their responsibilities to their subordinates.

Regular revenue receipts. Data for sales receipts - both cash and credit - will come from the sales budget. The sales budget is prepared by the sales director in consultation with the finance director or treasury director. Cash sales will generate instant cash, but sales made on credit will also require information about typical credit periods. This information may be obtained from the finance director or his team. When planning cash flows it will be important

to use reliable estimates of how long it takes customers to pay - which is not always the same as the agreed credit terms.

Capital receipts. Capital receipts will only take place on an irregular basis, but the amounts may be large. The sale of non-current assets will usually be planned through the capital budget, in conjunction with the acquisition of new non-current assets. The production director is likely to have the required information on the disposal of production related non-current assets, and the finance director will usually control the sale of investments.

Exceptional receipts. When exceptional items like the raising of finance need to be accounted for (through capital injection or loans), this will usually have been planned by the finance director. Businesses need an initial investment when they start up, to provide them with the resources that they need to operate. They may also need further investment later on, particularly if they wish to expand their activities. Investment either comes from the owners of the business or through loans. For a sole trader or partnership business, capital is introduced by the owners of the business and the limited company raises equity finance by the issue of shares to the original owners and to new investors. Businesses may also borrow money from banks, other institutions and possibly from individuals. All these transactions will generate major cash receipts, and will usually be planned well in advance.

Regular revenue payments. The purchase of goods and raw materials is normally carried out by the purchasing manager. The materials budgets (both for usage and purchase of materials) will have been developed in conjunction with the production budget. The purchasing manager and the production manager will have worked together to ensure that the right items are acquired at the right time. The purchasing manager or the accountant will have information on credit typically taken by customers. The payment of labour costs related to manufacture will be laid out in the labour budget and is controlled by the production manager. The administration manager or accountant may deal with other salaries and wages that are agreed in the relevant functional budgets, along with expense payments.

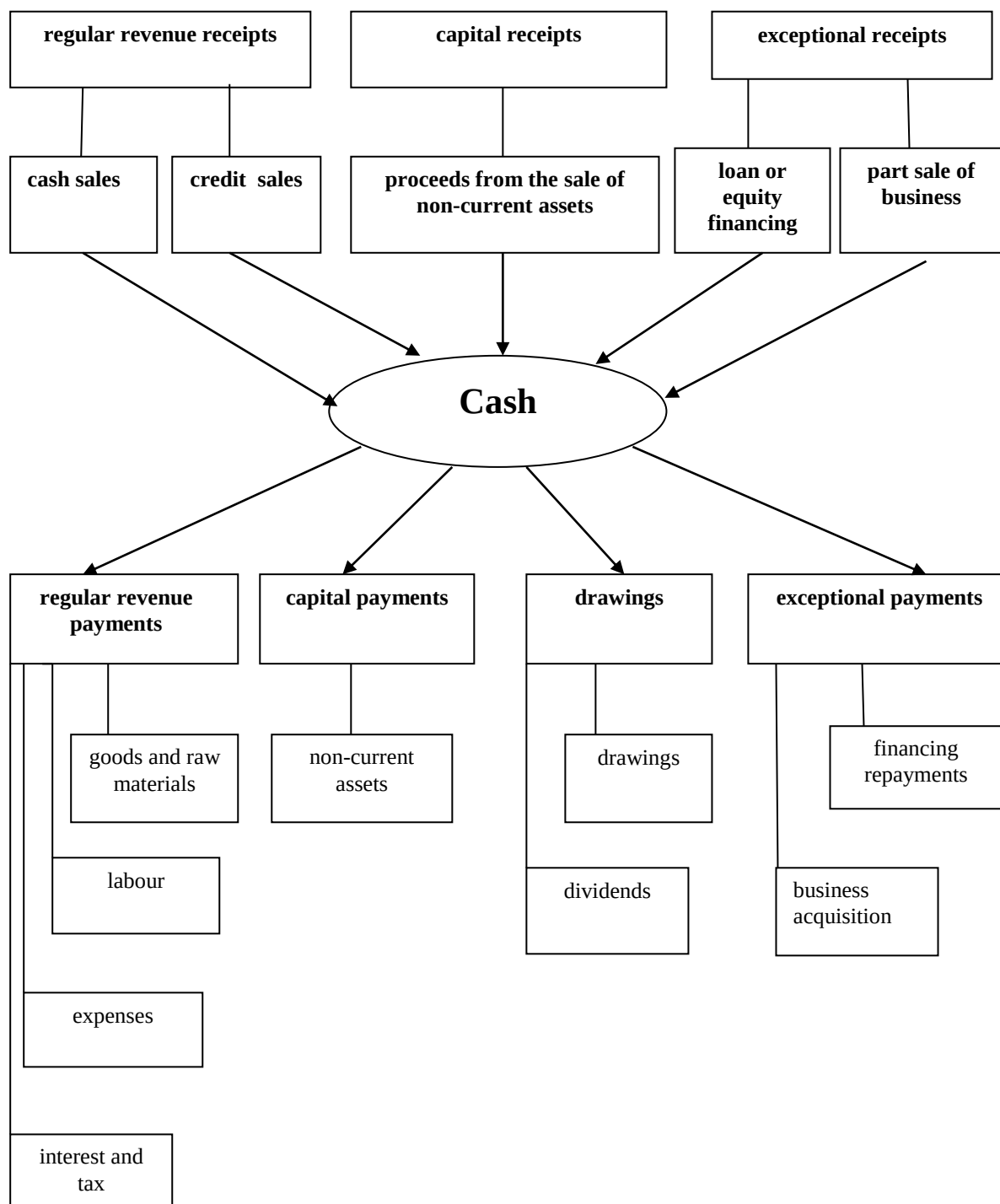
Capital payments. The acquisition of non-current assets will have been authorised in the capital budget, following proposals by the production director or finance director. The terms of payment will usually be set out in the budget following recommendations by the finance director's team. Capital payments may need to be made from time to time in respect of the acquisition of non-current assets. These may be made immediately the item is bought, or may be spread over a period of time, for example through a hire purchase or leasing arrangement. The non-current asset acquisition will have been planned through the capital budget to ensure that it is made at the optimum time for the business.

Payment of drawings. Providers of capital for a business will usually expect their reward to be made in the form of payment. In a company the finance director will usually have information on dividends. For a sole trader or partnership the owners will decide on drawing. These are regular or irregular amounts taken out of the business in anticipation of profits earned. There is often no formal arrangement as to the frequency or amounts drawn, and the owners of the business may need to judge what are suitable amounts based on both their personal needs and those of the business. Dividends paid to shareholders are payments form the main reward for investing in the shares. For ordinary shares an interim dividend is often paid part way through the financial year, with a final dividend paid after the end of the year, when the profit figures have been finalised. Such payments are often made at the same times each year, although they can vary in amount, or may not be made at all if that is in the interests of the company. If the company has issued preference shares then the owners of these shares will be entitled to regular dividends of amounts that are established from the outset.

Exceptional payments. The acquisition of new businesses will be agreed by the managing director with the other directors. The detail of the payments may well have been delegated to

the finance director's team, who will plan and organise the relevant amounts. Any repayments of capital to shareholders or lenders will also have been planned at a high level in the organisation, and the finance director will have agreed the arrangements.

Figure 1: *The sources and uses of cash*



Source: The figure processing according to [4], [5].

KEY CASH MANAGEMENT TASKS

Cash management is typically assigned to the treasury department. The key cash manager tasks that should be handled by the treasury department are described in the next text.

Forecast cash. It is impossible to manage cash without having detailed cash forecast in place that is updated regularly. This forecast should incorporate a timeline sufficiently long to encompass the longest-term investment strategy that the treasurer plans to use. The cash forecast is the source document for many treasury functions.

System analysis. Cash forecast cannot be constructed unless the underlying accounting systems that record cash-related activities are properly forwarding information to the treasury department in a timely manner. Accordingly, the treasury staff should have an excellent knowledge of how information is collected, aggregated and forwarded as well as the areas in which errors are most likely to occur, and which types of information are not included in these formal data collection systems.

Monitor cash flow. The cash manager should monitor cash receipts and disbursements continually and shift funds among the company's various bank accounts and investments in reaction to those cash flows.

Ensure liquidity. The key cash management task by far is to ensure that there is always enough cash on hand to support company operations. This means at least having sufficient cash to pay a company's trade accounts payable and payroll obligations when they are due. Having sufficient liquidity requires that a portion of all cash be invested in readily-liquidated investments, and that a sufficient line of credit is accessible to provide funds for any remaining obligations.

Obtain funding. A key aspect of liquidity is to ensure that a company has access to a sufficient amount of debt financing at a reasonable interest rate. This is usually a mix of long-term debt on a fixed repayment schedule and a short-term line of credit. It may also be necessary to sell company stock from time to time to obtain additional funding.

Manage risk. There should be continual monitoring of the risk posed by the types of investments used, the stability of lenders, legal restrictions on cash flows, and the inherent variability of foreign exchange rates and interest rates. An active treasury staff can alter investments, change lenders, and engage in a variety of passive and active hedges to mitigate these risks.

Invest cash. It is much more important to ensure proper liquidity levels than to obtain a high return on investment. Nonetheless, the cash manager should ensure that all excess cash is working for the business by parking it in some form of investment, no matter how small the return may be. The result may be a mix of short-term and long-term investments, or a reduction in the amount of outstanding debt.

CONCLUSION

We have already noted that responsibility for cash management rests with the treasury department. The operational responsibility requires everyone in a business to understand how their individual actions affect cash and to take responsibility for making changes that can improve its flow. However, many managers have a poor understanding of cash flow and any performance incentives often direct their energy to other aspects of the business such as sales volume or new business generation. Consequently, many businesses can become inefficient in their use of cash by tying up huge amounts in working capital and poorly utilised assets. The challenge is to raise awareness responsibility and reward for improvements. The starting point for surmounting this challenge is for managers and staff alike to have a sound knowledge of cash management. This includes an awareness of the signs of a looming cash crisis in both

their own business and those of others with which they trade, as well as the skills to deal with the crisis before it becomes unsustainable.

REFERENCES

- [1] BENDER, R. 2014. *Corporate financial strategy*. Published by Routledge, Abingdon. 2014 389 p. ISBN 978-0-415-64041-1
- [2] FETISOVOVÁ, E. - NAGY, L. - VLACHYNSKÝ, K. 2014. *Aktuálne trendy vo financiách malých a stredných podnikov*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. 261 s. ISBN 978-80-225-3990-6.
- [3] PENNING, A., FARDON, M. 2010. *Cash management*. Published by Osborne Books Limited, Worcester. 2010. 190 p. ISBN 978-1-905777-30-3.
- [4] READ, C., KAUFMAN, S. 1997. *CFO: architect of the corporation's future*. Price Waterhouse Financial & Cost management Team. New York: Published by John Wiley & Sons, 1997. 300 p. ISBN 0-471-97599-0
- [5] TENNENT, J. 2012. *Guide to cash management. How to avoid a business credit crunch*. London: The economist in association with Profile Books Ltd. 2012. p. 211. ISBN 978-1-84668-597-2.

VYUŽITIE FINANČNEJ ANALÝZY VO FINANČNOM MANAŽMENTE PODNIKU¹

USING FINANCIAL ANALYSIS IN THE FINANCIAL MANAGEMENT

Alena Tóthová²

ABSTRACT

The overall aim of the financial analysis is to analyze the company's financial results. This paper suggests the possibility to use the financial analysis report in the management process. It refers to the variability of work with financial results and from that stemming range of information facilitating the financial management of the company.

Keywords: financial analysis, financial management, value management, financial plan, financial indicators

JEL Klasifikácia: G30, M21, M41

ÚVOD

Finančné riadenie podniku je zamerané na nastavenie peňažných tokov v rovnováhe, t.j. na zabezpečenie včasného prílevu peňažných prostriedkov v objeme a štruktúre zodpovedajúcim požiadavkám podniku a na regulovanie odlevu likvidných prostriedkov, riadeného snahou o maximálne možné zhodnotenie kapitálu. S tým súvisí množstvo úloh, vyžadujúcich si rôznu úroveň pracovného nasadenia finančných manažérov. Efektivita manažérskej práce je do veľkej miery podmienená dostupnosťou a kvalitou informácií, vypovedajúcich o podniku, o jeho vnútornom a vonkajšom prostredí. Presnosť tejto výpovede limituje spôsob spracovávaní údajov, ktorý by mal rešpektovať fakt, že najmä finančné ukazovatele nemôžu bezo zvyšku obsiahnuť rozmanitosť ekonomického života podniku. Výsledky procesu poznávania podniku, jeho silných a slabých stránok, jeho finančnej situácie, závisia od znalostí finančného analytika z oblasti účtovníctva, matematiky, štatistiky, makro i mikroekonomickej atď. Toto požadované pomerne široké spektrum vedomostí zvyšuje náročnosť práce finančného analytika, čo niekedy môže vyústiť do chybných záverov (hodnotení). Medzi najčastejšie prekážky v práci finančného analytika zaradíme tieto:

- nie je možné predpokladať neustály rast výsledkov, v účtovníctve sú zanedbané riziká, náklady obetovaných príležitostí, budúce prínosy činností,
- nedostatočná znalosť účtovníctva spôsobuje nejednotnosť vo výpočte pomerových ukazovateľov,
- účtovníctvo môže zámerne skresľovať realitu – kreatívne účtovníctvo,
- v účtovníctve chýbajú kvalitatívne parametre podniku (zručnosti a skúsenosti zamestnancov, kvalita vzťahov so zákazníkmi, úroveň exportu),

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

- pomerové ukazovatele majú svoje slabiny – pomerový ukazovateľ je modelom závislosti medzi extenzívnymi, príp. rozdielovými ukazovateľmi dosadzovanými do čitateľa alebo menovateľa (párové vzťahy nezodpovedajú dostatočne realite), aj v rámci 1 odvetvia sa môžu ukazovatele líšiť (zhluky podnikov sa vyznačujú odlišnými vzťahmi medzi ukazovateľmi), nie je možné pre jednotlivé ukazovatele predpísať akési normy (pomerové ukazovatele sa v priebehu období výrazne menia),
- spracovanie dát súboru podnikov má svoje negatíva - zaradenie podnikov do príslušných odvetví vyplýva z potrieb štatistickej evidencie (uplatňuje sa skôr formálne ako funkčné hľadisko), vzniká problém porovnateľnosti podnikov,
- nemáme dostatok dát za skupinu úspešných a zbankrotovaných podnikov (počet zbankrotovaných podnikov pre štatistické vyhodnotenie údajov je malý),
- nie je možné predpokladať absolútnu nezávislosť ukazovateľov – ukazovatele rôznych podnikov bývajú často spoločne ovplyvňované zmenami v ekonomickom prostredí (spoločne a často rovnako reagujú na zmeny v konjunktúre)

Napriek uvádzaným možným komplikáciám práce analytikov, množstvo cenných informácií pre finančné riadenie podnikov zabezpečujú práve reporty finančnej analýzy.

ÚLOHA FINANČNEJ ANALÝZY VO FINANČNOM MANAŽMENTE

Skôr než si objasníme úlohu finančnej analýzy vo finančnom manažmente podniku, zamyslime sa nad jej obsahovou náplňou. Finančná analýza hodnotí finančné výsledky podniku. Hodnotí ich hlavne podľa miery ich odklonu od stabilnej, rovnovážnej situácie. Skúma, či ide o mierny odklon, ktorý sa dá pomerne jednoducho odstrániť, alebo hľadá impulzy vedúce k vzniku vážnejších problémov. Odkrýva súvislosti medzi jednotlivými stránkami finančnej situácie podniku. Hľadá a zároveň posudzuje činitele pôsobiace na vytváranie celkového obrazu o podniku. Zaujíma sa o participáciu finančného manažmentu na stabilite podnikových financií, či majú manažéri schopnosť a vôľu udržať financie pod kontrolou. Zisťuje mieru vplyvu externého prostredia na finančnú situáciu podniku, prípadne odhaľuje možnosti expanzie podniku na nové trhy. Na tento účel je možné využiť reporty medzinárodnej analýzy, realizovanej špecializovanými inštitúciami, ratingovými agentúrami. Ratingové hodnotenia sumarizujú výsledky poznania úrovne vybraných kvantitatívnych a kvalitatívnych parametrov rozličných regiónov sveta. Kvalitu národného prostredia prezentujú makroekonomické ukazovatele. Tieto ovplyvňujú pravidlá podnikania v SR, vymedzujú priestor pre podnikateľské subjekty a tým pádom priamo zasahujú do výsledkov podnikov. V riadení finančných procesov takisto nemožno opomenúť špecifiká odvetvia, v ktorých podnik realizuje svoju hlavnú činnosť. Odvetvové zvyklosti viac či menej predurčujú niektoré rozhodnutia finančných manažérov. Finančná analýza sa zaoberá vývojom finančných výsledkov podnikov, aký môže mať dopad pokračovanie v nastolenom trende na celkovú finančnú kondíciu podniku. Závery analýzy sa precizujú porovnávaním podnikových výsledkov s výsledkami súboru porovnateľných podnikov. Čiastkové zistenia o podniku sa spájajú do komplexného systému hodnotenia. Finančná analýza poskytuje pohľad na budúcnosť podniku, predikuje jeho finančné zdravie. Veľký prínos pre riadenie finančných procesov podniku znamenajú naformulované návrhy riešenia predostretej, komplexne posúdennej finančnej kondície podniku. Na základe uvedených faktov môžeme vymedziť tri základné úlohy finančnej analýzy.

1. Finančná analýza sa využíva *ako východisko*, podklad pre:

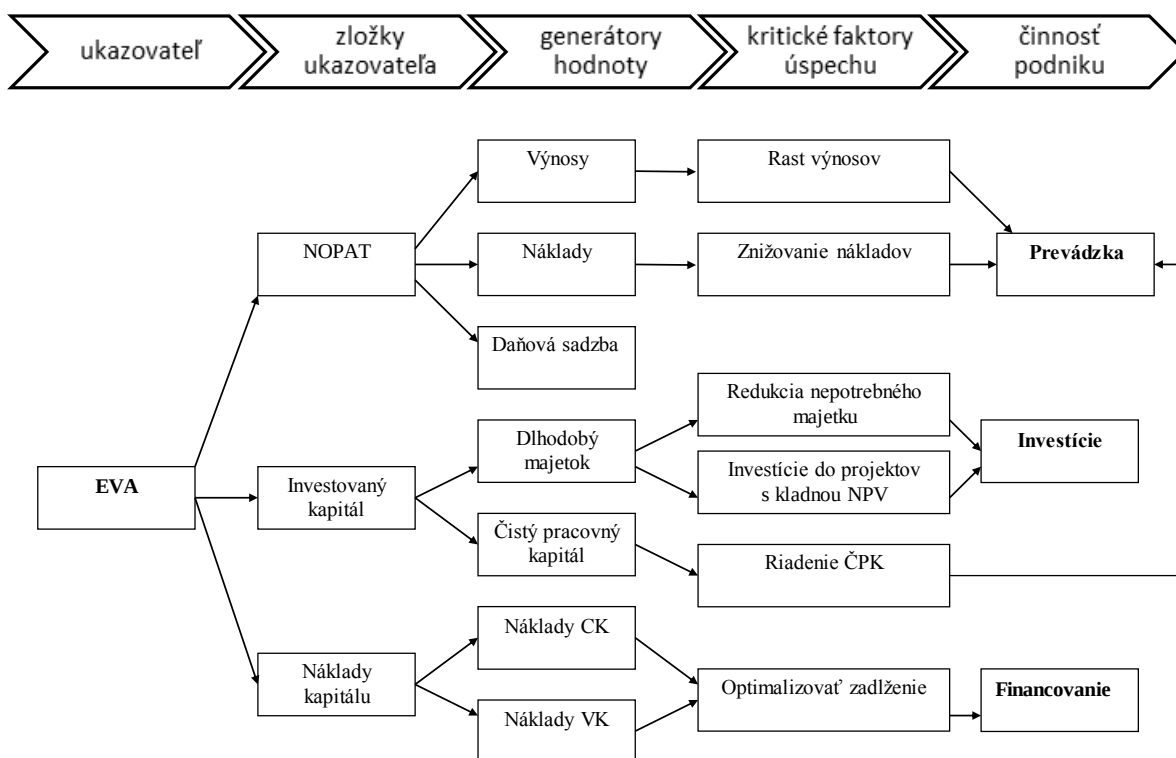
- manažérmi prijímané rozhodnutia, napríklad o spôsobe optimalizácie finančnej štruktúry, o zmenách v štruktúre pracovného kapitálu, o zmenách v obchodnej a platobnej politike podniku, o alokácii voľných prostriedkov atď.,
- získanie finančných prostriedkov formou čerpania bankového úveru,

- získanie podpory z fondov EÚ,
 - získanie nových investorov,
 - vstup na finančné trhy emisiou akcií, obligácií atď.,
 - vypracovanie finančného plánu podniku.
2. Finančná analýza slúži ako *nástroj priebežnej kontroly* plnenia zostaveného finančného plánu. Navigovať dianie v podniku smerom k dosiahnutiu plánovaných cieľov si vyžaduje stále zisťovanie prípadného odklonu od cieľových hodnôt, podrobnú analýzu príčin vzniku odchýlok, aby bolo možné v odôvodnenom prípade urýchlene upraviť základné východiská finančného plánovania. Ak má finančný plán plniť funkciu motivačného nástroja a nástroja kontroly podnikových financií, musí korešpondovať s aktuálnou situáciou tak vo vnútri podniku, ako aj v jeho blízkom i vzdialenom okolí.
 3. Napokon môžeme o finančnej analýze hovoriť v spojení s *hodnotením kvality a úrovne finančného plánu*. Na konci plánovacieho cyklu sa skúma rozsah zapracovania plánovaných cieľov do finančného plánu, posudzuje sa budúce smerovanie podniku na základe vypracovaného finančného plánu.

Spracovanie finančnej analýzy v podobe podkladu pre následný akt musí rešpektovať záujmy zúčastnených subjektov na rozhodovaní. Napríklad vlastníci majú záujem o informácie, dokladajúce i vysvetľujúce dosiahnutú úroveň zhodnotenia nimi investovaného kapitálu. Sledujú ziskovosť podniku, vývoj jeho trhovej hodnoty. Veritelia si chcú overiť primeranosť určených platobných a obchodných podmienok pomocou hodnotenia likvidity, zadlženosti, stability peňažných tokov. Banky hodnotia či je podnik schopný hradiť záväzky v stanovenom termíne a objeme, či má dostatočnú rentabilitu, ktorá je zárukou dlhodobej perspektívy atď. Reporty z finančnej analýzy sa vo forme podkladov veľmi dobre osvedčili i v plánovacom procese podniku. Finančnou analýzou identifikované pozitívne činitele rozvoja je vhodné v projektovaní budúcnosti podniku podporiť premietnutím do plánovaných cieľov a naopak, nedostatky eliminovať vhodne zvolenou cieľovou skupinou ukazovateľov. Určenie súboru plánovaných cieľov považujeme za rozhodujúcu fázu plánovacieho procesu, pretože dianie v podniku je pomocou nich kontrolované a usmerňované. V tejto súvislosti sú pre plánovačov mimoriadne nápomocné pyramídálne sústavy ukazovateľov zamerané na vysvetlenie zmeny hodnôt zvoleného vrcholového ukazovateľa na základe jasných vzťahov a kauzálnych väzieb medzi činiteľmi pyramídy. Pri hodnotovo orientovanom riadení býva často takýmto vrcholovým ukazovateľom EVA (Economic Value Added).

Na obrázku 1 sú z pohľadu budovania dlhodobej perspektívy podniku znázornené hlavné generátory hodnoty (Key Performance Indicators – KPI), ktoré by sa detailne mali rozpracovať do podoby čiastkových cieľov finančných plánov. Generátory EVA pomáhajú zainteresovať manažérov aj na nižších úrovniach na raste EVA. Manažéri jednoducho potrebujú vedieť, ktoré rozhodnutia a činnosti v danom období budú viesť k zvýšeniu EVA. V plánovacom procese sa preto musia jasne zachytiť veličiny vplývajúce na EVA, veličiny ovplyvniteľné pracovníkmi na daných stupňoch riadenia. Generátory hodnoty však môžu mať finančný a nefinančný charakter. Nefinančné parametre dokonca vo viacerých prípadoch zohrávajú oveľa dôležitejšiu úlohu. Koncept EVA sa z toho dôvodu spája napríklad s metódou Balanced Scorecard (BSC), ktorá ponúka kombinovanie finančných a nefinančných ukazovateľov v riadení podniku.

Priebežné sledovanie a vyhodnocovanie finančnej situácie podniku slúži na kontrolu postupného smerovania vývoja podniku, na zistenie odchýlok skutočnosti od naplánovaných hodnôt. Vznikajúce odchýlky môžu mať buď pozitívny (nižšie skutočné náklady ako plánované), alebo negatívny charakter (skutočné výnosy sú nižšie ako plánované).



Obrázok 1 Generátory hodnoty EVA
Prameň: (PAVELKOVÁ, KNÁPKOVÁ, 2005)

Odchýlky z pohľadu príčin ich vzniku členíme na:

1. *kvantitatívne* – vyjadrujú zmeny v množstve (zmena efektívnosti využitia materiálu, zmena pomeru odpadu k celkovej produkcii, použitie substitučného materiálu),
2. *kvalitatívne* – vyjadrujú zmeny v ocenení (zisk a strata z realizovaných množstevných zliav, nákup materiálu vo vyššej alebo nižšej kvalite, nákup substitučného materiálu),
3. *kapacitné odchýlky* – vznikajú zmenami vo využití kapacity. (FIBÍROVÁ – ŠOLJAKOVÁ, 2005)

Akékoľvek odchýlky dávajú manažérom podnet na hľadanie riešení vzniknutej situácie. Napríklad, ak nie je dosiahnutý plánovaný obrat, mení sa štruktúra predávaných výrobkov, alebo sa podnik zameriava na iné skupiny zákazníkov, prípadne sa pristupuje k vyššej intenzite už zvolených opatrení v rámci realizačnej fázy. Pri zistení závažných nedostatkov je potrebné siahnuť po rozsiahlejších opatreniach, t.j. musia sa prehodnotiť pôvodné plánované ciele, ich východiská a následne sa pristupuje k plánovaciemu procesu od začiatku. Plánovací proces je vlastne nepretržitý proces korigovania spôsobu usmerňovania činnosti podniku. Pohľad na sledované ukazovatele vo zvolenej perióde plánovaného obdobia môže mať podobu tabuľky 1.

Stĺpec tabuľky 1 označený názvom limit vyjadruje odporúčanú hodnotu zvolených ukazovateľov. Odporúčané hodnoty vyplývajú buď z viacročných pozorovaní výsledkov, či z odvetvových údajov podnikov alebo z hodnôt dosahovaných najvýznamnejšími konkurentmi. Údaje zoskupené v tabuľke poskytujú informácie o charaktere vývoja jednotlivých ukazovateľov, o rozsahu, závažnosti ich zmeny. Máme prehľad aj o tom ako zásadne sa naplánované alebo skutočné hodnoty líšia od odporúčaných hodnôt, ako ďaleko sa

podnik posunul v porovnaní s výsledkami za rovnaké obdobie minulého roka. Bodové hodnotenie ukazovateľov zabezpečuje komplexný pohľad na finančnú situáciu podniku a jej vývoj v čase. Tabuľku možno dopĺňať podľa potreby ďalšími parametrami finančnej situácie

podniku. Číselne vyjadrené charakteristiky je vhodné podporiť ich grafickým zobrazením, aby sa zlepšil prehľad v skúmanej oblasti.

Tabuľka 1 Porovnanie finančných ukazovateľov v priebehu plánovacieho obdobia

Ukazovatele	Limit	Plán _{0,t}		Skutočnosť _t BO		Index	Skutočnosť _t MO		Index
		Hodnota	Body	Hodnota	Body		Hodnota	Body	
	1	2	3=2/1	4	5=4/1	6=4/2	7	8=7/1	9=7/4
Celková likvidita									
Obrat aktív									
Stupeň samofinancovania									
Tokové zadĺženie									
ROI									
Prevádzková rentabilita tržieb									
...									

Vysvetlivky:

Plán_{0,t} – východiskové plánované hodnoty, prípadne plánované hodnoty v čase t

Skutočnosť_t BO – skutočné hodnoty v čase t (t – mesiac, štvrt'rok) bežného obdobia

Skutočnosť_t MO – skutočné hodnoty v čase t (t – mesiac, štvrt'rok) minulého obdobia

Prameň: vlastné spracovanie

Priebežnú kontrolu plnenia plánovaných cieľov umožňuje skvalitniť vhodná IT podpora, ktorej prirodzenou súčasťou je dátový sklad sprístupnený v akomkoľvek čase pre príslušných zodpovedných pracovníkov. Ochranu dát zabezpečujú prístupové heslá do vytvorenej databázy podniku. Zodpovední pracovníci takto získavajú aktuálne informácie o vývoji plánovaných cieľov nielen v čase, ale na základe jasne spracovaných súvislostí medzi ukazovateľmi aj o vývoji v rôznych častiach podniku bezprostredne ovplyvňujúcim im zverené plánované ciele.

Po skončení účtovného (hospodárskeho) obdobia je dôležité skontrolovať úspešnosť priebežnej navigácie podniku. Skúmanie cieľového bodu je zamerané na určenie polohy podniku, t.j. či sa zaraďuje do skupiny prosperujúcich, alebo neprosperujúcich podnikov. Na tento účel bolo vypracovaných množstvo postupov a metód, líšiacich sa koncepciou. Vertikálnou a horizontálnou analýzou finančných ukazovateľov sa posudzuje vnútorná štruktúra priebehu a výsledkov činnosti podniku, hodnotí sa charakter vývoja. Analýzou pomerových ukazovateľov sa získava prehľad o silných a slabých stránkach finančnej situácie podniku v oblasti platobnej schopnosti, využitia majetku, spôsobu financovania a ziskovosti činnosti. Na rýchle overenie efektívnosti podnikovej činnosti zasa slúži ekonomický normál, čiže súbor želaných nerovností dynamiky vývoja vybraných ukazovateľov. Presnejší, alebo menej presný pohľad do budúcnosti sú schopné poskytnúť predikčné modely, ktoré stavajú svoju predikciu buď na bodovom hodnotení, na matematicko-štatistických metódach, neurónových sieťach, logistických regresiach. Spomínané metódy sa úspešne zúročujú aj v procese záverečného hodnotenia kvality a úrovne finančného plánu. Pri hodnotení kvality finančného plánu sa dá pracovať aj so skôr spomínanou koncepciou budovania hodnoty podniku. Jeden prístup súvisí s filozofiou voľných peňažných tokov (FCF – celkové peňažné prostriedky, ktoré sú k dispozícii vlastníkom a veriteľom po zaplatení všetkých investičných aktivít). FCF môžeme kvantifikovať nasledujúcim spôsobom:

$$FCF = ZUD * (1 - d) + O - I - \Delta \check{C}PK \quad (1)$$

kde:

ZUD – zisk pred úrokmi a zdanením,

d – sadzba dane,
 O – odpisy,
 I – investičné výdavky,
 $\Delta\text{ČPK}$ – prírastok čistého pracovného kapitálu

Potom je súčasná hodnota vlastného kapitálu (SH_{VK}) vyjadrená vzťahom:

$$\text{SH}_{\text{VK}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCF}_n}{(1+i)^n} - \text{SH}_{\text{SPK}} \quad (2)$$

kde:

FCF_n – voľné peňažné toky v jednotlivých rokoch,

i – diskontný faktor (WACC),

SH_{SPK} – súčasná hodnota spoplatneného kapitálu (VK + BÚ + dlhopisy)

Ak je súčasná hodnota vlastného kapitálu pre vlastníkov zaujímavá, finančný plán je kvalitný.

Ďalšiu alternatívu overenia kvality finančného plánu ponúka teória vnútornej hodnoty podniku. Najskôr vypočítame vnútornú hodnotu podniku na konci a na začiatku plánovacieho obdobia podľa vzťahu:

$$\text{VHP} = \frac{\text{ČZ}}{r_{\text{PL}}} \quad (3)$$

kde: ČZ – čistý zisk bežného roka,

r_{PL} – plánovaná (požadovaná) rentabilita podniku

Následne stanovíme index vnútornej hodnoty podniku (I_{VHP}), pomocou vnútornej hodnoty podniku na začiatku plánovacieho obdobia (VHP_0) a vnútornej hodnoty podniku na konci plánovacieho obdobia (VHP_1).

$$I_{\text{VHP}} = \frac{\text{VHP}_1}{\text{VHP}_0} \quad (4)$$

Skúmaním dynamiky vzťahu VHP/účtovná hodnota vlastného kapitálu (VK) preveríme akceptovateľnosť finančného plánu. Pokiaľ platí, že vzťah na konci plánovacieho obdobia / vzťah na začiatku plánovacieho obdobia > 1 , potom je plán akceptovateľný.

Dôležité výsledky nám môže poskytnúť sledovanie vývoja ukazovateľa EVA. Vychádzame z nasledujúceho predpokladu:

$$r_{\text{VK1}} = \frac{\text{ČZ}_{\text{PL}}}{\text{VK}} \quad \text{a : NOPAT} = Z_p * (1-d) \quad (5)$$

ďalej kde:

r_{VK1} – plánovaná rentabilita vlastného kapitálu

ČZ_{PL} – plánovaný čistý zisk

Z_p – zisk z prevádzkovej činnosti

ďalej:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * C \quad (6)$$

$$\text{WACC} * C = \text{náklady na CK} + \text{náklady na VK} \quad (7)$$

kde: CK – cudzí kapitál, VK – vlastný kapitál

potom:

$$EVA = Z_P * (1 - d) - U * (1 - d) - r_{VK} * VK \quad (8)$$

kde: U – nákladové úroky

Nakoniec kvantifikujeme rozdiel medzi EVA₁ (EVA plánovaná) a EVA₀ (EVA skutočná). Finančný plán je kvalitný, keď je výsledok (EVA₁ - EVA₀) kladný.

$$EVA_1 = Z_{P1} * (1 - d) - U * (1 - d) - r_{VK1} * VK \quad (9)$$

kde:

Z_{P1} – plánovaný zisk z prevádzkovej činnosti,

r_{VK1} – plánovaná rentabilita vlastného kapitálu.

Takisto postupujeme pri výpočte EVA₀, pričom vychádzame zo skutočného zisku z prevádzkovej činnosti a skutočnej rentability vlastného kapitálu.

Hodnotu EVA by sme mohli kvantifikovať aj prostredníctvom rozpätia rentability vlastného kapitálu. Vypočítame:

$$EVA = VK * (r_{VK1} - r_{VK0}) \quad (10)$$

kde:

r_{VK0} - skutočná rentabilita vlastného kapitálu

Ak je EVA kladná, potom je finančný plán prijateľný. (MARINIČ, 2008)

ZÁVER

Finančná analýza má nezastupiteľné miesto vo finančnom manažmente podniku. Slúži ako východisko, podklad pre prijímanie finančných rozhodnutí, ako nástroj priebežnej kontroly výsledkov a nakoniec ako nástroj hodnotenia finančného zdravia, úrovne a kvality finančného plánu podniku. Spoznávanie finančnej situácie má variantnú podobu i spôsob využitia, čomu zodpovedá forma a rozsah hodnotiacich záverov. Reporty finančnej analýzy sú upravované podľa potrieb cieľovej skupiny (manažérov, vlastníkov, finančných inštitúcií, veriteľov, obchodných partnerov, orgánov verejnej správy). Z rozkladu finančných ukazovateľov je možné vyťažiť množstvo zaujímavých informácií o podniku, ktoré usmerňujú a v konečnom dôsledku uľahčujú riadenie finančných procesov podniku.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] FIBÍROVÁ, J. – ŠOLJAKOVÁ, L. 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Praha: ASPI, 2005. 264 s. ISBN 80-7357-084-X.
- [2] KUBRANOVÁ, M. 2016. *The Risk factors of treasury policy in non-financial companies*. In Aktuálne problémy podnikovej sféry 2016. Medzinárodná vedecká konferencia. Bratislava: EKONÓM, 2016. ISBN 978-80-225-4245-6. s. 629-635.
- [3] MARINIČ, P. 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [4] PAVELKOVÁ, D. - KNÁPKOVÁ, A. 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: LINDE, 2005. 302s. ISBN 80-86131-63-7.
- [5] VAVROVÁ, K. 2016. *Incentives in tax management of a company*. In Aktuálne problémy podnikovej sféry 2016. Medzinárodná vedecká konferencia. Bratislava: EKONÓM, 2016. ISBN 978-80-225-4245-6. s. 1070-1077 CD-ROM.

REPORTING UDRŽATELNOSTI PODNIKANIA PODĽA GRI¹

GRI SUSTAINABILITY REPORTING

Lucia Budinská²

ABSTRACT

The main objective of article is to identify indicators of sustainability business used in corporate reporting by methodic GRI. Introductory chapter explains the need of sustainability reporting. Next part states the basic characteristic of GRI and its usage in the enterprises practice. Main part of article is devoted to the content of the sustainability reporting by GRI focusing on indicators of sustainability business presented as complex overview in the final.

Keywords: GRI, udržateľnosť podnikania, podnikový reporting

JEL Klasifikácia: M14, M49, G39

ÚVOD

Vykazovanie udržateľnosti podnikania v súčasnosti nie je len dobrovoľnou záležitosťou. Od roku 2014 je platnosti smernica vydaná európskym parlamentom, ktorá ukladá povinnosť veľkým spoločnostiam zahŕňať do výročných správ indikátory udržateľnosti podnikania. Táto povinnosť sa v Európskej únii vzhľadom na zadané špecifické kritériá týka približne 6 000 podnikov, ktoré musia vo výročných správach poskytovať informácie nielen o ekonomickom aspekte, ale aj o sociálnych a environmentálnych aspektoch svojej podnikateľskej činnosti, o ľudských právach, protikorupčných opatreniach, ako aj o vekovej a rodovej diverzite. [5]

Nakoľko je udržateľnosť podnikania veľmi komplexná téma obsahujúca predovšetkým nefinančné údaje jeho vykazovanie nie je jednoduché. Preto vznikli viaceré iniciatívy poskytujúce nástroje a usmernenia pri reportovaní udržateľnosti podnikania, z ktorých viaceré vyústili do prepracovaných metodík uznávaných na medzinárodnej úrovni. Najznámejšia a najpoužívannejšia je metodika GRI.

CHARAKTERITIKA GRI A JEJ VYUŽITIE VO SVETE

GRI (z ang. Global Reporting Initiative - Globálna iniciatíva vo výkazníctve) je nezávislá organizácia so sídlom v Amsterdame (založená v Bostone v roku 1997), ktorej cieľom je vytvoriť dôveryhodný a uznávaný rámec pre výkazníctvo o udržateľnom rozvoji (sustainability reporting) použiteľný v organizáciách akejkol'vek veľkosti, sektoru a lokality.

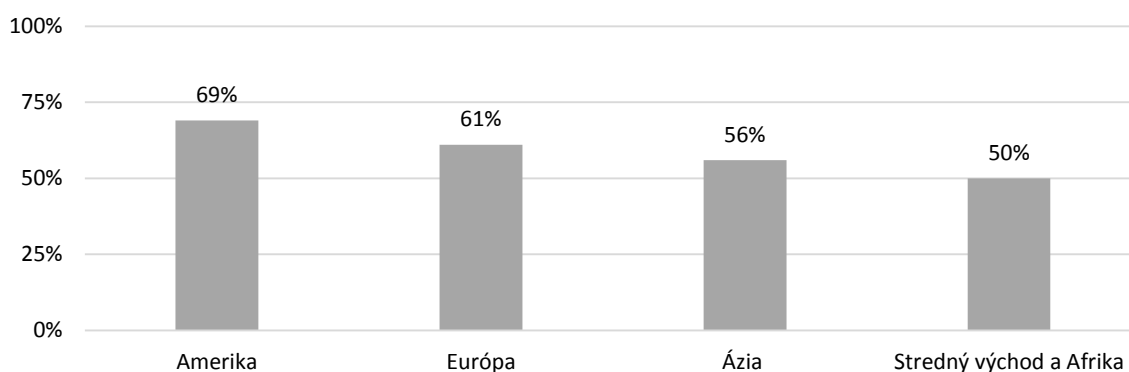
GRI vydala svoj prvý koncept Guidelines v roku 2000, jeho druhá verzia G2 vznikla v roku 2002, o štyri roky neskôr, v roku 2006, nasledovalo jeho tretie vydanie G3, ktoré bolo v roku 2013 nahradené verziou G4. Metodika G4 je aktuálne používanou verziou.

GRI aktuálne (august 2016) disponuje databázou obsahujúcou necelých 35 000 reportov z celého sveta, z čoho je práve GRI reportov približne 24 000. Znamená to, že pri podnikovom reportovaní sa až 69% organizácií rozhodlo využiť práve metodiku a ukazovatele GRI. Tento podiel sa medziročne výrazne nezmenil, nasledujúci graf zobrazuje rok 2015 podľa svetových regiónov.

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, e-mail: lucia.budinska@euba.sk

Graf 1 Používanie GRI v podnikových reportoch podľa svetových regiónov



Prameň: KPMG. 2015. Currents of change. s. 42. [online].

Počet reportov³ v databáze GRI neustále rastie. Pre porovnanie v júni 2015 bolo oproti minulému roku v databáze nahratých o 28% viac GRI reportov, čo predstavuje celkový počet 19 192. Dnešné číslo, 24 003 reportov, predstavuje nárast o 25% za jeden rok. Tento trend je dôkaz toho, že organizácie vidia čoraz väčšiu hodnotu v reportingu udržateľnosti podnikania.

Na Slovensku sú podnikové reporty obsahujúce udržateľnosť podnikania veľmi zriedkavé. V GRI databáze je len 49 reportov zo Slovenska (najstarší z roku 2005) z čoho je 18 GRI reportov. Všetky tieto reporty pochádzajú od veľkých korporácií. Možno teda konštatovať, že reportovanie udržateľnosti podnikania nie je na Slovensku rozšírené a v prípade ich existencie je to predovšetkým záležitosť veľkých korporácií, na úrovni malých a stredných podnikov sú publikované len zriedka ak vôbec.

UKAZOVATELE UDRŽATEĽNOSTI PODNIKANIA PODĽA GRI

Reportingový rámec GRI obsahuje všeobecne aj sektorovo zamerané dokumenty, na ktorých sa zhodlo spektrum zainteresovaných skupín z celého sveta ako na všeobecne aplikovateľných dokumentoch, vhodných pre reporting výsledkov organizácií vo veciach udržateľného rozvoja. [1]

Veľmi dôležitá je vyváženosť reportingu podľa GRI. Znamená to, že podnik by mal vykazovať nielen pozitívne skutočnosti, ale aj negatívne dopady svojich činností. Rozsah reportingu je dobrovoľný, t.j. organizácia si vyberá oblasti svojich aktivít (ktoré ukazovatele) bude vykazovať, podľa miery rešpektovania rámca GRI sa potom rozlišujú rôzne úrovne hodnotení (A, B, C, resp. A+, B+, C+ v prípade, že správa bola overená nezávislým externým subjektom).[6]

Tento aspekt možno prirovnať princípu medzinárodného účtovníctva, kedy sa v prípade zostavenia účtovnej závierky podľa medzinárodných štandardov finančného výkazníctva uprednostňuje obsah pred formou, čo znamená, že účtovné jednotky nemajú predpísanú štruktúru účtovnej závierky, ale je na ich zvážení, ako sa údaje o účtovnej jednotke budú vykazovať. [10] Dobrovoľnosť výberu indikátorov v rámci GRI reportingu je zároveň prepojená s dôrazom na ich relevantnosť.

Oproti predošlým verziám štandardom. G4 kladie zvýšený dôraz na relevantnosť reportovaných údajov. Podniky by si mali vykazovať len tie ukazovatele, ktoré sú opodstatnené vzhľadom k ich podnikateľskej činnosti.

Reporting podľa GRI obsahuje úvodné všeobecné informácie o organizácii (stratégia a analýzy, organizačný profil, identifikované významné aspekty a limity, angažovanosť stakeholderov, profil reportingu, vedenie podniku, etika a integrita) špecifikáciu indikátorov v

³ Údaje k 18.8.2016 z oficiálnej stránky GRI - počet reportov v databáze je pravidelne aktualizovaný. Dostupné na internete <<http://database.globalreporting.org>>

štruktúre triple bottom line predstavujúce tzv. výkonnostné ukazovatele, ktoré prinášajú porovnateľné údaje o pôsobení a vplyve organizácie v ekonomickej, environmentálnej a spoločenskej oblasti (G4 Sustainability Reporting Guidelines): [1]

- **Ekonomická oblasť**

- Ekonomická výkonnosť (ekonomická hodnota, dôchodky, finančná pomoc štátu)
- Prítomnosť na trhu (porovnávanie miezd, manažment z miestnej komunity)
- Nepriame ekonomické dopady a vplyvy (investície a služby do miestnej komunity)
- Verejné obstarávanie (postupy, preferencia miestnych dodávateľov)

- **Environmentálna oblasť**

- Spotreba materiálu, energie, vody (celková spotreba zdrojov, energetická náročnosť a požiadavky prevádzky/produktov na spotrebu, použité recyklované vstupy)
- Biodiverzita (pozemky, vplyv činností/produktov, vyhynuté a chránené druhy)
- Emisie a odpady (intenzita a znižovanie, kontaminácia, vplyv odpadov na okolie)
- Výrobky / služby a doprava (environmentálne dopady a ich zmierňovanie)
- Compliance a sťažnosti (predpisy, pokuty/sankcie, mechanizmy sťažností)
- Podpora zachovania životného prostredia (výber dodávateľov, výdavky a investície)

- **Spoločenská oblasť**

- Pracovné postupy a dôstojná práca (zamestnanosť, riadenie pracovných vzťahov, bezpečnosť a ochrana zdravia, školenia, diverzita a rovnosť príležitostí, rovnosť v odmeňovaní mužov a žien, mzdové praktiky a mechanizmy podávania sťažností)
- Ľudské práva (investičné dohody a školenia, zákaz diskriminácia, sloboda združovania a kolektívneho vyjednávania, detská práca, vynútená a povinná práca, bezpečnostné postupy, práva pôvodných obyvateľov, hodnotenie činností, výber dodávateľov, sťažnosti a ich mechanizmy)
- Spoločenské vplyvy (miestne komunity, korupcia, verejná politika, Správanie proti hospodárskej súťaži, sťažnosti a ich mechanizmy)
- Zodpovednosť za produkty (zdravie a bezpečnosť zákazníka, označovanie produktov, marketingová komunikácia, súkromie zákazníka, súlad s legislatívou)

Kompletný prehľad GRI indikátorov / ukazovateľov udržateľnosti podnikania podľa najnovšej metodiky GRI - G4 možno vidieť v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 1 GRI ukazovatele udržateľnosti podnikania

Kategória EKONOMICKÁ	
Aspekt	Ekonomická výkonnosť
EC1	Priama vytvorená a rozdelená ekonomická hodnota tržby, prevádzkové náklady, mzdy a benefity pre zamestnancov, platby poskytovateľom kapitálu, platby štátu (podľa krajiny), komunitné investície
EC2	Finančné dopady, iné riziká a prínosy v dôsledku klimatických zmien zmeny v príjmoch a výdavkoch v dôsledku klimatických zmien, klasifikácia rizika/príležitosti, ich finančné a ďalšie dopady, metódy na ich riadenie, náklady na
EC3	Krytie záväzkov dávok dôchodkového poistenia podniku štruktúra a finančný zdroj vyplácania dôchodkového poistenia, odhadovaná výška a stratégia plného krytia týchto záväzkov, odvodené % z hrubých miezd, podiel na
EC4	Výrazná finančná pomoc od štátu daňové úľavy/dobropisy, dotácie/granty, finančné stimuly/výhody/pôžičky štátu, štát ako akcionár podniku, finančná pomoc od agentúr pre poistenie exportných úverov
Aspekt	Prítomnosť na trhu

EC5	Výška štandardnej mzdy pri nástupe do zamestnania v porovnaní s miestnou minimálnou mzdou na významných miestach prevádzky
EC6	Podiel vyššieho manažmentu z miestnej komunity vo významných miestach prevádzky existencia politiky a zásad pre preferenciu miestnych obyvateľov pri náboře pracovníkov
Aspekt	Nepriame ekonomické vplyvy
EC7	Vývoj a vplyv investícií do infraštruktúry a služieb stupeň rozvoja významných investícií a rozsah podpory, súčasné alebo budúce vplyvy na komunity/lokálne ekonomiky, charakter týchto investícií (komerčné, neziskové, verejnoprospešné), existencia hodnotenia potrieb komunity
EC8	Významné nepriame ekonomické vplyvy vrátane rozsahu vplyvov príklady nepriamych ekonomických vplyvov podniku na národnej, regionálnej, lokálnej úrovni, uvedenie ich dôležitosti v kontexte externých benchmarkov a priorít
Aspekt	Postupy verejného obstarávania
EC9	Pomer výdavkov u miestnych dodávateľov na významných miestach prevádzky princíp časového rozlíšenia, existencia preferencií miestnych dodávateľov, % rozpočtu určené na nákup od miestnych dodávateľov, zoznam faktorov ovplyvňujúcich výber
Kategória ENVIRONMENTÁLNA	
Aspekt	Materiál
EN1	Množstvo použitého materiálu celkový objem alebo hmotnosť materiálu použitého na výrobu a balenie hlavného produktu v klasifikácii na obnoviteľný a neobnoviteľný materiál
EN2	Podiel použitého materiálu získaného recykláciou vstupných materiálov % recyklovaných vstupných materiálov používaných pri výrobe hlavných produktov
Aspekt	Energia
EN3	Spotreba energie v rámci podniku celková spotreba energie z obnoviteľných a neobnoviteľných zdrojov jednotlivo za rôzne energie vrátane uvedenie druhov zdrojov/palív
EN4	Spotreba energie mimo podniku celková spotreba energie mimo podniku jednotlivo za rôzne druhy energie
EN5	Energetická náročnosť pomer spotrebovanej energie a výstupov, klasifikácia spotrebovanej energie
EN6	Zníženie energetickej spotreby objem zníženej spotreby energie dosiahnutý ako priamy dôsledok realizovania iniciatív podniku, klasifikácia druhov zníženej energie
EN7	Zníženie energetickej požiadavky produktov celkový objem alebo hmotnosť materiálu použitého na výrobu a balenie hlavného produktu v klasifikácii na obnoviteľný a neobnoviteľný materiál
Aspekt	Voda
EN8	Celkový objem odpadovej vody podľa zdrojov povrchová voda, podzemná voda, dažďové vody zhromaždené a uložené v podniku, odpadová voda z iného podniku, dodávky miestnej vody a iné
EN9	Vodné zdroje významne ovplyvnené odberom vody počet, typ, veľkosť, význam vodných zdrojov, existencia chránenej oblasti, hodnota
EN10	Podiel a celkový objem použitej recyklovanej a znova použitej vody objem a percento recyklovanej a znova použitej vody z celkového odberu vody
Aspekt	Biodiverzita

EN11	Pozemky vo vlastníctve, nájme, správe alebo susedstve v lokalite chránenej oblasti a oblasti s vysokou hodnotou biodiverzity mimo chránených území geografická poloha pozemkov a ich pozícia vo vzťahu k podniku, veľkosť a druh prevádzkového miesta, hodnota biodiverzity dotknutej oblasti
EN12	Významný vplyv činností a produktov na biodiverzitu v lokalite chránenej oblasti a oblasti s vysokou hodnotou biodiverzity mimo chránených území priame/nepriame vplyvy vzhľadom na znečistenie, výrobné závody a dopravnú
EN13	Chránené alebo obnovené biotopy veľkosť a umiestnenie biotopov chránených alebo obnovených oblastí, stupeň úspešnosti programu obnovy a jeho schválenie/podpora tretími stranami
EN14	Druhy podľa úrovne vyhynutia v podniku dotknutých oblastiach počet druhov a stupeň rizika vyhynutia
Aspekt	Emisie
EN15	Emisie priamych skleníkových plynov hrubé priame emisie, medziročné zmeny, potenciál globálneho otepľovania
EN16	Emisie nepriamych skleníkových plynov hrubé nepriame emisie, medziročné zmeny, potenciál globálneho otepľovania
EN17	Emisie iných nepriamych skleníkových plynov iné hrubé nepriame emisie, medziročné zmeny, potenciál globálneho otepľovania
EN18	Intenzita emisií skleníkových plynov pomer intenzity emisií skleníkových plynov, druh emisií skleníkových plynov
EN19	Zníženie emisií skleníkových plynov ako priamy dôsledok realizovania iniciatív podniku, klasifikácia druhov skleníkových plynov
EN20	Emisie látok poškodzujúcich ozónovú vrstvu množstvo vyrobených, dovezených a vyvezených látok
EN21	NO _x , SO _x a ďalšie významné emisie do ovzdušia objem emisií podľa kategórií emisií do ovzdušia
Aspekt	Odpad a odpadová voda
EN22	Celkový únik vody podľa kvality a lokality celkový objem plánovaného a neplánovaného vypúšťania odpadových vôd podľa lokality, kvality vody, znova použitie vody inou organizáciou
EN23	Celková hmotnosť odpadov podľa druhu a spôsobu ich likvidácii celková hmotnosť nebezpečného a bežného odpadu podľa spôsobu likvidácie
EN24	Celkový počet a objem významnej kontaminácie umiestnenie, objem, materiál a dopady úniku sprevádzaného kontamináciou
EN25	Hmotnosť prepravovaného, dovezeného, vyvezeného alebo spracovaného odpadu považovaného za nebezpečný podľa podmienok Bazilejského dohovoru a podiel medzinárodne prepravovaného odpadu odpad pre jednotlivé kategórie, % nebezpečného odpadu odoslaného na medzinárodnej
EN26	Identifikácia, veľkosť, hodnota chránenej oblasti a biodiverzity vodných útvarov a biotopov významne ovplyvnených podnikovými odpadovými a odtokovými vodami veľkosť vodných plôch a súvisiacich biotopov, určenie chránenej oblasti na národnej alebo medzinárodnej úrovni, hodnota biodiverzity
Aspekt	Výrobky a služby
EN27	Rozsah vplyvu zmierňovania environmentálnych dopadov produktov kvantitatívne hodnotenie zmiernenia environmentálnych dopadov produktov
EN28	Podiel spätne prevzatých predaných výrobkov a ich materiálových obalov % spätne prevzatých výrobkov a ich obalov podľa kategórií
Aspekt	Compliance
EN29	Pokuty a sankcie za nedodržiavanie environmentálnych zákonov/predpisov celková peňažná hodnota pokút a celkový počet nepeňažných sankcií
Aspekt	Doprava

EN30	Environmentálny vplyv prepravy produktov, materiálov a pracovných síl environmentálne dopady kvantitatívneho alebo kvalitatívneho charakteru
Aspekt	Celkové hľadisko
EN31	Celkové výdavky a investície na životné prostredie podľa typu likvidácia odpadov, úprava emisií, služby odstraňovania odpadov, prevencia
Aspekt	Dodávateľia posudzovaní podľa environmentálnych kritérií
EN32	Noví dodávateľia kontrolovaní podľa environmentálnych kritérií percentuálny podiel
EN33	Významné aktuálne a potenciálne negatívne dopady na životné prostredie v rámci dodávateľského reťazca počet dodávateľov vplývajúcich a závažne negatívne vplývajúcich na životné prostredie, s ktorými bola vytvorená dohoda o spolupráci na zlepšení a bol ukončený obchodný vzťah
Aspekt	Mechanizmy environmentálnych sťažností
EN34	Počet sťažností týkajúcich sa environmentálnych dopadov podaných prostredníctvom formálnych mechanizmov počet podaných, prejedávaných a vyriešených, relevantnosť sťažností
Kategória SOCIÁLNA	
Aspekt	Zamestnanosť
LA1	Počet a miera prijatých zamestnancov podľa veku, pohlavia a regiónu celkový počet pôvodných zamestnancov a novoprijatých zamestnancov a miera fluktuácie podľa jednotlivých kategórií
LA2	Benefity pre zamestnancov s trvalým pracovným pomerom neposkytované na iný druh pracovného úväzku na významných miestach prevádzky životné poistenie, zdravotná starostlivosť, krytie invalidity a postihnutia, rodičovská dovolenka, dôchodkové príspevky, zamestnanecké akcie a iné
LA3	Návrat do práce, miera retencie po rodičovskej dovolenke podľa pohlavia počet zamestnancov, ktorí mali nárok na rodičovskú dovolenku, využili ju, vrátili sa do práce po rodičovskej dovolenke, vrátili sa do práce po rodičovskej dovolenke na min. 12
Aspekt	Práca / riadenie pracovných vzťahov
LA4	Minimálna výpovedná lehota v prípade prevádzkový zmien vrátane úpravy tejto problematiky v kolektívnej zmluve minimálny počet týždňov vopred, kedy je zamestnávateľ povinný oznámiť zamestnancom plánované prevádzkové zmeny, ktoré majú na nich dopad, úpravy v kolektívnej zmluve
Aspekt	Bezpečnosť a ochrana zdravia pri práci
LA5	Podiel pracovníkov vo výboroch prospeievajúcich k monitorovaniu a poradenstvu v oblasti ochrany zdravia pri práci a bezpečnostné programy spoločné formálne riadiace pracoviská pre zdravie a bezpečnosť
LA6	Typ pracovného úrazu, miera úrazovosti, choroby z povolania, počet dní absencie, celkový počet smrteľných pracovných úrazov podľa regiónu a veku týkajúce sa vlastných zamestnancov ako aj dodávateľov pracujúcich v lokalitách podniku
LA7	Pracovníci s vysokým výskytom alebo vysokým rizikom choroby z práce celkový počet pracovníkov zapojených do pracovných činností s týmto ohrozených
LA8	Témy zdravia a bezpečnosti pokryté vo formálnych dohodách s odbormi v prípade existencie takýchto dohôd ich rozsah v % pokrývajúci spomenuté témy
LA9	Priemerný počet školiacich hodín za rok na zamestnanca podľa pohlavia a podľa zamestnaneckých kategórií
LA10	Programy na rozvoj zručností a celoživotné vzdelávanie zamestnancov, programy zamerané na udržanie alebo ukončenie zamestnania druh a rozsah rozvojových programov, programy podporujúce udržanie si pracovného miesta, uľahčujúce ukončenie kariéry v dôsledku odchodu do dôchodku alebo ukončenia

LA11	Podiel zamestnancov dostávajúcich pravidelné hodnotenie ich výkonu a rozvoja kariéry percentuálny podiel podľa pohlavia a zamestnaneckej kategórie
Aspekt	Diverzia a rovnosť príležitostí
LA12	Zloženie riadiacich orgánov podniku a zamestnancov podľa kategórií podľa pohlavia, veku, menšinových skupín a iných ukazovateľov rozmanitosti
Aspekt	Rovnosť v odmeňovaní mužov a žien
LA13	Pomer základného platu a odmien žien k základným platom a odmenám mužov na významných miestach prevádzky a podľa zamestnaneckých kategórií
Aspekt	Dodávatelia posudzovaní podľa kritérií pracovného prostredia
LA14	Noví dodávatelia kontrovaní podľa kritérií pracovného prostredia percentuálny podiel
LA15	Významné aktuálne a potenciálne negatívne dopady na pracovné prostredie v rámci dodávateľského reťazca a prijaté opatrenia počet dodávateľov vplývajúcich a závažne negatívne vplývajúcich na pracovné prostredie, s ktorými bola vytvorená dohoda o spolupráci na zlepšení a bol ukončený obchodný vzťah
Aspekt	Mzdové praktiky a mechanizmy podávania sťažností
LA16	Počet sťažností týkajúcich sa pracovného prostredia podaných prostredníctvom formálnych mechanizmov počet podaných, prejedávaných a vyriešených, relevantnosť a zodpovednosť
Aspekt	Investície
HR1	Percento a celkový počet významných investičných dohôd obsahujúcich dodržiavanie ľudských práv alebo prešli kontrolou dodržiavania ľudských práv dohody významné v zmysle veľkosti alebo strategickej dôležitosti
HR2	Celkový počet hodín školení zamestnancov o politikách a postupoch dodržiavania ľudských práv, vrátane percenta školených zamestnancov školenia, ktoré sú relevantné k prevádzke
Aspekt	Zákaz diskriminácie
HR3	Celkový počet prípadov diskriminácie a realizované opatrenia charakter incidentov
Aspekt	Sloboda združovania a kolektívneho vyjednávania
HR4	Identifikované činnosti ohrozujúce právo na slobodu združovania sa a kolektívneho vyjednávania a realizované opatrenia podpory týchto práv typ prevádzky, krajina alebo geografická oblasť s rizikovými prevádzkami
Aspekt	Detská práca
HR5	Identifikované činnosti, pri ktorých je výrazné riziko výskytu detskej práce a realizované opatrenia na podporu eliminácie detskej práce typ prevádzky, krajina alebo geografická oblasť s rizikovými prevádzkami
Aspekt	Vynútená a povinná práca
HR6	Identifikované činnosti, pri ktorých je výrazné riziko výskytu vynútenej a povinnej práce a realizované opatrenia na podporu eliminácie tejto práce typ prevádzky, krajina alebo geografická oblasť s rizikovými prevádzkami
Aspekt	Bezpečnostné postupy
HR7	Percento bezpečnostných pracovníkov vyškolených podľa politiky alebo postupov organizácie týkajúcich sa ľudských práv dôležitých pre prevádzku podiel vyškolených vlastných zamestnancov a pracovníkov tretích strán
Aspekt	Práva pôvodných obyvateľov
HR8	Prípady porušenia práv pôvodných obyvateľov a realizované opatrenia celkový počet týchto prípadov a ich aktuálny stav

Aspekt	Hodnotenie
HR9	Činnosti, ktoré boli predmetom hodnotenia ľudských práv a ich vplyv celkový počet a percentuálny podiel, posúdenie vplyvu podľa krajiny
Aspekt	Dodávateľia posudzovaní podľa kritérií dodržiavania ľudských práv
HR10	Noví dodávateľia kontrolovaní podľa dodržiavania ľudských práv percentuálny podiel
HR11	Významné aktuálne a potenciálne negatívne dopady na dodržiavanie ľudských práv v rámci dodávateľského reťazca a prijaté opatrenia počet dodávateľov vplyvujúcich a závažne negatívne vplyvujúcich na ľudské práva, s ktorými bola vytvorená dohoda o spolupráci na zlepšení a bol ukončený obchodný vzťah
Aspekt	Sťažnosti a mechanizmy podávania sťažností v otázke ľudských práv
HR12	Počet sťažností týkajúcich sa dodržiavania ľudských práv podaných prostredníctvom formálnych mechanizmov počet podaných, prejedávaných a vyriešených, relevantnosť
Aspekt	Miestne komunity
SO1	Podiel prevádzok s implementovanou angažovanosťou miestnej komunity, hodnotenie vplyvu a rozvojové programy hodnotenie vplyvu na komunitu, životné prostredie, programy rozvoja komunity
SO2	Prevádzky s významným aktuálnym a potenciálnym negatívnym vplyvom na miestne komunity zoznam príslušných prevádzkových činností vrátane uvedenia umiestnenia
Aspekt	Korupcia
SO3	Počet a podiel prevádzok hodnotených rizikovo z pohľadu korupcie a identifikácia veľkosti rizika celkový počet a podiel príslušných prevádzkových činností, hodnotenia ich rizika
SO4	Komunikácia a vzdelávanie v oblasti protikorupčných zásad a postupov počet a podiel členov správnej rady, zamestnancov a partnerov informovaných a vyškolených o protikorupčných zásadách a postupoch, podľa regiónov
SO5	Potvrdené prípady korupcie a prijaté opatrenia prípady korupcie, kedy boli prepustení /potrestaní zamestnanci, ukončené / neobnovené zmluvy s obchodnými partneri, počet sťažností na podnik /zamestnancov kvôli korupcii a ich výsledky
Aspekt	Verejná politika
SO6	Celková hodnota politického príspevku podľa štátu a adresáta/príjemcu celková peňažná hodnota finančných aj vecných politických príspevkov poskytnutých priamo aj nepriamo, podľa štátu a adresáta/príjemcu
Aspekt	Správanie proti hospodárskej súťaži
SO7	Počet právnych vyšetrení v otázke ovplyvňovania voľnej hospodárskej súťaže, monopolných praktík a ich výsledky celkový počet prebiehajúcich alebo ukončených právnych vyšetrení v príslušnej otázke, kde bol podnik identifikovaný ako účastník, ich výsledky / rozhodnutia
SO8	Peňažná hodnota pokút a celkový počet nepeňažných sankcií udelených za nedodržiavanie zákonov a nariadení významné pokuty a sankcie, uvedenie ich dôvodu/ kontextu
SO9	Noví dodávateľia kontrolovaní podľa dodržiavania vplyvov na spoločnosť percentuálny podiel
SO10	Významné aktuálne a potenciálne negatívne dopady na spoločnosť v rámci dodávateľského reťazca a prijaté opatrenia počet dodávateľov vplyvujúcich a závažne negatívne vplyvujúcich na spoločnosť, s ktorými bola vytvorená dohoda o spolupráci na zlepšení a bol ukončený obchodný vzťah
Aspekt	Sťažnosti a mechanizmy riešenia sťažností v otázke vplyvu na spoločnosť

SO11	Počet sťažností týkajúcich sa vplyvu na spoločnosť podaných prostredníctvom formálnych mechanizmov počet podaných, prejedávaných a vyriešených, relevantnosť
Aspekt	Zdravie a bezpečnosť zákazníkov
PR1	Percento významných kategórií produktov, pri ktorých sa posudzuje zlepšenie ich vplyvov na zdravie a bezpečnosť zákazníkov správa o kategóriách produktoch v príslušnej problematike
PR2	Celkový počet prípadov nedodržania predpisov a dobrovoľných záväzkov vzhľadom na vplyvy produktov na zdravie a bezpečnosť zákazníkov podľa typu výsledkov pokuty/tresty a upozornenia, prípady nesúladu správania podniku s dobrovoľnými kódexmi
Aspekt	Označovanie produktov a služieb
PR3	Typ informácie o produkte požadovaný podľa postupov a percento významných produktov, na ktoré sa vzťahujú požiadavky informovania označenie potrebných informácií, hodnotenie dodržania príslušných postupov
PR4	Celkový počet prípadov, týkajúcich sa nedodržania predpisov a dobrovoľných záväzkov vzhľadom na informácie a označovanie produktov podľa typu výsledkov pokuty/tresty a upozornenia, prípady nesúladu správania podniku s dobrovoľnými kódexmi
PR5	Výsledky prieskumov spokojnosti zákazníka kľúčové zistenia / závery príslušných prieskumov vzťahujúcim sa k informáciám o podniku ako celku, hlavnom produkte, významných miestach prevádzky
Aspekt	Marketingová komunikácia
PR6	Predaj zakázaných alebo pochybných produktov predaj produktov, ktoré sú zakázané na niektorých trhoch alebo sú predmetom otázok zainteresovaných strán alebo verejných diskusií, reakcie podniku
PR7	Celkový počet prípadov, týkajúcich sa nedodržania predpisov a dobrovoľných záväzkov vzhľadom na marketingovú komunikáciu, vrátane reklamy, podpory predaja a sponzorstva, podľa typu výsledkov pokuty/tresty a upozornenia, prípady nesúladu správania podniku s dobrovoľnými kódexmi
Aspekt	Súkromie zákazníka
PR8	Celkový počet opodstatnených sťažností týkajúcich sa porušenia súkromia zákazníka a straty osobných údajov zákazníka kategorizované na sťažnosti od tretích strán a sťažnosti z vnútra podniku
Aspekt	Súlad s legislatívou
PR9	Peňažná hodnota závažných pokút za nedodržanie zákonov a nariadení týkajúcich sa obstarania a používania produktov a služieb zoznam príslušných závažných pokút a ich peňažná hodnota

Prameň: Vlastné spracovanie podľa informácií z oficiálnej stránky GRI

ZÁVER

Veľkou prednosťou metodiky GRI pokrytie všetkých aspektov udržateľného podnikania v detailnom rozpracovaní. To však zároveň môže byť nevýhodou pre mnohé podniky, ktoré uprednostňujú menej časovo a informačne náročné alternatívy. Napriek tomu metodika GRI dosiahla všeobecné svetové rozšírenie a je považovaná za najprepracovanejší systém, ktorý poskytuje odbornú inšpiráciu k praxi, tak predovšetkým kvalitné a štandardizovateľné hodnotenie a reporting vlastných aktivít rovnocenne tak vo finančných ako aj nefinančných údajov, tak vnútorných ako aj vonkajších vplyvov. [4]

Reporting udržateľnosti podnikania podľa GRI je komplex informácii predovšetkým kvalitatívneho charakteru. Jednotlivé indikátory predstavujú slovné opisy s občasým výskytom číselných charakteristík. Toto je však typické pre existujúce metodiky či

ukazovatele udržateľnosti podnikania. Výzvou preto stále zostáva spoľahlivo pretaviť tieto kvalitatívne informácie do kvantitatívnych ukazovateľov s možnosťou porovnávať a hodnotiť ich vývoj v rámci podniku, ale aj medzi podnikmi navzájom.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] GRI. 2006. *Pokyny pro Sustainability Reporting*. 169 s. [cit. 2016-09-17]. Dostupné na internete: <<https://www.globalreporting.org/search/Pages/default.aspx?k=pokyny>>.
- [2] JUHÁSZOVÁ, Z. – DOMARACKÁ, D. 2015. Premiums earned in the financial statements. In *Financial management of firms and financial institutions : proceedings : 10th international scientific conference : 7th - 8th september*. Ostrava : VŠB - Technical university of Ostrava, ISSN 2336-162X. roč. 2015, č. 10.
- [3] KPMG. 2015. *Currents of change : The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2015*. 48 s. [cit. 2016-09-17]. Dostupné na internete: <<https://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2015-O-201511.pdf>>
- [4] KUNZ, V. 2012. *Společenská odpovědnost firem*. Praha : Grada Publishing a.s., 2012. 201 s. ISBN 978-80-247-3983-0.
- [5] PAULOVÁ, I. - VAŇOVÁ, J. 2014. Odborná sekcia Rady Národného programu kvality SR – Spoločenská zodpovednosť organizácií. In *Kvalita*. ISSN 1335-9231. roč. 2014, č. 2. Dostupné na internete: <<https://www.casopiskvalita.eu/clanky/rocnik-2014/2-2014/spolocenska-zodpovednost-organizacii>>
- [6] ZADRAŽILOVÁ, D. 2010. a kol. *Spoločenská odpovědnost podniků: Transparentnost a etika v podnikání*. Praha : C.H Beck. 2010. 167 s. ISBN 978-80-7400-192-5.

PRIPRAVOVANÉ ZMENY V ZDAŇOVANÍ DIVIDEND A ICH VPLYV NA PODNIKATEĽSKÚ SFÉRU V SR¹

FUTURE CHANGES IN TAXATION OF DIVIDENDS AND THEIR IMPACT ON BUSINESS SECTOR IN SLOVAKIA

Gizela Lénártová²

ABSTRACT

The main aim of paper is to characterize the taxation of dividends in the world and their consequences on business environment, to describe the ways and methods of taxation and non-taxation of dividends in Slovak Republic. The main content of paper is devoted to prepared changes in taxation of dividends in Slovakia since 1 January 2017 and their effects on business area in Slovakia.

Keywords: taxation of dividends, economic double taxation, the systems of taxation on dividends, classical system, integration system, imputation system, exemption system, credit method, exemption method, consequences of taxes on business

JEL Klasifikácia: H24, H25

ÚVOD

Zdaňovanie dividend spôsobuje ekonomické dvojité zdanenie na medzinárodnej úrovni ako aj v domácom daňovom systéme. Daňoví experti sa zhodujú v názore, že akékoľvek dvojité zdanenie - či už právne alebo ekonomické, je škodlivé. Škodlivosť sa prejavuje v tom, že ide o silnú prekážku rozvoja medzinárodných ekonomických vzťahov a zároveň negatívne pôsobí na rozvoj podnikateľských aktivít v domácom prostredí. Preto sa daňoví odborníci snažia redukovať negatívne účinky dvojitého zdanenia dividend. Obsahom tohto príspevku je charakteristika ekonomického dvojitého zdanenia pri zdaňovaní dividend, daňové dôsledky tohto stavu a úvahy o tom, aké reakcie u podnikateľov vyvolá opätovné zavedenie zdaňovania dividend v Slovenskej republike.

ZDAŇOVANIE DIVIDEND - VZNIK EKONOMICKÉHO DVOJITÉHO ZDANENIA

Zdaňovanie dividend spôsobuje ekonomické dvojité zdanenie, pretože prvýkrát dochádza k zdaneniu zisku na úrovni samotnej spoločnosti a potom nasleduje zdanenie druhýkrát na úrovni akcionára pri zdanení podielu na zisku (dividendy). V mnohých krajinách vo svete sa uplatňujú rôzne systémy zdaňovania ziskov a dividend. V knižnej a časopiseckej literatúre sú uvedené mnohé klasifikácie, uvedieme len niektoré.

Riahi-Belkaoui, A.³ charakterizuje tri systémy: klasický, čiže separátny korporáčny systém, čiastočne integrovaný systém a plne integrovaný asimilovaný systém. Autori

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0184/16 *Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR*.

² doc. Ing. Gizela Lénártová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: gizela.lenartova@gmail.com

Finkezell, M. a Spengel C.⁴ vymedzujú 3 skupiny mechanizmov zdanenia z hľadiska dopadu dvojitého zdanenia: mechanizmus redukujúci dvojité zdanenie, mechanizmus úplne eliminujúci dvojité zdanenie, mechanizmus s dvojitým zdanením. V daňovej praxi vo svete sa rozvinuli do celého radu rôznorodého zdanenia. Možno povedať od extrémneho čistého klasického systému na jednej strane, cez hybridné systémy, až po plne integrovaný systém na opačnom konci spektra. Hybridné systémy sú kompromisnými alternatívnymi riešeniami. Lynne Oats⁵ klasifikuje systémy zdanenia ziskov a dividend takto:

1. Čistý klasický systém (Pure classical system – separate system),
2. Hybridné systémy (Hybrid systems),
3. Plne integrovaný systém (Full integration system).

Pri skúmaní dôsledkov ekonomického dvojitého zdanenia sa vynára veľa problémov a zároveň aj otázok: Prečo stále existuje a prečo sa nerieši jeho úplné odstránenie? Odpoveď možno nájsť pri plnení fiškálnej funkcie zdanenia. Ide o relatívne ľahký spôsob naplnenia štátneho rozpočtu, pretože uloženie dane na zisky spoločností je pre daňovú správu jednoduché a pri výbere dane z dividend nemá daňová správa problémy, pretože vyplácajúci subjekt uplatňuje zo zákona zrážkovú daň z dividend (withholding tax), ktorú vypočíta, zrazí a odvedie do štátneho rozpočtu.

Čistý klasický systém vychádza z izolovaného pohľadu na korporácie a ich akcionárov ako na samostatné entity a preto sa uplatňuje zdanenie ziskov korporácií v prvom kroku a po zdanení zisku korporácie dochádza k zdaneniu druhýkrát pri rozdelení tohto zisku formou dividend a ich následným zdanením. Ide o úplné dvojité ekonomické zdanenie charakteristické pre prvú polovicu 20. storočia. V 60-tych rokoch 20. storočia začali mnohé krajiny vo svete prechádzať na také systémy zdaňovania ziskov a dividend, ktoré znamenali zmierňovanie ekonomického dvojitého zdanenia. Tento klasický systém sa uplatňoval aj v SR od roku 1993 do konca roku 2003.

Plne integrovaný systém umožňuje úplne eliminovať ekonomické dvojité zdanenie tým, že integruje daň zo zisku korporácie (korporatívnu daň) a daň z dividend akcionárov (osobnú daň). Daňoví experti ho označujú ako „teoretický ideál“, dokonca Cnossen⁶ ho opisuje „ako dokonalé riešenie v nedokonalom svete“. Nazýva sa ako konduktívny systém (tzv. „conduit system“), hlavne v osobných spoločnostiach (partnerships), kde sa zdaňujú osobnou daňou len podiely na zisku. Hypoteticky môže ísť v tomto systéme o takéto zdanenie:

- na úrovni korporácie by dosiahnutý zisk korporácie nebol zdanený vôbec, zdanené by boli len zadržané zisky dôchodkovou daňou korporácie a zisky distribuované ako dividendy osobnou daňou akcionárov. Rovnaký daňový prístup by mohol byť zvolený na vykázané daňové straty, alebo
- bol by zdanený len zisk korporácie (na úrovni korporácie) a dividendy akcionárov by zdanené neboli.

³ OATS, L. 2002. *Taxing Companies and Their Shareholders: Design Issues*. s. 250-271. In Lymer, A. – Hasseldine, J. 2002. *The International Taxation System*. Boston/Dordrecht/London. 2002, ISBN 1-4020-7157-4. s. 252.

⁴ FINKENZELLER, M. – SPENGEL, C. 2004 *Measuring the Effective Levels of Company Taxation in the New Member States: A Quantitative Analysis*. Luxembourg: *Office for official Publications of the European Communities*. In *Taxation paper*, ISBN 92-894-7960-4. European Commission, Directorate-General for Taxation and Customs Union. 2004. No. 7/2004.

⁵ OATS, L. 2002. *Taxing Companies and Their Shareholders: Design Issues*. s. 250-271. In Lymer, A. – Hasseldine, J. 2002. *The International Taxation System*. Boston/Dordrecht/London. 2002, ISBN 1-4020-7157-4. s. 252.

⁶ CNOSSEN, S. 1983 *Alternative Forms of Corporation Tax*. Australian Tax Forum, Vol. I(3), s. 253-279. „It is a perfect solution in an imperfect world“. s. 6.

Systém úplnej integrácie má svoje výhody aj nevýhody. Najväčšou výhodou je dosiahnutie požadovanej daňovej neutrality, pretože pri uplatnení tohto prístupu nie sú rozdiely v zdanení v odlišných formách podnikania. Nevýhody, resp. ťažkosti pri uplatnení tohto systému vyplývajú najmä z mechanizmu vyhlasovania a výplat dividend, ktoré sú vo svete odlišné, ďalej v prípade, keď má spoločnosť rôzne druhy akcií, predovšetkým nehotovostné dividendy, ktoré spôsobujú problémy pri zdanení.

Možno konštatovať, že plne integrovaný systém sa v čistej teoretickej podobe veľmi zriedkavo uplatňuje v daňovej praxi, skôr je modifikovaný do rôznych špecifických režimov. V podmienkach SR sa od roku 2004 uplatňovala druhá verzia tohto systému, pretože podľa zákona o dani z príjmov⁷, podľa ustanovenia § 3, ods. 2, písm. c) podiely na zisku (dividendy) neboli predmetom zdanenia. Tým sa stala Slovenská republika veľmi atraktívnou krajinou pre zahraničných investorov.

Hybridné systémy možno charakterizovať ako kompromisné riešenia zdanenia ziskov a dividend. Tieto systémy sú charakteristické úpravami zisku alebo dividend a to buď na úrovni korporácie alebo na úrovni akcionára. V odbornej literatúre sa tieto štyri modely hybridných systémov nazývajú aj ako **systémy čiastočnej integrácie**. V tabuľke 1 sú uvedené hybridné systémy v tomto členení:

- Odpočet dividendy (Dividend Deduction),
- Rozdielne daňové sadzby (Split Rate System),
- Vyňatie dividendy (Dividend Exemption),
- Zápočet dividendy (Dividend Imputation).

Tabuľka 1 *Hybridné systémy zdaňovania ziskov a dividend*

ÚPRAVY V HYBRIDNÝCH SYSTÉMOCH		upravuje sa	
		zisk pred zdanením	daň na zaplatenie
úpravy na úrovni	korporácie	odpočet dividendy	rozdielne daňové sadzby
	akcionára	vyňatie dividendy	imputačný systém (zápočet dividendy)

Prameň: LYMER, A. – HASSELDINE, J. 2002. *The International Taxation System*. Boston/Dordrecht/London. 2002, ISBN 1-4020-7157-4. s. 260, vlastné spracovanie.

Vo svete sa hybridné systémy uplatňujú v rôznych kombináciách a modifikáciách. Ich porovnanie je veľmi náročné aj preto, lebo mnohé z týchto systémov sa uplatňujú pod rôznymi názvami a odlišným spôsobom sa prekladajú.

Odpočet dividendy umožňuje odpočítať vyplatené dividendy (aj v priebehu roka) od čistého zisku spoločnosti. Až potom dochádza k zdaneniu spoločnosti a následne k zdaneniu akcionárov. Jeho efekt závisí od proporcie zadržaného zisku a zisku rozdeleného na dividendy. Tento systém pôsobí na úrovni korporácie proti - stimulačne na zadržiavanie ziskov a naopak umožňuje znížiť daňové zaťaženie korporácie pri výplate dividend. Čím je výplata dividend vyššia, tým je daňové zaťaženie korporácie nižšie až po nulové daňové zaťaženie korporácie pri 100 - percentom objemu vyplatených dividend zo zisku.

⁷ Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

Vyňatie dividendy znamená, že dividendy sú vyňaté zo zdanenia v rukách konečného príjemcu dividendy, tzn. v rukách akcionára – jednotlivca. Zdanenie v tomto systéme je jednoduché, pretože pozostáva len zo zdanenia zisku korporácie. Výsledné daňové zaťaženie korporácie nie je závislé od proporcionálneho rozdelenia zisku na zadržaný zisk a zisk vyplatený akcionárom vo forme dividend.

V týchto dvoch predchádzajúcich systémoch išlo o hybridné systémy, ktoré sú charakteristické úpravou zdaniteľného príjmu, resp. základu dane. Nasledujúce dva hybridné systémy umožňujú upraviť daň, a to opätovne na úrovni korporácie alebo na úrovni akcionára.

Systém rozdielných daňových sadzieb uplatňuje odlišné daňové sadzby na zdanenie zadržaného zisku a zisku, ktorý sa rozdeľuje formou dividend. Celkové daňové zaťaženie korporácie bude potom závisieť od výšky takto stanovených diferencovaných daňových sadzieb zdanenia zisku korporácie, rozdelenia zisku na zadržaný a zisk určený na dividendy a marginálnych daňových sadzieb dane z príjmov jednotlivcov – akcionárov. Pozitívom je, že pomocou rozdielných daňových sadzieb zdanenia zisku korporácií možno efektívne ovplyvňovať rozdelenie zisku korporácií na zadržaný zisk a zisk určený na dividendy. Pomocou daní takto možno stimulovať investičnú činnosť korporácií, resp. ich expanziu napríklad stanovením nižšej daňovej sadzby pre zadržané zisky. Na druhej strane vhodne volenými daňovými sadzbami zisku určeného na dividendy možno ovplyvňovať dividendovú politiku akciových spoločností. Oporcovia tohto systému kritizujú oslabenie neutrality zdanenia a značnú komplikovanosť.

Podstatou **imputačného systému** je uplatnenie dane zo zisku korporácie v prvom kroku a potom v druhom kroku na úrovni akcionára sa realizujú nasledujúce úpravy:

- úprava o zaplatenú daň zo zisku korporácie, teda tá časť dane zo zisku korporácie určeného na dividendy,
- upravený príjem akcionára $\times$ sadzba dane z príjmov jednotlivcov = daň z príjmu jednotlivca,
- daňový kredit (–), teda zápočet dane zo zisku korporácie (tej časti zisku rozdeleného na dividendy).

Algebraicky možno tento výpočet vyjadriť takto $NPIT = d \times (mtr - t)$, kde

NPIT	– net personal income tax	(čistá daňová povinnosť akcionára)
d	– gross-up“ shareholders	(zvýšený daňový základ akcionára)
mtr	– marginal tax rate	(marginálna daňová sadzba akcionára)
t	– corporate tax rate	(daňová sadzba korporácie)

Potom čistá daňová povinnosť akcionára „net personal income tax“ = zvýšený daňový základ akcionára „gross-up akcionára“ $\times$ (marginálna daňová sadzba akcionára „marginal tax rate“ – daňová sadzba korporácie „corporate tax rate“). Z uvedeného vyplýva, že ide o relatívne komplikovaný systém zdanenia, ktorý poskytuje veľa možností imputácie, a preto sa imputačné systémy vo svete veľmi líšia a niektoré sa približujú klasickému systému, iné zasa systému integrácie.

VÝVOJ ZDAŇOVANIA DIVIDEND V SR

Ak skúmame spôsoby zdaňovania zisku a dividend v podmienkach SR z historického hľadiska, možno doteraz uplatňované systémy rozdeliť do týchto období:

- Obdobie 1993 – 2003,
- Obdobie 2004 – 2016,
- Obdobie od 1.1.2017.

V období od roku 1993 do konca roku 2003 sa na Slovensku používal mechanizmus eliminujúci dopad ekonomického dvojitého zdanenia systémom rozdielných daňových sadzieb uplatňujúcich na zisk spoločnosti a dividendy. Zisk spoločnosti bol zdaňovaný prvýkrát daňou z príjmov právnických osôb a vyplácané dividendy boli predmetom zrážkovej dane (withholding tax) ako to znázorňuje tabuľka 2. V tomto období došlo k zníženiu daňovej sadzby dane zo zisku zo 40 % na 29 % a neskôr na 25 %, pričom daňové sadzby zrážkovej dane z dividend boli na úrovni 15 %. V systéme zdaňovania dividend došlo k najvýraznejšej zmene od 1. 1. 2004.

V období od 1.1.2004 do konca roku 2016 sa uplatňoval systém, ktorý úplne eliminoval ekonomické dvojité zdanenie, čiže plne integrovaný systém, ktorým sa dosiahlo to, že sa dividendy vôbec nezdaňovali.

Podľa zákona o dani z príjmov⁸ predmetom zdanenia v SR nie sú:

- podiel na zisku (dividenda) vyplácaný zo zisku obchodnej spoločnosti alebo družstva, určeného na rozdelenie osobám, ktoré sa podieľajú na ich základnom imaní, alebo členom štatutárneho a dozorného orgánu tejto obchodnej spoločnosti alebo družstva, aj keď sú zamestnancami tejto obchodnej spoločnosti alebo družstva,
- vyrovnačný podiel,
- podiel na likvidačnom zostatku obchodnej spoločnosti alebo družstva,
- podiel na výsledku podnikania vyplácaný tichému spoločníkovi okrem podielu na výsledku podnikania vyplácaného tichému spoločníkovi VOS a KS, podielu na zisku spoločníka VOS a komplementára KS a okrem podielu spoločníka VOS a komplementára KS na likvidačnom zostatku pri likvidácii spoločnosti a vyrovnacieho podielu pri zániku účasti spoločníka vo VOS alebo zániku účasti komplementára v KS; Za obchodnú spoločnosť alebo družstvo sa považuje obdobná obchodná spoločnosť alebo družstvo v zahraničí.

Daňová sadzba dane z príjmov právnických osôb sa vzťahovala na zisk a bola vo výške 19 %. Uplatnením tohto systému bolo ekonomické dvojité zdanenie v SR úplne eliminované.

Od 1.1.2013 došlo k určitým zmenám v oblasti zdaňovania dividend v SR na základe prijatej novely zákona č. 395/2012 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov.⁹ Podľa § 51d s účinnosťou od 1. 1. 2013 príjmami zahrňovanými do samostatného základu dane sú: podiely na zisku (dividendy) obchodnej spoločnosti alebo družstva vykázaného za zdaňovacie obdobia najneskôr do 31.12.2003, o ktorých vyplatení valné zhromaždenie rozhodlo po 31. 12. 2012, okrem podielov na zisku spoločníkov VOS a komplementárov KS. Ide o podiely na zisku (dividendy) vyplácané

- a) daňovníkom podľa § 2 písm. d) druhého bodu daňovníkovi s neobmedzenou daňovou povinnosťou (§ 2 písm. d). V tomto prípade sa daň vyberá zrážkou podľa § 43 vo výške 15 %, vyplácajúca spoločnosť sa považuje za platiteľa dane.
- b) daňovníkom podľa § 2 písm. d) druhého bodu daňovníkovi s obmedzenou daňovou povinnosťou na území SR § 2 písm. e). V tomto prípade sa daň vyberá zrážkou podľa § 43 vo výške 15 %, vyplácajúca spoločnosť sa považuje za platiteľa dane.
- c) daňovníkovi s neobmedzenou daňovou povinnosťou (§ 2 písm. d) zo zdrojov v zahraničí. V tomto prípade sú podiely na zisku (dividendy) daňovníka súčasťou samostatného základu dane na zdanenie pri podaní daňového priznania podľa § 32 alebo § 41, pričom samostatným základom dane je príjem neznížený o výdavky. Sadzba dane je vo výške 15 %.

⁸ Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov, § 3 ods. 2 písm. c), § 12 ods.7 písm. c).

⁹ Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov, §51d s účinnosťou od 1. 1. 2013.

Platí výnimka podľa § 51d na dividendy vyplácané daňovníkovi alebo od daňovníka so sídlom v Európskej únii, ktorý ma v čase výplaty, poukázania alebo pripísania v prospech daňovníka aspoň 10 - percentný priamy podiel na základnom imaní vyplácajúcej spoločnosti. Tieto dividendy nepodliehajú zdaneniu.

Od 1.1.2013 do 31.12.2013 sa uplatňovala daňová sadzba dane z príjmov právnických osôb, ktorá sa vzťahuje na zisky spoločností vo výške 23 %, od 1.1.2014 sa uplatňuje daňová sadzba zdanenia ziskov vo výške 22 %.

V nasledujúcej tabuľke je znázornený vývoj daňových sadzieb dane z príjmov, vzťahujúci sa na zisky a dividendy v podmienkach SR.

Tabuľka 2 *Vývoj daňových sadzieb dane z príjmov v SR*

obdobie	daňová sadzba uplatnená na zisk	daňová sadzba uplatnená na podiely na zisku (dividendy)
1993 – 1999	40 %	15 %
2000 – 2001	29 %	15 %
2002 – 2003	25 %	15 %
2004 – 2012	19 %	dividendy nie sú predmetom zdanenia § 3 ods.2 písm. c)
od 1. 1. 2013 do 31.12.2013	23 %	dividendy nie sú predmetom zdanenia podľa § 3 ods.2 písm. c) okrem 15 % na dividendy tvoriace SZD podľa § 51d ods.1,2,3
od 1.1.2014 do 31.12.2016	22 %	dividendy nie sú predmetom zdanenia podľa § 3 ods.2 písm. c) okrem 15 % na dividendy tvoriace SZD podľa § 51d ods.1,2,3

Prameň: Daňové zákony SR od roku 1993 po súčasnosť, vlastné spracovanie

PRIPRAVOVANÉ LEGISLATÍVNE ZMENY V SYSTÉME ZDAŇOVANIA DIVIDEND V SR OD 1.1.2017

Medzi pripravované zmeny v daňovej legislatíve Slovenskej republiky od 1.1.2017 patria predovšetkým tieto:

- úprava nominálnej daňovej sadzby dane z príjmov právnických osôb z 22 % na 21 % ,
- opätovné zavedenie zdanenia dividend (podielov na zisku) obchodných spoločností v navrhovanej výške 7 %, ¹⁰ pričom doteraz boli publikované aj iné návrhy výšky daňovej sadzby pre fyzické osoby a právnické osoby (15%). V čase odovzdania príspevku do tlače bol návrh vo výške 7 %,
- zrušenie odvodu do zdravotných poisťovní pri vyplatení dividend vo výške 14 %, kde bol stanovený strop vo výške 7 100 eur za rok,
- zvýšenie paušálnych výdavkov uznateľných pri výpočte daňového základu živnostníkov zo 40 % na 60 %, pričom sa zvýši aj limit výdavkov z 5 040 eur/rok na 20 000 eur/ rok,
- od roku 2018 sa pripravuje zrušenie daňových licencií,

¹⁰ <http://spravy.pravda.sk/tlac/407119-rozpočet-ktory-uz-mysli-na-krizu/>

- pripravuje sa zvýšenie dane z tabaku a tabakových výrobkov (20-kusová škatuľka cigariet zdražie o 10 až 20 centov),
- zvýši sa daň z jedného hracieho automatu z 5 000 eur na 5 500 eur,
- pripravuje sa zmena odvodu pre regulované firmy podnikajúce v regulovaných odvetviach, kde patria spoločnosti v energetike, poisťovníctve, zdravotnom poistení, elektronických komunikáciách, poštových službách atď. Odvod sa má zvýšiť zo súčasných 0,00363 na 0,00726. Pred zmenou odvádzali uvedený odvod tie firmy, ktoré dosiahli viac ako 50% príjmov z regulovaných činností. Toto pravidlo sa zruší a odvod bude odvádzať každá firma v regulovaných odvetviach z príjmov z regulovaných činností, ak bude mať hospodársky výsledok vyšší ako 3 mil. eur. Ďalším návrhom je, že poisťovne budú platiť odvod vo výške 8 % z neživotného poistenia.

Tabuľka 3 *Prípravované legislatívne zmeny pri zdanení zisku a dividend od 1.1.2017 v SR*

Obdobie	návrh daňovej sadzby dane z príjmov právnických osôb uplatnenej na zisk	návrh daňovej sadzby uplatnenej na podiely na zisku (dividendy)
od 1.1.2017	21 %	dividendy budú predmetom zdanenia podľa daňového zákona vo výške 7 %

Prameň: <http://spravy.pravda.sk/tlac/407119-rozpočet-ktory-uz-mysli-na-krizu/>, vlastné spracovanie

AKO TENTO BALÍK DAŇOVÝCH ZMIEN OVPLYVNÍ PODNIKATEĽSKÚ SFÉRU NA SLOVENSKU?

Súbor pripravovaných daňových zmien je pomerne široký. Pri skúmaní, akým spôsobom a do akej miery ovplyvní nová daňová legislatíva podnikateľské prostredie na Slovensku, musíme brať do úvahy všetky pripravované zmeny vo vzájomnej súvislosti. Zároveň je potrebné preskúmať vplyvy na odlišné formy podnikania a rôzne typy podnikateľských subjektov.

Úprava nominálnej daňovej sadzby dane z príjmov právnických osôb z 22 % na 21 % znamená zníženie sadzby o jeden percentuálny bod, avšak aj po znížení na 21 % bude mať Slovensko najvyššiu daňovú sadzbu spomedzi krajín V4, pretože v Maďarsku sa uplatňuje sadzba vo výške 10%, v ČR a v Poľsku vo výške 19 %¹¹. Možno konštatovať, že ide o „marketingovú“ úpravu daňovej sadzby, pretože efektívna daňová sadzba posledné roky rástla zavádzaním neúmerneho počtu položiek zvyšujúcich základ dane, napr. za zdaňovacie obdobie 2015 pribudlo 32 nových položiek zvyšujúcich základ dane.

Opätovným zvedením dane z dividend sa po 12 rokoch vnáša do daňovej sústavy SR dvojité ekonomické zdanenie. Uvedená zmena sa týka obchodných spoločností a pôsobí anti - stimulačne. Na veľké spoločnosti a korporácie má však slabší vplyv ako na malé „eseročky“, pretože veľké firmy majú dosť možností dvojité zdanenie minimalizovať, resp. uvedenému dvojitému zdaneniu sa vyhnúť, napr. agresívnym daňovým plánovaním, alokovaním ziskov v daňových rajoch atď. Daňové zmeny pri zdaňovaní dividend od 1.1.2017 ovplyvnia rozhodovanie veľkých kapitálových spoločností, ktorých majitelia sa môžu vyhnúť zdaneniu nevyplatením dividend, vyšším reinvestovaním ziskov prípadne presťahovaním podnikania do zahraničia. Na druhej strane EÚ vyvíja veľké úsilie v boji proti daňovým únikom

¹¹ <http://www.etrend.sk/podnikanie/dan-z-dividend-bude-polovicna-ako-chcel-kazimir.html>

a využívaníu daňových rajov. Ako uvádza Vavrová 2014) „vstup do Európskej únie z hľadiska ekonomického, právneho, politického s možnosťou daňovej harmonizácie priniesol zmeny do všetkých oblastí života. V budúcnosti možno predpokladať zintenzívnenie boja Európskej únie a najmä OECD proti daňovým rajom a daňovým únikom. Táto požiadavka získa na dôležitosť najmä v súvislosti s celosvetovou hospodárskou krízou a potrebou mnohých štátov zefektívniť proces výberu daní a obmedziť šedú ekonomiku na minimum“¹².

Na zdanenie dividend bude časť podnikateľov pravdepodobne reagovať ponechaním zisku vo firme, nevypĺacaním dividend, alebo časť zisku si vyplatia iným spôsobom – cez cestovné náklady, investovaním do nehnuteľností alebo na kapitálových trhoch.

V súvislosti s novou daňovou legislatívou sa vynára ďalšia otázka, ako zareagujú malí začínajúci podnikatelia pri zakladaní firiem. Budú sa rozhodovať medzi „eseročkou“ a živnosťou. Niektoré daňové zmeny hovoria v prospech živnosti (zvýšenie paušálnych výdavkov a zdanenie podielov na zisku). Dokonca niektorí existujúci podnikatelia budú pravdepodobne uvažovať o zmene „eseročky“ na živnosť. V praxi sa stretnú s ťažkosťami a obmedzeniami: komplikovanosť zrušenia firmy (likvidácia v praxi trvá približne šesť mesiacov a je právne, účtovne a finančne veľmi náročná), v minulosti povinnosť úhrady zdravotného odvodu z podielu na likvidačnom zostatku bola vo výške 14 %. Zrušenie tohto odvodu síce znovu čiastočne naštartovalo likvidáciu neaktívnych firiem, ale na druhej strane živnostník ručí za záväzky z podnikania svojím osobným majetkom (domom, autom atď.), čo je v porovnaní s „eseročkou“ veľká nevýhoda. Ďalšou otvorenou otázkou je, že zavedením uvedených opatrení sa daň z dividend bude pravdepodobne vzťahovať aj na podiel na likvidačnom zostatku. Z doterajších návrhov novely zákona teda vyplýva, že pri zrušení firmy bude musieť daňovník odviesť z likvidačného zostatku 7 %, čo je vo väčšine neaktívnych firiem spravidla na začiatku vložené základné imanie vo výške 5 000 eur. Prijatá novela zákona musí presne vymedziť, na aké prípady sa budem vzťahovať. Ak firma vstúpi do likvidácie pred účinnosťou zákona, teda ešte v roku 2016, daňovník by nemal platiť zdravotný odvod ani daň z dividend z likvidačného zostatku, pretože by sa naňho vzťahoval „starý“ daňový režim. Ak bude novelou zákona zaťažený aj likvidačný zostatok firmy, potom štát nedosiahne daňovým opatrením zníženie počtu „spiacich“ firiem a vyčistenie obchodného registra. Máloktoľ ktorý podnikateľ ovplyvnený daňou z dividend a zvýšením paušálnych výdavkov totiž prejde z „eseročky“ na živnosť, keď bude musieť zaplatiť 7 % z likvidačného zostatku a uhradiť finančne náročnú a komplikovanú likvidáciu svojej firmy. Radšej sa rozhodne, že ju nechá i naďalej v „spiacom“ režime. Takto štát nedosiahne zníženie schránkových, neaktívnych firiem a vyčistenie obchodného registra.

ZÁVER

Akékoľvek dvojité zdanenie vyvolané zdanením dividend je škodlivé, pretože ide o veľkú bariéru rozvoja medzinárodných ekonomických vzťahov a zároveň negatívne pôsobí na rozvoj podnikateľských aktivít v domácom prostredí. Tento príspevok je zameraný na základnú charakteristiku ekonomického dvojitého zdanenia pri zdaňovaní dividend a jeho daňové dôsledky v podnikateľskom prostredí. Opätovné zavedenie zdaňovania dividend v Slovenskej republike by malo priniesť zvýšené príjmy do štátneho rozpočtu. Pozitívne je, že daň z dividend s daňovou sadzbou vo výške 7 % nahradí doteraz uplatňovaný 14 %-ný odvod do zdravotných poisťovní. Zmeny v daňovej legislatíve inak vplývajú na malé, stredné a veľké podniky, iným spôsobom ovplyvňujú rozhodovanie začínajúcich podnikateľov a podniky dlhodobo etablované v podnikateľskej sfére. Okrem toho je nevyhnutné, aby štát

¹² Vavrová, K. (2014). "Effect of subsidies non-investment provided for profit (tax base) company" In: *Proceedings from the International Conference on Current Problems of the Corporate Sector*, Bratislava, Slovakia, pp. 532-538.

prijal také legislatívne opatrenia mimo daňových, ktorými dosiahne podstatné zníženie schránkových firiem, hlavne v zahraničí. Potom môžu mať pripravované zmeny a opatrenia pozitívny vplyv na rozvoj ekonomiky SR.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] CNOSSEN, S. 1983. *Alternative Forms of Corporation Tax*. Australian Tax Forum, Vol.I (3), s. 253-279. "It is a perfect solution in an imperfect world".
- [2] ĎURINOVÁ, I. 2013. Trendy v zdaňovaní podielov na zisku. In *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR : zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0064/13*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3783-4, s. 20-26.
- [3] FINKENZELLER, M.– SPENGEL, C. 2004 Measuring the Effective Levels f Company Taxation in the New Memberstates: A Quantitative Analysis. Luxembourg: *Office for official Publications of the European Communities*. In *Taxation paper*, ISBN 92-894-7960-4. European Commision, Directorate-General for Taxation and Customs Union. 2004. No. 7/2004.
- [4] LYMER, A. – HASSELDINE, J. 2002. *The International Taxation System*. Boston/Dordrecht/London. 2002, s.319 ISBN 1-4020-7157-4.
- [5] LÉNÁRTOVÁ, G. 2014. *Medzinárodné zdanenie*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014, s. 268. ISBN 978-80-225-3772-8.
- [6] VAVROVÁ, K. (2014). "Effect of subsidies non-investment provided for profit (tax base) company, " In: *Proceedings from the International Conference on Current Problems of the Corporate Sector*, Bratislava, Slovakia, pp. 532-538.

OECD Centre for Tax Policy and Administration: Glossary of Tax Terms.

In <<http://oecd.org/ctp/glossaryoftaxterms.htm#D>>

Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

<http://www.financnasprava.sk/sk/sekcia-danova.html/>

<http://spravy.pravda.sk/tlac/407119-rozpočet-ktory-uz-mysli-na-krizu/>

<http://blog.etrend.sk/jan-maronek/co-sposobi-zavedenie-dane-z-dividendy-a-uprava-pausalnych-vydavkov-v-praxi-.html>

<http://www.etrend.sk/podnikanie/dan-z-dividend-bude-polovicna-ako-chcel-kazimir.html>

ZDANENIE ZISKOV SPOLOČNOSTÍ A DIVIDEND VO FRANCÚZSKU¹

TAXATION OF COMPANY PROFITS AND DIVIDENDS IN FRANCE

Ivona Ďurinová²

ABSTRACT

Globalization and internationalization trends affect companies to enter foreign markets where they can measure their strength with the competition. One of the problems encountered by businesses, are just differences in the tax systems of the country, causing erosion of tax neutrality and the formation of double taxation in particular in the field of direct taxation. Conflict of double taxation has a negative impact on international business, investment, exchange of goods and services, etc., which can eliminate the solution tax relations between the countries at international level. Double taxation has many forms, distinguishing juridical double taxation and economic double taxation. Article presents the emergence of economic double taxation in the system of corporate taxation and dividends in France.

Keywords: tax, dividend, profit, economic double taxation, France.

JEL Klasifikácia: H24, H25

ÚVOD

Daňové systémy sú v jednotlivých štátoch rozdielne, čo je zapríčinené rôznymi podmienkami ich tvorby z pohľadu historického, politického a spoločenského. Na jednej strane je ich úlohou zabezpečovať príjmy štátu, na druhej strane sú tiež dôležitým nástrojom tvorby vhodného a priaznivého podnikateľského prostredia.

Globalizačné a internacionalizačné tendencie nútia podniky vstupovať na zahraničné trhy, kde si môžu zmerať svoje sily s konkurenciou. Jedným z problémov, s ktorými sa podniky stretávajú, sú práve rozdiely v daňových systémoch jednotlivých krajín, čo spôsobuje narušenie daňovej neutrality a vznik dvojitého zdanenia najmä v oblasti priamych daní. Konflikt dvojitého zdanenia má negatívny dopad na medzinárodné podnikanie, investovanie, výmenu tovarov a služieb, atď., ktorý možno eliminovať riešením daňových vzťahov medzi krajinami na medzinárodnej úrovni. Dvojité zdanenie má viacero foriem, pričom rozlišujeme právne dvojité zdanenie a ekonomické dvojité zdanenie.

Cieľom príspevku je priblížiť do akej miery vzniká ekonomické dvojité zdanenie v systéme zdanenia ziskov spoločností a dividend vo Francúzsku.

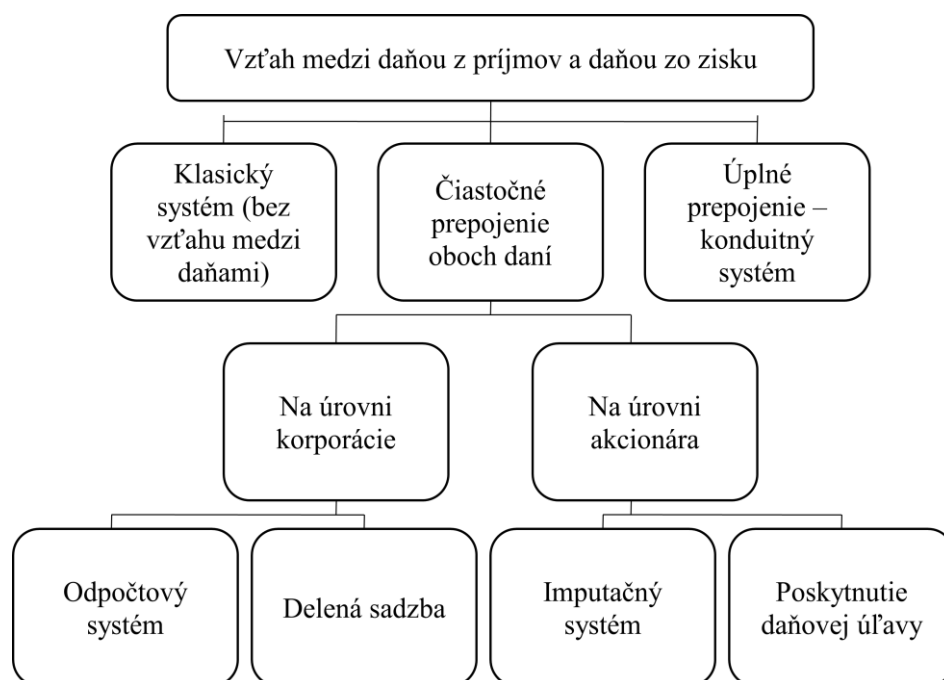
EKONOMICKÉ DVOJITÉ ZDANENIE

¹ Príspevok je výstupom riešenia dvoch vzájomne sa dopĺňujúcich grantových úloh: (1) VEGA č. 1/0184/16 *Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR - podiel na projekte 50%*; (2) VEGA č. 1/0007/16 *Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR - podiel na projekte 50%*.

² Ing. Ivona Ďurinová, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: ivona.durinova@euba.sk

Medzinárodného zdanenia sa týka tak právne dvojité zdanenie ako aj ekonomické dvojité zdanenie. Tieto dve situácie môžu nastať aj naraz, v prípade riešenia otázky vyplatenia dividend do zahraničia. Právne dvojité zdanenie je však eliminované na základe medzinárodných zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia medzi krajinami.

Právne dvojité zdanenie je vo všeobecnosti celkom presne vymedzené, ekonomické dvojité zdanenie však jednoznačné nie je. Vzhľadom na rozličné prístupy k zdaneniu zisku spoločností a dividend akcionárov v národných daňových systémoch sa postupne vytvorili rôzne systémy zdanenia zisku a dividend. Napríklad autori Finkezzeller, M. a Spengel C. uvádzajú tri mechanizmy zdanenia: redukujúci dvojité zdanenie, úplne eliminujúci dvojité zdanenie, s dvojitým zdanením.³ Na obrázku 1 možno vidieť rozdelenie systémov zdanenia zisku korporácií a dividend na tri hlavné skupiny: klasický systém, úplné prepojenie (konduitný systém) a hybridný systém – čiastočné prepojenie oboch daní. Hybridný systém možno rozdeliť na dve úrovne – úroveň korporácie a úroveň akcionára.



Obrázok 1: *Vzájomný vzťah medzi zdanením zisku korporácií a príjmu akcionára*
 Prameň: KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. 2011, : *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2011, s. 198 ISBN 978-80-8078-356-3

Dôvodov na oddelené zdaňovanie spoločnosti a akcionárov je stále mnoho. Napr. jednoduchšie sa vyberú dane od spoločností ako od zárobkovo činných osôb z ich individuálnych príjmov, pretože spoločnosť ako taká si nie je vedomá daňovej záťaže v takej miere, ako jednotlivé zárobkovo činné osoby. Ďalším dôvodom je aj ľahšia administrácia, vzhľadom na menší počet spoločností ako akcionárov. Dôvodom tiež môže byť výber dane z príjmu od akcionárov zo zahraničia, avšak domácich spoločností. Štát by prišiel o takéto daňové príjmy, keďže títo akcionári by inak nemali nič spoločné s tuzemským systémom výberu dane. Daň zo zisku korporácií sa pre tieto dôvody označuje ako daň vyberaná zrážkou, čo je dôležité hlavne pre krajiny importujúce kapitál, ktorými sú napríklad Kanada a Austrália. V krajinách, ktoré majú oslobodené od dane zisky z kapitálu, môže daň zo zisku korporácie prostredníctvom predaja akcií zabrániť, aby narastali nezdanené kapitálové zisky.

³ LÉNÁRTOVÁ, G., 2014.: *Medzinárodné zdanenie*. Bratislava : EKONÓM, 2014, s. 194. ISBN 978-80-225-3772-8

To nastáva z toho dôvodu, že sa do istej miery v akciách odzrkadlí nerozdelený zisk a akcionári môžu začať predávať akcie. Ak sa kapitálové zisky zdania ako príjem, takáto situácia nenastane.

Čistý klasický systém (Separate system) sa pozerá na spoločnosť a jej akcionárov ako na dve samostatné jednotky. Preto tu nastáva zdanenie ako zisku spoločnosti, tak aj dividend akcionárov rovnakými alebo rozdielnymi sadzbami. Takéto zdanenie sa označuje ako plné ekonomické dvojité zdanenie, pre niektorých autorov je to dokonca „overtaxation“, teda takzvané nadmerné zdanenie, alebo prekročenie únosnej miery zdanenia. Ekonomické dvojité zdanenie v čistom klasickom systéme sa považuje za najväčší problém. Problémy, ktoré nastávajú, môžeme deliť na tri skupiny:

- *uprednostnenie zadržania zisku*: bias to retention, spoločnosť je motivovaná k ponechaniu si ziskov, využíva ich na aktivity ktoré sú menej spoločensky prospešné,
- *preferencia financovania dlhom*: bias to debt, spoločnosti si radšej uplatnia tzv. daňový štít, budú svoju činnosť financovať dlhom, pretože na rozdiel od dividend, úroky patria medzi odpočítateľné položky pre daňové účely,
- *výhoda nekapitálových foriem podnikania*: investment bias, zdroje nie sú rovnako alokované pre rôzne formy podnikania. Tie by boli znevýhodnené, porušila by sa teda zásada neutrality zdanenia.⁴

Protikladom klasického systému je konduityný systém, v ktorom sa daňové sadzby vzájomne prepájajú. Vzhľadom na to, že príjemca dividend zaplatí len jednu daň, daňové bremeno je nízke. V tomto systéme neexistuje korporátna daň, vyskytuje sa tu však dôchodková daň. Zisk je zdanený až po rozdelení, teda na úrovni akcionárov. Teoreticky môžu v tomto systéme nastať dve alternatívy zdanenia:

- zdaní sa len zisk spoločnosti, dividendy akcionárov sa zdaňovať nebudú – realizácie metódy vyňatia alebo oslobodenia, alebo metódy zápočtu zrážkovej dane...,
- zisk spoločnosti (na úrovni korporácie) sa nezdaní, zdania sa zadržané zisky prostredníctvom dôchodkovej dane spoločnosti a zisky vo forme dividend budú zdanené osobnou daňou akcionárov. Takýto prístup sa môže zvoliť aj v prípade vykazanej daňovej straty.⁵

Vo svete sa čistá podoba konduityného systému často nevyskytuje, prevládajú skôr jeho modifikácie.

Tzv. hybridné systémy sa delia podľa prepojenosti daní na úrovni korporácie a na úrovni akcionára. Na úrovni korporácie rozoznávame odpočtový systém a systém delenej sadzby. Pri úrovni akcionára sa jedná o systém daňovej úľavy (vyňatie dividendy) a imputačný systém. V hybridnom systéme sa upraví hrubý zisk korporátnou daňou, alebo daň, ktorú je potrebné zaplatiť. Tabuľka 1 uvádza prehľad hybridných systémov na základe uvedených kritérií.

Tabuľka 1: Hybridné systémy zdanenia zisku

	upraví sa	
	zisk pred zdanením CIT	daň na zaplatenie
úprava na úrovni spoločnosti	odpočet dividend	delená sadzba
úprava na úrovni akcionára	vyňatie dividendy	imputačný systém

Prameň: HASSELDINE, J., LYMER, A.: 2002. *The International Taxation Systems*. Kluwer Academic Publishers, 2002. s. 260. ISBN 1-4020-7157-4

⁴ HASSELDINE, J., LYMER, A. 2002. *The International Taxation Systems*. Kluwer Academic Publishers, . 2002. s. 253-257. ISBN 1-4020-7157-4

⁵ LÉNÁRTOVÁ, G. 2010. Zdaňovanie korporácií a ich akcionárov – ekonomické dvojité zdanenie. In *Ekonomika a manažment*. 2010. Roč. 7, č. 2, s. 26 ISSN 1336-3301

Odpočtový systém, inak nazývaný aj ako odpočítavanie dividend (dividend deduction) „predstavuje metódu čiastočného prepojenia dane zo zisku a dane z príjmu na úrovni spoločnosti. Jeho podstatou je možnosť odpočítať zo zisku vyplatené dividendy (do určitej výšky) na daňové účely.“⁶ Dividendy vyplatené počas roka možno uznať ako daňový náklad, a tým znížiť základ dane na vymeranie dane zo zisku spoločnosti. Zisk, ktorý sa rozdeľuje, sa zdaní len u akcionárov. Korporácie tento systém vedie k nižšiemu zadlžovaniu sa, čo je typické pri klasickom systéme. Pri zdanení dividend by sa malo rozdielne zaobchádzať s dividendami rezidentov a dividendami nerezidentov. Mnohí odborníci tvrdia, že dividendy nerezidentov by sa nemali považovať za daňové náklady. Veľká časť zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia sa opiera o klasický systém zdanenia ziskov korporácií a aj preto veľká časť daňových jurisdikcií odmietla systém zarátania dividend do daňových nákladov.

Vzťah medzi započítavaním dividend a spôsobom zdaňovania kapitálových ziskov je taktiež nesmierne dôležitý. Ak by nejestvovala daň z kapitálových ziskov pri systéme započítania dividend, nastala by ľahostajnosť medzi tým, či tento zisk zadržiavať alebo rozdeliť. Úsilie k zadržiavaniu ziskov vzniká pri existencii dane z kapitálových ziskov. Jedna možnosť, ako zamedziť dvojité ekonomické zdanenie je prijať komplikovaný systém, ktorý spočíva v znížení kapitálových ziskov akcionárov o nerozdelený zisk. Tento zisk bol predmetom zdanenia daňou zo zisku spoločností v čase, keď akcionári realizovali ich kapitálové zisky. Zdanenie nerozdeleného zisku a úplné zarátanie dividendy do daňových nákladov by v podstate znamenalo to isté.

Systém delenej sadzby (split rate), je druhý hybridný systém na úrovni spoločnosti. „Zisk sa z daňového hľadiska delí na dve časti – zisk určený na reinvestovanie a zisk určený na výplatu dividend. Každá časť sa zdaňuje inou sadzbou, časť určená na výplatu dividend spravidla nižšou.“⁷ Ak sa nerozdelený zisk zdaní vyššou sadzbou než zisk, ktorý sa rozdelí akcionárom, vyvolá to rozdelenie ziskov odradiť spoločnosti od politiky nevyplatenia dividend akcionárom a zadržania ziskov. Tento systém podporuje likviditu spoločnosti, no nie je súdržný pri zásade neutrality zdanenia, pretože spoločnosť je viac motivovaná prijať finančné rozhodnutia, ktoré by za iných okolností neprijala. Medzi výhody tohto systému patrí efektívne ovplyvnenie rozdeľovania zisku spoločností na zisk určený na dividendy a zadržaný zisk za pomoci rozdielných sadzieb daní zisku spoločností. Možno ovplyvniť investičnú činnosť spoločností, a to stanovením nižšej sadzby dane pre zisky. Nevýhodou systému je jeho komplikovanosť a oslabenie neutrality zdanenia.

Pri úprave na úrovni akcionára poznáme dva systémy: imputačný systém a vyňatie dividendy. Imputačný systém (dividend imputation), vychádza z možnosti akcionára odpočítať daň zo zisku korporácie od svojej dane z príjmu.

Na imputačný systém dividend akcionára je možné aplikovať nasledovné metódy týkajúce sa spôsobu prenosu dane zo zisku spoločnosti na akcionára:

- automatický zápočet – jednoduchý spôsob, pozitívom je redukcia vyvolaných daňových nákladov akcionára, pri jej uplatňovaní je jedno, či daň zo zisku spoločnosti bola alebo nebola zaplatená,
- kompenzačná daň – je uplatňovaná v situácii, keď je rozdelenie zisku z dividend realizované z nezdaneného zisku,

⁶ KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2011, s. 256. ISBN 978-80-8078-356-3

⁷ KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2011, s. 257. ISBN 978-80-8078-356-3

- kvalifikovaný dividendový prístup – aplikácia účtovných postupov, pomocou ktorých je možné pokryť daň zo zisku spoločnosti u akcionára. Týmto sa umožní prenos vyplatených dividend.⁸

Okrem metódy je potrebné tiež určiť stupeň imputácie, ktorý môže byť úplný alebo čiastočný - parciálny. „Systém čiastočnej imputácie je taký, v ktorom len časť dane zo zisku korporácie je pripísaná akcionárovi, a tento systém predstavuje kompromis medzi úplnou imputáciou a klasickým systémom“⁹

Nakoniec sa určí spôsob uplatnenia daňového kreditu na úrovni akcionára. Tieto spôsoby môžu byť tri:

- v prvom rade sa zápočet vzťahuje na dividendový príjem alebo sa uplatní aj z iných príjmov akcionára,
- v druhom rade refundácia alebo nerefundácia akéhokoľvek daňového preplatku, ktorý by vznikol po uplatnení zápočtu,
- nakoniec poskytnutie výhod tohto systému aj daňovníkom, ktorí je oslobodený od dane, nerezidentom a daňovníkom, ktorý bol vyňatý zo zdanenia.¹⁰

Systém vyňatie dividendy (dividend exemption) sa nazýva aj systémom daňovej úľavy, lebo čiastočne oslobodzuje dividendové príjmy od dane z príjmu. Akcionárovi – rezidentovi sa zdania príjmy z dividend v jeho rukách, má však právo na úľavu, ktorou je zápočet dane pri osobnom zdanení, vzhľadom na to, že dividenda už bola zdanená ako súčasť korporátneho zisku. Výhodou systému vyňatia dividendy je jednoduchosť, avšak absentuje spravodlivosť zdanenia.

ZDANENIE ZISKOV SPOLOČNOSTÍ A DIVIDEND VO FRANCÚZSKU

Francúzsko je republika riadená ústavou, hlavou štátu je prezident, ktorý vymenúva predsedu vlády, k dispozícii je dvojkomorový parlament. Francúzsko je členom Európskej únie, taktiež je členom OECD a Organizácie svetového obchodu.

Podobne ako iné členské štáty Európskej únie musí dodržiavať všetky smernice a nariadenia Európskej únie, ako aj dohovy Európskej únie o obchodných zmluvách, dovozných predpisoch, clách, poľnohospodárskych dohodách, dovozných kvótach a iných obchodných predpisoch. Francúzsko implementovalo smernice Európskej únie o materských a dcérskych spoločnostiach, o úrokoch a licenčných poplatkoch, smernicu o fúziách, smernicu o úsporách. Výmena informácií medzi daňovými správami, keď sú úrokové platby z jedného členského štátu vyplácané rezidentovi iného členského štátu je preto nevyhnutná.

Daň z príjmov je splatná raz ročne zo všetkých ziskov generovaných vo Francúzsku právnickými osobami. Zahraničný zdroj príjmov francúzskych obyvateľov všeobecne nepodlieha francúzskej dani, ani zahraničné straty nemožno odpočítať.

Daňový systém vo Francúzsku možno považovať za zložitý aj z dôvodu lokálnych daní alebo rôznych prirážok. Základnou sadzbou dane z príjmu francúzskych spoločností je 33,33 % (pozri tabuľku 1). Tieto spoločnosti navyše platia sociálnu prirážku vo výške 3,3 % z odvedenej korporátnej dane, ktorá presahuje hranicu 763 000 EUR. Okrem toho, veľké spoločnosti, ktoré dosahujú ročný obrat nad 250 miliónov eur taktiež podliehajú dočasnej 5 %- nej prirážke z celkovej odvedenej korporátnej dane. Maximálna sadzba dane z príjmu

⁸ LÉNÁRTOVÁ, G. 2014. *Medzinárodné zdanenie*. Bratislava : EKONÓM, 2014, s. 205. ISBN 978-80-225-3772-8

⁹ HASSELDINE, J., LYMER, A. 2002. *The International Taxation Systems*. Kluwer Academic Publishers. 2002. s. 268. ISBN 1-4020-7157-4

¹⁰ LÉNÁRTOVÁ, G. 2014. *Medzinárodné zdanenie*. Bratislava : EKONÓM, 2014, s. 206. ISBN 978-80-225-3772-8

právnických osôb vo Francúzsku sa teda vyšplhá na 36,1 %. Táto dočasná prirážka platí pre fiškálne roky končiace najneskôr 30. decembra 2016.

Tabuľka 2: Sadzby dane z príjmu právnických osôb vo Francúzsku (rok 2015)

Daň z príjmu právnických osôb vo Francúzsku	
Sadzba dane z príjmu právnických osôb	33,33 % (+ 10,7 % výnimočná daňová prirážka a 3,3 % výnimočná sociálna prirážka)
Sadzba dane z kapitálových ziskov	4,56 %/19 %/33,33 % (+ 10,7 % výnimočná daňová prirážka a 3,3 % výnimočná sociálna prirážka)
Zrážková daň	
Dividendy	0 %/30 %
Úroky	0 %
Licenčné poplatky	33 %

Prameň: Spracované na základe údajov z: 2016. Deloitte: Tax guides and highlights [online]. [cit. 2016.09.30]. Dostupné na internete: <<https://dits.deloitte.com/#TaxGuides>>

Pre rozdeľovanie dividend, ktoré sú vyplácané francúzskymi subjektmi podliehajúcimi dani z príjmu právnických osôb, je vyberaná 3 %-ná daňová prirážka. Dividendy vyplácané fondmi kolektívneho investovania nepatria do pôsobnosti prirážky k dani, no vyplatené dividendy zo ziskov stálych prevádzkarní subjektov, ktoré nie sú členmi Európskej únie, predmetom tejto dane sú. Daňová prirážka vo výške 3% ďalej neplatí pre distribučné platby v rámci konsolidačného celku, taktiež neplatí pre malé a stredné podniky.¹¹

Zníženej sadzbe dane z príjmov právnických osôb vo výške 15 % zo zdaniteľného príjmu 38 120 EUR a štandardnej sadzbe akéhokoľvek prebytku môže spoločnosť podliehať v prípade, ak je subjektom dane z príjmu právnických osôb, obrat spoločnosti vzhľadom na fiškálny rok neprekročí 7,63 miliónov EUR, aspoň 75 % spoločnosti je držaná jednotlivcami alebo spoločnosťami, ktoré spĺňajú vyššie uvedené podmienky.

Na určité typy entít a príjmu sa vzťahujú osobitné pravidlá (napr. príjmy verejných orgánov, príjmy z poľnohospodárstva, príjmy z kapitálového majetku a podobne).

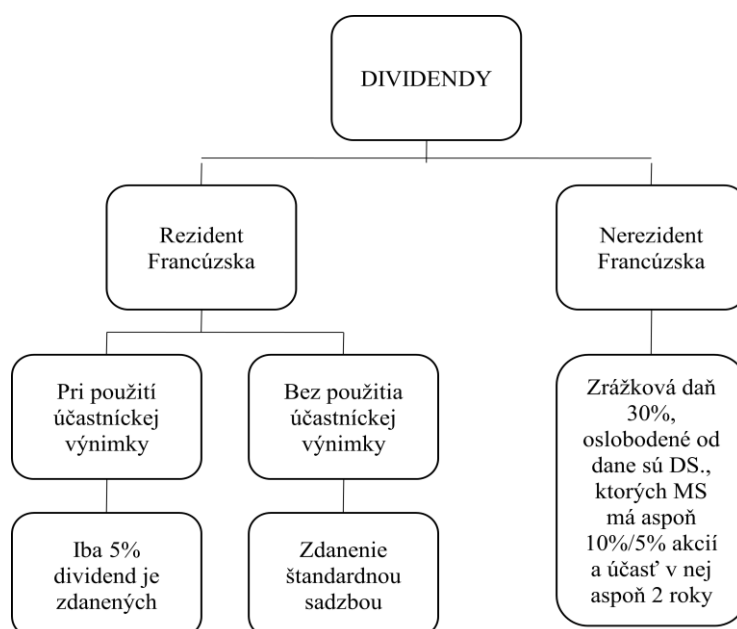
Daňový režim dividend vo Francúzsku závisí od toho, či je spoločnosť vyplácajúca dividendy dcérskou spoločnosťou príjemcu. Ak sa neuplatní účastnícke oslobodenie, dividendy z francúzskej spoločnosti budú zdanené štandardnými sadzbami dane pre právnické osoby.

Účastnícka výnimka z dividend sa použije, ak príjemca vlastní aspoň 5 % akcií a tieto akcie uchová aspoň 24 mesiacov. Pri aplikovaní účastníckej výnimky sú dividendy na 95 % oslobodené, výsledkom je teda maximálna efektívna sadzba vo výške 1,9 % (5 % x 38 %).

¹¹ Aby bol podnik vo Francúzsku považovaný za malý alebo stredný, musí spĺňať tieto podmienky: musí zamestnávať menej ako 250 osôb, ročný obrat nesmie presiahnuť 50 miliónov EUR a/alebo celková ročná súvaha nepresiahne 43 miliónov EUR.

V prípade, že sú dividendy vyplácané francúzskou spoločnosťou nerezidentovi (či už spoločnosti alebo jednotlivcovi) podliehajú konečnej zrážkovej dani vo výške 30 % z hrubej sumy. V prípade, že sú dividendy vyplácané osobe nachádzajúcej sa v krajine, s ktorou Francúzsko nespolupracuje (krajina je uvedená v zozname, ktorý emitujú francúzske daňové úrady), je táto sadzba zvýšená na 75 %. Zrážková daň môže byť znížená alebo eliminovaná na základe platných daňových zmlúv alebo Smernice EÚ o materských a dcérskych spoločnostiach¹². Z tejto smernice vyplýva, že dividendy vyplácané francúzskou spoločnosťou materskej spoločnosti v Európskej únii sú oslobodené od zrážkovej dane v prípade, že rodič má aspoň 10 % (v niektorých prípadoch 5%) akcií danej francúzskej spoločnosti a účasť v nej najmenej dva roky. Účastnícka výnimka z dividend sa nemôže využiť na dividendy prijaté od subjektov nachádzajúcich sa v krajinách, s ktorými Francúzsko nespolupracuje.

Systém zdanenia dividend vo Francúzsku znázorňuje obrázok 2. Možno konštatovať, že Francúzsky systém zdanenia dividend (systém čiastočného zahrnutia dividend) je pomerne nízky, čo znamená, že krajine môže tento systém priniesť nové investície a zaistiť jej konkurenčnú výhodu.



Obrázok 2 Systém zdanenia dividend vo Francúzsku

Prameň: Bašistová, R. 2016. *Vybrané problémy v medzinárodnom zdaňovaní*. Bratislava : Diplomová práca FPM EU v Bratislave. 2016. s. 40 (ved. dipl. p. Ing. Ivona Ďurinová, PhD.)

Poznámka: DS = dcérske spoločnosti, MS = materská spoločnosť

ZÁVER

Systémy zdanenia zisku podnikov aj dividend akcionárov sa od seba odlišujú, okrem iného aj tým, v akom rozsahu vzniká ekonomické dvojité zdanenie pri uplatnení daných systémov. Francúzsko uplatňuje systém čiastočného zahrnutia dividendy. Pri aplikovaní účastníckej výnimky sú dividendy oslobodené na 95 %, efektívna sadzba tak môže dosiahnuť maximálnu

¹² Smernica Rady 2011/96/EÚ z 30. novembra 2011 o spoločnom systéme zdaňovania uplatňovanom v prípade materských spoločností a dcérskych spoločností v rozličných členských štátoch

výšku 1,9 %. Táto účastnícka výnimka sa môže využiť iba ak príjemca dividend vlastní aspoň 5 % akcií a uchová ich aspoň po dobu 24 mesiacov.¹³ Ekonomické dvojité zdanenie tu teda vzniká, ale len čiastočne. Francúzsko do istej miery využíva aj systém integrácie, keď na základe Smernice Európskej únie o materských a dcérskych spoločnostiach sú dividendy, ktoré vypláca francúzska spoločnosť materskej spoločnosti v rámci Európskej únie, oslobodené od zrážkovej dane v prípade 10 %-ného vlastníctva akcií danej francúzskej spoločnosti a účasti v tejto spoločnosti najmenej dva roky.

Slovenská republika uplatňovala do roku 2003 klasický systém zdanenia ziskov a dividend. Zisk spoločnosti bol najskôr zdanený daňou z príjmu právnických osôb a následne prerozdelený zisk – dividendy sa zdanili zrážkovou daňou. Od roku 2004 je v SR úplne odstránený vznik ekonomického dvojitého zdanenia dividend. Zisk spoločnosti je zdanený iba na strane spoločnosti, ktorá ho vypláca, dividendy už nie sú predmetom dane. Jedná sa o plne integrovaný systém zdanenia zisku korporácií a dividend akcionárov.¹⁴ Tento systém sa v SR však bude v krátkom čase opäť meniť.

Najviac využívanými systémami zdanenia zisku korporácií a dividend akcionárov sú klasický systém a imputačný systém. Možno polemizovať o tom, ako sú jednotlivé systémy spravodlivé, efektívne a aké majú daňové dopady na jednotlivých daňovníkov a jednotlivé štáty. Mnohí odborníci sa domnievajú, že podnik vyplácajúci dividendy a akcionári sú samostatné právne subjekty, ktoré fungujú nezávisle od seba. Vzhľadom na to, že užívateľom verejných statkov je korporácia, ale aj akcionár, tvrdia, že aj dane by mali odvádzať obaja. Argumentovať možno aj tým, že korporácia ručí obmedzene, za čo by mala platiť určitú cenu. Z hľadiska sociálnej politiky možno považovať za nespravodlivé to, že pasívne príjmy, teda príjmy vo forme dividend, môžu podliehať nižšiemu zdaneniu, než podliehajú aktívne príjmy. Iní nepovažujú ekonomické dvojité zdanenie za spravodlivé. Keďže zisk je zdanený už na úrovni akciovej spoločnosti, nie je dôvod na ďalšie zdanenie tohto zisku vo forme dividend. Akciové spoločnosti by to mohlo ovplyvniť tak, že namiesto toho aby zdanený zisk vyplátili akcionárom vo forme dividend, daný zisk si zadržia, presunú ho do nerozdeleného zisku. Akcionári tak stratia motiváciu investovania do danej spoločnosti, keďže to pre nich nemá žiadajú výnosnosť. Dopad to má potom aj na akciové spoločnosti, ktoré dajú prednosť cudziemu kapitálu a začnú sa zadlžovať.

Ďalší systém, ktoré krajiny OECD najčastejšie využívajú, je imputačný systém. Tento systém vychádza z možnosti akcionára odpočítať daň zo zisku korporácie od svojej dane z príjmu, a tým úplne alebo len čiastočne eliminuje vznik ekonomického dvojitého zdanenia. Na strane akcionára je daňové zaťaženie znížené. Tento systém prináša mnoho výhod, ako napríklad rozhodovanie sa akciovej spoločnosti o jej financovaní alebo pri tvorbe portfólia.

Zo strany analytikov je imputačný systém preferovanejší v porovnaní s čistým klasickým systémom. Dôvodom je aj to, že prostredníctvom imputačného systému je možné odstrániť problémy, ktoré vznikli pri uplatnení čistého klasického systému. No nie vždy je to výhodnejšie. Niekedy môže byť daňové zaťaženie menšie práve pri klasickom systéme, keď je zisk spoločnosti a následne aj dividendy zdanené nízkymi daňovými sadzbami, zatiaľ čo pri imputačnom systéme môže byť sadzba dane zo zisku právnických osôb vyššia. Nevýhodou imputačného systému sú tiež vysoké administratívne náklady pre spoločnosť, ktorá vypláca dividendy.

¹³ Účastnícka výnimka sa má od 1.1.2017 zrušiť. Pozri:

<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-alert-france-5-october-2016.pdf> [online]. [cit. 2016.09.30].

¹⁴ Bližšie o zdaňovaní dividend v SR pozri: ĎURINOVÁ, I. 2013. Trendy v zdaňovaní podielov na zisku. In *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR : zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0064/13*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3783-4, s. 20-26.

Ďalším dosť využívaným systémom je systém čiastočného zahrnutia dividendy. Znižovanie ekonomického zdanenia považujeme za jeho výhodu, aj keď nedochádza k jeho úplnej eliminácii ako pri imputačnom systéme. Tento systém sa považuje za jednoduchší vďaka stanoveniu určitého percenta dividendy, ktoré sa zdaní zrážkovou daňou.

Pre korporácie a elimináciu ekonomického dvojitého zdanenia je najvýhodnejším systémom integračný systém. To však neplatí pre daný štát, ktorý ho využíva, keďže tento systém je postavený na nízkom daňovom zaťažení, a teda štát získa nižšie daňové výnosy. Systém integrácie sa využíva hlavne s cieľom prilákať zahraničný kapitál a zahraničné investície do krajiny.

Celkovo nevieme určiť, ktorý systém je najvýhodnejší a ktorý najmenej výhodný. To musí posúdiť daná krajina. Tie musia prihliadať na širokú škálu iných faktorov a vybrať taký systém, ktorý im najviac vyhovuje. Krajina nesmie zabudnúť prihliadať aj na všetky členstvá v organizáciách, čo má za následok využívanie viacerých systémov v rámci danej krajiny.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BAŠISTOVÁ, R. 2016. *Vybrané problémy v medzinárodnom zdaňovaní*. Bratislava : Diplomová práca FPM EU v Bratislave. 2016. (ved. dipl. p. Ing. Ivona Ďurinová, PhD.)
- [2] ĎURINOVÁ, I. 2013. Trendy v zdaňovaní podielov na zisku. In *Vplyv medzinárodného zdanenia a domáceho daňového systému na rozvoj podnikateľskej sféry SR : zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0064/13*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3783-4, s. 20-26.
- [3] HASSELDINE, J., LYMER, A. 2002. *The International Taxation Systems*. Kluwer Academic Publishers. 2002. s. 253-257. ISBN 1-4020-7157-4
- [4] KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2011. 198 s. ISBN 978-80-8078-356-3
- [5] LÉNÁRTOVÁ, G. 2014. *Medzinárodné zdanenie*. Bratislava : EKONÓM, 2014, 268 s. ISBN 978-80-225-3772-8
- [6] LÉNÁRTOVÁ, G. 2010. Zdaňovanie korporácií a ich akcionárov – ekonomické dvojité zdanenie. In *Ekonomika a manažment*. 2010. Roč. 7, č. 2, s. 26 ISSN 1336-3301
- [7] <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-alert-france-5-october-2016.pdf>
- [8] Smernica Rady 2011/96/EÚ z 30. novembra 2011 o spoločnom systéme zdaňovania uplatňovanom v prípade materských spoločností a dcérskych spoločností v rozličných členských štátoch

DAŇOVÉ ASPEKTY FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ, NÁSTROJOV¹

TAX ASPECTS OF FINANCIAL TRANSACTION, INSTRUMENTS

Katarína Vavrová²

ABSTRACT

The aim of paper is dedicated to taxation of financial Instruments and to financial transaction tax. The last of paper deals with analysis of the financial sector. The result of solving this issue is to provide an overview of the financial market, tax aspects of the securities and overview of the current Slovak financial sector as well.

Keywords: financial market, money market, transaction tax.

JEL Klasifikácia: G15, H25

ÚVOD

Finančný trh predstavuje mechanizmus a súbor inštitúcií a transakcií, prostredníctvom ktorého sa stretáva ponuka a dopyt voľných finančných prostriedkov (aj drahých kovoch), ktoré majú charakter úspor niektorých ekonomických subjektov. V minulosti sa k problematike vymedzenia finančného trhu ako celku vyjadrilo množstvo ekonómov. Medzi nimi sú napríklad Maness (1998), podľa ktorého je finančný trh „*mechanizmus prostredníctvom ktorého plynú úspory jedného sektora ekonomiky do iného sektora ekonomiky.*“³ Podobne vymedzil pojem finančný trh aj Ross (1996), ktorý ho definoval ako: „*trh, ktorý umožňuje jednotlivcom a podnikom požívať a vypožívať si.*“⁴ V slovenskej ekonomickej literatúre sa najviac „udomácnila“ definícia amerického ekonóma Mishkina (1992), ktorý finančný trh definoval ako: „*systém ekonomických nástrojov, inštitúcií a vzťahov, ktorý sústreďuje, rozmiestňuje a prerozdeľuje peňažné prostriedky medzi ekonomické subjekty na základe ponuky a dopytu.*“⁵

DAŇ Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ

Finančnou transakciou sa rozumie taká transakcia, ktorá súvisí vzájomnou zmenou stavu financií dvoch právnických alebo fyzických osôb. Príkladom finančnej transakcie môže byť nákup, alebo úver a zvyčajne sa jedná o rozsiahly bankový obchod medzi dvoma subjektmi.

Daň z finančných transakcií je daň uvalená na finančné transakcie, zvyčajne s veľmi nízkou sadzbou. Pod pojmom finančné transakcie sa chápu výmeny finančných nástrojov

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy KEGA č. 041EU-4/2015 Nové trendy v zefektívňovaní daňovej správy v rámci EÚ.

² Ing. Katarína Vavrová, PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: katarina.vavrova@euba.sk

³ Maness, T. S.: Introduction to Corporate Finance. University of Washington, Washington 1980, str. 17.

⁴ Ross, S. A. – Westerfield, R. W. – Jaffe, J.: Corporate Finance. IRWING, fourth Edition, Boston 1996, str. 46.

⁵ Mishkin, F: Ekonomie peněz, bankovnící a finančního trhu. Finance a úvěr 2/1992

medzi bankami alebo inými finančnými inštitúciami. Medzi dané finančné nástroje patria cenné papiere, dlhopisy, akcie a deriváty.

Daň z finančných transakcií je jedným z nástrojov, ktorými Európska únia reaguje na finančnú krízu. S jej návrhom prišla ako prvá ešte v roku 2011 Európska komisia. Pôvodne mala platiť pre všetkých 27 členských štátov a mala byť zavedená do dvoch rokov, ale tieto plány nevyšli, pretože táto kontroverzná daň sa stretáva s viacerými negatívnymi stanoviskami.

Za hlavný cieľ dane z finančných transakcií sa považuje okrem navýšenia prostriedkov do verejného rozpočtu, najmä zmena správania finančného sektora prostredníctvom obmedzenia krátkodobých špekulatívnych finančných transakcií.

Daň z finančných transakcií sa vzťahuje na všetky finančné transakcie, predovšetkým na nákup a predaj finančného nástroja, ako aj akcie spoločností, dlhopisy, nástroje menového trhu, podiely v podnikoch kolektívneho investovania, štruktúrované a derivované produkty a uzavretie a zmeny v derivátových dohodách, pokiaľ aspoň jedna zo strán transakcie má sídlo v niektorom členskom štáte (ČŠ) a pokiaľ finančná inštitúcia (ako napr. investičné spoločnosti, organizované trhy, úverové inštitúcie, poisťovne alebo zaist'ovne, podniky kolektívneho investovania, dôchodkové fondy a ich správcovia, niektoré iné spoločnosti, v ktorých transakcie predstavujú významnú časť ich činnosti) so sídlom v ČŠ je stranou transakcie buď na vlastný účet, alebo na účet inej osoby alebo koná v mene strany transakcie.⁶

Daň z finančných transakcií by sa vo všeobecnosti týkala takých transakcií, ktoré prebiehajú medzi subjektmi a ktoré sa považujú za usadené v členskom štáte Európskej únie. V prípade finančných transakcií medzi subjektom usadeným v členskom štáte Európskej únie a subjektom ktorý nemá členstvo v Európskej únii, sa takisto daň z finančných transakcií týka obidvoch subjektov, teda celej finančnej transakcie.

Z rozsahu pôsobnosti sú vyňaté tieto subjekty:⁷

Európsky nástroj finančnej stability;

- každá medzinárodná finančná inštitúcia so sídlom v dvoch alebo vo viacerých členských štátoch, ktorej cieľom je mobilizovať finančné prostriedky a poskytnúť finančnú pomoc v prospech svojich členov, ktorí majú alebo ktorým hrozia vážne finančné problémy,
- centrálné protistrany, predovšetkým právne subjekty, ktoré sa stavajú medzi centrálnu protistranu finančnej transakcie,
- národné a medzinárodné centrálnu depozitáre cenných papierov.

Z rozsahu pôsobnosti sú vyňaté tieto transakcie:⁸

- transakcie na primárnom trhu, najmä pokiaľ ide o emisiu akcií spoločností alebo dlhopisy,
- za určitých podmienok transakcie s Európskou úniou, Európskym spoločenstvom pre atómovú energiu, Európskou centrálnou bankou, Európskou investičnou bankou, orgánmi zriadenými Európskou úniou alebo Európskym spoločenstvom pre atómovú energiu a inými medzinárodnými organizáciami či orgánmi,
- transakcie s centrálnymi bankami ČŠ.

Povinnosť zaplatiť daň z finančných transakcií vzniká subjektom v okamihu uskutočnenia transakcie. V prípade iných transakcií, ktoré sa týkajú derivátových dohôd, je daňovým základom pre daň z finančných transakcií všetko, čo predstavuje dlžnú alebo zaplatenú úhradu protistrany, alebo tretej strany, výmenou za prevod. V súvislosti s derivátovými transakciami

⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=URISERV:mi0087>

⁷ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=URISERV:mi0087>

⁸ Tamtiež

je daňový základ pre daň z finančnej transakcie rovný nominálnej hodnote derivátovej dohody v čase finančnej transakcie. To znamená, že je ekvivalentný s nominálnou alebo menovitou hodnotou, ktorá sa využíva na výpočet platieb vykonaných v súvislosti s danou derivátovou dohodou.

Výmenný kurz, ktorý sa má uplatňovať v prípade potreby je najaktuálnejší kurz predaja zaznamenaný v čase vzniku povinnosti zaplatiť daň z finančných transakcií na najreprezentatívnejšom devízovom trhu príslušného členského štátu, alebo výmenný kurz stanovený vo vzťahu k tomuto trhu.

Sadzby, ktoré musia členské štáty uplatňovať nesmú byť nižšie ako:⁹

- 0,1 % v súvislosti s inými finančnými transakciami, než sú tie, ktoré sa týkajú derivátových dohôd,
- 0,01 % v súvislosti so všetkými finančnými transakciami, ktoré sa týkajú derivátových dohôd.

Daň z finančných transakcií platia všetky finančné inštitúcie, so sídlom v štáte, ktorý je členským štátom Európskej únie a ktoré spĺňajú ktorúkoľvek z týchto podmienok:¹⁰

- je stranou transakcie a koná buď na vlastný účet, alebo na účet inej osoby,
- koná v mene strany transakcie,
- transakcia sa vykonala na jej účet.

Termíny na zaplatenie dane z finančných transakcií daňovým úradom v členských štátoch Európskej únie sú:¹¹

- v prípade elektronicky vykonanej transakcie vo chvíli, keď vznikla daňová povinnosť;
- vo všetkých ostatných prípadoch do troch pracovných dní od okamihu, keď vznikla daňová povinnosť.

Členské štáty Európskej únie sú povinné stanoviť ďalšie povinnosti, ktorými sa má zabezpečiť platba a overenie platby.

Členské štáty Európskej únie nemôžu zavádzať ani zachovať dane z iných finančných transakcií než dane z finančných transakcií alebo daň z pridanej hodnoty (DPH) v zmysle smernice o DPH.

ZAVEDENIE DANE Z TRANSAKCIÍ A PROBLÉMY PRI JEJ REALIZÁCII

Zavedenie dane z finančných transakcií by malo mať za následok zmierniť následky krízy a nabádať k zodpovednejšiemu správaniu na finančných trhoch. Práve vďaka nezodpovednému správaniu sa na finančných trhoch sa kríza začala prejavovať. Treba však zdôrazniť, že následky ekonomickej krízy sa finančného trhu dotkli len minimálne.

Paradoxne odborníci a kritici zavedenia dane z finančných transakcií jej vyčítajú najmä to, že by vo svojej podstate krízu nezmiernovala, ale začala by ju ešte viac prehlbovať.¹² Zavedenie takejto dane by nepostihlo len finančný trh, ale negatívny vplyv by mala v neposlednom rade aj na podniky, bežných sporiteľov, ale aj na samotné štáty a ich ekonomiky.

Daň z finančných transakcií nie je pre všetky európske štáty neznámy pojem. V 80. rokoch minulého storočia začalo podobnú daň vyberať Švédsko. Daň bola zavedená v roku 1984 a týkala sa majetkových cenných papierov, cenných papierov s pevným výnosom a finančných derivátov. Týchto finančných nástrojov sa týkala daň z finančných transakcií vo výške 0,5 %. Táto daň bola uvalená na nákup a predaj cenných papierov, z toho dôvodu bola sadzba pri transakcii nákup - predaj vo výške 1 %.

⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0594&from=SK>

¹⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0594&from=SK>

¹¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=URISERV:mi0087>

¹² <http://uk.reuters.com/article/uk-europe-banks-tax-idUKBRE93E09C20130415>

V júli roku 1986 bola táto daň zdvojnásobená a v januári 1989 bola predstavená výrazne nižšia daň vo výške 0,002 % pre cenné papiere s pevným výnosom s dobou splatnosti do 90 dní. Na obligácie so splatnosťou päť a viac rokov bola daňová sadzba vo výške 0,003 %. O 15 mesiacov neskôr, v apríli 1990, bola daň z cenných papierov s fixným výnosom zrušená.

V januári roku 1991 boli sadzby ostávajúcich daní znížené na polovicu a do konca roka boli taktiež úplne zrušené. Hneď ako boli tieto dane zrušené, objemy obchodov sa vrátili na pôvodné čísla a v deväťdesiatych rokoch výrazne rástli.¹³

Pre zrušenie týchto daní bolo vo Švédsku niekoľko dôvodov:¹⁴

- rozdiely medzi očakávanými príjmami a skutočnými – napr. pri príjmoch z dane z cenných papieroch sa očakávali do štátnej pokladnice príjmy vo výške 1 500 miliónov švédskych korún ročne. V skutočnosti však nikdy neprekročili hranicu 80 miliónov korún ročne a priemerné príjmy tejto dane sa približovali k 50 miliónom švédskych korún,
- pokles objemov zdaniteľných obchodov,
- pokles cien akcií v súvislosti s počiatočným oznámením zavádzania daní a ich zvyšovania. V deň oznámenia dane ceny akcií klesli o 2,2 % a pri ich zvyšovaní poklesli ceny o ďalšie 1 %,
- dane z cenných papierov s pevným výnosom poslúžili len k zvýšeniu nákladov vládnych pôžičiek.

Logickým vyústením zavedenia tejto dane bolo presúvanie obchodných finančných transakcií do jurisdikcií s nižšou, alebo žiadnou daňovou sadzbou. V roku 1986 sprevádzalo oznámenie o zdvojnásobení dane výrazný odliv objemu obchodov s akciami, mimo Švédska.

Až 60 % objemu z obchodovania z 11 najaktívnejšie obchodovateľných tried akcií, ktorá predstavovala jednu polovicu celého švédskeho trhu s akciami bola presťahovaná do Londýna. To znamená, že 30 % všetkých švédskych akcií bolo presunutých smerom za more. Tento odliv pokračoval až do roku 1990, kedy sa viac ako 50 % celého švédskeho obchodu s akciami presunulo do Londýna.

Aj napriek tomu, že daň z cenných papierov s fixným výnosom bola oveľa nižšia ako u akcií, dopad na obchodovanie na trhu bol oveľa dramatickejší. Počas prvého týždňa od zavedenia dane, objem obchodovania s dlhopismi poklesol o 85 % a to aj napriek tomu, že sadzba dane uvalená na päť ročné dlhopisy bola iba vo výške troch bázičských bodov. Takisto objem obchodovania s futures kontraktmi klesol až o 98 % a obchodovanie na trhu s opciami dokonca úplne zmizlo. Pokles bol zaznamenaný aj pri objeme obchodov s cennými papiermi peňažného trhu, ktoré síce čelili dani o výške iba 0,2 bázičského bodu, ale aj tak ich objem poklesol o takmer 20 %. Tieto reakcie boli spôsobené najmä vďaka existencii mnohých substitučných trhov na ktorých zdanenie nebolo zavedené. Ako náhle boli vo Švédsku dane odstránené, objemy obchodov sa vrátili na pôvodné čísla a dokonca v 90tych rokoch minulého storočia ešte rástli.¹⁵

Na základe ekonomickej teórie nie sú dôsledky a výsledky ktoré spôsobilo zavedenie dane z finančných transakcií švédskou vládou, niečo čo by nebolo možné dopredu predvídať. Na príklade švédskej dane z finančných transakcií môžeme sledovať sklon investorov a obchodníkov uprednostňovať také trhy s takou legislatívou, kde je zdanenie obchodov a transakcií medzi jednotlivými subjektmi nulové.

Na záver švédskej skúsenosti možno uviesť, že paradoxne pomohla hlavne rozvoju akciových trhov v Londýne, namiesto toho, aby pomohla švédskej štátnej pokladnici, ako bolo pôvodne myslené.

¹³ <http://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm>

¹⁴ Tamtiež

¹⁵ [http://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm#\(5\)end](http://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm#(5)end)

DAŇ Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ VO VEĽKEJ BRITÁNII

Daň z finančných transakcií vo Veľkej Británii nebola priamo vybraná z finančných transakcií, ale týkala sa skôr registrácie cenných papierov. V prípade že transakcia vyústila do zmeny vlastníka, táto zmena musela byť registrovaná prostredníctvom kolku. Táto daň sa nevzťahovala na obchody daňových nerezidentov a taktiež sa nevzťahovala na obchody ktoré sa týkali obchodovania so zahraničnými cennými papiermi.

Tento spôsob zdanenia bol v platnosti po mnoho dekád. V roku 1975 bola sadzba dane vo výške 2 %, v roku 1984 bola znížená na 1 % a v roku 1986 na polovicu, teda na 0,5 %.

Finančné obchody sa mohli vykonávať rôznymi spôsobmi tak, aby nemuselo dôjsť k zmene v registrácii. Napríklad makléri mohli registrovať akcie pod vlastným menom, v prospech svojich zákazníkov. Mohlo sa teda stať, že klienti mohli obchodovať s akciami bez zmeny v oficiálnej registrácii akcií, pričom makléri obchodovali akcie medzi svojimi vlastnými klientmi. Britská vláda zobrala tento faktor do úvahy a podobné registrácie zdaňuje sadzbou tri krát vyššou ako bola bežná sadzba.

Napriek tomu, že tento typ britskej daňovej povinnosti vyniesol okolo 800 miliónov libier ročne, na trhu sa začal objavovať zvyšujúci negatívny počet reakcií na túto povinnosť. Cieľom týchto reakcií bolo vyhnúť sa plateniu daňovej povinnosti. Z tohto dôvodu vyplýva, že rástol počet cenných papierov na doručiteľa, na úkor zaknihovaných cenných papierov. Do istej miery nastal prechod investorov z obchodovania s akciami na obchodovanie s akciovými derivátmi, ktoré poskytovali podobnú návratnosť.

Investori čoraz častejšie začali využívať americké depozitné certifikáty (ADR – American Depositary Receipt), ktoré umožnili britským držiteľom cenných papierov obchodovať s aktívami na americkej burze cenných papierov bez toho, aby prišlo k registračnej povinnosti.¹⁶

Aj na príklade Veľkej Británie možno pozorovať, že pri zdanení alebo zavedení nových povinností pri finančných transakciách, sa objavujú medzi investormi nové špekulácie a snahy vyhnúť sa zdaňovaniu.

AKTUÁLNA SITUÁCIA OHĽADOM DANE Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ

Zavedenie dane z finančných transakcií je kontroverznou a ostro kritizovanou témou posledných rokov a to od návrhu Európskej komisie ju zaviesť. Už od roku 2011, teda od návrhu Európskej komisie zaviesť tento typ zdanenia finančných transakcií sa tento návrh stretával s protichodnými reakciami viacerých členských štátov Európskej únie. V nasledujúcej tabuľke sú zobrazené postoje jednotlivých krajín k prijatiu tejto dane v roku 2011.

Tabuľka 1: *Postoj členských štátov EU k zavedeniu dane z finančných transakcií*

Postoj členských štátov	Členské štáty
Negatívny postoj	Bulharsko, Česká republika, Švédsko
Pozitívny postoj	Estónsko, Grécko, Portugalsko, Slovensko, Slovinsko
Pozitívny postoj s podmienkami	Cyprus, Dánsko, Holandsko, Írsko, Lotyšsko, Luxembursko, Malta, Veľká Británia
Podpora zavedenia s podmienkami	Belgicko, Fínsko, Litva, Maďarsko, Rakúsko, Rumunsko Taliansko
Úplná podpora	Francúzsko, Nemecko, Španielsko

Prameň: Vlastné spracovanie

¹⁶ [http://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm#\(5\)end](http://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm#(5)end)

Z uvedenej tabuľky je možné vyčítať, že vyslovene negatívny postoj zaujali iba tri členské krajiny Európskej únie a to konkrétne Bulharsko, Česká republika a Švédsko (najmä vďaka skúsenosti z 80. rokov minulého storočia). K pôvodne znejúcemu návrhu sa pripojilo až 11 členských štátov Európskej únie a síce: Belgicko, Estónsko, Francúzsko, Grécko, Nemecko, Portugalsko, Rakúsko, Slovensko, Slovinsko, Španielsko, Taliansko.

Už v roku 2013 ostro proti zavedeniu dane z finančných transakcií vystúpila ako prvá Veľká Británia. Vláda Veľkej Británie dokonca zažalovala daň z finančných transakcií na Európskom súdnom dvore. Dôvodom pre tento krok bolo predovšetkým to, že aj napriek tomu že Veľká Británia zaujala už v počiatkoch tohto návrhu negatívny postoj, dopady zavedenia tejto dane z finančných transakcií by vo veľkej miere pocítila aj na svojej ekonomike. Londýn je totižto hlavným finančným centrom Európy a daň z finančných transakcií zasiahla až okolo jednej tretiny všetkých finančných transakcií vo Veľkej Británii.

Postupne sa začalo pridávať aj Luxembursko a po čase aj Taliansko a to aj napriek tomu, že patrilo medzi 11 členských štátov ktoré pôvodne zavedenie tejto dane podporovali. Talianom prekážalo najmä to, že do predmetu dane z finančných transakcií boli zahrnuté aj štátne dlhopisy a požadovali, aby boli z predmetu dane z finančných transakcií vylúčené. Táto obava bola spôsobená najmä tým, že daň z finančných transakcií by vytvorila veľké tlaky na financovanie štátnych dlhov.

Proti sa postavila aj Medzinárodná banková federácia (International banking federation - IBFed) ktorá zastupuje viac ako 18 000 bánk po celom svete. MBF tvrdila, že zavedenie dane z finančných transakcií môže znížiť výnosy z daní a paradoxne zvýšiť výdavky štátov tak, že predraží financovanie ich dlhov.¹⁷

Svojich odporcov si daň našla aj v krajine, kde bolo zavedenie zdaňovania finančných transakcií najviac podporované. Nemecké tzv. „bluechip“ spoločnosti, ktoré majú medzinárodný význam a vplyv (napr. Bayer a Siemens) ostro vystúpili proti zavedeniu tejto dane s odôvodnením, že tento typ zdanenia bude „útokom proti nemeckej exportne orientovanej ekonomike.“ Negatívne dôsledky tejto dane by firmy pocítili napríklad pri poisťovaní kurzových rizík pri exporte mimo eurozóny. Takisto to môže narušiť dodávateľsko-odberateľské reťazce veľkých firiem, ktoré celosvetovo zamestnávajú veľké množstvo ľudí.¹⁸

Najnovšie proti dani z finančných transakcií vystúpilo aj Belgicko, s odôvodnením belgického ministra financií Johan Van Overtveldta: „Tento návrh by mohol skomplikovať hedging a mohol by mať nepriaznivé dopady na podniky. (...) Súčasný náčrt by zvýšil cenu financovania verejného dlhu a ohrozil likviditu vládneho dlhu.“¹⁹

Je otázne, či daň z finančných transakcií ustojí čoraz väčšiu kritiku a odstúpenie členských štátov od podpory zavedenia tejto dane. Momentálne podporuje jej zavedenie už len 10 členských štátov (Belgicko, Francúzsko, Grécko, Nemecko, Portugalsko, Rakúsko, Slovensko, Slovinsko, Španielsko, Taliansko). Od prvotného uvažovania o jej zavedení v roku 2010 prešlo už veľa času a nesplnilo sa už viacero termínov jej zavedenia, naposledy 1.1. 2016. Najaktuálnejší vývoj hovorí o tom, že daň z finančných transakcií by mala byť zavedená od roku 2017 ako široko aplikovateľná daň s nízkou sadzbou. Preto bude zaujímavé sledovať ďalší vývoj tejto problematiky aj v budúcnosti.

¹⁷ http://www.tax-news.com/news/International_Banking_Federation_Slams_FTT_Plans____60583.html

¹⁸ <http://www.irishtimes.com/business/economy/europe/tobin-tax-opposed-in-germany-1.1386705>

¹⁹ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-23/belgium-has-doubts-on-eu-s-transaction-tax-van-overtveldt-says>

ZÁVER

„Čistý zisk slovenského bankového sektora za rok 2015 dosiahol hodnotu viac ako 600 mil. €, čo v medziročnom porovnaní predstavuje nárast o 11,7 %. V strate skončila jedna banka a 5 pobočiek zahraničných bánk.“²⁰ Tak ako v predchádzajúcich obdobiach sa na tvorbe zisku bankového sektora podieľali hlavne:

- rast objemu retailových úverov – ich príspevok bol ale značne eliminovaný nepriaznivým vplyvom klesajúcej výnosnosti týchto úverov, ktorá medziročne poklesla o 0,8 percentuálneho bodu a síce z 5,9 % na 5,1 %,
- pokles ceny zdrojov financovania – teda poplatky ktoré boli vypočítané ako pomer čistého príjmu z poplatkov k priemernej hodnote úverov a vkladov,
- pokles nákladov na kreditné riziko – najmä v segmente úverov ktoré boli poskytované podnikom, čo sa odvíjalo najmä vďaka poklesu prírastku úverov ktoré v tomto segmente zlyhali.

V bankovom sektore sa teda zvýšila miera pokrytia zlyhaných úverov opravnými položkami, medziročne o 1,6 percentuálneho bodu, konkrétne z 54,1 % na 55,7 %. Tento nárast môžeme z pohľadu situácie finančnej stability označiť ako pozitívny.

Ďalším faktorom rastúcej ziskovosti bankového sektora bol pokles nákladov na bankový odvod a taktiež znižujúce sa náklady vynaložené na príspevky do Fondu ochrany vkladov. Tieto dva pozitívne faktory boli mierne kompenzované novou povinnosťou, ktorá vznikla v roku 2015. Táto povinnosť zaväzuje banky odvádzať príspevky do tzv. Rezolučného fondu.

Podrobnejšie údaje o jednotlivých fondoch a vkladoch nám poskytne nasledujúca tabuľka:

Tabuľka č.2: Bankový odvod, Fond ochrany vkladov a Rezolučný fond

	2014	2015
Bankový odvod	1. polrok: 0,4 % pasív 2. polrok: 0,2 % pasív (153 mil. €)	0,2 % pasív (106,4 mil. €)
Fond ochrany vkladov	1. polrok: 0,2 % chránených vkladov 2. polrok: 0,01 % chránených vkladov (32,4 mil. €)	0,03 % chránených vkladov (12,2 mil. €)
Rezolučný fond	0 €	33,6 mil. €

Prameň: NBS

Aj napriek tomu, že v posledných rokoch prevažoval pozitívny efekt prostredia nízkych úrokových sadzieb, čo sa odrazilo prostredníctvom poklesu nákladov na kreditné riziko, rastu úverov a znižovania ceny zdrojov financovania bánk, možno na základe pozorovania aktuálnych trendov v súčasnej ekonomike v budúcich rokoch očakávať prevažne negatívne efekty. Ako uvádza Lénártová (2010) na zlepšenie súčasnej situácie je nevyhnutné urýchlene prijať pripravované opatrenia, či už v oblasti daňovej legislatívy, posilniť daňové orgány väčšími právomocami a zaviesť účinný informačný systém, ktorý pomôže efektívnejšie vyhľadávať daňové úniky.

²⁰ http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analzy/protected/AnalzaSFS2015.pdf

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] KUBÁTOVÁ, K. *Daňový teórie a politika*. Praha : Wolters Kluwer, 2010. 276 s. ISBN 978-80-7357-574-8.
- [2] LÁCHOVÁ, L. *Daňové systémy v globálnom svete*. Praha : ASPI, 2007. 271 s. ISBN 978-80-7357-320-1.
- [3] LÉNÁRTOVÁ, G. *Daňové systémy*. Bratislava : vydavateľstvo Ekonóm, 2009. 264 s. ISBN 80-225-1742-9.
- [4] LÉNÁRTOVÁ, Gizela. Daňové úniky vs. daňová správa. In *Zborník vedeckých statí VEGA č. 1/0165/08, VEGA č. 1/0425/08 a VEGA č. 1/0276/08 : 1. VEGA č. 1/0165/08: Interakcie rozpočtovo-kapitálových a finančných rozhodnutí a ich vplyv na rast trhovej hodnoty podniku*. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2010. ISBN 978-80-225-3142-9, s. 103-108.
- [5] MANESS, T.S. *Introduction of Corporate Finance*. Washington: University of Washington, 1988. 546 s. ISBN 978-0070399358.
- [6] MISHKIN, F. *Ekonomie peněz, bankovnícví a finančního trhu*. Finance a úvěr 2/1992. ISBN 0-673-39831-5.
- [7] ROSS, S. A. – WESTWRFIELD, R. W. – JAFFE, J. *Corporate Finance*. Boston: IRWING, fourth Edition, 1996. 720 s. ISBN 0077861655.
- [8] SCHULTZOVÁ, A. *Daňovníctvo, druhé vydanie*. Bratislava: Iura Edition, 2008. 237 s. ISBN 978-80-8078-264-1.
- [9] SOLÍK, J. *Súčasný stav a tendencie vývoja harmonizácie daní v Európskej únii*. Bratislava : Nadácia F. A. Hayeka, 2007. 203 s. ISBN 978-80-969833-0-8.
- [10] ŠIROKÝ, J. *Dane v Evropské únii*. Praha: Linde, 2010. 352 s. ISBN 978-80-7210-799-7.
- [11] <<http://www.finance.sk/dane/informacie/priame-dane/dan-z-prijmov/>>
- [12] <<https://www.financnasprava.sk/sk/obcania/dane/miestne-dane>>
- [13] <<http://www.danovesluzby.sk/DPH>>
- [14] <http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/tax_cooperation/fiscalis_programme/fiscus/index_en.htm>
- [15] <<http://www.rozpocet.sk/app/homepage/rozpocetVCislach/rozpocetVerejnejSpravy/statnyRozpocet/2013/>>
- [16] <http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf>
- [17] <<http://www.finance.cz/dane-a-mzda/dane-v-cr-a-v-eu/dane-v-eu/minimalni-sazby-dani/>>
- [18] <<http://www.finance.cz/dane-a-mzda/dane-v-cr-a-v-eu/dane-v-eu/dane-v-madarsku/>>

EFEKTÍVNOSŤ DAŇOVEJ SPRÁVY A DAŇOVÉ UKAZOVATELE V KRAJINÁCH EÚ¹

EFFECTIVENESS TAX ADMINISTRATION AND INDICATORS OF THE EU COUNTRIES

Katarína Vavrová²

ABSTRACT

The aim of paper tax and contribution burden on businesses in the Slovak Republic is engaged in assessing the impact of the tax burden on legal entities, and also comparison of the tax burden of legal entities V4. Another part is devoted to the tax burden of legal, collection of various taxes to the public budget and comparing with V4 countries.

Keywords: tax, the taxpayer, tax rate, tax burden, contributions, wedge, transaction tax.

JEL Klasifikácia: G51, H25

ÚVOD

Dane sú rovnako ako odvody nenávratné platby, ktoré sa vypočítajú z príjmu daňovníka a odvádzajú sa do verejného rozpočtu. Daňovníci odvádzajú odvody do povinného zdravotného a sociálneho poistenia. Faktom je, že pre zamestnanca odvody znamenajú zníženie čistej mzdy a pre zamestnávateľa zase zvyšujú cenu práce. Za zamestnanca platí odvody z väčšej časti zamestnávateľ a to zo mzdy zamestnanca, z menšej časti si ich platí sám zamestnanec. Podnikateľ si platí odvody sám. Odvody teda predstavujú percento z hrubej mzdy a na Slovensku patria medzi najvyššie v OECD. Slovenská republika je pluralitným štátom s jednokomorovým parlamentom a prezidentom. Územnosprávne členenie štátu je na 8 krajov. Slovensko pristúpilo k EÚ v roku 2004, s účinnosťou od 1.1.2009 zaviedlo euro. Prvou daňovou reformou (od 1.1.1993) bola pre potreby trhovej ekonomiky zavedená daňová sústava Slovenskej republiky. Môžeme konštatovať, že najnovšia daňová sústava, ktorá sa uplatňuje od 1.1.2013 je veľmi podobná vyspelým členským krajinám EÚ, najmä v oblasti zdanenia spotreby. Patrí medzi významné nástroje daňovej politiky. Spolu so subjektom, objektom a základom dane tvoria sadzby dane základné daňové náležitosti. Veľkosť daňovej úhrady pre každý subjekt dane určuje sadzba dane. Sadzba dane má viacero funkcií³:

- *schopnosť determinovať (vymedziť) význam dane,*
- *schopnosť kompenzovať výpadok daňového výnosu z jednej dane inou daňou,*
- *riadiaca funkcia.*

Rovnako tak poznáme aj viacero druhov sadzieb dane:

- *pevná sadzba dane* – pevne stanovená suma v menovej jednotke na určité množstvo,

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy KEGA č. 041EU-4/2015 Nové trendy v zefektívňovaní daňovej správy v rámci EÚ.

² Ing. Katarína Vavrová, PhD, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: katarina.vavrova@euba.sk

³ ZUBAĽOVÁ, A. A kol. 2008. *Daňové teórie a ich využitie v praxi*. 2008. Bratislava : Iura Edition. 2008. s. 27. ISBN 978-80-8078-228-3.

- *nulová sadzba dane* – priamo v zákone je uvedená konkrétna nulová sadzba dane (používa sa len zriedka),
- *percentuálna (pohyblivá) sadzba dane* – vyjadrená cez percentuálny pomer k základu dane. Ďalej sa člení na progresívnu, regresívnu a proporcionálnu.

Daňovú sadzbu považujeme za algoritmus, prostredníctvom ktorého sa určuje výška dane z daňového základu. Patrí medzi významné prvky daňovej techniky, pretože vďaka vhodnej voľbe daňovej sadzby je možné zabezpečiť splnenie daňového cieľa. Rozlišujeme sadzby¹:

- *absolútne daňové* - sadzby stanovené absolútnou sumou, napr. €/l, €/ha, €/m² (v daňovej sústave SR boli daňové sadzby v minulosti vyjadrené ako Sk/l, Sk/hl, Sk/ha). Tento druh sadzieb v súčasnosti uplatňujeme pri pozemkovej dani a v systéme spotrebných daní. Medzi ich prednosti patrí zrozumiteľnosť a jednoduchosť výpočtu,
- *relatívne daňové* – sadzby vyjadrujúce podiel z daňového základu najčastejšie stanovené v percentách. Môžu mať charakter progresívnej, regresívnej alebo proporcionálnej sadzby,
- *kombinované daňové* – sadzby, ktoré sa tvoria kombináciou pevnej a pohyblivej sadzby, napr. daň z tabakových výrobkov (€/ks + %-na daňová sadzba).

Aj keď sadzba dane môže mať v podstate vo všeobecnosti podobu akéhokoľvek výpočtového algoritmu, zvyčajne sa používa niekoľko typov sadzieb. Z praktického hľadiska delíme sadzby dane podľa dvoch nezávislých kritérií, ktoré nám spoločne vymedzujú typ sadzby.

DAŇOVÉ UKAZOVATELE A EFEKTÍVNOSŤ DAŇOVEJ SPRÁVY

Podiel všetkých daní, ktoré plynú do verejného rozpočtu, na celkovom HDP danej krajiny predstavuje daňovú kvótu. Rozlišujeme:

- Daňová kvóta 1- podiel daní, ktoré štát vyzbieral k HDP krajiny.
- Daňová kvóta 2- predstavuje odvody do fondov (nemocenské, zdravotné, poistenie v nezamestnanosti atď.) k HDP krajiny.

Keď spojíme tieto dva ukazovatele, tak spolu tvoria zloženú daňovú kvótu a predstavujú daňové a odvodové zaťaženie subjektov.

Daňovú kvótu považujeme za najpoužívanejší agregovaný indikátor. Slúži najmä na porovnanie daňového zaťaženia v rôznych krajinách.² Pre porovnanie je potrebné brať do úvahy odlišnosti v daňových systémoch jednotlivých krajín.

Medzi tieto odlišnosti patria:

- zdaňovanie sociálnych dávok – v EÚ sú krajiny kde sa sociálne dávky zdaňujú ale aj krajiny, v ktorých nedochádza k zdaňovaniu týchto dávok. Spravidla v tých krajinách, kde sa dávky zdaňujú, je výška dávky pred zdanením vyššia ako v krajinách kde sa nezdaňujú,
- povinné nedaňové platby – jedná sa o platby, ktoré sú povinné a nesmerujú do verejného rozpočtu ale znižujú disponibilný príjem. (napr. II. pilier dôchodkového sporenia),
- zdaňovanie dividend – rovnako zdaňovanie dividend je jedna z odlišností, ktorá predstavuje odchýlky v porovnávaní daňového zaťaženia krajín. Je to z dôvodu, že v krajinách ako aj napr. Slovensko sa dividendy štátnych podnikov nezdaňujú.³

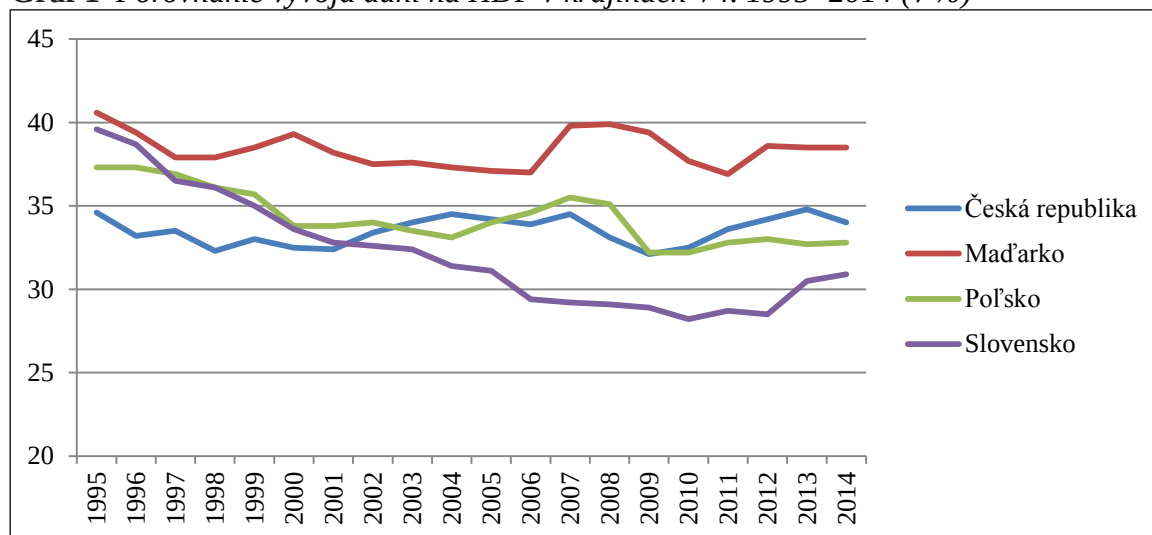
¹ LÉNÁRTOVÁ, G. 2015. *Daňové systémy*. Bratislava : Ekonóm, 2015. s. 47-50.

² Remeta J., Gábik R., Alexová M. 2015. Daňový report Slovenskej republiky 2015. [online]. Dostupné na internete: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=10490#top>>.

³ Remeta J., Gábik R., Alexová M. 2015. Daňový report Slovenskej republiky 2015. [online]. Dostupné na internete: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=10490#top>>.

V minulosti patrilo Slovensko medzi lídrov v generovaní daňových príjmov v pomere ku HDP. V súčasnosti sa radíme medzi najslabšie krajiny EÚ v tejto oblasti. Dôsledkom toho je klesajúca úspešnosť výberu daní (stretávame sa aj s názorom neefektívnej daňovej správy), no najdôležitejším faktorom tejto zmeny sú daňové zmeny za uplynulé dve desaťročia. Negatívny vývoj v oblasti výberu daní je zobrazený v nasledujúcom grafe:

Graf 1 Porovnanie vývoja daní na HDP v krajinách V4. 1995- 2014 (v %)



Prameň: Eurostat

Graf číslo 1 znázorňuje pokles daňových príjmov Slovenskej republiky v porovnaní s krajinami V4, ktorý je zapríčinený zmenami v daňových zákonoch počas týchto rokov. Medzi tieto zmeny patrí postupné znižovanie sadzieb daní z príjmu podnikateľských osôb, dane z príjmu fyzických osôb, dane z pridanej hodnoty a viaceré zmeny, ktoré boli realizované počas daňovej reformy v roku 2004.

Na grafe číslo 2 sú zobrazené všetky členské štáty EÚ a ich podiel daní na HDP. Pre porovnanie môžeme vidieť aj líniu priemeru EÚ, za ktorou výrazne zaostávame. Ďalším veľmi dôležitým aspektom je daňový mix.

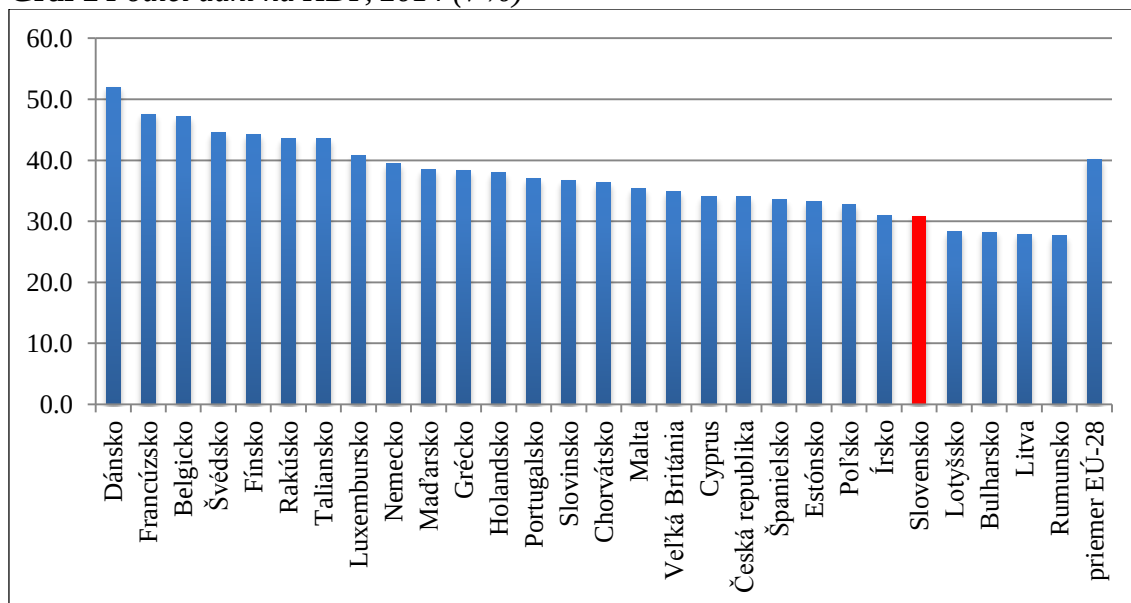
Daňový mix

Vyjadruje zastúpenie daní a podiel najsilnejších daní na celkovom príjme. Daňový mix teda predstavuje štruktúru daňových príjmov. Daňový mix Slovenska je zobrazený prostredníctvom grafu.

Z komparácie krajín sa dá konštatovať, že krajiny V4 sa v porovnaní s priemerom EÚ spoliehajú vo väčšej miere na dane z produkcie a importu, obzvlášť DPH a príjmy z odvodov. Slovensko v porovnaní s krajinami V4 generuje najnižšie dane z majetku a príjmu fyzických a právnických osôb, predovšetkým u daní z príjmu fyzických osôb. Nasledujúci graf zobrazuje vývoj daňového mixu Slovenskej republiky od roku 1995. Graf číslo 3 vyjadruje situáciu, kedy pokles podielu daní z príjmu bol čiastočne kompenzovaný nárastom odvodov. Aj napriek viditeľnému poklesu vývoj štruktúry daňových príjmov vykazuje relatívnu stabilitu.⁴

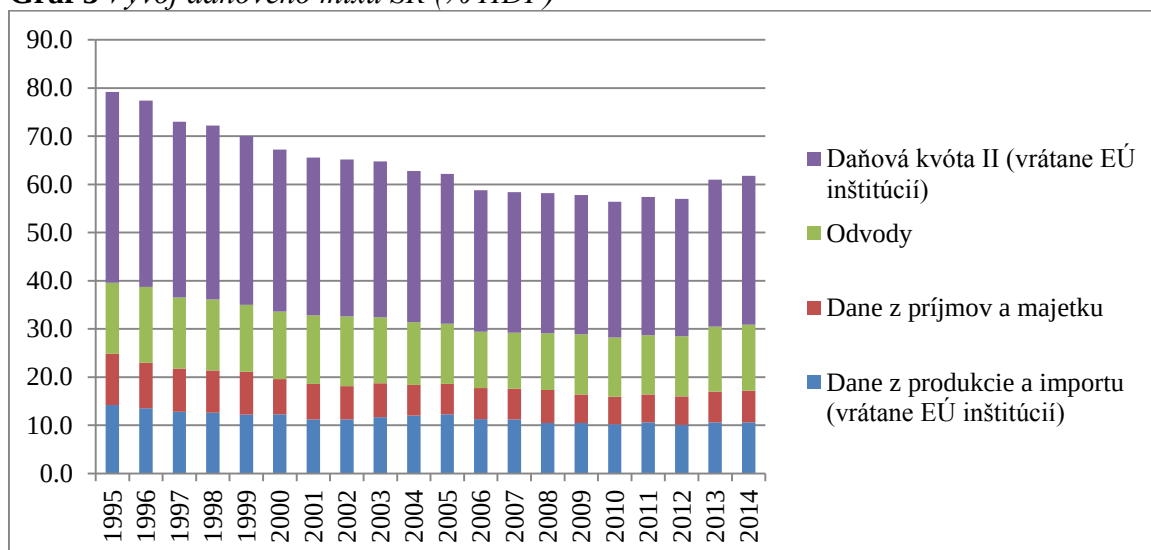
⁴ Remeta J., Gábik R., Alexová M. 2015. Daňový report Slovenskej republiky 2015. [online]. Dostupné na internete: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=10490#top>>.

Graf 2 Podiel daní na HDP, 2014 (v %)



Prameň: Eurostat

Graf 3 Vývoj daňového mixu SR (% HDP)



Prameň: Eurostat

Implicitné daňové sadzby

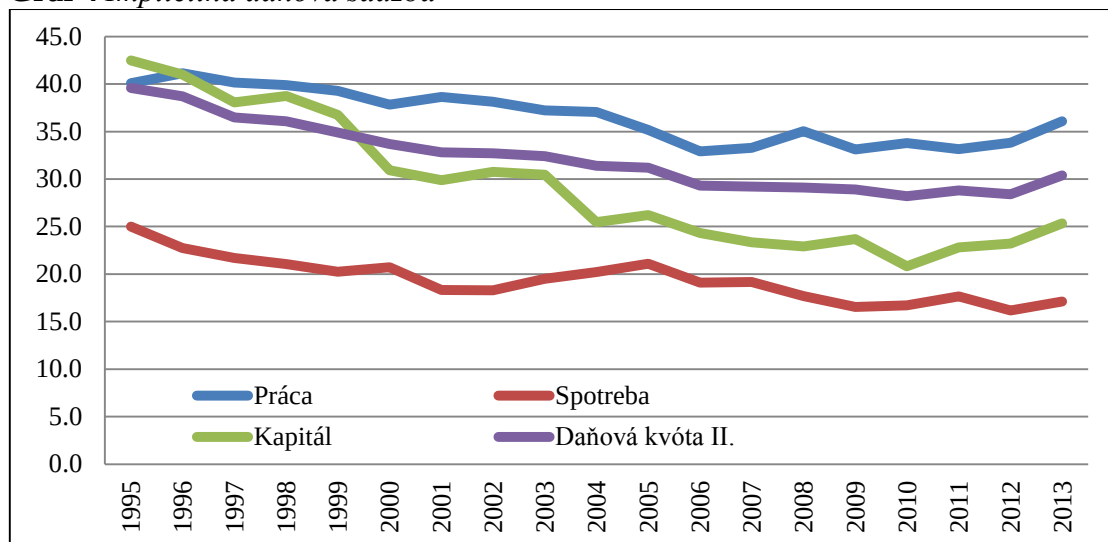
Daňový ukazovateľ, ktorý na rozdiel od daňovej kvóty, poskytuje presnú informáciu ohľadom zdanenia jednotlivých ekonomických ukazovateľov (spotreba, práca, kapitál). Implicitné daňové sadzby predstavujú vývoj dane vo forme skutočného príjmu voči daňovej základni a sú vhodnejšie na medzinárodné porovnávanie daňového zaťaženia vybraných agregátov.⁵

Na grafe č. 4 možno vidieť pokles implicitných daňových sadzieb. Slovensko, po vzore ostatných krajín EÚ najviac zaťažuje prácu. Klesajúci trend implicitnej daňovej sadzby práce bol od roku 2005 spôsobený zavedením penzijnkej reformy. A II. pilier do roku 2011 odčerpával

⁵ Gábik R. 2011. IFP: Slovensko by malo zvýšiť podiel „dobrych“ daní. [online]. Dostupné na internete: <<http://www.investujeme.sk/ifp-slovensko-by-malo-zvysit-podiel-dobrych-dani/>>.

z daňových príjmov 1,2% HDP. Platby do II. piliera sú povinné a nepovažujú sa za daň, takže nie sú príjmom do štátneho rozpočtu. Ďalším dôvodom je aj častejší výskyt iných typov pracovných úväzkov, ktoré nepodliehali tak vysokému zaťaženiu, na úkor bežného zamestnaneckého pomeru (napr. príjmy z dohôd o vykonaní práce).

Graf 4 *Implicitná daňová sadzba*



Prameň: Eurostat

ZÁVER

Hlavným poslaním daňovej správy SR je efektívny výber a správa daní, ako aj ochrana ekonomických záujmov štátu. Krajiny Európskej únie načrtli plán vo všetkých oblastiach verejného života. Slovenská republika predstavila plán rozvoja pod názvom Akčný plán 20. V rámci neho je nesmierne dôležitý „Udržateľný rozvoj“. Môžeme ho považovať za rozvoj, ktorý dáva súčasným i budúcim generáciám možnosť uspokojiť základné ľudské potreby bez zníženia rozmanitosti a zachovania si prirodzenej funkcie ekosystémov. Hlavným cieľom horizontálneho princípu je zabezpečenie podmienok na trvalo udržateľný rozvoj tak, aby každé opatrenie podporené z verejných financií podporovalo vo všetkých aspektoch environmentálny, ekonomický a sociálne udržateľný rast. Programy spolufinancované z EŠIF musia dodržiavať aj horizontálny princíp udržateľného rozvoja. Základom udržateľného rozvoja sú tri piliere, a to environmentálny, ekonomický a sociálny. Hlavným cieľom horizontálneho princípu udržateľný rozvoj bude zabezpečenie environmentálnej, sociálnej a ekonomickej udržateľnosti rastu s osobitným dôrazom na ochranu a zlepšenie životného prostredia pri zohľadnení zásady „znečisťovateľ platí“. Uvedené tri piliere udržateľného rozvoja budú špecifickými cieľmi akčného plánu. Tie sa ďalej členia na čiastkové ciele, ktoré zahŕňajú vecne príslušné tematické ciele stanovené pre EŠIF 2014 – 2020.

1. Posilnenie environmentálneho aspektu rozvoja.

V rámci environmentálneho aspektu sa bude zohľadňovať zásada „znečisťovateľ platí“.

Čiastkové ciele:

- podpora prechodu na nízko uhlíkové hospodárstvo vo všetkých sektoroch,
- podpora prispôsobovania sa zmenám klímy, predchádzanie riziku a jeho riadenie,
- ochrana životného prostredia a podpora efektívneho využívania zdrojov,
- podpora udržateľnej dopravy a odstraňovanie prekážok v kľúčových sieťových infraštruktúrach.

2. Posilnenie ekonomického aspektu rozvoja (Posilnenie inteligentného rastu)

Čiastkové ciele:

- posilnenie výskumu, technologického rozvoja a inovácií;
- zvýšenie konkurencieschopnosti MSP,
- investovanie do vzdelávania, zručností a celoživotného vzdelávania,
- posilnenie inštitucionálnych kapacít a efektivity VS.

3. Posilnenie sociálneho aspektu rozvoja (Posilnenie inkluzívneho rastu)

Čiastkové ciele:

- podpora zamestnanosti a mobility pracovnej sily,
- podpora sociálneho začlenenia a boj proti chudobe.

Záverom možno konštatovať (Lénártová, 2013), že vyhodnotenie ukazovateľov efektívnosti novovytvorenej finančnej správy a jej všetkých inštitúcií je úlohou samotného vedenia finančnej správy, ako aj výskumných pracovníkov. Skúmanie efektov je nevyhnutné zrealizovať čo najskôr prostredníctvom kvantitatívnych a kvalitatívnych ukazovateľov efektívnosti, ako sú napr. počet daňových subjektov, počet zamestnancov (v príslušnej kvalifikačnej, profesijnej, vekovej štruktúre), suma nákladov, suma vybraných príjmov, počet daňových priznaní, počet spracovaných dokumentov, počet uskutočnených kontrol, vymožené príjmy, ukazovatele elektronizácie, kontroly s nálezom, výdavky na školenia atď. Len takto je možné zistiť, či stanovené ciele sa priebežne plnia a čo je potrebné v blízkej budúcnosti modifikovať tak, aby hlavné zámery reformy boli splnené.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] KUBÁTOVÁ, K. *Daňový teórie a politika*. Praha : Wolters Kluwer, 2010. 276 s. ISBN 978-80-7357-574-8.
- [2] LÁCHOVÁ, L. *Daňové systémy v globálnom svete*. Praha : ASPI, 2007. 271 s. ISBN 978-80-7357-320-1.
- [3] LÉNÁRTOVÁ, G. *Daňové systémy*. Bratislava : vydavateľstvo Ekonóm, 2009. 264 s. ISBN 80-225-1742-9.
- [4] LÉNÁRTOVÁ, Gizela. Realizácia prvej etapy reformy daňovej a colnej správy v SR (UNITAS I.). In *Manažment podnikania a vecí verejných : [recenzovaný] zborník vedeckých prác*. - Bratislava : ALDO, 2013. ISBN 978-80-970759-3-4, s. 85-92.
- [5] MANESS, T.S. *Introduction of Corporate Finance*. Washington: University of Washington, 1988. 546 s. ISBN 978-0070399358.
- [6] MISHKIN, F. *Ekonomie peněz, bankovnící a finančního trhu*. Finance a úvěr 2/1992. ISBN 0-673-39831-5.
- [7] ROSS, S. A. – WESTWRFIELD, R. W. – JAFFE, J. *Corporate Finance*. Boston: IRWING, fourth Edition, 1996. 720 s. ISBN 0077861655.
- [8] SCHULTZOVÁ, A. *Daňovníctvo, druhé vydanie*. Bratislava : Iura Edition, 2008. 237 s. ISBN 978-80-8078-264-1.
- [9] SOLÍK, J. *Súčasný stav a tendencie vývoja harmonizácie daní v Európskej únii*. Bratislava : Nadácia F. A. Hayeka, 2007. 203 s. ISBN 978-80-969833-0-8.
- [10] ŠIROKÝ, J. *Dane v Evropské unii*. Praha: Linde, 2010. 352 s. ISBN 978-80-7210-799-7.

POSTAVENIE MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV V EURÓPSKEJ ÚNII A NA SLOVENSKU

POSITION OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN EUROPEAN UNION AND IN SLOVAKIA

Elena Fetisovová¹, Ladislav Nagy²

ABSTRACT

In this work we deal with selected problems of small and medium-sized enterprises in Slovakia in comparison with European economies. We focus on potential development barriers of the business environment in European Union. We pay special attention on selected aspects of the European business environment quality. We deal with the funding as the barriers of the development of European small and medium-sized enterprises.

Keywords: small and medium-sized enterprises, business environment, funding, European Union, Slovakia

JEL Classification: G30, G32

ÚVOD

Malé a stredné podniky sú hlavnou hybnou silou hospodárskeho rastu, inovácie, zamestnanosti a sociálnej integrácie v regiónoch. Prínosom pre regióny je dynamický sektor MSP s väčšou hospodárskou dynamikou, väčším počtom pracovných miest a pozitívnym prostredím, ktoré stimuluje podnikanie na základe vzorov. Malé a stredné podniky sa vzhľadom na svoje väzby k regiónom vyznačujú vysokou lojalitou k miestu podnikania a angažujú sa v regióne v mnohých spoločenských oblastiach. Malé a stredné podniky sú považované za najpružnejšiu a najprogresívnejšiu skupinu podnikov – za akcelerátor rozvoja každej vyspelej ekonomiky. Sú schopné prevziať na seba veľa úloh. Predovšetkým zastupujú veľké podniky a ako ich protihráč prispievajú k zvyšovaniu konkurencie, vytvárajú pracovné miesta a sú realizátormi zmien.

Ukazuje sa, že v posledných rokoch určuje rozvoj regiónu menej zakladanie veľkých priemyselných podnikov, ale skôr rozvoj ich vnútorného potenciálu. Čoraz väčší význam nadobúda udržiavanie podnikov, ktoré už v regióne existujú, a ich rozvoj, podporovanie zakladania firiem a vo výraznejšej miere sukcesie podnikov, a v budúcnosti musí byť v stredobode pozornosti regionálnych aktivít. Z podporovania inovácií, nových postupov, výrobkov a služieb, ktoré pochádzajú z podnikov alebo od začínajúcich podnikateľov z regiónu, má prospech celý región a jeho obyvatelia, a to vo forme dynamického trvalo udržateľného rozvoja a vyššieho blahobytu. Ale aj malé a stredné podniky musia dôraznejšie čeliť tomuto sústavnému procesu inovácie. Počas uplynulých rokov sa zmenili rámcové podmienky pre MSP: kratšie výrobné cykly, väčší časový tlak na uvedenie nových výrobkov na trh, vyšší tlak na náklady, priebežná kvalifikácia zamestnancov, ale aj problémy získavania dostatočného počtu odborníkov.

¹ doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc., Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, e-mail: elena.fetisovova@euba.sk

² Ing. Ladislav Nagy, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, e-mail: ladislav.nagy@euba.sk

VÝZNAM MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV V TRHOVEJ EKONOMIKE

Po ropných šokoch v sedemdesiatych rokoch 20. storočia sa jednou z najdôležitejších faktorov konkurencieschopnosti podnikov stala pružnosť, v ktorej duchu sa novozaložené malé podniky stali hlavnými motormi hospodárskeho dynamizmu. Spomenutá skutočnosť viedla k významným posunom a k preценeniu malých a stredných podnikov. Nositelia národnej a svetovej hospodárskej politiky oceňujú prínos tohto sektora nielen v oblasti zamestnanosti a uspokojenia potrieb spotrebiteľskej sféry na vysokej úrovni, ale aj v napomáhaní vedecko-technického pokroku.

Najsilnejšími a najkonkurencieschopnejšími ekonomikami v posledných desaťročiach boli USA a Japonsko. Ich rýchla expanzia bola ovplyvnená nielen progresívnym vývojom informačných a komunikačných technológií, ale v určitej miere aj rozšírením a posilnením e-business. Až v 90. rokoch si Európska únia uvedomila nastupujúci proces ekonomickej zaostalosti oproti týmto vyspelým štátom, ktorý chcela riešiť implementáciou lisabonského programu. Ciele v oblasti vybudovania početných prvkov znalostnej ekonomiky vrátane posilnenia výskumných a vývojových aktivít sa však nepodarilo dosiahnuť. Dôvodom neúspešnosti bolo aj zachovanie pôvodných i ustálených štruktúr. Stredoeurópskym krajinám sa takisto nepodarilo dobehnúť vyspelé európske štáty. Na druhej strane sa jednými z najvýznamnejších predstaviteľov svetového hospodárstva stávali Čína a India, ktoré vďaka efektívnemu využitiu lacnej pracovnej sily rapidným tempom znižujú svoju historickú zaostalosť. Dôvody rozdielných úrovní sú veľmi rozmanité. Európa je totiž charakterizovaná rozdielnymi aktivitami pracovnej sily, ako aj rozdielnou výkonnosťou ekonomík. Východiskovým problémom je však slabšia výkonnosť i inovatívnosť malých a stredných podnikov EÚ.

V ekonomickom myslení 20. storočia boli preferované s významnou dominantnosťou veľké podniky. Prelom 19. a 20. storočia je charakterizovaný novými priemyselnými odvetvami, vznikom moderných veľkých podnikov a ich dominantnosťou. Mnohí ekonómovia naznačili aj „súmrak“ malých podnikov. Ani svetové vojny nemali pozitívny vplyv na rozvoj malého a stredného podnikania. Produkciu v zbrojnom priemysle možno efektívne realizovať len v rámci veľkých podnikov. V období studenej vojny sa Spojené štáty a ich západní spojenci obávali rastúcej ekonomickej výkonnosti štátov sovietskeho bloku, a preto industrializáciu a hospodársky rozvoj chceli dosiahnuť hromadnou výrobou. Len veľké podniky boli schopné využiť výhody hromadnej produkcie, ktorá bola podporovaná aj hospodárskou politikou väčšiny západných krajín. Bolo to aj istou ekonomickou paradigmou, že budúcnosť patrí veľkým podnikom, ktoré sú aj motormi národného hospodárstva. Malé podniky nemali ani šancu súperiť s veľkými podnikmi. Hovorilo sa: „veľká ryba zožerie malú“. Nasledovaniashodným príkladom sa stalo dosiahnutie čo najväčšej veľkosti podniku s cieľom získať úspory z rozsahu a ďalšie trhy v zahraničí. Jean-Jacques Servan-Schreiber vo svojom diele *Le défi américain* (1967) upozornil na úplnú prevahu USA oproti Európe. Hlavnými faktormi tejto prevahy boli podľa neho také gigapodniky, ako napríklad General Motors, US Steel alebo IBM.

Od polovice 70. rokov sa však situácia zmenila. Rýchly ekonomický rast v predošlých obdobiach sa pre ropný šok zastavil. Mnohé veľké podniky boli vystavené riziku poklesu trhu a dostali sa do krízového stavu. Dosiahnuť oživenie sa podarilo jedine racionalizáciou podnikových aktivít a reštrukturalizáciou pracovnej sily, čo však vyvolalo rastúcu nezamestnanosť v západných ekonomikách. Dokázalo sa, že veľké podniky sú nepružné a nie sú schopné sa rýchlo prispôbovať meniacim sa podmienkam. V sedemdesiatych a osemdesiatych rokoch 20. storočia sa ekonomické podmienky výrazne menili. Zvýšil sa dopyt po službách a súčasne klesol dopyt po statkoch hromadnej produkcie, zintenzívnila sa hospodárska súťaž, na trhu práce sa objavila „lacná“ pracovná sila a celé obdobie

charakterizovali privatizačné vlny. Tieto zmeny vyhovovali skôr malým a stredným podnikom, ktorých počet zaznamenal veľmi dynamický vývoj.

So zvýšením počtu a výkonnosti malých a stredných podnikov sa zmenili aj názory predstaviteľov ekonomického myslenia. Malé a stredné podniky sú flexibilné a sú nositeľmi inovácií. Ernst F. Schumacher v knihe *Small is Beautiful* (1973) navrhuje vytvárať ekonomiku menších primeraných rozmerov, ktorá by bola alternatívou k súčasnej gigantomanii a nenavrhuje ničenie veľkých štruktúr, ale zakladanie malých v ich lone. Význam malých a stredných podnikov v národnom hospodárstve je nepopierateľný, a to predovšetkým pri napomáhaní hospodárskeho rastu v období spomalenia, resp. poklesu ekonomiky. Ako príklad spomeňme len úpadok IT podnikov po prasknutí internetovej bubliny na konci deväťdesiatych rokov 20. storočia. Hoci väčšina malých a stredných podnikov zostáva naďalej malým podnikom a podľa európskych štatistík nedožije ani piaty rok svojho vzniku, ale práve v dynamizme spočíva ich význam. Malé a stredné podniky vznikajú aj v obdobiach, keď veľké multinacionálne podniky sú nútené hromadne prepúšťať svojich zamestnancov, a tak pomáhajú vytvárať nové pracovné príležitosti pre uvoľnenú pracovnú silu.

K zvýšeniu počtu podnikaní prispeli aj globalizácia a rozšírené používanie internetu. Počet podnikov v EÚ zaznamenal od začiatku deväťdesiatych rokov približne 13 % – 15 % zvýšenie. Medzi odvetvia, kde dominujú mikropodniky, patria najmä maloobchod, cestovný ruch a ostatné služby. Malé podniky sú preferované vo veľkoobchode a maloobchode, pri vydavateľskej činnosti, pri výrobe textilných a drevených výrobkov. Potravinársky a textilný priemysel, informačné technológie a doprava sú typickými odvetviami, kde je obľúbené stredné podnikanie.

Podnikanie je významnou hnacou silou hospodárskeho rastu a vytvárania pracovných miest. Vedie k vzniku nových spoločností a pracovných miest, otváraniu nových trhov a rozvíjaniu nových zručností a schopností. V dôsledku podnikania sú hospodárstva konkurencieschopnejšie a inovatívnejšie, pričom podnikanie zohráva kľúčovú úlohu pri dosiahnutí makroekonomických cieľov Európskej únie. Komercializácia nových myšlienok zlepšuje produktivitu a vytvára blahobyt. Bez pracovných miest vytvorených v nových podnikoch by bol priemerný čistý rast zamestnanosti záporný.

MALÉ A STREDNÉ PODNIKY V EURÓPSKEJ ÚNII

Malé a stredné podniky tvoria významnú časť európskeho hospodárstva. Sú kľúčovým zdrojom pracovných príležitostí, podnikateľských zručností a živou pôdou inovácií. V Európskej únii malé a stredné podniky tvoria viac ako 99,8 % všetkých podnikov.

Na základe správy *Annual report on european SMEs* (2014/2015) v roku 2014 bolo v EÚ28 približne 22,31 milióna malých a stredných podnikov, ktoré zamestnávali viac ako 90 milióna ľudí. Takmer 92,7 % týchto podnikov sú mikropodniky, 6,1 % tvoria malé podniky, 1 % podiel majú stredné podniky a iba 0,2 % sú veľké podniky. Význam malých a stredných podnikov dokumentuje aj ich podiel na najdôležitejších ukazovateľoch makroekonomického vývoja. Ich podiel na celkovej zamestnanosti v súkromnom sektore EÚ28 je viac ako 66,9 % a podiel na tvorbe pridanej hodnoty 57,8 %.³

Zastúpenie malých a stredných podnikov v ekonomike EÚ je v jednotlivých odvetviach rozdielne. Najväčší podiel na zamestnanosti majú malé a stredné podniky pôsobiace v odvetviach veľkoobchodu, maloobchodu a opravárenských služieb. Ďalšie štyri sektory s dominantným postavením malých a stredných podnikov sú spracovateľský priemysel, stavebníctvo, obchodné služby a ubytovacie a reštauračné služby. Malé a stredné podniky,

³ *Annual report on european small and medium-sized enterprises 2014/2015*. [online]. European Commission. pp. 7.

ktoré pôsobia v týchto piatich sektoroch prispievajú k zamestnanosti viac ako 79 % a tvoria 71 % pridanej hodnoty v sektore MSP.

Vybrané ukazovatele o malých a stredných podnikoch Európskej únie obsahuje aj nasledujúca tabuľka 1.

Tabuľka 1 Vybrané ukazovatele o sektore malých a stredných podnikov EÚ28, 2014

Položky	M. j.	Mikro-podniky	Malé podniky	Stredné podniky	Sektor MSP	Veľké podniky	Spolu
Počet podnikov	mil.	20,72	1,36	0,22	22,31	0,04	22,35
Podiel na počte podnikov	%	92,70	6,10	1,00	99,80	0,20	100,00
Počet pracovníkov	mil.	39,27	27,44	23,27	89,98	44,52	134,50
Podiel na zamestnanosti	%	29,20	20,40	17,30	66,90	33,10	100,00
Pridaná hodnota	mld. €	1,36	1,17	1,19	3,72	2,71	6,43
Podiel na pridanej hodnote	%	21,10	18,20	18,50	57,80	42,20	100,00

Prameň: Vlastné výpočty podľa *Annual report on european small and medium-sized enterprises 2014/2015*. [online]. European Commission.

Malé a stredné podniky majú dominantné postavenie takmer vo všetkých členských štátoch. Podiel malých a stredných podnikov na celkovom počte podnikov sa pohybuje od 99,5 % (napríklad v Luxembursku a Nemecku) do viac ako 99,9 % (napríklad v Portugalsku, Taliansku a Grécku). Kým malé a stredné podniky tvoria prakticky rovnaký podiel na celkovom počte podnikov pôsobiacich v členských štátoch, ich ekonomický prínos v jednotlivých krajinách EÚ výrazne líši. Európa je totiž charakterizovaná rozdielnou úrovňou produktivity práce, ako aj rozdielnou výkonnosťou ekonomík. Mikropodniky majú podľa štúdií Európskej únie relatívne väčší podiel v južnej a východnej Európe (Chorvátsko, Česká republika, Grécko, Maďarsko, Taliansko, Portugalsko, Poľsko, Slovensko, Slovinsko a Španielsko) a takisto v Belgicku a Francúzsku v porovnaní s priemerom EÚ28.

Európska komisia v správe *Annual report on european SMEs (2014/2015)* identifikovaj vplyv vývoja rôznych makroekonomických indikátorov na rôzne odvetvia, v ktorých sú malé a stredné podniky najviac zastúpené. Správa Európskej komisie zdôraznila najmä tieto kľúčové poznatky:

- dopyt domácností má výrazný vplyv na výkonnosť malých a stredných podnikov,
- odvetvie stavebníctva je ovplyvnené predovšetkým tvorbou hrubého fixného kapitálu,
- dopyt po domácich tovaroch a službách má pozitívny dosah na rast malých a stredných podnikov a na tvorbu pridanej hodnoty MSP,
- na rast zamestnanosti v maloobchode a veľkoobchode majú pozitívny vplyv predovšetkým výdavky domácností,
- tvorba hrubého fixného kapitálu významne ovplyvňuje zamestnanosť v stavebníctve a v službách,
- vývoz tovaru a služieb stimuluje tvorbu pridanej hodnoty v spracovateľskom priemysle, kde sú najviac zastúpené malé a stredné podniky.

Úroveň aktivity malých a stredných podnikov a miera zamestnanosti sú silne závislé od výkonnosti ekonomiky a od dopytu po tovaroch a službách. Podľa správy *Annual report on european SMEs* ekonomika členských štátov ešte stále nesie znaky finančnej recesie, čo vysvetľuje aj slabú výkonnosť malých a stredných podnikov v týchto krajinách.

Úroveň podnikania a jeho charakter sa v jednotlivých členských štátoch do veľkej miery líšia, a preto sú dôvody pre nízky entuziazmus, pokiaľ ide o podnikateľskú kariéru, rôzne. Niektoré členské štáty s vyššou úrovňou podnikania sú menej úspešné ako iné, pokiaľ ide o pomoc novým a malým podnikom v oblasti rastu. Potenciálni podnikatelia v Európe nemajú vo všeobecnosti priaznivé prostredie na podnikanie: vzdelanie neponúka správny základ na rozbehnutie podnikateľskej kariéry, ťažký prístup k úverom a trhom, ťažkosti pri prevode podnikov, obavy z trestných sankcií v prípade porušenia a zaťažujúce administratívne postupy.

Ročný prieskum rastu EÚ v roku 2014 poukázal na potrebu zlepšenia podnikateľského prostredia v záujme zvýšenia konkurencieschopnosti ekonomík Európskej únie. Okrem toho sú podporné opatrenia pre MSP naďalej nevyvážené, keďže veľký počet členských štátov Európskej únie pri príprave právnych predpisov ešte stále nezohľadňuje charakteristiky malých podnikov, najmä mikropodnikov, ani neposkytujú druhú šancu poctivým zbankrotovaným podnikateľom. Podnikateľské prostredie malých a stredných podnikov je nielen problematické, ale prevláda v ňom aj kultúra, ktorá dostatočne neuznáva ani neodmeňuje podnikateľské úsilie a neodkazuje na úspešných podnikateľov ako na vzory, ktoré vytvárajú pracovné miesta a príjmy. Európa teda musí prejsť dôkladnou a rozsiahlou kultúrnou zmenou, aby bolo podnikanie motorom rastu európskeho hospodárstva.

Finančná a hospodárska kríza mala vážne dôsledky na výkonnosť malých a stredných podnikov EÚ. Nedostatočný kúpyschopný dopyt je podľa dokumentu *Annual report on european SMEs* (2014/2015) najnaliehavejším problémom pre 20 % MSP, zároveň sa predpokladá, že v nasledujúcich rokoch zostáva dopyt na domácich trhoch naďalej slabým.

Prístup k finančným zdrojom je ďalším vážnym problémom pre európske malé a stredné podniky, v krátkodobom horizonte je však menej naliehavý ako nedostatok dopytu na domácich trhoch. V druhej polovici roka 2011 bol prístup k zdrojom financovania najvýraznejším problémom pre 15 % MSP, kde sú najviac zastúpené mikropodniky a začínajúce malé podniky. Situácia sa zmiernila v roku 2014, pretože len 13 % MSP považovalo prístup k zdrojom financovania za najväčšiu bariéru podnikania. Banky boli viac rizikovo averzné, čo sa odzrkadľuje aj vo vyššej rizikovej prirážke a zvýšenej hodnote požadovanej záruky.

Dostupnosť finančných zdrojov je najproblematickejšia predovšetkým na Cypre, v Grécku, v Španielsku a Chorvátsku. Väčšina maltských, fínskych a belgických malých a stredných podnikov nemá žiadne prekážky pri financovaní svojich podnikateľských aktivít.

Výsledky prieskumu potvrdili, že významný počet mikropodnikov (cca 18 %) má problém so získavaním externého kapitálu, pričom malé (10 až 49 zamestnancov) a stredné (40 až 249 zamestnancov) majú menšie bariéry pri získavaní zdrojov financovania. Ďalšou prekážkou MSP je dostupnosť kvalifikovaných pracovníkov a skúsených manažérov, regulačné opatrenia štátu, globálna súťaž a vysoké výrobné a mzdové náklady.

MALÉ A STREDNÉ PODNIKY NA SLOVENSKU

Malé a stredné podniky sú životnou silou slovenskej ekonomiky. Rozvoj malých a stredných podnikov súvisí s úrovňou podnikateľského prostredia. Zmeny v podnikateľskom prostredí sa premietajú aj do kvantitatívnych a kvalitatívnych charakteristík sektora malých a stredných podnikov, ktorý v ekonomike poskytuje pracovné príležitosti 72,7 % pracovnej sily a podieľa sa 53,3 % na tvorbe pridanej hodnoty Slovenskej republiky.

Vybrané ukazovatele o malých a stredných podnikoch Slovenska obsahuje nasledujúca tabuľka 2.

Tabuľka 2 Počet podnikateľských subjektov v Slovenskej republike podľa právnych foriem a veľkostných kategórií, 2014

Veľkostné kategórie a právne formy	Podniky	Živnostníci	Slobodné povolania	Samostatne hospodáriace roľníci	Spolu	Spolu v %	Podiel na zamestnanosti v percentách
Mikropodniky	180 542	335 551	24 411	7 826	548 330	96,9	44,2
Malé podniky	12 499	1 565	71	23	14 158	2,5	13,6
Stredné podniky	2 686	66	1	0	2 753	0,5	14,8
Veľké podniky	628	0	0	0	628	0,1	27,3
Spolu MSP	195 727	337 182	24 483	7 849	565 241	99,9	72,7
Spolu všetky podniky	196 355	337 182	24 483	7 849	565 869	100,0	100,0

Prameň: Správa o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2014.

Od roku 2009 sa celkový počet malých a stredných podnikov vyznačuje odlišnými vývojovými tendenciami. Kým počet malých a stredných podnikov – právnických osôb každoročne rastie, počet fyzických osôb – podnikateľov zaznamenaná v priebehu predchádzajúcich šiestich rokov pokles. Pokles fyzických osôb – podnikateľov súvisí hlavne so znížením počtu živnostníkov. Podľa štatistík viac ako jedna štvrtina živnostníkov podniká v oblasti obchodu, takmer jedna pätina živnostníkov pôsobí v stavebníctve, 16 % živnostníkov vykonáva činnosť v priemysle a 14 % v službách. Podľa údajov Slovak Business Agency v sektore dopravy, informačných a komunikačných činností pôsobí necelých 6 % živnostníkov.

O úrovni rozvoja znalostnej ekonomiky vypovedá aj štruktúra podnikateľských subjektov podľa technologickej úrovne výrobných odvetví a znalostnej intenzity služieb. Z celkového počtu živnostníkov v odvetví služieb pôsobilo v poznatkovo intenzívnych službách, ktoré sú v rozhodujúcej miere založené na využívaní poznatkov alebo znalostí z určitej disciplíny viac ako 28 %. Najvyšší podiel živnostníkov v sektoroch výroby s vysokou technologickou úrovňou a stredne vysokou technologickou úrovňou je v Bratislavskom kraji.

Podľa údajov Slovak Business Agency najväčšie zastúpenie majú malé a stredné podniky – právnické osoby pôsobiace v oblasti obchodných služieb (32 %) a obchodu (28 %). V doprave a informačných a komunikačných činnostiach pôsobí takmer jedna desina MSP, v odvetví priemyslu viac ako 8 %, v stavebníctve 8 % a v ostatných službách 6,5 %.

Podľa údajov OECD a Eurostatu bolo v roku 2012 na Slovensku evidovaných 1 933 (13,1 %) rýchlorastúcich podnikov na základe kritéria medziročného nárastu zamestnanosti a 3 062 (20,7 %) rýchlorastúcich podnikov podľa kritéria medziročného nárastu tržieb. V rámci porovnania s ostatnými krajinami EÚ, za ktoré sú publikované údaje sa Slovensko s dosiahnutým podielom rýchlorastúcich podnikov umiestňuje na prvej priečke. Za Slovenskom sa umiestňujú krajiny Veľká Británia, Bulharsko a Lotyšsko. Na posledných miestach sa umiestňujú Rumunsko, Taliansko a Portugalsko.

Na základe údajov Národnej banky Slovenska a Slovak Business Agency bol v roku 2013 stav poskytnutých podnikateľských úverov pre malé a stredné podniky vo výške 10 734 miliónov eur, z toho bolo takmer 42,2 % krátkodobých úverov. Dlhodobo najvyšší podiel podnikateľských subjektov s bankovými úvermi je v kategórii stredných podnikov (52,4 % stredných podnikov). Takmer 41 % malých podnikov sa financuje bankovým úverom a 13,8 % mikropodnikov využíva bankový úver na financovanie svojej činnosti.

Tabuľka 3 Vývoj úverového portfólia a poskytnutých záruk pre malé a stredné podniky v SR v rokoch 2008 až 2014

Položky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Poskytnuté podnikateľské úvery pre MSP (stav) v mil. €	12 092	12 032	12 046	10 600	11 038	10 734	N/A
Spolu poskytnuté podnikateľské úvery (stav) v mil. €	15 679	15 156	15 174	16 117	15 523	15 102	14 837
Poskytnuté krátkodobé úvery pre MSP (stav) v mil. €	4 797	4 981	4 987	4 188	4 481	4 532	N/A
Poskytnuté dlhodobé úvery pre MSP (stav) v mil. €	7 295	7 051	7 059	6 412	6 557	6 202	N/A
Podiel MSP-PO s bankovými úvermi v percentách	16,0	18,2	17,7	16,5	16,3	16,4	N/A
Štátom poskytnuté záruky pre MSP v mil. €	99	81	70	84	87	38	26
Štátom zaručené úvery pre MSP v mil. €	157	143	139	167	136	157	113
Priemerná úroková sadzba z úverov pre MSP v % p. a.	4,6	3	3,2	3,2	3,8	3,6	3,8

Prameň: Národná banka Slovenska, Slovak Business Agency

Štátom zaručené úvery poskytuje Slovenská záručná a rozvojová banka predovšetkým tým mikropodnikateľom a malým podnikateľom, ktorí nemajú dostatočné zabezpečenie na úver. V roku 2014 bola celková výška portfólia bankových záruk MSP 113 mil. eur. Priemerná úroková sadzba poskytnutých bankových úveroch MSP sa v roku 2014 podľa údajov Národnej banky Slovenska bola na úrovni 3,8 % p. a.

ZÁVER

Pevná a prosperujúca trhová ekonomika vyžaduje, aby v spoločnosti pôsobil silný stredný stav. Jeho rozhodujúcimi predstaviteľmi sú živnostníci, malí a strední podnikatelia. Ide o segment podnikovej sféry, ktorý vytvára na Slovensku viac ako 56 % celoštátnej pridanej hodnoty a zabezpečuje 72 % zamestnanosti. Jeho výrazný rastový potenciál sa vstupom do Európskej únie posilnil, aj keď podmienky tohto rozvoja vplyvom enormne rastúcej globálnej konkurencie sú veľmi náročné. Preto všetkým stránkam hospodárenia malých a stredných podnikov treba venovať zvýšenú pozornosť.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] *2013 SMEs' Access to Finance survey*. [online]. Directorate General for Enterprise and Industry of the European Commission, 2013. Dostupné na internete: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf
- [2] *Annual report on european small and medium-sized enterprises 2014/2015*. European Commission, 2014/2015. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/16341/attachments/2/translations>
- [3] FETISOVOVÁ, E.– NAGY, L.– VLACHYNSKÝ, K. 2014. *Aktuálne trendy vo financiách malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. 261 s. ISBN 978-80-225-3990-6.

- [4] FETISOVOVÁ, E.–HUCOVÁ, E.–NAGY, L.–VLACHYNSKÝ, K. 2012. *Aktuálne problémy financií malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo Ekonóm, 2012. 258 s. IBSN 978-80-225-3366-9.
- [5] FETISOVOVÁ, E.–VLACHYNSKÝ, K.–SIROTKA, V. 2004. *Financie malých a stredných podnikov*. Bratislava : Iura Edition, 2004. 206 s. ISBN 80-89047-87-4.
- [6] LENTNER, Cs. et al. 2015. *Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás*. Budapest : Nemzeti Közzolgálati Egyetem, 2015. ISBN 978-615-5527-12-8.
- [7] LENTNER Cs. 2013. *Közpénzügyek és államháztartástan*. Budapest : Nemzeti Közzolgálati és Tankönyvkiadó, 2013. 350 o. ISBN 978-615-5344-38-1.
- [8] OECD. 2016. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard*. Paris : OECD Publishing. Dostupné na internete: http://dx.doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2016-en.
- [9] SBA. 2015. *Správa o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2014*. Bratislava : Slovak Business Agency, 2015. Dostupné na internete: http://www.sbagency.sk/sites/default/files/sprava_o_stave_msp2014.pdf
- [10] Štatistiky Národnej banky Slovenska. <http://www.nbs.sk>

MERANIE VÝKONNOSTI MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV PROSTREDNÍCTVOM UKAZOVATEĽA HDP

MEASURE THE PERFORMANCE OF SMES THROUGH GDP FIGURES

Jakub Lukáč¹

ABSTRACT

SMEs make up the global economy irreplaceable. GDP is one of the most popular macroeconomic indicators for the evaluation of the economic performance of enterprises, but the quality of calculating the contribution of SMEs to GDP varies between countries depending on the access to information sources and application of accounting standards. The paper is devoted to methods of calculating GDP and the specific difficulties in estimating the proportion of Slovak SMEs in GDP.

Keywords: small and medium enterprises, GDP, methods of calculating GDP

JEL classification: E01, E23

ÚVOD

Malé a stredné podniky sa už roky považujú za „chrbticu ekonomiky“, pretože tvoria neoddeliteľnú súčasť podnikateľského prostredia v rozvinutých ekonomikách na celom svete. Zatiaľ čo v krajinách západnej Európy začínali nadobúdať význam už v 70. rokoch 20. storočia, v postkomunistických krajinách strednej a východnej Európy začali vo veľkom počte vznikať ako dôsledok privatizácie a rozpadu veľkých štátnych podnikov príp. v dôsledku liberalizácie trhu. V súčasnosti majú malé a stredné podniky v Európe nezastupiteľné miesto. Ekonomiky všetkých členských štátov sa opierajú o výkonnosť malých a stredných podnikov, ktorých podiel na podnikovej populácii je v rozpätí od 99,5 % v Luxembursku a Nemecku po 99,9 % v Portugalsku, Taliansku a Grécku. Zatiaľ čo malé a stredné podniky tvoria prakticky rovnaký podiel na celkovom počte podnikov pôsobiach v EÚ, ich ekonomický prínos sa výrazne odlišuje. Podľa údajov Európskej komisie sa počet malých a stredných podnikov na milión eur z pridanej hodnoty nefinančného sektora pohybuje od 2 podnikov v Luxembursku po 27 podnikov v Bulharsku. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že väčšina stredoeurópskych krajín sa vyznačuje veľkým počtom malých a stredných podnikov na milión eur pridanej hodnoty v porovnaní so západnou Európou. Oblíbeným ukazovateľom hodnotenia výkonnosti (nielen malých a stredných) podnikov je hrubý domáci produkt. Napriek tomu, že podiel malých a stredných podnikov na HDP zverejňujú takmer všetky štatistické úrady jednotlivých krajín, ich metodika a metódy výpočtu sú odlišné. V príspevku sa budeme venovať hrubému domácemu produktu, spôsobom merania HDP, odlišnostiam a problémom pri výpočte HDP a špecifikám výpočtu vzhľadom na malé a stredné podniky v podmienkach SR.

¹ Ing. Jakub Lukáč, interný doktorand, Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, jakub.lukac@euba.sk

HDP AKO ZÁKLADNÝ MAKROEKONOMICKÝ UKAZOVATEĽ

Hrubý domáci produkt je považovaný za základnú makroekonomickú veličinu pri hodnotení rozvoja a výkonnosti každej krajiny. Pod výkonnosťou ekonomiky možno rozumieť určitú peňažnú hodnotu vytvorenú danou ekonomikou za určité obdobie pomocou systému národných účtov. Jednotlivé podniky, nadnárodné korporácie či drobní podnikatelia prispievajú svojou produkciou, výrobou príp. poskytovaním služieb k celkovému HDP krajiny. Hrubý domáci produkt môžeme teda definovať ako súčet peňažných hodnôt finálnych statkov a služieb, vyprodukovaných a poskytnutých v danej ekonomike za určité obdobie – spravidla jeden rok, výrobnými faktormi pôsobiacimi na území danej krajiny bez ohľadu na pôvod ich vlastníctva. Hodnoty HDP a zložiek ich zdrojov sú publikované:

- **v bežných cenách** – predstavujú ceny platné v hodnotenom období. Znalosť HDP v bežných cenách je dôležité predovšetkým pre poznanie aktuálnej hodnoty sledovaného ukazovateľa. Tieto hodnoty sú však absolútne nevhodné na sledovanie vývoja v čase. V prípade, že by bol vývoj HDP sledovaný v bežných cenách, nie je zabezpečená porovnateľnosť medzi jednotlivými krajinami, nakoľko by dosahovala najlepšie výsledky ekonomika s vysokou infláciou²;
- **v stálych cenách** – tento prístup predpokladá, že výrobky sú ocenené cenami z jedného obdobia, ktoré bolo vybrané ako základ – t.j. nezohľadňuje cenový vývoj. Hodnotenie v stálych cenách je vhodné na zistenie tempa rastu ekonomiky;
- **v cenách predchádzajúceho roku.**

Základným zdrojom informácií pre výpočet HDP je hodnota všetkej produkcie na území danej krajiny uvádzaná v bežných cenách roka, v ktorom sa výpočet realizuje. Takto vypočítaný ukazovateľ HDP je označovaný ako *nominálny HDP*. Pre stanovenie rastu HDP je potrebné merať v stálych cenách. HDP očistený od vplyvu rastu cien nazývame *reálny HDP*.³

Ukazovateľ HDP možno vyčíslieť tromi spôsobmi v závislosti od vybranej metódy:⁴

- a) produkčná (výrobná)** – pozostáva z kvantifikovania produkcie, medzispotreby, daní z produktov a subvencií na produkty. Táto metóda zahŕňa všetky finálne statky a služby, ktoré boli v danej ekonomike vyrobené a vyprodukované za určité časové obdobie (spravidla jeden rok). Pri uplatnení tejto metódy nezapočítavame do HDP medziprodukty. Hrubú pridanú hodnotu teda dostaneme po odpočítaní medzispotreby od produkcie podľa odvetví alebo podľa inštitucionálnych sektorov. Po pripočítaní čistých daní na produkty dostaneme HDP na úrovni národného hospodárstva. Ocenenie produkcie a teda aj hrubá pridaná hodnota je v základných cenách, medzispotreba je v cenách odberateľov. HDP v trhových cenách dostaneme po pripočítaní čistých daní z produktov k pridanej hodnote v základných cenách. Čisté dane z produktov sú dane z produktov znížené o subvencie na produkty.

Produkcia – predstavuje hodnotu výrobkov a služieb vyprodukovaných v danom období.

Medzispotreba – tvoria ju všetky výrobky a služby, ktoré predstavujú vstupy vo výrobnom procese.

Dane z produktov – sú dane platené za jednotku vyrobeného alebo predávaného produktu. Medzi tieto dane patrí DPH, dane z dovozu a dovozné clá a iné dane z produktov.

² LEQUILLER, F. – BLADES, D. 2014. Understanding National Accounts. Paris: OECD Publishing, 2014. s. 22. ISBN 9789264214637

³ MANKIW, N. G. 2008. Principles of Economics. Mason: South-West Cengage Learning, 2008. s. 536. ISBN 978-0-324-59133-0

⁴ WORLD BANK. 2013. Measuring the real size of the economy. Washington: the world bank, 2013. s. 61. ISBN 978-0-8213-9728-2

Subvencie na produkty – predstavuje finančná podpora poskytovaná z verejných prostriedkov platená na jednotku vyrobeného alebo dovezeného produktu.

Výpočet HDP produkčnou metódou možno vyjadriť nasledovne:

$$HDP = \Sigma \text{pridaných hodnôt} + \text{dane z produktov} - \text{subvencie}$$

- b) výdavková (spotrebná)** – táto metóda pri výpočte vychádza z agregátnych výdavkov, predstavujúcich súčet výdavkov všetkých trhových subjektov na nákup tovarov a služieb v danom období. Výdavková metóda je súčtom domáceho dopytu a čistého vývozu. Ponuku tvorí domáca produkcia a dovoz, na strane užitia je konečná spotreba, tvorba kapitálu a vývoz. Celková spotreba teda predstavuje súčet súkromnej a verejnej spotreby resp. súčet individuálnej a kolektívnej spotreby.⁵ Nevyhnutným predpokladom pre odhad položiek výdavkovej metódy sú priame zdroje.

Výpočet HDP výdavkovou metódou vyjadrujeme ako súčet týchto položiek:

C = výdavky domácností na osobnú spotrebu tovarov a služieb – patria sem výdavky na služby, výdavky na nákup predmetov dlhodobej a krátkodobej spotreby;

I = súkromné hrubé domáce investície firiem – zahŕňajú čisté a obnovovacie investície;

G = výdavky štátu na nákup tovarov a služieb (nákup finálnej produkcie). Tieto výdavky možno rozdeliť na vládne výdavky na investície a vládne výdavky na spotrebné tovary a služby;

NX = čistý export – je rozdiel medzi exportom a importom.

$$HDP = C + I + G + NX$$

- c) dôchodková** – pri tejto metóde vychádzame z odmien vlastníkov výrobných faktorov (dôchodkov). HDP teda počítame súčtom dôchodkov jednotlivých subjektov, ktoré získavajú za služby výrobných faktorov v ich vlastníctve. Ide najmä o tieto položky:

- **renty;**
- **mzdy a iné zamestnanecké príjmy;**
- **čisté úroky** (získané úroky – platené úroky);
- **zisk firiem pred zdanením;**
- **dôchodok firiem zapísaných v ŽR;**
- **nepriame dane** (DPH a spotrebné dane);
- **amortizácia.**

Výpočet HDP dôchodkovou metódou možno vyjadriť nasledovne:

$$HDP \text{ (národný dôchodok)} = \text{súčet uvedených typov dôchodkov}$$

Štatistický úrad SR v súčasnosti uplatňuje pri publikovaní ročných údajov všetky 3 metódy odhadu HDP. Štvrťročný odhad sa realizuje podľa 2 metód – produkčnej a výdavkovej. Dôchodková metóda je sekundárnou metódou a zostavuje sa odpočtom. Prostredníctvom všetkých troch metód merania získava jeden vybilancovaný údaj o HDP.

⁵ HALL, R. E. – LIEBERMAN, M. 2012. Macroeconomics: Principles and Applications. Mason: Cengage Learning, 2012. s. 146. ISBN 978-1-111-82235-4

Problémy merania HDP

Kvalita štatistických dát potrebných pre výpočet podielu malých a stredných podnikov na HDP je v niektorých krajinách značne obmedzená nielen kapacitou, ale aj samotnými zdrojmi dát. Napriek tomu, že existuje medzinárodný štandard na meranie národného príjmu, chudobnejšie krajiny hlásajú nedostatok finančných zdrojov na implementáciu osvedčených postupov, ktoré sa spolu s nedostatkom obchodných prieskumov podpisujú pod nižšiu kvalitu štatistík. Rozdiely v bohatstve jednotlivých krajín vyjadruje samotný ukazovateľ HDP na osobu – od 90 410 amerických dolárov na osobu v roku 2013 v Luxembursku po 4 670 amerických dolárov na osobu v Moldavsku. Vzhľadom na uvedené výrazné odlišnosti vo veľkosti príjmu jednotlivých krajín je však odlišná kvalita ekonomických štatistík pochopiteľná. Nakoľko štáty Európskej únie účtujú národný príjem podľa harmonizovaných štandardov Eurostatu, s problémami sa môžu stretnúť predovšetkým krajiny mimo EÚ účtujúce podľa inej metodiky. Okrem uvedeného problému s nedostatkom zdrojov a kapacít narážame pri kvantifikácii hrubého domáceho produktu na ďalšie problémy:⁶

- využívanie odlišných štandardov účtovania národného príjmu;
- odlišný stupeň zaznamenávania tieňovej ekonomiky;
- využívanie zastaralých historických dát.

Využívanie odlišných štandardov účtovania národného príjmu

Harmonizovaný systém národných účtov (SNA) bol vytvorený za účelom uľahčiť a zabezpečiť porovnateľnosť ekonomických štatistík a štandardov. Od roku 1953 bolo realizovaných niekoľko revízií odporúčaného štandardu SNA – v rokoch 1968, 1993 a 2008. V Európe používa 12 krajín už zastaralý systém SNA 1993, ktorý znemožňuje priamu porovnateľnosť s ostatnými európskymi krajinami. Medzi 28 krajinami EÚ sa využíva samostatný systém národného účtovníctva – European Standard of Accounts (ESA). Systém ESA je založený na SNA. Dosiaľ boli vytvorené dva európske štandardy – ESA95 (založený na SNA 1993) a ESA2010 (založený na SNA 2008). Odlišnosti medzi HDP meraným podľa SNA 1993 a SNA 2008 sú však významné. Implementácia nového účtovného štandardu ESA 2010 spôsobila v Európe nárast ukazovateľa až o 2-3 %.⁷

Odlišný stupeň zaznamenávania tieňovej ekonomiky

Každá ekonomika čelí rôznym nezaznamenaným ekonomickým transakciám, ktoré skresľujú oficiálne odhady HDP nadol. Už štandard SNA 1993 zdôrazňoval dôležitosť „neformálnej“ ekonomiky predovšetkým v rozvojových krajinách. Štandard SNA 2008 definuje presnejšie povinnosti štatistických úradov pri meraní veľkosti tieňovej ekonomiky. Odporúča aplikovať viacero metód a zlepšenie výberu štatistických vzoriek pre odhad. Nové vylepšené zdroje dát mali však najväčší vplyv na rast HDP len o 0,5 %. Dosiahnuté výsledky sú však absolútne minimálne v porovnaní s výskumom profesora Friedricha Schneidera, podľa ktorého je podiel šedej ekonomiky v európskych krajinách na HDP v rozpätí od 8,1 %

⁶ AUERBACH, A. J. – KOTLIKOFF, L. J. 1998. Macroeconomics: An integrated Approach. Cambridge: The MIT Press, 1998. s. 135. ISBN 978-0262011709

⁷ Worldeconomics.com: Measuring GDP in Europe [online]. [cit. 2016.10.10]. Dostupné na: <http://www.worldeconomics.com/Papers/Measuring%20GDP%20in%20Europe_64ec7254-de22-472d-838c-d17489391707.paper>

vo Švajčiarsku po 46,8 % v Ukrajine.⁸ Napriek implementácii štatistických vylepšení štandardu ESA 2010 v tejto oblasti, vzrástol HDP v 28 európskych krajinách len o 1,4 %.

Využívanie zastaralých historických dát

Reálny nárast ekonomickej aktivity je možné odhadnúť porovnaním HDP v bežných a stálych cenách. Využitie stálych cien sa opiera o cenové relácie určitého vybraného roku, ktorý je zvolený ako referenčný alebo základný rok. Od neho sa následne počíta vývoj ukazovateľa. Doba, ktorá uplynie medzi odhadom HDP a základným rokom má zásadný význam na presnosť poskytovaných národných dát. Z toho hľadiska je nevyhnutné, aby jednotlivé cenové relácie boli aktualizované každý rok.

Špecifiká merania podielu MSP na HDP v Slovenskej republike

Odhadom hrubého domáceho produktu sa na Slovensku venuje Štatistický úrad, ktorý v súčasnosti uplatňuje všetky 3 metódy odhadu HDP na ročnej báze. Okrem ročného odhadu, realizuje aj štvrťročný odhad podľa dvoch metód – produkčnej a výdavkovej, pričom dôchodková metóda je sekundárna a zostavuje sa odpočtom. Výpočtom každou z uvedených metód je však dosiahnutie zhodného údaju takmer nemožné, preto na základe všetkých výpočtov dôjde k zverejneniu len jedného vybilancovaného údaju o HDP. Výpočtom podielu MSP na HDP sa v Slovenskej republike venuje aj národná agentúra na podporu malého a stredného podnikania – Slovak Business Agency, avšak publikované údaje majú určité nedostatky vyplývajúce z nedostatku informačných zdrojov. Vychádza pritom z produkčnej metódy výpočtu, ktorej základom je pridaná hodnota malých a stredných podnikov. Napriek abstrahovaniu veľkosti tieňovej ekonomiky, vo výpočte chýbajú aj niektoré skupiny podnikateľov – PO finančného sektora a vybrané typy FO. Podľa prepočtov SBA dosiahol podiel MSP – PO na tvorbe pridanej hodnoty v nefinančnom podnikovom sektore 52,8 %.⁹ Je potrebné však konštatovať, že po pripočítaní a odhade chýbajúcich kategórií malých a stredných podnikov je podiel MSP na HDP v SR výrazne vyšší – podľa odhadov až okolo 70 % celkového HDP.

ZÁVER

Hrubý domáci produkt je komplexný makroekonomický ukazovateľ výkonnosti nielen podnikov, ale všetkých subjektov pôsobiacich v danej krajine. Napriek jeho zvýšenej popularite, aj on ma isté nedostatky nielen v samotnej konštrukcii ukazovateľa, ale aj v spôsobe výpočtu medzi jednotlivými krajinami, čo znemožňuje ich priame porovnanie a skresľuje porovnávané údaje. Podiel malých a stredných podnikov na HDP je nezanedbateľný. Hoci štatistiky v podmienkach SR uvádzajú rôzne odhady na úrovni 50 %, dá sa predpokladať, že ich podiel na celkovom HDP je vzhľadom na nedostatky v zaužívanom výpočte výrazne vyšší.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] AUERBACH, A. J. – KOTLIKOFF, L. J. 1998. Macroeconomics: An integrated Approach. Cambridge: The MIT Press, 1998. 474 p. ISBN 978-0262011709

⁸ SCHNEIDER, F. – WILLIAMS, C. C. 2013. The shadow Economy, Institute of Economic Affairs. London: Hobbs the Printers, 2013. s. 149. ISBN 978-0-25536674-8

⁹ Sbagency.sk: malé a stredné podnikanie v číslach v roku 2015 [online]. [cit. 2016.10.10]. Dostupné na: <http://www.sbagency.sk/sites/default/files/msp_v_cislach_v_roku_2015_0.pdf>

- [2] HALL, R. E. – LIEBERMAN, M. 2012. Macroeconomics: Principles and Applications. Mason: Cengage Learning, 2012. 552 p. ISBN 978-1-111-82235-4
- [3] JERVEN M. 2013. Poor numbers: How we are misled by African Development Statistics and what to do about it. New York: Cornell University Press, 2013. 176 p. ISBN 978-0801478604
- [4] LEQUILLER, F. – BLADES, D. 2014. Understanding National Accounts. Paris: OECD Publishing, 2014. 512 p. ISBN 9789264214637
- [5] MANKIW, N. G. 2008. Principles of Economics. Mason: South-West Cengage Learning, 2008. 904 p. ISBN 978-0-324-59133-0
- [6] PHILIPSEN, D. 2015. The little big number: How GDP came to rule the world and what to do about it. New Jersey: Princeton University Press, 2015. 416 p. ISBN 978-0691166520
- [7] SCHNEIDER, F. – WILLIAMS, C. C. 2013. The shadow Economy, Institute of Economic Affairs. London: Hobbs the Printers, 2013. 184 p. ISBN 978-0-25536674-8
- [8] WORLD BANK. 2013. Measuring the real size of the economy. Washington: the world bank, 2013. 693 p. ISBN 978-0-8213-9728-2
- [9] Ec.europa.eu: National Accounts and GDP [online]. [cit. 2016.10.10]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/National_accounts_and_GDP>
- [10] Sbagency.sk: malé a stredné podnikanie v číslach v roku 2015 [online]. [cit. 2016.10.10]. Dostupné na: <http://www.sbagency.sk/sites/default/files/msp_v_cislach_v_roku_2015_0.pdf>
- [11] Worldeconomics.com: Measuring GDP in Europe [online]. [cit. 2016.10.10]. Dostupné na: http://www.worldeconomics.com/Papers/Measuring%20GDP%20in%20Europe_64ec7254-de22-472d-838c-d17489391707.paper

ZADLŽENOSŤ A ÚVEROVANIE V CUDZÍCH MENÁCH V MAĎARSKEJ EKONOMIKE

OVERLENDING AND FOREIGN CURRENCY LOANS IN HUNGARIAN ECONOMY

Csaba Lentner¹, Ladislav Nagy²

ABSTRACT

Foreign currency loans are remarkably widespread throughout Europe. The studies showed that foreign currency loans were popular in those Central and Eastern European countries and reached a 60-70% share of the total bank debt where the national currency is still in circulation. Reasons are given in the study for excessive foreign currency lending to the retail and local council sectors, the related responsibilities are specified and the consequences are outlined. Mention is made of the consolidation process that started in 2011, in the course of which the Government of Hungary saved hundreds of thousands of families and more than a thousand local councils from financial bankruptcy.

Keywords: overlending, budget deficit, state debt, foreign currency lending, Hungary

JEL Classification: E60, H12, H63, H68, H69

ÚVOD

Maďarsko patrilo medzi prvé krajiny z transformujúcich sa ekonomík strednej a východnej Európy, ktoré sa integrovalo do medzinárodného finančného prostredia. Stalo sa členom Medzinárodného menového fondu a už na začiatku jeho transformácie získalo zahraničné úvery od rôznych medzinárodných finančných inštitúcií. Maďarsko sa považovalo už na začiatku jeho transformácie z centrálne plánovanej ekonomiky za vysoko zadlženú krajinu. Na začiatku 90. rokov 20. storočia objem dlhu krajiny presiahol 21 mld. amerických dolárov, dvadsať rokov neskôr sa výška verejného dlhu približovala k 140 mld. americkým dolárom, pričom sa rozhodujúci objem štátneho majetku privatizoval a stratové a neefektívne hospodáriace štátne podniky sa zlikvidovali (Maďarská národná banka, ďalej len MNB). Objem úverovej zadlženosti domácností voči obchodným bankám predstavoval v roku 2008 približne 40 mld. amerických dolárov, ktoré (po prepočítaní na maďarské forinty) presiahlo 10 500 mld. maďarských forintov (MNB). Z tohto úverového portfólia takmer polovicu tvorili úvery denominované vo švajčiarskych frankoch.

VÝVOJ VEREJNÉHO DLHU A ZADLŽENOSTI MAĎARSKEJ EKONOMIKY

V období rokov transformácie maďarskej ekonomiky objem dlhu krajiny predstavoval takmer 20-21 mld. amerických dolárov (MNB). Hoci vtedajšia vláda smerovala určité kroky na opustenie časti dlhu krajiny, ale tieto iniciatívy čoskoro prerušila aj napriek klesajúcej životnej úrovne obyvateľstva, ktorá bola vyvolaná reštriktívnymi hospodársko-politickými intervenciami v dôsledku vysokej zadlženosti a neschopnosti krajiny splácať zahraničné

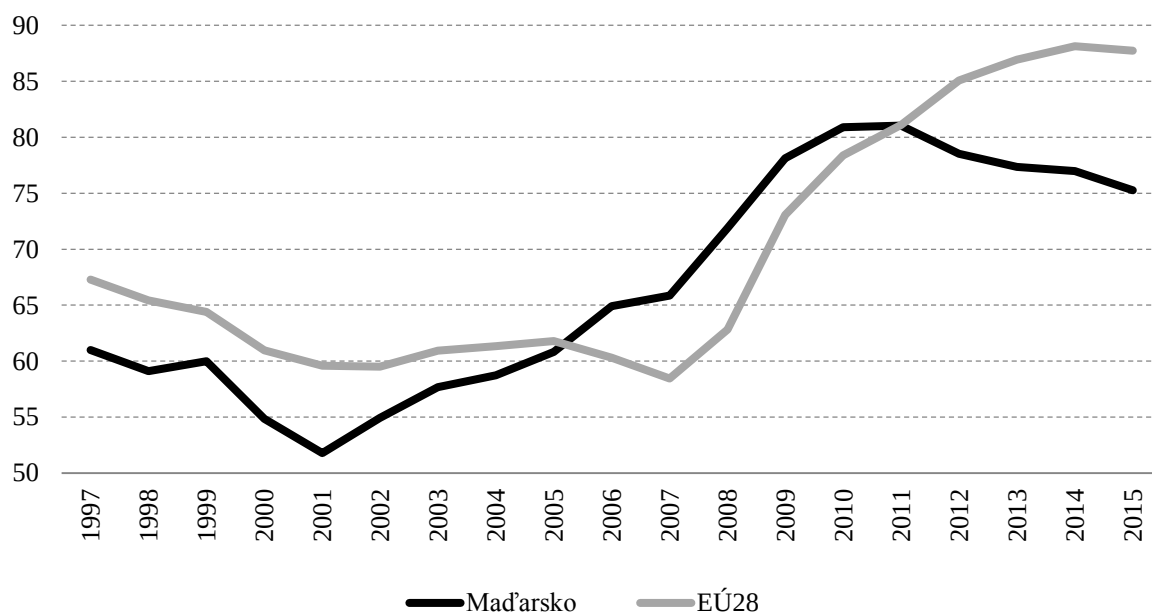
¹ prof. Dr. Csaba Lentner, CSc., National University of Public Service, Faculty of Political Sciences and Public Administration, Head of Department of Public Finance, Budapest, Hungary, dr.lentnercsaba@gmail.com

² Ing. Ladislav Nagy, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, ladislav.nagy@euba.sk

úvery. Od polovice 90. rokov Maďarská národná banka prestala refinancovať reálnu sféru a všetky úvery – MBO–programy, privatizačné líziny, štartovacie úvery, poľnohospodárske úvery a pod. – refinancované maďarskou centrálnou bankou boli zrušené (Lentner, 2005). Rozpočtový deficit a s ním súvisiaci rast verejného dlhu, predovšetkým od roku 2002, sú následkami týchto skutočností a ich dosahy sú prítomné aj v súčasnosti i napriek úspešnej konsolidácii verejných financií uskutočnenej v rokoch 2010 – 2013 (pozri graf 1). Podiel verejného dlhu na HDP krajiny sa v roku 2010 absolútne zvýšil o 31,7 % oproti roku 2002 (MNB).

Graf 1

Vývoj podielu verejného dlhu na HDP v Maďarsku a v Európskej únii v rokoch 1997 – 2015 (údaje sú v %)



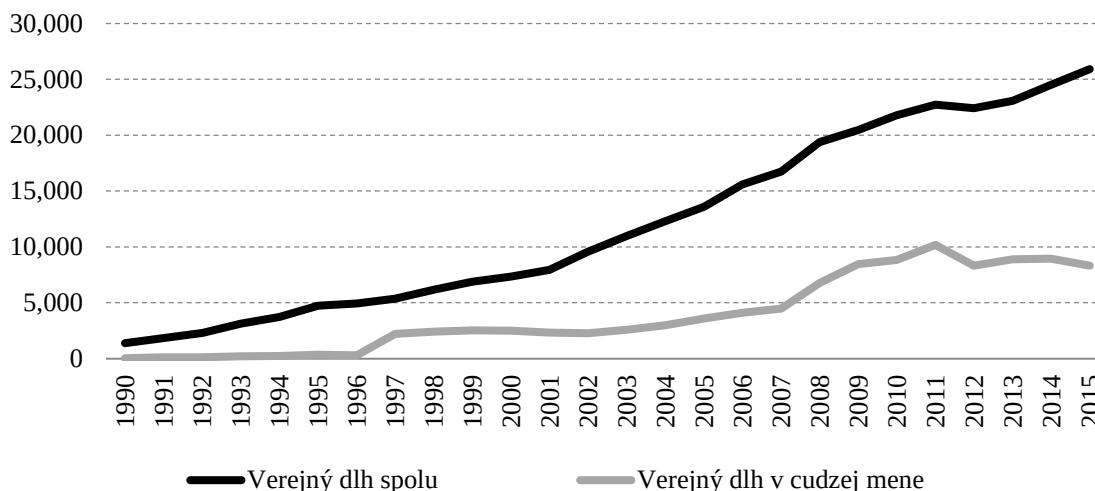
Zdroj: Maďarská národná banka, IMF World Economic Outlook Database a vlastné spracovanie

Popri postupnému zvýšeniu verejného dlhu bol veľmi znepokojujúci aj rast miery dlhu denominovaného v cudzích menách (tzv. devízového dlhu). Tento rast bol viditeľný až do roku 2011 (pozri grafy 2 a 3).³ Situácia sa zhoršovala a krajina z roka na rok potrebovala väčšiu podporu (stand by) medzinárodných finančných inštitúcií. Vďaka úspešnej konsolidácii verejných financií bola negatívna tendencia zastavená.

³ V polovici 90. rokov 20. storočia Maďarská národná banka zaznamenala významnú stratu vyvolanú jednak postupnou devalváciou maďarského forintu a jednak v dôsledku nesprávneho úverovania maďarských obchodných bánk operujúcich v zahraničí. Vysporiadanie tejto kumulovanej straty sa uskutočnila v rokoch 1996 a 1997 prostredníctvom štátneho rozpočtu, pričom spôsob vysporiadania tejto straty ustanovil osobitný predpis. Do štátneho rozpočtu bolo presmerovaných 2 000 mld. maďarských forintov (po prepočítaní priemerným ročným kurzom MNB v roku 1997 predstavuje 10,71 mld. amerických dolárov), ktorých krytie bolo zabezpečené emisiou štátnych dlhopisov denominovaných v cudzej mene (Lentner, 2005). Túto skutočnosť odzrkadľujú aj grafy 1 až 2 (markantný rast verejného dlhu denominovaného v cudzej mene v rokoch 1996 – 1997). Treba však pripomenúť, že dôveryhodné informácie o štruktúre tejto vysokej bankovej straty neboli zverejnené.

Graf 2

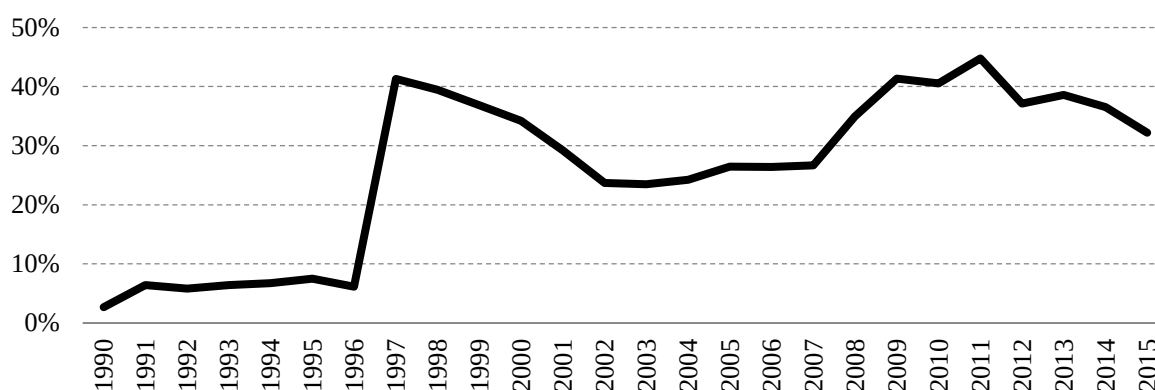
Vývoj verejného dlhu a verejného dlhu denominovaného v cudzích menách v Maďarsku v rokoch 1990 – 2015 (údaje sú v mld. HUF)



Zdroj: Államadósság Kezelő Központ [Ústredie na správu verejného dlhu] a vlastné spracovanie

Graf 3

Vývoj podielu verejného dlhu denominovaného v cudzích menách na celkovom objeme verejného dlhu v Maďarsku v rokoch 1990 – 2015 (údaje sú v %)



Zdroj: Államadósság Kezelő Központ [Ústredie na správu verejného dlhu] a vlastné spracovanie

Vstupom do Európskej únie sa v roku 2004 otvárali nové príležitosti na získavanie finančných podporných programov aj pre regionálne a miestne územné samosprávy. Rozpočtové zákony však neumožnili poskytovanie dostatočného objemu prostriedkov zo štátneho rozpočtu na spolufinancovanie projektov podporovaných fondmi Európskej únie. Financovanie projektov rozvoja infraštruktúry realizovaných cez samosprávy – vzhľadom na to, že v mnohých prípadoch absentovalo spolufinancovanie zo štátneho rozpočtu – bolo riešené buď získavaním bankových úverov v trhových podmienkach alebo emisiou komunálnych obligácií denominovaných v cudzej mene. Takéto financovanie malo výrazný negatívny vplyv na zadlženosť maďarskej ekonomiky. Prvým problémom bol účel, na ktorý boli úverové zdroje prijaté. Išlo teda o investície do rozvoja infraštruktúry, a preto sa ani nerátalo s priamymi peňažnými efektmi ako pri projektoch realizovaných v podnikateľskej

sfére. Druhým problémom bola absencia rozpočtových príjmov samosprávnych celkov v cudzej mene, teda v mene, v ktorej boli bankové úvery a emitované dlhopisy denominované (Lentner, 2014). V rokoch 2007 až 2010 sa markantne zvýšili náklady a objem dlhov vyplývajúce z emisie komunálnych obligácií a taktiež objemy bankových úverov denominovaných v cudzej mene (pozri grafy 2 a 3 znázorňujúce jednak rast zadlženosti ekonomiky a vývoj podielu verejného dlhu denominovaného v cudzej mene). Finančná nestabilita samosprávnych celkov v dôsledku intenzívneho rastu kurzového rizika v krízových rokoch spôsobil veľmi negatívne na celú sústavu verejných rozpočtov. Podľa správy Najvyššieho kontrolného úradu [Állami Számvevőszék] sa záväzky samosprávnych celkov z emisie komunálnych obligácií zvýšili o 564 mld. maďarských forintov v roku 2010 v porovnaní so začiatočným stavom v roku 2007 (24 mld. maďarských forintov). Rast záväzkov z titulu bankových úverov bol miernejší ako pri obligáciách. V roku 2010 sa zvýšili o 192 mld. maďarských forintov v porovnaní so začiatočným stavom roka 2007 (467 mld. maďarských forintov), čo predstavuje 41 % rast.

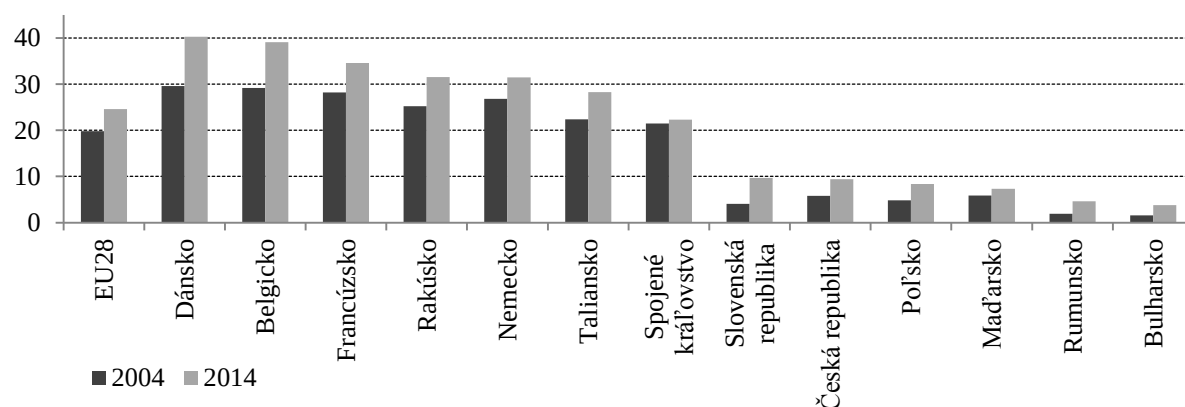
V rokoch 2007 a 2008 takmer 95 % župných miest a miest so župným právom emitovalo obligácie alebo prijalo úvery denominované v cudzej mene. Záväzky samospráv voči úverovým inštitúciám sa v roku 2010 zvýšili o 77 % v porovnaní s rokom 2007 (Állami Számvevőszék [Najvyšší kontrolný úrad]). Rápidny rast dlhov samosprávnych celkov má niekoľko dôvodov. Výrazne sa znížili transfery zo štátneho rozpočtu, ďalej negatívne dosahy hospodárskej krízy a s ňou súvisiaci intenzívny rast kurzového rizika a nároky finančnej podpory EÚ na spolufinancovanie projektov rozvoja vidieka.

DÔSLEDKY DEVÍZOVÉHO ÚVEROVANIA MAĎARSKÝCH DOMÁCNOSTÍ

V období transformácie maďarskej ekonomiky takmer 1,5 mil. obyvateľov stratilo svoje zamestnanie. Tento zvrát bolo veľmi ťažké a náročné naprávať, no čiastočným riešením bol vstup zahraničných investorov a multinacionálnych podnikov na maďarský trh. Odlišnosť medzi západnými rozvinutými ekonomikami a ekonomikami strednej a východnej Európy vhodne odzrkadľujú štatistické údaje o výške hodinovej mzdy (graf 4).

Graf 4

Hodinová mzda v rokoch 2004 a 2014 vo vybraných štátoch EÚ28 (údaje sú v eurách)



Zdroj: Eurostat a vlastné spracovanie

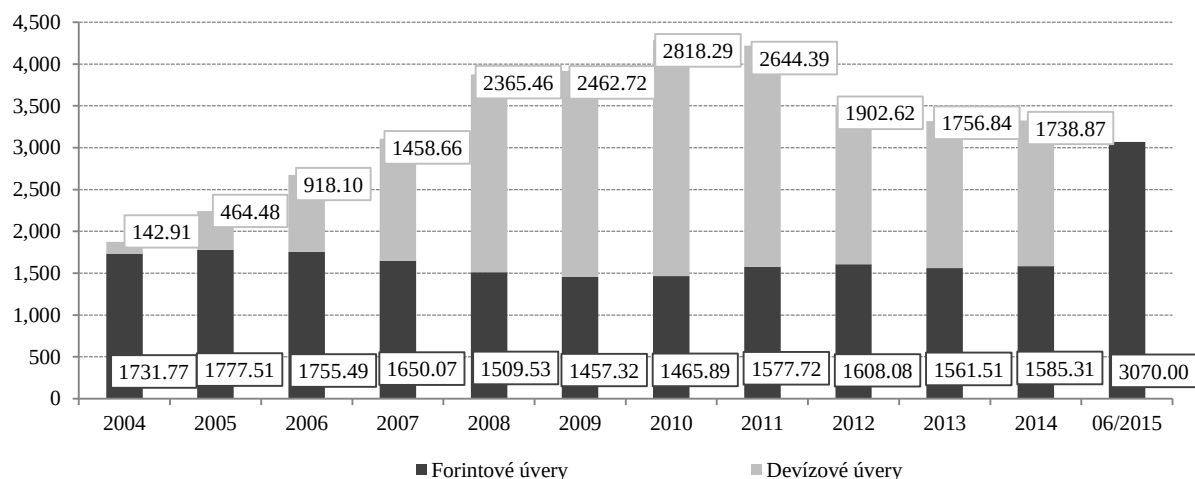
Úroveň, intenzita a charakter spotreby maďarských domácností neukazoval výrazné rozdiely napríklad voči nemeckým alebo škandinávskym spotrebiteľom. Takto vzniknutú medzeru medzi vyššou spotrebou a nižším dôchodkom vzhľadom na obrovské deficity vo verejných financiách štát nemohol riešiť cez sociálne transfery. Na „vyššiu“ spotrebu

platobne neschopných domácností reagovali komerčné banky s ponukou peňazí, teda vo forme ponuky „lacných“ úverov denominovaných v cudzích menách, predovšetkým vo švajčiarskych frankoch. Medzera medzi vyššou spotrebou a nižšími dôchodkami bola „financovaná“ tzv. forex alebo devízovými úvermi. Postupne od roku 2005 sa rozbehla úverová schéma umožňujúca maďarským domácnostiam získať hypotekárne úvery viazané na švajčiarske franky. Úverové podmienky na začiatku poskytlí značné výhody. Tieto úverové produkty boli úročené v čase poskytnutia niekedy aj o tretinu nižšou úrokovou sadzbou ako štandardné hypotekárne úvery viazané na domácu menu.⁴ Tento boom dosiahol obrovské rozmery. Podľa údajov Maďarskej národnej banky takmer 70 % hypotekárnych úverov bolo poskytnutých v cudzej mene a ich objem tvoril pätinu hrubého domáceho produktu krajiny.

Objem vkladov domácností v období rokov 2002 až 2010 sa zvýšil o 95,6 %, kým objem poskytnutých úverov domácnostiam dosiahol takmer 11 000 mld. maďarských forintov⁵, čo znamená, že objem tohto úverového portfólia v roku 2010 predstavoval 5,5-násobok objemu v roku 2002 (MNB), pričom inflácia krajiny sa v týchto rokoch pohybovala v intervale 3,5 % až 7,9 % (Központi Statisztikai Hivatal [Ústredný štatistický úrad]. Pri zhodnotení štruktúry devízových úverov poskytnutých domácnostiam je zrejmé, že bezúčelové hypotekárne úvery sa z 388 mld. maďarských forintov v roku 2005 zvýšili na 2 556 mld. maďarských forintov v roku 2010. Ide teda o viac ako 6,5-násobok objemu v roku 2005. Spotrebiteľské úvery poskytované domácnostiam sa takisto výrazne zvýšili v roku 2010 o 495 % v porovnaní s objemom v roku 2004. Pri úverovaní obyvateľstva plnili úvery denominované v cudzej mene nepopriateľne významnú úlohu, pričom objem hypotekárnych úverov predstavoval 68,4 % z úverov poskytovaných obyvateľstvu. Vývoj objemu hypotekárnych úverov poskytovaných domácnostiam v členení na forintové úvery a na úvery denominované v cudzej mene (devízové úvery) uvádza graf 5.

Graf 5

Vývoj objemu forintového a devízového hypotekárneho úveru pre maďarské domácnosti v rokoch 2004 – 2015 (údaje sú v mld. maďarských forintoch)



Zdroj: Központi Statisztikai Hivatal [Ústredný štatistický úrad] a vlastné spracovanie

⁴ Dôvodom je veľmi nízka základná úroková sadzba Švajčiarskej národnej banky (SNB) alebo v eurozóne. Kým základná úroková sadzba Maďarskej národnej banky v roku 2004 predstavovala 11 %, v eurozóne bola 2 % a vo Švajčiarsku 0,325 %. Výrazné rozdiely boli viditeľné aj tesne pred finančnou krízou (október 2006 – máj 2007), keď základná úroková sadzba MNB predstavovala 8 %, ECB 4 % a SNB 2,75 %.

⁵ Podľa výsledkov výskumu autorov na základe vstupných údajov MNB ide o 10 585 mld. maďarských forintov v roku 2010.

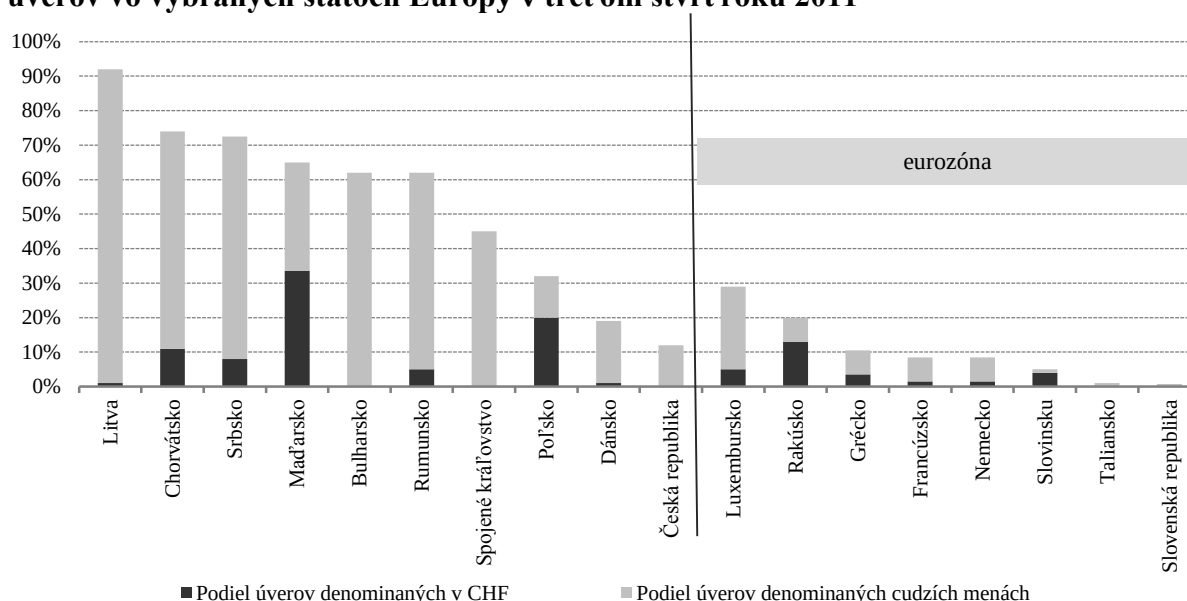
V dôsledku svetovej recesie sa maďarský forint oslabil voči švajčiarskemu franku a euru, čo vyvolal rast úverových platieb dlžníkov, ktorí získali úvery denominované v týchto menách.

DÔVODY ÚVEROVANIA V CUDZÍCH MENÁCH

Podiel devízových úverov na celkovom objeme úverov poskytovaných maďarským domácnostiam sa v rokoch 2010 až 2011 pohyboval okolo 70 % (MNB).⁶ Podľa Balása a Nagya (2010) je tento podiel veľmi vysoký, len v pobaltských krajinách bol zaznamenaný vyšší podiel devízových úverov na celkovom objeme úverového portfólia. Zároveň poukázali na slovenské a české podmienky, kde podiel devízových úverov bol veľmi nízky. Výsledky výskumu Yeşina (2013) boli však oveľa významnejšie, samozrejme, potvrdzovalo sa zistenie spomínaných autorov. Yeşin (2013) vychádzal z údajov obdobia 2007 až 2011. Podľa neho úvery denominované v cudzích menách sa rozširovali hlavne v krajinách strednej a východnej Európy, ktoré používajú stále svoje národnú menu, teda zákonným platidlom v týchto štátoch je národná mena. V Litve napríklad v roku 2011 devízové úvery predstavovali viac ako 90 % úverového portfólia, v Srbsku a Chorvátsku takmer 75 % (graf 6).

Graf 6

Podiel objemu úverov denominovaných v cudzej mene na celkovom objeme bankových úverov vo vybraných štátoch Európy v treťom štvrtroku 2011



Zdroj: Yeşin (2013, s. 221)

Úvery denominované vo švajčiarskych frankoch boli rozšírené predovšetkým v Maďarsku, no aj v Poľsku so svojim 20 % zastúpením v roku 2011. Yeşin (2013) zistil, že systematické, teda trhové nediverzifikovateľné riziko je výrazne vyššie mimo eurozóny, ďalej uviedol, že v skúmanom období obchodné banky operujúce v krajinách s vysokým objemom devízových úverov mali vyšší objem devízových aktív (devízové úvery) než devízových pasív (devízové vklady), boli teda vytvorené všetky podmienky na vznik kurzového rizika. Je

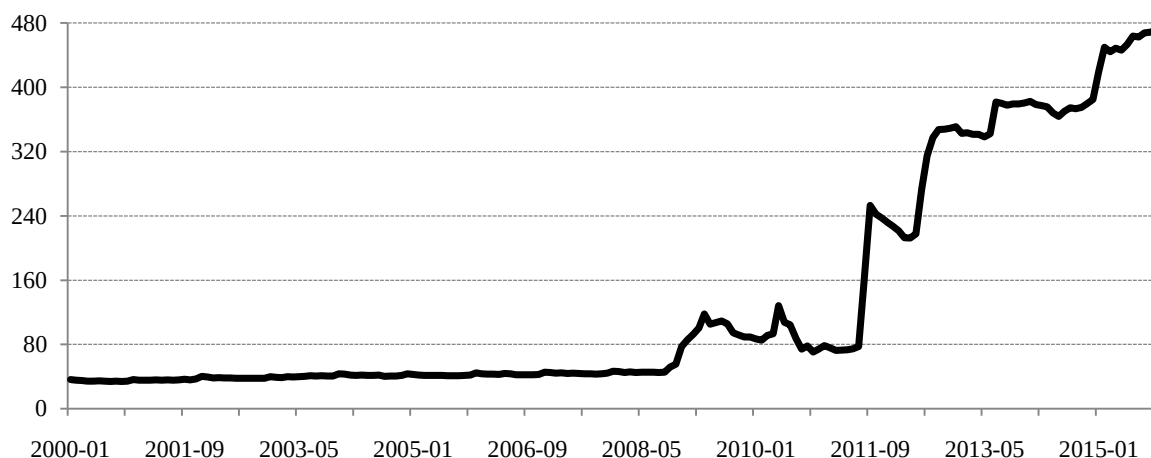
⁶ Tento podiel sa vďaka vládnym opatreniam v roku 2014 výrazne znížil (pozri aj graf 5). Objem celkových úverov pre domácnosti na konci roka 2014 predstavoval 6 371,623 mld. maďarských forintov, z toho 3 473,738 mld. maďarských forintov tvorili úvery denominované v cudzích menách (vo švajčiarskych frankoch a v eure), čo predstavuje už „len“ 54,5 % objemu úveru domácnostiam (MNB, vlastné výpočty).

nesporné, že jeden z dôvodov rozširovania úverov denominovaných v cudzích menách je vysoký rozdiel medzi úrokovými sadzbami úverov denominovaných v domácej mene a úverov denominovaných v cudzej mene. Podľa Banaia, Királya a Nagya (2010) druhým dôvodom je regionálna expanzia a nadmerná likvidita materských obchodných bánk ako aj súperenie obchodných bánk.

Úvery poskytované maďarským domácnostiam boli denominované v rozhodujúcej miere vo švajčiarskych frankoch. Podľa výskumov MNB bola finančná gramotnosť obyvateľstva v tomto období pomerne slabá, úvery denominované vo švajčiarskych frankoch považovali za stabilné a nepočítali s kurzovým rizikom. V dôsledku absencie bankových informácií pre svojich klientov a veľkého záujmu obyvateľstva o tieto úvery sa devízové úvery rozšírili. Vtedajšiu úverovú politiku obchodných bánk nemôžeme považovať za prisnu a obozretnú, stala sa totiž bežnou praxou, že nároky klientov s nízkou úverovou schopnosťou boli uspokojené. Chýbali aj predpisy, ktoré by konkrétne upravili a usmernili proces a spôsob posúdenia úverovej schopnosti fyzických osôb – nepodnikateľov a ktoré by určili postupy na stanovenie výšky zábezpeky. Existujúce problémy ďalej prehĺbilo, že poskytnuté úvery denominované vo švajčiarskych frankoch so splatnosťou od 20 až do 40 rokov neboli kryté dlhodobými zdrojmi denominovanými vo švajčiarskych frankoch, resp. boli kryté len v nepatrnej miere. Na tento vážny dôvod poukázal aj Yeşin (2013) v krajinách s vysokým objemom devízových úverov.

Graf 7

Vývoj monetárnej bázy švajčiarskeho franku od januára 2000 do novembra 2015
(údaje sú v mld. švajčiarskych frankoch)



Zdroj: Swiss National Bank a vlastné spracovanie

Podľa grafu 7 monetárna báza švajčiarskeho franku sa v kritickom období 2004 až 2008 takmer nezmenila. Na základe týchto údajov by sa dalo aj konštatovať, že v krajinách strednej a východnej Európy, ale predovšetkým v Maďarsku, nebolo krytie značného objemu úverov denominovaných vo švajčiarskych frankoch zabezpečené obeživom. Maďarské obchodné banky teda neposkytovali úvery vo švajčiarskych frankoch (nemali ani pasíva denominované vo švajčiarskych frankoch). Prax devízového úverovania v Maďarsku bolo založené na úplne inom „princípe“. Banky vo väčšine prípadov poskytli „devízové“ úvery kryté zdrojmi denominovaných v domácej mene, čiže v maďarských forintoch. Neexistovali teda žiadne devízy v rámci devízových transakcií. Na druhej strane obchodné banky svoje riziká zmierňovali práve pomocou týchto „devízových transakcií“.

Údaje grafu 7 možno interpretovať aj z úplne iného pohľadu.⁷ Možno aj predpokladať, že devízové úverovanie a krytie tohto úverovania vo švajčiarskych frankoch nemali vplyv na menovú bázu švajčiarskeho franku. V skutočnosti však maďarské banky s cieľom zvýšenia svojej výnosnosti úverovali na báze maďarských forintov, ale za podmienok úverov denominovaných v cudzích menách. Tieto špekulatívne transakcie umožnili banková regulácia a absencia určitých právnych predpisov. Riziká boli prenášané na úverových klientov. Forintové úvery, forintové splátky a forintové úrokové platby klientov boli v skutočnosti viazané na „virtuálnu“ menu.

V rámci procesu maďarského devízového úverovania sa teda nedošlo k poskytovaniu úverov denominovaných v cudzej mene (v tomto prípade vo švajčiarskych frankoch), len podmienky úverovania boli podobné alebo rovnaké ako pri úveroch denominovaných v cudzej mene. Devízová transakcia sa v skutočnosti uskutočnila len pri hedžingových operáciách, a to jedine z dôvodu eliminácie kurzového rizika banky. Bez týchto devízových hedžingových kontraktov by boli totiž banky vystavené značnému kurzovému riziku, čo by vyžiadalo aj zvýšenie kapitálovej primeranosti. Hlavným problémom takéhoto úverovania nebola technika úverovania. Išlo skôr o to, že banky zanedbali svoju elementárnu povinnosť. Nechránili svojich úverových klientov pri zmene menového kurzu a v úplnej miere presúvali kurzové riziká na svojich klientov.

Technika „devízového úverovania“ bola v maďarskej bankovej praxi konštruovaná dvojakým spôsobom. V prvom prípade banka disponovala s určitým objemom devízových zdrojov, ktorý prekonvertovala na maďarské forinty. Úvery však poskytovala ako keby boli kryté devízovými zdrojmi. Druhý prípad je príliš zložitý a veľmi ťažko prehliadnuteľný. Táto technika sa aplikovala v bankách, ktoré rozhodujúcu časť svojich zdrojov mali denominovanú v národnej mene (ide napríklad o forintové vklady a pod.). Banky totiž mali veľký záujem si využiť novú príležitosť, ktorú im ponúkala banková regulácia. Svoje úverové produkty rozšírili o „devízové úvery“ pre domácnosti. Proces devízového úverovania zabezpečili uzatvorením rôznych menových swapových kontraktov. Devízy, ktoré dostali v rámci swapových operácií si okamžite zamenili na maďarské forinty. Banka uzatvorila termínovanú devízovú operáciu a súčasne poskytla úver domácnostiam v maďarských forintoch, ale úver bol zúčtovaný v cudzej mene. V prvom prípade úverovania banka nebola vystavená kurzovému riziku. Banky, ktoré zabezpečili proces devízového úverovania pomocou swapových kontraktov, takisto značne zmierňovali svoje kurzové riziká. Nemožno teda hovoriť o devízovej likvidite maďarských bánk. Banky všetky úvery poskytovali v maďarských forintoch a svoje zdroje v oboch modeloch úverového financovania konvertovali na maďarské forinty. Z toho logicky vyplýva, že maďarské devízové úverovanie nemuselo mať žiadny vplyv na menovú bázu švajčiarskeho franku a na súvahu Švajčiarskej národnej banky, na druhej strane však mohlo mať vplyv na ostatné menové agregáty. Na základe grafu 8 preskúmame aj túto alternatívu.

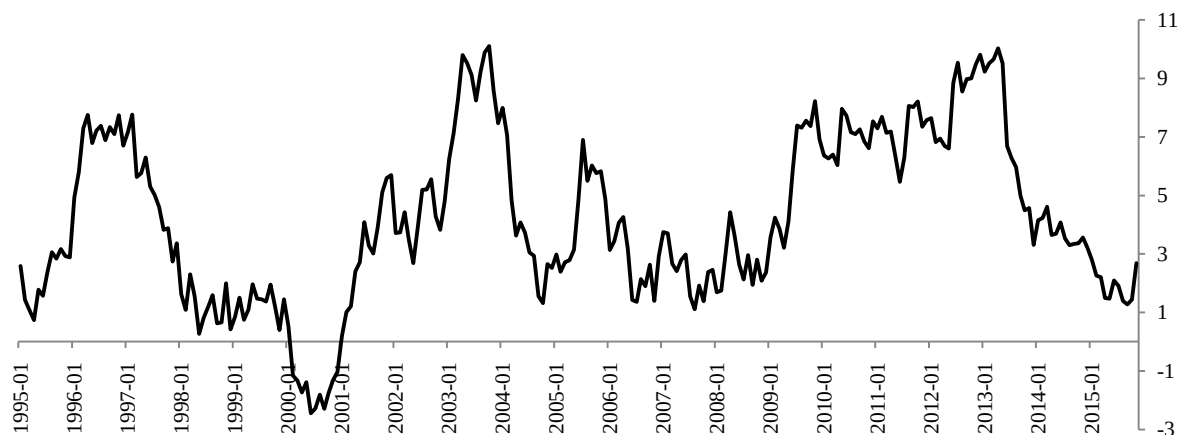
Mesačné tempo rastu menového agregátu M3 švajčiarskeho franku má výraznú volatilitu v analyzovanom období. Zhodnotením výsledkov grafu môžeme odvodiť – čo potvrdzoval aj Dorgan (2014) – že tempo rastu bolo rýchlejšie od roku 2009. Z nášho pohľadu je zaujímavé, že maďarské devízové úverovanie bolo intenzívne v predkrízovom období, teda od roku 2005 do roku 2008. To môže znamenať, že veľký objem úverov denominovaných vo švajčiarskych frankoch v Maďarsku a vo vybraných štátoch strednej a východnej Európy sa výrazne neodzrkadľovalo v celkovom objeme úverov denominovaných vo švajčiarskych frankoch. Dôvody môžu byť dvojaké. Mohli by sme konštatovať, že rozsah trhu strednej a východnej Európy je menej významný v porovnaní s celkovým trhom švajčiarskeho franku.

⁷ Rast monetárnej bázy od roku 2009 (graf 7) iniciovala Švajčiarska národná banka predajom švajčiarskych frankov v záujme ochrany kurzu národnej meny. Je zrejmé, že aj príliš vysoký menový kurz voči ostatným menám (príliš silná domáca mena voči cudzím menám) môže mať vážne dosahy na národnú ekonomiku.

V skutočnosti však ide o to, že neboli všetky úvery denominované vo švajčiarskych frankoch, čo potvrdzoval aj Yešinov (2013) výskum. Úvery denominované vo švajčiarskych frankoch boli rozšírené len v Maďarsku a čiastočne v Poľsku (graf 6). Devízové úvery v ostatných štátoch strednej a východnej Európy boli denominované v iných menách.

Graf 8

Vývoj mesačného tempa rastu menového agregátu M3 švajčiarskeho franku od januára 1995 do novembra 2015 v percentách



Poznámka: Zmena bola počítaná oproti zodpovedajúcemu mesiacu predchádzajúceho roka
Zdroj: Swiss National Bank a vlastné spracovanie

Poskytovanie tzv. devízových úverov sa teda nevyžaduje žiadnu devízovú likviditu banky. V rozvojových krajinách sa tieto úvery nazývajú indexovanými úvermi, ktorých úverové platby závisia od vývoja určitej zahraničnej meny. V praxi teda maďarské banky neposkytovali devízové úvery (ako sa to nesprávne nazýva v teórii a praxi), ale indexované forintové úvery, ktorých úverové splátky a úrokové platby sa menili v závislosti od vývoja menového kurzu švajčiarskeho franku alebo eura a základnej úrokovej sadzby švajčiarskeho franku a eura. Maďarské banky na zmiernenie a elimináciu kurzového rizika uzatvorili derivátové kontrakty a kurzové riziko prenášali takmer v plnej miere na svojich úverových dlžníkov.

ZÁVER

V období rokov 2008 až 2013, pred úspešnou fiškálnou konsolidáciou, bola hrozba štátneho bankrotu typizovaná v rôznych oblastiach: vysoký štátny dlh a deficit verejných financií a z toho vyplývajúce problémy s poskytovaním štátnych transferov, splácaním dlhu, poskytovaním verejných služieb; bankrot bánk a podnikov s ním súvisiaca neistota podnikateľského prostredia, rapidne zvyšujúca nezamestnanosť; bankrot územných samospráv a platobná neschopnosť domácností (Lentner, 2013).

Maďarská národná banka v novembri 2014 uskutočnila kroky – na ťarchu svojich devízových rezerv – na prekonvertovanie devízových spotrebiteľských úverov a hypotekárnych úverov na maďarské forinty. V prvom polroku 2015 sa radikálne zmenila štruktúra hypotekárnych úverov (graf 5). Pôvodný 48-percentný podiel forintových hypotekárnych úverov (v decembri 2014) sa zvýšil na 100 % na konci júna 2015. Znížil sa aj podiel objemu hypotekárnych úverov na HDP.⁸ Nehnutelnosti financované tzv. devízovými

⁸ Na konci roka 2014 predstavoval 10,4 % a v júni 2015 sa znížil a 9,6 %. Objem hypotekárnych úverov za polrok sa znížil z 3 324 mld. forintov (december 2014) na 3 070 mld. forintov (jún 2015).

úvermi platobne neschopných domácností sú vykúpené Správou národného majetku [Nemzeti Eszközkezelő], pričom platobne neschopné domácnosti môžu naďalej užívať svoju nehnuteľnosť ako nájomcovia. Po rozsiahlych fiškálnych a monetárnych reformách od druhého štvrtroku 2013 možno zaznamenať na Maďarsku markantný ekonomický rast.⁹ V roku 2013 skončilo disciplinárne konanie voči štátu z dôvodu nadmernému deficitu verejných financií. Do procesu konsolidácie verejných financií sa zaviedlo mäkké rozpočtové obmedzenie.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] BALÁS, T., NAGY, M. (2010). A devizahitelek átváltása forintHITELEKRE. In *Hitelintézeti Szemle*, 5(9), 416–430.
- [2] BANAI, Á., KIRÁLY, J., NAGY, M. (2010). Az aranykor vége Magyarországon. „Külföldi” és „lokális” bankok – válság előtt és válság után. In *Közgazdasági Szemle*, 2(57), 105–131.
- [3] DORGAN, G. (2014). Swiss Credit Bubble Popping? No, Lending to the Swiss Private Sector is even Accelerating! SNB&CHF Central Bank Watch. WWW: <http://snb.ch/f.com/swiss-macro/2014-sm/swiss-credit-bubble-popping/>
- [4] HOFFMANN, M., KOLOZSI, P. P. (2014). Az önfinanszírozó program stabilabb állampapírpiacot eredményezett. MNB Working Papers No. 7.
- [5] KOLOZSI, P. P., LENTNER, Cs. (2006). A magyar jegybanki szabályozás és monetáris politika az európai integrációs folyamatok tükrében. In LENTNER, Cs.: *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon*. Budapest: Akadémiai Kiadó, pp. 33–67. ISBN 963-05-8375-5.
- [6] LENTNER, Cs. (2005). *Rendszerváltás és pénzügypolitika*. Budapest: Akadémiai Kiadó. ISBN 963-05-8193-6.
- [7] LENTNER, Cs. (2013). A bankszabályozás tudományos rendszertana és fejlődéstörténete. In LENTNER, Cs. et al.: *Bankmenedzsment – Bankszabályozás – Pénzügyi fogyasztóvédelem*. Budapest: Nemzeti Közzolgálati és Tankönyv Kiadó, pp. 27–86. ISBN 978-963-0855-91-4.
- [8] LENTNER, Cs. (2014). A magyar önkormányzatok adósságkonszolidációja. In *Pénzügyi Szemle*, 3(59), 330–344.
- [9] LENTNER, Cs. et al. (2015). *A devizahitelezés nagy kézikönyve*. Budapest : Nemzeti Közzolgálati és Tankönyv Kiadó, 2015. ISBN 978-615-5344-62-6.
- [10] YEŞİN, P. (2013). Foreign Currency Loans and Systemic Risk in Europe. In *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 3(95), 219–236.
- [11] Államadósság Kezelő Központ, Budapest: <http://www.akk.hu/hu/oldal/statisztika>
- [12] Állami Számvevőszék, Budapest: <http://www.asz.hu/jelentesek#>
- [13] Eurostat Database: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- [14] International Monetary Fund World Economic Outlook Database October 2015. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>
- [15] Központi Statisztikai Hivatal: https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves.html
- [16] Magyar Nemzeti Bank: <https://www.mnb.hu/statisztika>
- [17] Swiss National Bank. Publication set Economic data. <https://data.snb.ch/en/topics/snb#!cube/snbmoba?fromDate=2000-01&toDate=2015-11&dimSel=D0%28RF,W,G,S0,N0,N1,GB,N2,N3,S1%29>

⁹ V druhom štvrtroku 2014 ekonomický rast zaznamenal už 3,9 %, pričom rast výkonnosti eurozóny predstavoval len 0,7 %. Intervaly rastu maďarskej ekonomiky: II. Q 2013: 0,3 %; III. Q 2013: 1,9 %; IV. Q 2013: 2,7 %; I. Q 2014: 3,5 % (MNB).

TRH PRÁCE A PROBLÉMY NEZAMESTNANOSTI NA SLOVENSKU

THE LABOUR MARKET AND PROBLEMS OF THE UNEMPLOYMENT IN SLOVAKIA

*Elena Moravčíková*¹

ABSTRACT

Unemployment, especially long-term, is one of the worst social events that can occur in a person's life. The long-term unemployment is one of the biggest economic problems of Slovak Republic. Long-term unemployed persons perceive external factors as main cause of their unemployment; activation work as main instrument of active labour market policy and among them the most common sources of income are social benefits and legal as well as illegal work.

Keywords: unemployment, long-term unemployed, labour market, Slovakia, European Union

JEL Classification: J01, J64

ÚVOD

Trh práce je citlivým a zraniteľnou prvkou slovenského ekonomického prostredia. Nie je teda prekvapujúce, že aj nedávne roky poslednej hospodárskej krízy sa na Slovensku od roku 2009 prejavovali intenzívnejšie než v ostatných krajinách strednej Európy aj v porovnaní s ostatnými európskymi ekonomikami, a to najmä v prehľbovaní štrukturálnych problémov trhu práce a náraste nezamestnanosti.

Slovensko je už viac ako desaťročie členom Európskej únie a sleduje napĺňanie ekonomických cieľov Európskeho spoločenstva. Trh práce patrí v stratégiách Európskej únie konzistentne medzi oblasti s najvyššou prioritou, čo je aj v súlade s dlhodobými cieľmi ekonomickej politiky Slovenska. Pred šiestimi rokmi bola prijatá tzv. *Stratégia Európa 2020*, v ktorej Európska únia zdôraznila kľúčovú úlohu svojich členských štátov pri zvýšení zamestnanosti a produktivity práce popri posilnení sociálnej súdržnosti. Avšak recesia v roku 2008 spôsobila na Slovensku vážnejšie problémy a až v roku 2014 sa začínajú prejavovať známky oživenia trhu práce napriek tomu, že rast výkonnosti ekonomiky sa prejavil už v roku 2010. Tento imparitný vývoj opäť potvrdil veľmi slabú koleráciu medzi zamestnanosťou a tempom rastu hrubého domáceho produktu. Príčiny sú totiž spojené s dlhodobými štrukturálnymi problémami na trhu práce.

ZAMESTNANOSŤ A NEZAMESTNANOSŤ V EURÓPSKEJ ÚNII A NA SLOVENSKU

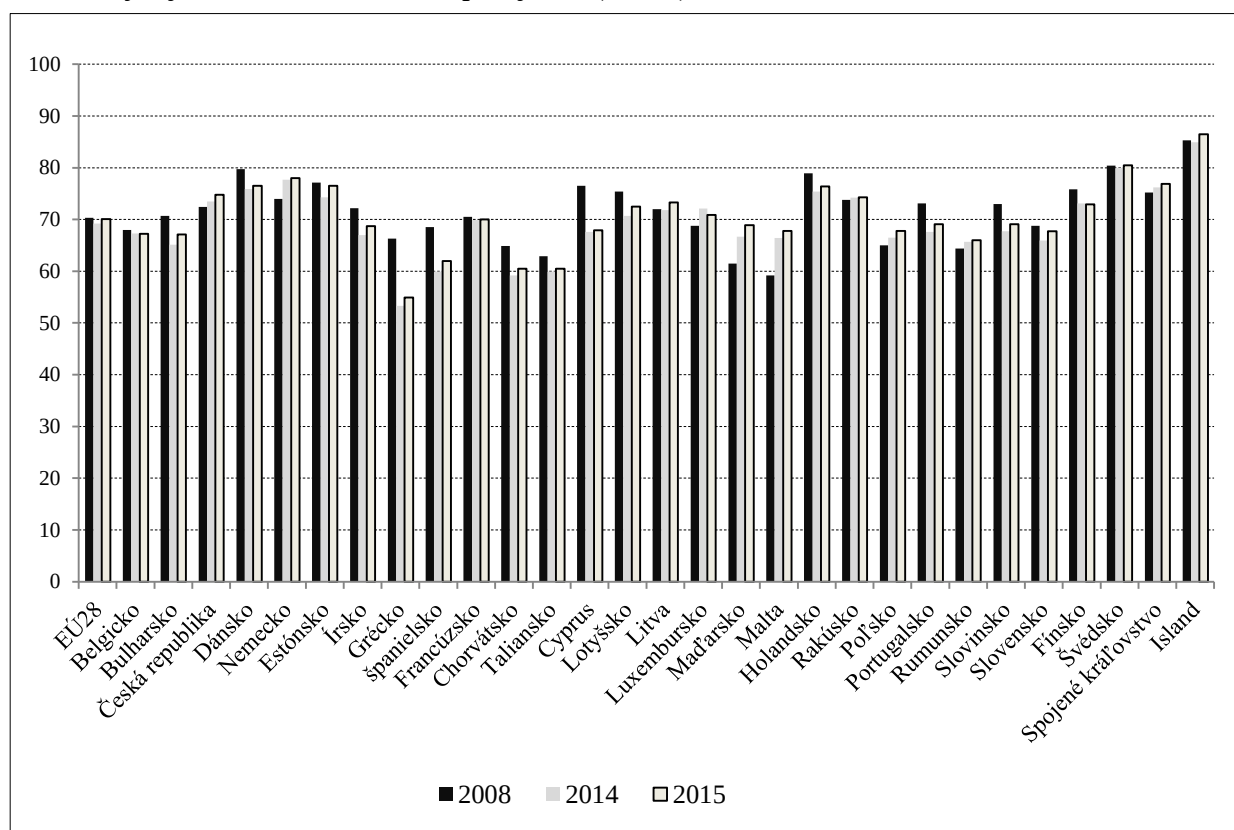
Európska únia si vo svojej *Stratégii Európa 2020* zverejnenej v roku 2010 predsavzala, že do roku 2020 budú v priemere aspoň traja zo štyroch aktívnych občanov Európskej únie vo veku od 20 rokov do 64 rokov zamestnaní. Priemerná miera zamestnanosti má teda dosiahnuť

¹ Ing. Elena Moravčíková, PhD., Katedra podnikových financií, Fakulta podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave, e-mail: elenamoravcik@yahoo.com

podľa Stratégie Európa 2020 takmer 75 %. Cieľ v miere zamestnanosti však na Slovensku bol stanovený pod európsky priemer na 72 %, a to aj vzhľadom na dlhodobú pozíciu Slovenska medzi slabými členskými krajinami v oblasti situácii na trhu práce. Celkový vývoj zamestnanosti v európskych krajinách v období rokov 2010 až 2013 bol menej pozitívny. Krízové obdobie po roku 2009 prinieslo stagnáciu – a v niektorých krajinách aj pokles – v miere zamestnanosti. Miera zamestnanosti sa pohybovala do roku 2014 v priemere okolo 68,5 %, teda stále pod úrovňou predkrízového obdobia. Trh práce na Slovensku však ostával v miere zamestnanosti hlbšie pod európskym priemerom, nachádza sa totiž v poslednej tretine krajín s najsľabšou mierou zamestnanosti.

Nasledujúci graf 1 znázorňuje vývoj miery zamestnanosti v krajinách Európskej únie vo vybraných rokoch, t. j. v roku 2008 a v rokoch 2014 a 2015. Kým ukazovateľ zamestnanosti v roku 2015 predstavil viac ako 70 % (70,1 %) na úrovni EÚ28, na Slovensku zaznamenával len 67,7 % (v Poľsku 67,8 %, v Maďarsku 68,9 % a v Českej republike až 74,8 %).

Graf 1 Vývoj zamestnanosti v Európskej únii (EÚ28) v % v rokoch 2008, 2014 a 2015



Zdroj: Eurostat. Dostupné na WWW: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, vlastné spracovanie

V roku 2015 sa priemerná zamestnanosť v EÚ28 zvýšila, ale jej tempo rastu bolo výrazne mierne. Na úrovni EÚ28 sa zamestnanosť medziročne zvýšila z 69,2 % na 70,1 % a v Slovenskej republike z 65,9 % na 67,7 %. Zamestnanosť v roku 2015 ešte stále nedosiahla predkrízovú úroveň z roka 2008 (70,3 %).

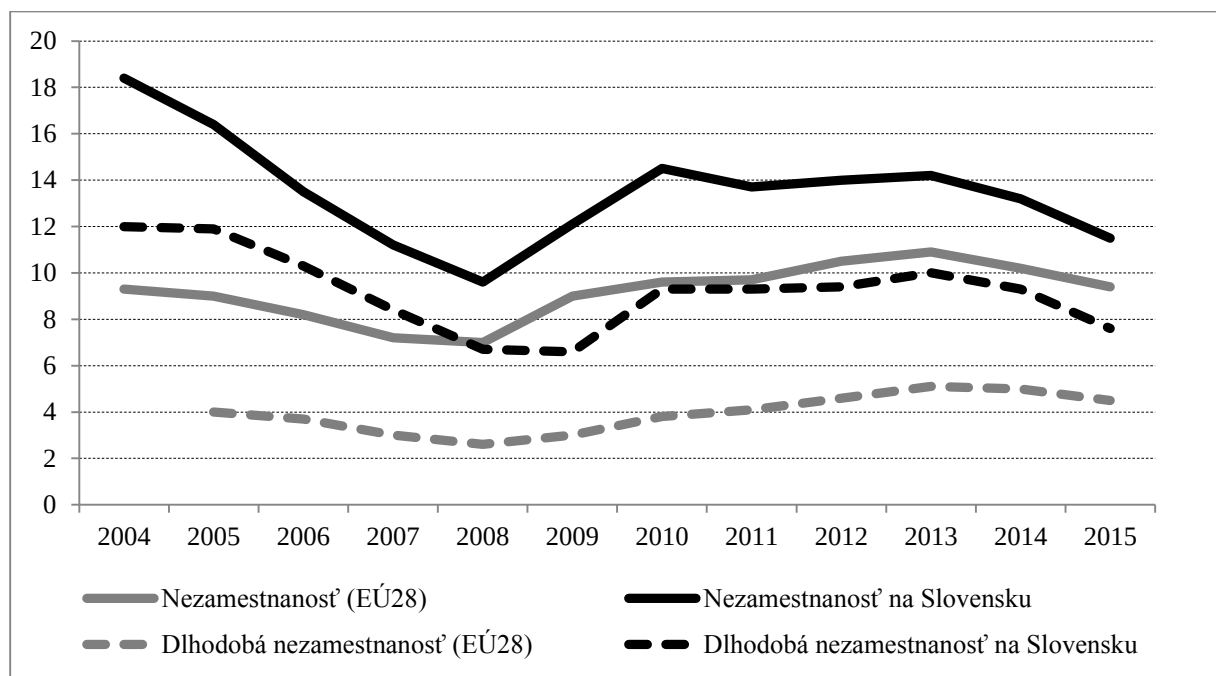
Na Slovensku bol rok 2015 tiež dlho očakávaným oživením trhu práce, potom, ako oživenie ekonomického rastu v rokoch 2010 až 2012 neprinieslo výraznejší nárast zamestnanosti. Krízové roky 2008 – 2009 opäť potvrdili zraniteľnosť slovenského trhu práce voči ekonomickým cyklickým vývojom, v dôsledku ktorých sa miera zamestnanosti prepadla výraznejšie ako v iných krajinách EÚ.

Vysoká nezamestnanosť na Slovensku je jedným z najzávažnejších ekonomických a sociálnych problémov, ktorý dlhodobo zabraňuje realizácii rastového potenciálu slovenského hospodárstva. Počas predošlých dvadsiatich rokov bola priemerná miera nezamestnanosti na Slovensku 14,5 %, výrazne nad priemerom Európskej únie (priemer EÚ predstavuje 9 %), ako aj krajín OECD (priemer štátov OECD je 6,8 %).

Už prechod k trhovej ekonomike bol sprevádzaný vysokou mierou nezamestnanosti, a to napriek tomu, že výkonnosť slovenskej ekonomiky bol v relatívne krátkej dobe po začiatočných problémoch porovnateľný s českou ekonomikou. Vďaka ekonomickému rastu sa vytvorilo v ekonomike priestor na znižovanie miery nezamestnanosti, ale reakcia na posilnenie hospodárskeho výkonu ostala obmedzená. V období najsilnejšieho rastu, t. j. v rokoch 2003 až 2008 bola miera nezamestnanosti na Slovensku najvyššia v Európskej únii.

Graf 2 znázorňuje vývoj miery nezamestnanosti a dlhodobej nezamestnanosti na Slovensku a v Európskej únii (EÚ28) v rokoch 2004 až 2015.

Graf 2 Vývoj miery nezamestnanosti a dlhodobej nezamestnanosti v Slovenskej republike a v EÚ28 v rokoch 2004 až 2015 (údaje sú v %)



Zdroj: Eurostat. Dostupné na WWW: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, vlastné spracovanie

Posledný najväčší rast miery nezamestnanosti sa prejavil v dôsledku globálnej ekonomickej krízy v roku 2010, kedy si z aktívnej populácie takmer každý šiesty jednotlivec hľadal prácu, priemerná ročná miera nezamestnanosti dosiahla 14 %. Do roku 2013 sa podiel ekonomicky aktívnych fyzických osôb hľadajúcich prácu pohyboval nad 13 %. Krajiny Vyšehradskej štvorky boli na tom podstatne lepšie. Maďarsko je napríklad s vývojom nezamestnanosti lepším o 2 – 3 % oproti Slovensku, Česká republika si udržala pokrizovú mieru nezamestnanosti o 5 až 6 % nižšiu v porovnaní so Slovenskou republikou.

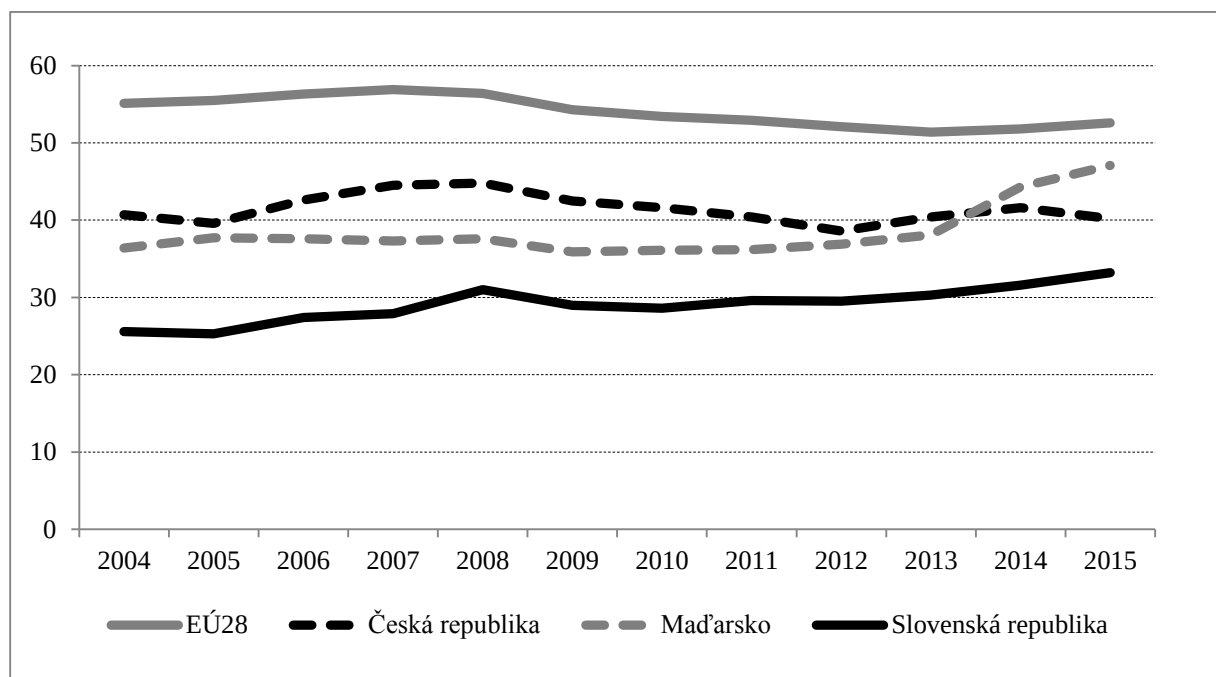
Vývoj v oblasti nezamestnanosti v roku 2015 bol v súlade so zamestnanosťou pozitívny. V roku 2015 dosiahla priemerná miera nezamestnanosti na Slovensku 11,5 %, čo znamená medziročný pokles o takmer 13 %. Priemerná miera nezamestnanosti v EÚ28 dosiahla v roku 2015 menej ako 9,4 %.

DLHODOBÁ NEZAMESTNANOSŤ NA SLOVENSKU

Dlhodobá nezamestnanosť na Slovensku je v medzinárodnom porovnaní jednou z najvyšších i čo sa týka podielu na celkovej nezamestnanosti (pozri aj graf 2). Väčšinu slovenských nezamestnaných tvoria dlhodobo nezamestnaní (graf 2) a ľudia s nižšou kvalifikáciou (graf 3). Možnosti týchto ľudí na trhu práce sú pritom obmedzené, keďže obmedzená je aj ich kvalifikácia. Nezamestnanosť znevýhodnených skupín je na Slovensku veľkým problémom aj v európskom porovnaní.

Graf 3 znázorňuje vývoj miery zamestnanosti občanov so základným vzdelaním v EÚ28 a v krajinách vyšehradskej štvorky v rokoch 2004 až 2015.

Graf 3 Vývoj miery zamestnanosti občanov so základným vzdelaním v EÚ28 a v krajinách vyšehradskej štvorky v rokoch 2004 až 2015 (údaje sú v %)



Zdroj: Eurostat. Dostupné na WWW: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, vlastné spracovanie

Na základe grafu 3 je zrejmé, že situácia je najhoršia na Slovensku. Kým miera zamestnanosti občanov s nízkou kvalifikáciou sa na úrovni EÚ28 pohyboval v analyzovaných rokoch v intervale 50 % a 60 %, na Slovensku až medzi 25 % a 32 %. Z hľadiska vzdelanostnej štruktúry sú jednotlivci s nižším vzdelaním na tom dlhodobo na Slovensku horšie ako v ktorejkoľvek krajine EÚ.

Výroba sa automatizuje, čo sprevádza aj trend poklesu dopytu po manuálnych prácach a priemyselné podniky hľadávajú čoraz menej pracovníkov vykonávajúcich jednoduché práce, a naopak, stúpa dopyt po odborných pracovníkoch, ktorí vedú sofistikované stroje vo výrobe obsluhovať. Vplyv na vývoj slovenskej nezamestnanosti má aj globálna konkurencia, ktorá jednoduchú výrobu presúva do krajín s nižšími nákladmi práce.

Z geografického hľadiska sa nezamestnanosť na Slovensku koncentruje v južných a východných okresoch krajiny s nižšou ekonomickou aktivitou a nižšou mzdovou úrovňou – v týchto regiónoch nevzniká pri súčasnom stave trhu práce dostatok pracovných miest. Ak teda uchádzači nie sú ochotní dochádzať, resp. sa za prácou vysťahovať do väčších miest, sú ich

šance na nájdenie zamestnania malé. Nezamestnanosť do veľkej miery koreluje so mzdovou úrovňou v jednotlivých regiónoch Slovenska: čím vyššia nezamestnanosť, tým nižšie mzdy.

Citlivosť jednotlivcov s nízkym stupňom vzdelania potvrdili aj odhady elasticity ponuky práce pre slovenský trh práce. I keď elasticita voči štátnym transferom je nízka, citlivosť práve tejto skupiny voči zmenám je výrazná a potvrdzuje, že nástroje zamerané na túto skupinu ľudí by mohli byť efektívne a vyvolať adekvátnu odozvu cieľovej skupiny.

Opäť sa potvrdzuje, že podpora vzdelávania je nevyhnutnou zložkou cieľov na podporu zamestnateľnosti. V krajinách s vysokou zamestnanosťou sa zúčastňuje nejakej formy vzdelávania viac ako polovica populácie v aktívnom veku. Na Slovensku to bolo v roku 2013 menej ako 40 %. Tieto vzdelávacie aktivity sú typicky neformálneho charakteru a sú realizované v zamestnaní. Viac ako polovica účastníkov takýchto aktivít potvrdzuje, že účasť na neformálnom vzdelávaní im pomohla nájsť si novú prácu alebo zlepšila ich pozíciu v stávajúcim zamestnaní.

ZÁVER

Vysoká miera nezamestnanosti na Slovensku má viacero príčin. Nepochybne medzi ne patria aj historické a kultúrne faktory. Hlavným faktorom však ostávajú byrokratické, regulačné a daňovo-odvodové parametre trhu práce. Kým historické a kultúrne faktory sa menia len pomaly a ich zmena si vyžaduje prirodzenú obmenu generácií, deregulácia pracovného trhu je v kompetencii nositeľov hospodárskej politiky a jej efekt sa prejavuje okamžite.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] DINGA, J. – ĎURANA, R. 2015. *Nezamestnanosť – systémový problém slovenského hospodárstva*. Bratislava : INESS – Inštitút ekonomických a spoločenských analýz, 2015. 36 s. ISBN 978-80-969765-5-3.
- [2] Eurostat Database. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- [3] LUBYOVÁ, M. – ŠTEFÁNIK, M. et al. 2015. *Trh práce na Slovensku*. Bratislava : Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied; Prognostický ústav SAV, Centrum spoločenských a psychologických vied SAV, 2015. 241 s. ISBN 978-80-7144-255-4.
- [4] OECD Data. Dostupné na: <https://data.oecd.org/>
- [5] SIEBERTOVÁ, Z. – SENAJ, M. – ŠVARDA, N. – VALACHYOVÁ, J. 2015. *To Work or Not to Work? Updated Estimates of Labour Supply Elasticities*, CBR, WP 3/2015. Dostupné na: www.rozpocetovara.sk.
- [6] Štatistický úrad Slovenskej republiky. Demografia a sociálne štatistiky. Dostupné na: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/MetaInfo.explorer?cmd=go&s=1002&sso=2&so=15>
- [7] Trh práce: zamestnanosť, nezamestnanosť, voľné pracovné miesta; produktivita práce, mzdy. In *Bulletin Prognostického ústavu SAV*, č. 4, september 2015. Dostupné na: http://www.prog.sav.sk/fileadmin/pusav/download_files/bulletin/Bulletin_PU_SAV_cislo_4-2015_sep_15.pdf

BUDÚCNOSŤ PREDAJA ŽIVOTNÉHO POISTENIA THE FUTURE OF LIFE INSURANCE DISTRIBUTION

Pavel Škriniar¹, Martin Križan²

ABSTRACT

The latest statistics of insurance distribution in Europe shows that while in some countries have a dominant position the banks, in the others the dominant role is given to the independent intermediaries. Compared with the situation twenty years ago the sale of insurance has a significant increase in the share of banks. What is the reason that the banks have reached such a development? Can we expect the same development in other countries, where banks are selling the insurance products? Post charts the development of insurance distribution, highlighting key trends and currently seeks an answer to the question of which direction to move in the distribution of insurance in the near future.

Keywords: life insurance, distribution, statistics, future, vision

JEL Klasifikácia: G22

ÚVOD

Ostatné čísla európskej asociácie poisťovní naznačujú, že banky postupne zaujímajú dominantnú úlohu v európskej distribúcii životného poistenia. Kým v niektorých krajinách hrajú prím práve banky, v iných sú to nezávislí sprostredkovatelia³. Ak by sme súčasnosť porovnali so situáciou pred dvadsiatich rokov, tak by bol zrejmý enormný nárast bankového podielu. Aké sú dôvody a príčiny na takýto vývoj? Túto otázku si kladú predovšetkým nezávislí sprostredkovatelia, pretože ak by sa zopakoval scenár, tak budú ohrozené predovšetkým ich pracovné miesta. Preto sa hľadajú dôvody tohto vývoja, čím by sa mohli načrtnúť cesty, ktorými sa bude uberať distribúcia poistenia v najbližších rokoch. Príspevok mapuje vývoj distribúcie poistenia, poukazuje na hlavné trendy súčasnosti a hľadá odpoveď na otázku, ktorým smerom sa bude distribúcia poistenia uberať v blízkej budúcnosti.

RANÉ OBDOBIE PREDAJA POISTNÝCH PRODUKTOV

Spôsoby predaja poistenia sa za desiatky rokov výrazne zmenili. V ranom období poisťovníctva mali poisťovne na predaj produktov iba vlastných agentov⁴. Poisťovne pôsobili sprvu iba v rámci miest, kde poisťovali predovšetkým budovy pre prípad požiaru. V prvej polovici 18. storočia začali vznikať spoločnosti, ktoré svojim členom kryli výlučne straty z požiarov. Tieto spoločnosti však zanikli po veľkých mestských požiaroch, ktoré postihli stovky budov. Dôvodom rozsiahlych škôd spôsobených požiarom boli predovšetkým použité stavebné materiály a slabá protipožiarna ochrana. S rozvojom automobilizmu sa začalo rozvíjať aj poistenie automobilov. Základom rozvoja distribúcie poistných produktov bol teda technologický pokrok ale aj snaha poisťovní expandovať so svojimi produktami do iných regiónov. Expanzia závisela na schopnostiach ľudí a domáci poznali prostredie vždy lepšie.

¹ Ing. Pavel Škriniar, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, pavel.skriniar@euba.sk

² Ing. Martin Križan, PhD., Katedra podnikovohospodárska FPM EU v Bratislave, martin.krizan@euba.sk

³ <http://www.insuranceeurope.eu/european-insurance-key-facts-august-2016>

⁴ <http://www.iii.org/issue-update/buying-insurance-evolving-distribution-channels>

Agentom poisťovní bolo nakoniec výhodnejšie predávať produkty nielen jednej značky a tak sa začali kreovať nezávislí finanční sprostredkovatelia. Kým nezávislí agenti sa špecializovali na poistenie pre prípad požiaru, závislí sa zamerali na poistenie zodpovednosti za škody. Vo svete sú zaužívané v podstate tri typy predajcu poistenia, pričom ich pomenovanie je závislé od domácej legislatívy, resp. zvyklostí:

- **Závislý agent** – má vzťah výlučne s jednou poisťovňou, teda v jeho ponuke sú iba produkty jednej značky
- **Nezávislý agent** – môže predávať produkty viacerých poisťovní, zvyčajne ho zastrešuje sprostredkovateľská spoločnosť
- **Finančný poradca** – primárnym zdrojom príjmov nie je predaj produktov ale poradenské služby hradené klientom

Svojím vývojom takisto prišiel aj spôsob predaja finančných produktov. Pre predaj poisťných produktov sú v súčasnosti zaužívané nasledovné spôsoby:

- Osobné stretnutie so zástupcom poisťovne (závislý, nezávislý agent, resp. poradca)
- Vyhľadanie konkrétnej poisťovne (call centrum, sms, internet poisťovne, pobočka poisťovne)
- Internetový porovnávač poisťných produktov (alternatíva k nezávislému agentovi)
- Nepriama kúpa poistenia (ako súčasť iného finančného alebo nefinančného produktu)
- Alternatívne formy (kupóny,...)

Osobné stretnutia so zástupcom poisťovne sa môže odohrávať na rôznych miestach. Ide o priestory pobočiek poisťovne alebo priestory samotného zástupcu, v domácnosti alebo práci klienta, prípadne často využívaným miestom uzatvárania zmlúv sú aj kaviarne a reštaurácie. Každý z týchto priestorov má svoje výhody i nevýhody. Dôležitým faktorom určenia miesta stretnutia je blízkosť, dostupnosť a diskretnosť.

Kontaktovanie poisťovne samotným klientom je v súčasnosti možné aj prostredníctvom technologických zariadení. Či už je to telefón (telefonický rozhovor alebo sms) alebo internet. Tento distribučný kanál môže v určitých prípadoch ponúknuť klientovi výhodnejšiu cenu než zástupca poisťovne z dôvodu úspory nákladov na uzavretie zmluvy.

Porovnávacie portály sú na trhu v porovnaní s tradičnou distribúciou veľmi krátko. Ich hlavnou výhodou je dostupnosť v akejkolivek čase, možnosť testovania individuálneho nastavenia parametrov a sledovania zmeny ceny a prítomnosť viacerých poisťovní na jednom mieste. Nevýhodou tohto distribučného kanála je potreba dostatočného povedomia o poisťných produktoch zo strany užívateľa.

K nepriamej kúpe poistenia dochádza napríklad pri bankových produktoch, keď k bankovému produktu je pridané poistenie, resp. je už súčasťou bankového produktu. Typickým príkladom sú platobné, resp. kreditné karty, ktorých súčasťou je cestovné poistenie. Pri kúpe hypotekárneho úveru je možné získať ho s rôznymi produktami životného i neživotného poistenia. Napríklad aj využitie služieb cestovnej kancelárie je spojené s kúpou niekoľkých poistení. Podobná situácia je pri kúpe auta, či už je z autosalónu alebo cez lízingovú spoločnosť. Vývoj distribúcie sa dostáva aj k spotrebnému tovaru. Súčasťou napríklad kúpy športových potrieb býva aj úrazové poistenie.

K alternatívnym distribučným kanálom sa vo všeobecnosti dá zaradiť všetko, čo je veľmi jednoduché na kúpu ale nedokonalé na poskytovanie informácií o produkte. Typickým príkladom je predaj cestovného poistenia cez kupóny dostupné na čerpacích staniciach.

ROZVOJ DISTRIBÚCIE POISTNÝCH PRODUKTOV

Do budúcnosti sa na základe predošlého črtá rozvoj troch modelov distribúcie:

- technicky podporený predaj tvárou v tvár (face to face)
- vzdialené resp. zdieľané poradenstvo

- kúpa produktov samotným klientom on-line

Technický podporený predaj face to face znamená vylepšenie tradičnej podoby predaja poistných produktov o nové prvky technologického charakteru⁵. Výsledkom technologickej podpory je napríklad odbúranie potreby stretávať sa s klientom každého pol roka, čo je bežná prax niektorých sprostredkovateľov. Technológie namiesto rutinného stretávania navrhnu kritické momenty, v ktorých treba riešiť potreby klienta. Tými môžu byť zmeny v živote či už rodinného alebo pracovného charakteru, zmeny v dôsledku vzniku poistných udalostí a podobne. Nesmierne dôležitým prvkom bude transformácia od obvyčajného predaja produktov k celostnému plánovaniu riešení. Klientovi sa tak nebude ponúkať konkrétny produkt ale riešenie jeho životnej situácie. Neoddeliteľnou súčasťou bude skutočnosť, že technologická podpora bude v on-line riešeníach pre predajcov. Odbúra sa tak prebujnelá administratíva a zlepši sa informovanosť o realizovanom obchode, čo je jednoznačným prínosom pre obchodníka i pre zastrešujúcu spoločnosť.

Vzdialené resp. zdieľané poradenstvo vychádza z nedostatkov aktuálnej distribúcie, v ktorej sú poradcovia centralizovaní v rámci regiónu a so svojimi klientmi spojení cez telefón alebo internet. Podľa prieskumu⁶ McKinsey takmer tretina klientov tvrdí, že by im viac vyhovovalo iné než osobné stretnutie so sprostredkovateľom. Ako výhody tohto modelu možno označiť zvýšenie produktivity a zníženie fluktuácie – teda pozitíva týkajúce sa nových agentov. Výhodou pre firmu je ich centralizovanie a teda ich dostupnosť pre potreby firmy pre potreby školenia či porád.

Záujem vynechať pri kúpe finančných produktov medzistupeň v podobe sprostredkovateľa sa v posledných rokoch zvyšuje. Napríklad prieskum spoločnosti McKinsey⁷ na 10 000 klientoch, z ktorých každý má úspory vyššie ako 100 000 dolárov ukázal, že 30 % uprednostní nákup životného poistenia online (kúpené či už na stránke poisťovne alebo stránke sprostredkovateľa) a až 45 % by uprednostnilo dostať ponuku a konečný nákup riešiť online. Tento spôsob distribúcie kladie vysoké nároky na dostupnosť stránky, rýchlosť jej vyhľadania, intuitívnosť pri orientácii na nej a, samozrejme, zabezpečenie cross-sellingu a odporúčaní.

PREDAJ POISTENIA CEZ ON-LINE KANÁL

Prirodzene, úspech on-line modelu v plnej miere závisí od dostupnosti internetu. Neunáhlená kúpa poistenia je prítomná už v súčasnosti. Prieskum spoločnosti Prudential Individual Life in Newark⁸ okrem iného ukázal, že 75 % kupujúcich si robí pred kúpou poistenia aspoň nejaký prieskum trhu. Polovica z nich ho robí na mobilnom zariadení. Význam on-line podpory pri uzatváraní poistných zmlúv podčiarkuje aj prieskum comScore⁹, z ktorého vzišlo, že až dve tretiny klientov si už v roku 2012 nechalo vypracovať ponuku on-line. Prieskum vychádzal z dát milióna amerických spotrebiteľov a 4000 internetových respondentov.

Nedostatočné možnosti kúpiť poistenie cez internet brzdí obchodné výsledky poisťovní. Potenciál je totiž veľmi veľký. Ukazuje to prieskum AM Best¹⁰, podľa ktorého by 83 % respondentov využilo internet pri kúpe životného poistenia, ak by mali takúto možnosť. Predaj poistných produktov priamo koncovému užívateľovi však nie je záležitosť nová. Prvé

⁵ <http://cifplearning.com/Insurance%20distribution%20models%20of%20the%20future.pdf>

⁶ <http://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/rethinking-us-life-insurance-distribution>

⁷ <http://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/rethinking-us-life-insurance-distribution>

⁸ <http://www.lifehealthpro.com/2015/02/27/heres-what-the-future-of-life-insurance-distributi>

⁹ <http://www.iii.org/issue-update/buying-insurance-evolving-distribution-channels>

¹⁰ <http://bankinnovation.net/2016/06/life-insurance-insurtech-innovation-part-i-no-longer-an-oxymoron-expect-an-uphill-climb/>

pokusy o túto formu distribúcie sa objavili už v roku 1810¹¹. Dôvodom neúspechu tejto myšlienky bolo, že ľuďom sa veľmi nechcelo vypisovať zmluvy a posielat' ich poštou späť. Dnes je tu však internet a táto prekážka už nie je relevantná. Dôkazom sú výsledky prieskumu¹² spoločnosti LIMRA, v ktorom ústredná otázka znela: „Veríte, že platformy ako Google alebo Amazon budú významná sila na trhu sprostredkovania životného poistenia v najbližších piatich rokoch?“ Zo všetkých oslovených sprostredkovateľov až 57 % odpovedalo kladne. Už prieskum tejto spoločnosti z roku 2013 ukázal, že 21 % bežných spotrebiteľov by chcelo kúpiť životné poistenie z netradičného kanála, ako je napríklad Google či Amazon. Ako môže vyhľadávač a predajca spotrebného tovaru poradiť pri kúpe životného poistenia? Amazon už radí pri výbere áut. Onedlho by sa malo dať cez nich auto aj kúpiť. Niečo podobné sa pred rokom zdalo ako sci-fi. Tento projekt „tiež môže poslúžiť ako výstraha pre automobilky, že by konečne mali začať rozmýšľať nad modernizáciou predajných kanálov“.¹³ Tradičným kanálom distribúcie tak začínajú konkurovať technologický pokrok spolu so zmenou myslenia a stanovených priorít klientov.

Dôvodom, prečo viac ako polovica sprostredkovateľov považuje internetové platformy za významnú silu pri distribúcii životného poistenia, je životný štýl klientov. Znáмым faktom je, že životné poistenie sa nekupuje ale predáva. Klienti mu síce postupne čoraz viac dôverujú, no stále je to málo na realizáciu samotného obchodu. Dôvodom nie je nedostatok dôvery, ale iné prekážky: dostupnosť, priority, výdavky. Zefektívniť predajný proces je tak pre distribučné kanály výzvou i príležitosťou zároveň.

Ďalším dôvodom je skutočnosť, že ľudia skrátka nestíhajú. Kolobeh práca, rodina, práca je časovo náročný a vtesnať do neho obchodné ponuky je náročné. Klienti totiž marketingovú záplavu ignorujú. Marketingovým správam ľudia už nevenujú takú pozornosť ako v minulosti. Skrátka nie je na to čas.

S nedostatkom času úzko súvisí načasovanie. V nabitom dennom programe je problematické nájsť vhodný čas na stretnutie dvoch ľudí. Naproti tomu existujú časové úseky, ktoré sú absolútne neproduktívne, hluché. Príkladom je čakanie (či už u lekára, v dopravnom prostriedku, na deti na záujmových krúžkoch,...) alebo cestovanie (napríklad autobusom, metrom,...). Nie je však reálne, aby sa tento čas dal využiť na obchodné stretnutia. Jednak nie je známy začiatok a koniec „voľného“ času, ale neraz i miesto (lokalita). Keďže typickou činnosťou pri takýchto situáciách je manipulácia s telefónom napojeným na internet, vzniká priestor na riešenie individuálneho nastavenia a porovnania finančných produktov. Technológie nám pritom dávajú možnosti, ktoré pred časom boli nemysliteľné. Rýchle hľadanie slovných fráz v predajných prospektoch či zmluvách cez klávesovú skratku sa v žiadnom prípade nedá porovnávať s prácnym namáhaním očí pri čítaní malých textov. Neustála prítomnosť smartfónu umožňuje ešte niečo. Toto zariadenie dokáže pravdivo odpovedať na základné otázky zo zdravotného dotazníka. Na základe údajov zo smartfónu sa dá určiť životný štýl a kvalita životného prostredia, v ktorom človek žije. Cez údaje z platobnej karty mapujúce nákupné správanie je to už iba krok k informáciám o stravovacích návykoch ale i potvrdenie informácií o životnom štýle. Ak sa k tomu pridá elektronická zdravotná karta, tak individuálnemu nastaveniu ceny životného poistenia nestojí nič v ceste.

ZÁVER

Hlavnou súčasťou distribúcie životného poistenia bude internet a technológie využívajúce online pripojenie. Už v súčasnosti sa tomuto trendu poisťovne prispôsobujú. Súčasťou

¹¹ <http://www.iii.org/issue-update/buying-insurance-evolving-distribution-channels>

¹² <http://www.lifehealthpro.com/2015/01/27/heres-why-half-of-financial-executives-say-google?slreturn=1475614665>

¹³ <http://auto.sme.sk/c/20257330/amazon-pripravuje-platfomu-na-predaj-aut.html>

internetových stránok mnohých poisťovní je možnosť zakúpiť si či už povinné zmluvné poistenie alebo cestovné poistenie. Tieto dva produkty sú v podstate nevyhnutný základ. Menej je už poisťovní, ktoré ponúkajú viac ako tieto dva produkty. Z ďalších produktov stačí spomenúť havarijné poistenie, poistenie bytu a domácnosti, poistenie na hory, poistenie storno poplatkov či poistenie zodpovednosti zamestnanca. Spoločným znakom týchto online poistení je však to, že nejde o životné poistenie. Neznamená to však, že to nie je možné. Poisťovňa Ergo Direct umožňuje uzavrieť poisťnú zmluvu o životnom poistení elektronickým podpisom¹⁴. Cez mobil sa dá uzavrieť životné poistenie v poisťovni GenertelLife¹⁵, pričom táto inovácia v distribúcii prináša okrem pohodlia aj cenové zľavy.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] KMEŤKO, M. - VAVROVÁ, K.. 2015, *Súčasný trendy ohľadom zdaňovania finančných transakcií v Slovenskej republike*. In Ekonomika, financie a manažment podniku IX. : zborník vedeckých statí pri príležitosti Týždňa vedy a techniky [elektronický zdroj]. - Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. ISBN 978-80-225-4145-9, [S. 1-6] CD-ROM
- [2] BADURA, P. - GUBOVÁ, K.. 2015, *Finančné aspekty a perspektíva zelenej a reverznej logistiky*. In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí : zborník vedeckých príspevkov [elektronický zdroj]. - Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. ISBN 978-80-225-4054-4, s. 11-17 CD-ROM.
- [3] BIKÁR, M. 2015. *Behaviorálne financie*. In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí : zborník vedeckých príspevkov [elektronický zdroj]. - Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. ISBN 978-80-225-4054-4, s. 18-25 CD-ROM.
- [4] KMEŤKO, M. 2015. *Behaviorálne správanie sa investorov*. In Slovenské hospodárstvo v kontexte tohtoročných výziev a príležitostí : zborník vedeckých príspevkov [elektronický zdroj]. - Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. ISBN 978-80-225-4054-4, s. 106-109 CD-ROM.
- [5] auto.sme.sk/c/20257330/amazon-pripravuje-platfomu-na-predaj-aut.html
- [6] bankinnovation.net/2016/06/life-insurance-insurtech-innovation-part-i-no-longer-an-oxymoron-expect-an-uphill-climb/
- [7] cifplearning.com/Insurance%20distribution%20models%20of%20the%20future.pdf
- [8] insuranceblog.accenture.com/life-insurance-innovation-four-powerful-examples
- [9] www.ergo.com/en/Presse/Overview/Presseinformationen/Themen/Direktversicherung/Aktuell/20140918-D
- [10] www.iii.org/issue-update/buying-insurance-evolving-distribution-channels
- [11] www.insuranceeurope.eu/european-insurance-key-facts-august-2016
- [12] www.lifehealthpro.com/2015/01/27/heres-why-half-of-financial-executives-say-google?slreturn=1475614665
- [13] www.lifehealthpro.com/2015/02/27/heres-what-the-future-of-life-insurance-distributi
- [14] www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/rethinking-us-life-insurance-distribution

¹⁴ <http://www.ergo.com/en/Presse/Overview/Presseinformationen/Themen/Direktversicherung/Aktuell/2014 0918-D>

¹⁵ <http://insuranceblog.accenture.com/life-insurance-innovation-four-powerful-examples>

TRANSFEROVÉ OCEŇOVANIE AKO METÓDA DAŇOVÉHO PLÁNOVANIA A OPTIMALIZÁCIE

TRANSFER PRICING AS A METHOD OF TAX PLANNING AND OPTIMIZATION

Tatiana Hajniková¹

ABSTRACT

The contribution is focused on current issues and valuation problems of the tax planning and the tax optimization. It contains an analysis of the tax planning as part of the financial strategy international and national enterprises. It deals with minimizing the tax burden through transfer pricing. It points to the manipulative practices of companies and it includes proposals of international organizations for removing such practices.

Keywords: transfer pricing, tax optimization, tax reduction

JEL Klasifikácia: M41, H21

ÚVOD

Aby podniky obstáli v domácom i v zahraničnom konkurečnom boji, snažia sa regulovať svoje ceny a minimalizovať svoje náklady. Daňové zaťaženie je jedným z kľúčových nákladov podnikov. Zámerné vyhľadávanie najvhodnejších daňových podmienok sa nazýva daňová optimalizácia. V daňovom práve Slovenskej republiky neexistujú exaktne vymedzené pojmy daňové plánovanie a daňová optimalizácia. Avšak i napriek tomu je táto problematika neustále aktuálnou, v praxi národných a nadnárodných podnikov používanou témou. Transferové oceňovanie je dôležitou súčasťou minimalizovania daňového zaťaženia podnikov. Avšak umelé presúvanie ziskov a minimalizácia a využívanie daňového systému podnikmi vo svoj vlastný prospech patria k nekalým praktikám, ktoré medzinárodné inštitúcie riešia a musia riešiť.

DAŇOVÉ PLÁNOVANIE A DAŇOVÁ OPTIMALIZÁCIA

Daňové plánovanie ako súčasť bilančnej politiky podniku, nazývanej tiež daňová taktika, daňová optimalizácia alebo minimalizácia daní, môžeme charakterizovať ako proces zameraný na úsporu daní s cieľom maximalizácie zisku podniku pred aj po zdanení tohto zisku. V rámci daňovej taktiky podniky vytvárajú postupy, rešpektujúc formu právnej subjektivity, výšku obchodného obratu, vybavenosť hmotným majetkom a predmet podnikateľskej činnosti.

Daňové plánovanie môžeme rozdeliť na tri základné skupiny:

- Národné daňové plánovanie
- Medzinárodné daňové plánovanie
- Kombinácia národného a medzinárodného daňového plánovania.

¹ Ing. Tatiana Hajniková, externá doktorandka Katedry podnikových financií FPM EÚ v Bratislave, školiteľka: doc. Ing. Anna Harumová, PhD., e-mail: th@thdata.sk

Daňovú optimalizáciu charakterizujeme ako „súbor praktík, opatrení a postupov orientovaných na minimalizáciu daní a optimalizovanie platby daní podniku tak, aby sa nezaplatilo viac, ako je nevyhnuté v riadnom procese (podávanie daňového priznania) a aby nevznikali zbytočné škody vo vedľajšom procese (daňové konanie – registračná povinnosť, záznamová povinnosť, nahlasovacia povinnosť)“.²

Daňovú optimalizáciu môžeme tvoriť na báze využitia národnej daňovej legislatívy (napríklad zvládnutie procesného daňového zákona – tzv. daňového poriadku a hmotných daňových zákonov – napríklad zákona o dani z príjmov, o dani z pridanej hodnoty) alebo zahraničnej (off-shore) jurisdikcie daní, alebo najčastejšie v ich kombinácii a vhodnej symbióze.

Daňová optimalizácia je často nepochopeným javom. Treba vyzdvihnúť skutočnosť, že minimalizácia daní je legálnou stratégiou zníženia daňovej záťaže podniku. Práve veľké nadnárodné podniky často umiestňujú svoju finančnú skupinu do vhodnej jurisdikcie pre zníženie svojej daňovej záťaže. Pre daňové plánovanie je dôležité vytvoriť platnú stratégiu. Každá krajina má špecifický daňový systém, ktorý je nutné z hľadiska daňového zaťaženia podrobne analyzovať. Pre medzinárodné daňové plánovanie je súčasne dôležité chápať zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia.

MEDZINÁRODNÉ DAŇOVÉ PLÁNOVANIE A DAŇOVÁ OPTIMALIZÁCIA POMOCOU TRANSFEROVÝCH CIEN

Medzinárodné daňové plánovanie často nachádzame aj pod inými názvami – offshore podnikanie, transfery cez daňovo zvýhodnené jurisdikcie, peňažné operácie v daňových rajoch, resp. transakcie vo vybraných svetových finančných centrách. Všeobecne daňová optimalizácia funguje tak, že podniky prevedú svoje sídlo na územie štátu, kde je nízke, či žiadne zdanenie a svoju činnosť prevádzkujú pomocou svojich pobočiek, dcérskych spoločností. Medzi sebou tieto spriaznené osoby obchodujú pomocou tzv. transfer pricing. Inými slovami „transfer pricing je metóda daňového plánovania využívajúca v obchodnom styku medzi dvoma či viacerými daňovými subjektami ceny, ktoré sa líšia od tých, ktoré by boli dohodnuté medzi nezávislými subjektami.“³

Ako môžeme dosiahnuť zníženie daní pomocou transferových cien? Odpoveď je veľmi jednoduchá – prevedením tovarov do krajín s najnižším daňovým zaťažením za najnižšiu možnú transferovú cenu a odoslaním tovarov z týchto krajín za najvyššiu možnú cenu. V krajinách s vysokými daňovými sadzbami sa prevedie tovar z krajín za najvyššiu možnú cenu, aby náklady na nákup tohto tovaru boli pre dcérsku spoločnosť dostatočne vysoké, aby sa minimalizovala jej prípadná daňová povinnosť.

Tieto praktiky majú významný vplyv na prerozdelenie zdaniteľných príjmov z krajín s vysokými daňovými sadzbami do krajín s nízkymi daňovými sadzbami. Konečným dôsledkom týchto presunov je výška tržieb a tiež zmena načasovania uznania príjmov na daňové účely.

Pre ilustráciu pôsobenia transferových cien na zníženie daní môžeme použiť nasledujúci príklad: Predpokladajme, že dcérsky podnik nemeckej nadnárodnej spoločnosti sídliaci na Cypre produkuje 15.000 jednotiek a predáva 12.500 jednotiek do dcérskeho podniku tej istej nemeckej nadnárodnej spoločnosti vo Švédsku za 20 EUR za jednotku. Švédska dcérska

² BURÁK, E. 2012, *Daňové plánovanie III.* [online]. Žilina: S-EPI, s.r.o., 2012. [cit. 2012-06-26]. Dostupné na internete: < <http://www.danovecentrum.sk/aktuality/danove-planovanie-iii.htm> >. Bez ISBN.

³ MERCAERT, J. - NELH, C. 2012. *Ekonomika v pohybu: nadnárodné spoločnosti, daňový ráje a prelétavé bohatstvá*. Praha: Educon, 2012. 53 s. ISBN 978-809-0528-604

spoločnosť predáva tieto jednotky za 40 EUR za jednotku nezávislému subjektu. Vzhľadom na to, že sadzba dane na Cypre je 10 percent a vo Švédsku je 28 percent, je zrejmé, že pri použití vyššej transferovej ceny medzi dvoma dcérskymi spoločnosťami dochádza k zníženiu daňového zaťaženia.

Ako je možno vidieť z Tabuľky 1 dcérska spoločnosť na Cypre predáva 20 EUR za jednotku a zaplatí daň zo zisku 13.000 EUR. Švédska dcérska spoločnosť platí daň z príjmov vo výške 28.000 EUR a materská spoločnosť zaplatí celkovú daň 41.000 EUR.

Tabuľka 1 Daňový efekt Transfer Pricing Stratégie

Transferová cena 20 EUR	CYPRUS dcérska spoločnosť	ŠVÉDSKO dcérska spoločnosť	Materská spoločnosť
Predaj (12500 jednotiek za 20 EUR)	250.000 EUR	500.000 EUR	500.000 EUR
Mínus náklady na nákup tovaru	75.000 EUR	250.000 EUR	75.000 EUR
Hrubý zisk	175.000 EUR	250.000 EUR	425.000 EUR
Mínus prevádzkové náklady	45.000 EUR	150.000 EUR	195.000 EUR
Čistý zisk pred zdanením	130.000 EUR	100.000 EUR	230.000 EUR
Sadzba dane (10%&28%)	13.000 EUR	28.000 EUR	41.000 EUR
Čistý zisk po zdanení	117.000 EUR	72.000 EUR	189.000 EUR

Prameň: CUZDRIOREAN, D. D.: Tax Optimization through transfer pricing, common and manipulative practice

V prípade, že cena za prevod medzi dcérskymi spoločnosťami vzrastie na 25 EUR za jednotku, ako uvádzame v Tabuľke 2, dane z príjmu cyperskej dcérskej spoločnosti sa zvýšili o 6.250 EUR, na sumu 19.250 EUR, avšak daň z príjmu švédskej dcérskej spoločnosti sa znížila o 17.500 EUR, na sumu 10.500 EUR. Celková daň z príjmu sa znížila o 11.250 EUR, zo sumy 41.000 EUR na sumu 29.750 EUR. Dôsledkom vyššej transferovej ceny je zníženie celkového daňového zaťaženia a nárast konsolidovaného čistého zisku.

Tabuľka 2 Daňový efekt Transfer Pricing Stratégie

Transferová cena 25 EUR	CYPRUS dcérska spoločnosť	ŠVÉDSKO dcérska spoločnosť	Materská spoločnosť
Predaj (12500 jednotiek za 25 EUR)	312.500 EUR	500.000 EUR	500.000 EUR
Mínus náklady na nákup tovaru	75.000 EUR	312.500 EUR	75.000 EUR
Hrubý zisk	237.500 EUR	187.500 EUR	425.000 EUR
Mínus prevádzkové náklady	45.000 EUR	150.000 EUR	195.000 EUR
Čistý zisk pred zdanením	192.500 EUR	37.500 EUR	230.000 EUR
Sadzba dane (10%&28%)	19.250 EUR	10.500 EUR	29.750 EUR
Čistý zisk po zdanení	173.250 EUR	27.000 EUR	200.250 EUR

Prameň: CUZDRIOREAN, D.D.: Tax Optimization through transfer pricing, common and manipulative practice

Eliminovať výšku dane z príjmov v zahraničnej dcérskej spoločnosti s najvyššou mierou zdanenia, v našom prípade vo švédskej dcérskej spoločnosti, je veľmi dôležité pre určenie optimálnej transferovej ceny, ktorá môže byť použitá pri cezhraničných vnútropodnikových transakciách. V Tabuľke 3 je uvedené zvýšenie transferovej ceny na 28 EUR, čistý zisk švédskej dcérskej spoločnosti dosiahne nulovú úroveň, aj v prípade, že sa nachádza v krajine s vysokým daňovým zaťažením, neplatí žiadne dane z príjmu. Celková daň materskej

spoločnosti sa zníži o 18.000 EUR, zo sumy 41.000 EUR, na sumu 23.000 EUR, pričom čistý zisk po zdanení stúpne práve o sumu znížená celkovej dane, teda o 18.000 EUR.

Tabuľka 3 *Daňový efekt Transfer Pricing Stratégie*

Transferová cena 28 EUR	CYPRUS dcérska spoločnosť	ŠVÉDSKO dcérska spoločnosť	Materská spoločnosť
Predaj (12500 jednotiek za 28 EUR)	350.000 EUR	500.000 EUR	500.000 EUR
Mínus náklady na nákup tovaru	75.000 EUR	350.000 EUR	75.000 EUR
Hrubý zisk	275.000 EUR	150.000 EUR	425.000 EUR
Mínus prevádzkové náklady	45.000 EUR	150.000 EUR	195.000 EUR
Čistý zisk pred zdanením	230.000 EUR	0 EUR	230.000 EUR
Sadzba dane (10%&28%)	23.000 EUR	0 EUR	23.000 EUR
Čistý zisk po zdanení	207.000 EUR	0 EUR	207.000 EUR

Prameň: CUZDRIOREAN, D.D.: Tax Optimization through transfer pricing, common and manipulative practice

Podniky musia na jednej strane rozhodovať o tvorbe svojho obchodného modelu a rešpektovať pritom zákonitosti trhu, na strane druhej sú viazané daňovými rámcovými podmienkami konkrétnych štátov a súčasne čelia hroziacim rizikám. To núti podniky zúčtovacie ceny neustále analyzovať, preverovať obchodný model a model transferového oceňovania, analyzovať funkcie a trh, tvoriť dokumentáciu (Masterfile, Local Files), poskytovať údaje o porovnateľných transakciách (analýza porovnateľnosti), obhajovať zúčtovacie ceny pri daňových kontrolách.

AGRESÍVNE DAŇOVÉ PLÁNOVANIE

Medzinárodný pohyb osôb, tovarov a služieb má na jednej strane značné prínosy, na strane druhej sa zvýšila možnosť využitia nesúladu medzi vnútroštátnymi úpravami, právnymi predpismi a daňovými sadzbami. Dochádza ku skutočnosti, že určité príjmové položky zostanú nezdanené. Tomuto využívaniu hovoríme agresívne daňové plánovanie. I keď to ilegálne nie je, sú tieto praktiky nevhodné. Dochádza tak k „využívaniu“ daňového systému vo svoj vlastný prospech. Veľké medzinárodné podniky majú vypracované rozsiahle plány a umelým spôsobom presúvajú svoje zisky, tým minimalizujú daňové základy a odvádzajú čo najnižšiu daň.

V marci 2011 Európska komisia navrhla spoločný systém na výpočet základu dane podnikov pôsobiach v EÚ prostredníctvom Spoločného konsolidovaného základu dane z príjmu právnických osôb (CCCTB – Common Consolidated Corporate Tax Base). Cieľom návrhu bolo, aby sa zisk nadnárodných podnikov nepočítal za každý štát zvlášť, ale prostredníctvom už spomínaného Spoločného konsolidovaného základu dane z príjmu právnických osôb na úrovni celej EÚ. Vďaka CCCTB bude dochádzať len k harmonizácii základu dane a nie daňovej sadzby, aby tak nebolo zasahované do daňových predpisov jednotlivých štátov. Toto je ponechané plne v jurisdikcii členských štátov. Kvôli rozsiahlosti tohto návrhu však boli rokovania o CCCTB pozastavené. V júni 2015 predložila Európska komisia stratégiu pre opätovné otvorenie návrhu CCCTB. To bolo oznámené v akčnom pláne pre spravodlivé a účinné zdanenie právnických osôb. CCCTB ponúka komplexné riešenie súčasných problémov v rámci zdaňovania príjmov právnických osôb v EÚ. Táto skutočnosť by výrazným spôsobom zlepšila podnikateľské prostredie v rámci jednotného trhu a uľahčila podnikom jednoduchšie a lacnejšie obchodovanie cez hranice. Zároveň by však mohol slúžiť

ako účinný nástroj proti firemným daňovým únikom tým, že odstráni nezhody medzi medzinárodnými systémami. V roku 2016 prišla Komisia s novým návrhom na dve kľúčové zmeny:

- Zavedenie CCCTB by malo byť pre podniky povinné, čím by sa zabránilo presúvaniu zisku. Pôvodne mal byť prechod na CCCTB dobrovoľný, avšak Komisia v novom návrhu argumentuje skutočnosťou, že dobrovoľný prechod by neakceptovali spoločnosti, ktoré využívajú systém agresívneho daňového plánovania.
- Zavedenie CCCTB by sa malo uskutočňovať postupne (step-by-step), aby bolo zvládnutelné k dohodám členských štátov. Primárne je potrebné sa zamerať na zabezpečenie spoločného daňového základu, počnúc s medzinárodnými prvkami spojenými s BEPS (Akčný plán Base Erosion and Profit Shifting).⁴

V roku 2013 členovia OECD spoločne s členmi skupiny G-20 vypracovali Akčný plán Base Erosion and Profit Shifting (ďalej len „BEPS“).⁵ Doporučujú štátom 15 konkrétnych krokov, ako zmeniť domáce právne predpisy a medzinárodné zmluvy predovšetkým práve v oblasti medzinárodného zdaňovania a transferových cien.

BEPS sa viaže predovšetkým ku globalizácii podnikov s digitálnou ekonomikou, ktorej produkty nemajú viazanosť k hraniciam a stáva sa, že nespádajú do žiadneho daňového režimu v žiadnom konkrétnom štáte. Za pomoci súčasných pravidiel pre transferové ceny a existujúcich zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia, presúvajú zisk do miest, kde je nízke alebo žiadne zdanenie. To naruša integritu a spravodlivosť daňových systémov.

Najnovší vývoj v oblasti transferového oceňovania na medzinárodnej úrovni si vyžaduje upriamiť pozornosť na úpravu kapitol I až III Smernice pre nadnárodné spoločnosti a správu daní, schválenú 22.07.2010 Radou OECD. Jej výsledkom je úprava pravidiel transferového oceňovania. Zmeny sa dotýkajú procesu výberu najvhodnejšej metódy pre konkrétny prípad, v ktorom je potrebné zohľadniť tak silné ako aj slabé stránky metód upravených normami OECD. Súčasťou zmien v smernici o transferovom oceňovaní je popri aktualizácii doterajších ustanovení aj nové znenie kapitoly IX, pojednávajúcej najmä o oceňovaní vnútropodnikových reštrukturalizácií. Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) vypracovala v roku 2013 dokument s názvom „Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting“ (voľný preklad „Akčný plán boja proti znižovaniu základu dane a presúvaniu ziskov“), súčasťou ktorého sú aj opatrenia súvisiace s transferovým oceňovaním.

V rámci tohto dokumentu ide konkrétne o „Actions 8-10: Aligning Transfer Pricing Outcomes with Value Creation“ (voľný preklad „Opatrenia 8-10: Zabezpečenie súladu výsledkov transferového oceňovania s tvorbou hodnôt“).

Zmeny, ktoré prinesie Akčný plán boja proti znižovaniu základu dane a presúvaniu ziskov (BEPS) sa premietnu do spomínanej smernice a do aplikačnej praxe aj v Slovenskej republike.

ZÁVER

Projektovať finančnú stratégiu podniku, znamená stanoviť aj navhodnejšiu formu daňového plánovania a daňovej optimalizácie. Podnik pritom nevystačí s poznaním daňového systému v rámci národnej legislatívnej úpravy. Musí poznať a orientovať sa aj v daňových zákonoch štátu, z ktorého pochádza jeho najvýznamnejší obchodný partner, a rovnako krajiny, v ktorej sídli jeho materský podnik. Mal by byť detailne oboznámený s výhodami,

⁴ EC: Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB), [online]. [cit.2016-10-13].

<http://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/common-consolidated-corporate-tax-base-ccctb_en>.

⁵ OECD publishing. 2013. OECD: Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting, [online]. Paríž: Paris CEDEX 16, 2013. ISBN: 978-92-64-20270-2, s. 1-35. <<https://www.oecd.org/ctp/BEPSActionPlan.pdf>>.

ktoré ponúkajú tzv. off shore teritória. Pojem daňová optimalizácia sa často spája, prípadne zamieňa s pojmom daňové plánovanie. V podstate ide o spojitú nádobu, keďže logickým ciešom daňového plánovania ekonomických subjektov by mala byť daňová optimalizácia.

Nadnárodné spoločnosti môžu používať svoje vlastné stratégie v rámci transferového oceňovania, aby využili výhody v rozdieloch daňových sadzieb a ďalšie faktory v rôznych krajinách k znižovaniu svojej daňovej povinnosti. Minimalizácia daní prostredníctvom použitia transferových cien je a bude aj naďalej v praxi pretrvávať. Tieto postupy poškodzujú spravodlivú hospodársku súťaž a aj podniky samotné. Národné i medzinárodné organizácie, finančné správy a inštitúcie vyvíjajú kroky, aby zamedzili daňovým únikom a stratám z dôvodu obchádzania daňových povinností, na čo vo svojom závere aj môj príspevok poukázal.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BURÁK, E. 2012, Daňové plánovanie III. [online]. Žilina: S-EPI, s.r.o., 2012. [cit. 2012-06-26]. Dostupné na internete: < <http://www.danovecentrum.sk/aktuality/danove-planovanie-iii.htm> >. Bez ISBN
- [2] CUZDRIOREAN, D.D. 2013. Tax optimization through transfer pricing, common and manipulative practice: doktorandská výskumná práca. [online]. Cluj-Napoca, Babeş-Bolyai University, Rumunsko, 2013 : Investing in people! PhD scholarship, Project co-financed by the European Social Fund, SECTORIAL OPERATIONAL PROGRAMME HUMAN RESOURCES DEVELOPMENT 2007 –2013. Cluj – Napoca, Rumunsko.: Babeş-Bolyai University, 2013. 874 – 875 s. Dostupné na internete: <<http://steconomice.uoradea.ro/anale/volume/2009/v3-finances-banks-and-accountancy/148.pdf>>. Bez ISBN.
- [3] European Commision: Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB), [online]. [cit. 2016-10-13]. Dostupné na internete: <http://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/common-consolidated-corporate-tax-base-ccctb_en>. Bez ISBN.
- [4] MERCAERT, J. - NELH, C. 2012. Ekonomika v pohybu: nadnárodní společnosti, daňový ráje a přelétavé bohatství. Praha: Educon, 2012. 53 s. ISBN 978-809-0528-604
- [5] OECD publishing. 2013. OECD: Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting, [online]. Paríž: Paris CEDEX 16, 2013. ISBN: 978-92-64-20270-2, s. 1-35. Dostupné na internete: <<https://www.oecd.org/ctp/BEPSActionPlan.pdf>>.

„SPOLOČNOSŤ V KRÍZE“¹

„ENTERPRISE IN CRISIS“

Daniela Tučniková²

ABSTRACT

The paper deals with selected parts of the Act No. 513/1991 Coll. Commercial Code, §67a - §67k which entered into force from 1.1.2016. They are relating to "enterprise in crisis". It defines the criteria that companies must meet in order to acquire that status in terms of legal form and economic performance. It also defines the obligations of the company and the penalties if obligations are not met.

Keywords: enterprise, crisis, bankruptcy, ratio of equity to liabilities

JEL Klasifikácia: G30

ÚVOD

Pre slovenské podnikateľské prostredie je príznačné, že každý rok prináša so sebou niekoľko legislatívnych zmien v rôznych oblastiach. Napriek tomu, že zmeny legislatívy sú časté, pozornosti podnikateľov by nemali uniknúť novelizácie najmä v daňovej, účtovnej a právnej oblasti. V posledných rokoch sa stalo zvykom, že nadobúdajú účinnosť nielen k prvému dňu kalendárneho roka, ale mnohé z nich nadobúdajú účinnosť v jeho priebehu. Výnimkou nie je ani rok 2016. Účinnosť nadobudli ustanovenia novely Obchodného zákonníka, ktoré sa významne dotýkajú podnikateľského prostredia. Ide o novelu zákona č. 87/2015 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov, a ktorým sa menia a dopĺňajú niektoré zákony. Uvedená novela, platná od 29.4.2015, účinná od 1.1.2016, priniesla ustanovenia zavádzajúce nový inštitút - „*spoločnosť v kríze*“.

LEGISLATÍVNE VYMEDZENIE „SPOLOČNOSTI V KRÍZE“ Z HĽADISKA PRÁVNEJ FORMY

Vyššie uvedenou novelou boli do Obchodného zákonníka zapracované nové, pomerne rozsiahle ustanovenia týkajúce sa spoločnosti v kríze. Ide konkrétne o ustanovenia §67a až §67k, ktoré nadobudli účinnosť dňom 1.1.2016.

Na základe ich znenia, štatút spoločnosti v kríze tak, ako ho vymedzuje Obchodný zákonník, môžu nadobudnúť len vybrané právne formy spoločností, a to:

- spoločnosť s ručením obmedzeným,
- akciová spoločnosť,
- komanditná spoločnosť, ktorej komplementárom nie je žiadna fyzická osoba.

¹ Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy KEGA č. 042EU-4/2015 Ekonomická analýza podniku (Praktikum).

² Ing. Daniela Tučniková, PhD., Katedra podnikových financií FPM EU v Bratislave, e-mail: daniela.sovikova@gmail.com

Len tieto tri uvedené právne formy spoločností sú teda povinné testovať, či spĺňajú ustanovenia príslušných paragrafov pre nadobudnutie štatútu spoločnosti v kríze. Z tejto skupiny spoločností však zároveň Obchodný zákonník taxatívne vylučuje spoločnosti, ktoré tento štatút nemôžu nadobudnúť. Spoločnosťou v kríze teda nikdy nebude:

- banka,
- inštitúcia elektronických peňazí,
- poisťovňa,
- zaistovňa,
- zdravotná poisťovňa,
- správcovská spoločnosť,
- obchodník s cennými papiermi,
- burza cenných papierov,
- centrálny depozitár cenných papierov.

LEGISLATÍVNE VYMEDZENIE „SPOLOČNOSTI V KRÍZE“ Z HĽADISKA EKONOMICKÝCH VÝSLEDKOV

V prípade, že spoločnosť prejde úspešne prvým testovaním, t. j. spĺňa kritériá právnej formy a nie je taxatívne vylúčeným druhom spoločnosti, je potrebné, aby sa podrobila druhému testovaniu, t. j. testovaniu či vykazuje ekonomické parametre spoločnosti v kríze.

Štatút „spoločnosti v kríze“ tak, ako ho vymedzuje Obchodný zákonník, nadobúda spoločnosť, ktorej ekonomické parametre reflektujú jeden z dvoch stavov, a to, že:

1. spoločnosť je v úpadku,
2. spoločnosti hrozí úpadok.

Spoločnosť v úpadku

Kedy je spoločnosť v úpadku? Odpoveď na túto otázku by sme v Obchodnom zákonníku hľadali márne, nakoľko v žiadnom svojom ustanovení tento stav spoločnosti nedefinuje. Pre jeho vymedzenie je potrebné siahnuť po Zákone č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii a o zmene a doplnení niektorých zákonov³, ktorý v §3 tento stav definuje ako stav, keď spoločnosť (dlžník) je buď platobne neschopná alebo predĺžená. Uvedený paragraf zákona zároveň oba tieto stavy aj bližšie definuje.

Platobne neschopná spoločnosť je spoločnosť, ktorá „nie je schopná 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. Ak peňažnú pohľadávku nie je voči dlžníkovi možné vymôcť exekúciou, alebo ak dlžník nesplnil povinnosť uloženú mu výzvou podľa § 19 ods. 1 písm. a) ZKaR, predpokladá sa, že je platobne neschopný“.⁴

Predĺžená spoločnosť je spoločnosť, ktorá „je povinná viesť účtovníctvo podľa zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve, 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

³ Zákon č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii a o zmene a doplnení niektorých zákonov je v ďalšom texte nahradený skratkou ZKaR.

⁴ Spracované podľa zákona č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii a o zmene a doplnení niektorých zákonov, §3 ods. 2

všetky okolnosti odôvodnene predpokladať, že bude možné v správe majetku alebo v prevádzkovaní podniku pokračovať“.⁵

Spoločnosť, ktorej hrozí úpadok

Vymedzenie spoločnosti, ktorej hrozí úpadok už ZKaR nerieši. Problematiku jej definovania si zobral pod patronát Obchodný zákonník, ktorý ako kritérium na jej identifikovanie, zohľadňuje jediný indikátor, a to štruktúru financovania spoločnosti z hľadiska vlastníctva. Posúdenie hrozby úpadku zakladá Obchodný zákonník na pomere vlastného imania a záväzkov, t. j. pomere vlastných a cudzích zdrojov financovania spoločnosti. Za spoločnosť, ktorej úpadok hrozí, sa považuje spoločnosť, ktorej pomer vlastného imania a záväzkov je:

- v roku 2016 menej ako 4 ku 100,
- v roku 2017 menej ako 6 ku 100,
- v roku 2018 a neskôr menej ako 8 ku 100.

Takto zadefinovaný indikátor je relatívne ľahko zapamätateľný, no z analytického hľadiska je jeho výpoveď ťažšie interpretovateľná ako keby bol na vyjadrenie danej skutočnosti použitý ukazovateľ celkovej zadlženosti. V praxi bude zrejme preto analytikmi častejšie používaná transformácia tohto pomeru do podoby ukazovateľa celkovej zadlženosti (pomeru cudzích zdrojov voči celkovým zdrojom), ktorý bezprostrednejšie tlmočí mieru zadlženia spoločnosti, teda mieru koľko z celkového kapitálu tvorí kapitál cudzí. V takomto prípade, za spoločnosť, ktorej úpadok hrozí, sa považuje spoločnosť, ak jej ukazovateľ celkovej zadlženosti je:

- v roku 2016 viac ako 96,1538 %,
- v roku 2017 viac ako 94,3396 %,
- v roku 2018 a neskôr viac ako 92,5926 %.

Konverzia hodnôt pomeru vlastného imania a záväzkov na ukazovateľ celkovej zadlženosti je však spojená s problémom. Po konverzii na tento ukazovateľ deliaca hodnota nie je už celé číslo resp. číslo s malým počtom desatinných miest, ale je to číslo s trinástimi desatinnými miestami (v prípade, že je ukazovateľ celkovej zadlženosti kvantifikovaný percentuálne). Pri použití zaokrúhlenej deliacej hodnoty na celé číslo resp. kratší počet miest by v niektorých hraničných prípadoch nemuselo byť zatriedenie spoločnosti presné.

Bez ohľadu na to, ktorý ukazovateľ sa na identifikovanie hroziaceho úpadku použije, požadované číselné hodnoty zadefinované Obchodným zákonníkom vysielajú jasný signál, že posudzovanie spoločností sa bude každým rokom (až do roku 2018) sprísňovať.

POVINNOSTI „SPOLOČNOSTI V KRÍZE“

V prípade, že spoločnosť z niektorého vyššie uvedeného dôvodu nadobudne štatút spoločnosti v kríze, príslušné ustanovenia Obchodného zákonníka jej ukladajú niekoľko povinností.

Prvá povinnosť vyplýva štatutárnemu orgánu spoločnosti z § 67b. Ukladá mu povinnosť vykonať „v súlade s požiadavkami potrebnej odbornej alebo náležitej starostlivosti všetko, čo by v obdobnej situácii urobila iná rozumne starostlivá osoba v obdobnom postavení na jej prekonanie“⁶. Formulácia povinnosti je všeobecná. V ustanovení nie sú špecifikované konkrétne úkony, ktoré by mal štatutárny orgán vykonať. Logicky však možno predpokladať,

⁵ Spracované podľa zákona č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii a o zmene a doplnení niektorých zákonov, §3 ods. 2

⁶ Obchodný zákonník, § 67b

že tieto úkony by mali spočívať v zvolaní a informovaní najvyššieho orgánu spoločnosti, vo vypracovaní návrhu konkrétnych opatrení a krokov na prekonanie danej krízovej situácie a jeho predložení najvyššiemu orgánu na schválenie.

Ďalšiu, už konkrétnu povinnosť však stanovuje § 67f. Zakazuje vrátiť plnenia nahrádzajúce vlastné zdroje (vrátane príslušenstva a zmluvnej pokuty) v prípade, že sa spoločnosť nachádza v kríze resp. ak by vrátenie týchto plnení priviedlo spoločnosť do krízy.

V nadväznosti na túto povinnosť, Obchodný zákonník v § 67c zadefinoval nový pojem „plnenie nahrádzajúce vlastné zdroje“. Rozumie sa ním **plnenie, ktoré:**

- **z hľadiska ekonomickej podstaty** má charakter úveru alebo obdobného plnenia, ktoré mu hospodársky zodpovedá,
- **z hľadiska času** bolo poskytnuté spoločnosti v kríze resp. bolo poskytnuté spoločnosti pred krízou, ktorého splatnosť bola počas krízy odložená alebo predĺžená,
- **z hľadiska pôvodu** poskytne spoločnosti:
 - a) člen štatutárneho orgánu, zamestnanec v priamej riadiacej pôsobnosti štatutárneho orgánu, prokurista, vedúci organizačnej zložky podniku, člen dozornej rady,
 - b) osoba, ktorá má priamy alebo nepriamy podiel predstavujúci aspoň 5% na základnom imaní spoločnosti alebo hlasovacích právach v spoločnosti alebo má možnosť uplatňovať vplyv na riadenie spoločnosti, ktorý je porovnateľný s vplyvom zodpovedajúcim tomuto podielu,
 - c) tichý spoločník,
 - d) osoba blízka osobám podľa písmen a) až c),
 - e) osoba konajúca na účet osôb podľa písmen a) až c).

Zákon má na pamäti i situáciu, keď je problematické identifikovať osobu poskytujúcu plnenie. V praxi ide teda o stav, keď je spoločnosti plnenie poskytnuté osobou, pri ktorej nie je možné zistiť konečného užívateľa výhod - schránkovou spoločnosťou. Na takéto plnenie sa nazerá ako na plnenie poskytnuté niektorou z vyššie vymedzených osôb.

Obchodný zákonník však súčasne jasne vymedzil v §67e plnenia, ktoré sa nepovažujú za plnenia nahrádzajúce vlastné zdroje. Rozumie sa nimi:

- a) plnenie alebo zábezpeka poskytnutá spoločnosti počas krízy za účelom jej prekonania podľa reštrukturalizačného plánu,
- b) poskytnutie peňažných prostriedkov spoločnosti na dobu nepresahujúcu 60 dní,
- c) odklad splatnosti záväzku z dodania tovaru alebo poskytnutia služby na dobu nepresahujúcu 6 mesiacov,
- d) bezodplatné poskytnutie veci, práva alebo inej majetkovej hodnoty spoločnosti.

V rámci týchto taxatívne vymedzených plnení však existujú určité výnimky. Ide o prípady, keď je plnenie uvedené v bodoch b) resp. c) poskytnuté opakovane. Pri opakovanom poskytnutí peňažných prostriedkov spoločnosti na dobu nepresahujúcu 60 dní resp. pri opakovanom poskytnutí odkladu splatnosti záväzku z dodania tovaru alebo poskytnutia služby na dobu nepresahujúcu šesť mesiacov sa už tieto plnenia považujú za plnenia nahrádzajúce vlastné zdroje.

V čase, keď je spoločnosť v kríze, resp. by sa v dôsledku vrátenia poskytnutého plnenia do krízy dostala, dochádza k zastaveniu plynutia lehôt na vrátenie plnení nahrádzajúcich vlastné zdroje. V prípade, že sa spoločnosť ocitne už až v konkurze alebo reštrukturalizácii, vrátenie plnenia nahrádzajúceho vlastné zdroje si veriteľ môže v konkurznom resp. reštrukturalizačnom konaní nárokovať, t. j. prihlásiť a uplatniť ho ako pohľadávku.

SANKCIE

V prípade, že spoločnosť poskytne plnenie nahrádzajúce vlastné zdroje v čase, ak sa nachádza v kríze, resp. sa týmto úkonom do krízy dostane, zákon ukladá povinnosť takéto

plnenie vrátiť spoločnosti späť. Zákon neberie do úvahy akou formou bolo plnenie neoprávnene poskytnuté. Povinnosť vrátiť spoločnosti plnenie poskytnuté v rozpore so zákonom sa vzťahuje na každé plnenie t. j. peňažné plnenie, započítanie, speňaženie zálohu, exekúciu resp. akékoľvek obdobné plnenie.

Zodpovednosť za neoprávnene poskytnuté plnenia nesie štatutárny orgán. Za vrátenie tohto plnenia ručia spoločne a nerozdielne členovia štatutárneho orgánu, ktorí v čase jeho poskytnutia zastávali túto funkciu. Zodpovednosť sa však nevzťahuje len na týchto členov. Rovnakú zodpovednosť a ručenie prenáša zákon aj na členov štatutárneho orgánu, ktorí funkciu vykonávali v čase, keď spoločnosť nárok na vrátenie tohto plnenia neuplatňovala, pričom s prihliadnutím na všetky okolnosti o tejto skutočnosti vedeli resp. vedieť mohli. Členovia štatutárneho orgánu ručia voči spoločnosti resp. voči veriteľom spoločnosti. V momente, keď je neoprávnene poskytnuté plnenie vrátené spoločnosti späť, ručenie voči veriteľom spoločnosti zaniká.

ZÁVER

Aplikácia uvedených ustanovení týkajúcich sa „spoločnosti v kríze“ si kladie za cieľ usmerniť financovanie našich kapitálových spoločností, v ktorých je častokrát objem vlastných zdrojov veľmi nízky. Práve v týchto spoločnostiach nie je rozvoj financovaný prostredníctvom zvyšovania vlastných zdrojov, ale prostredníctvom dlhu. Novela Obchodného zákonníka nebráni financovať spoločnosti dlhom. Ak však podnikateľská činnosť nie je dostatočne efektívna, vybrané dlhy majúce charakter plnení nahrádzajúcich vlastné zdroje budú preklasifikované na tzv. podriadené záväzky.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov
- [2] Zákon č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii v znení neskorších predpisov

Názov

Podnikové financie vo vede a praxi – 2016 : zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií

Vydalo

Vydavateľstvo EKONÓM
Dolnozemska cesta 1
852 35 Bratislava

Rozsah

208 strán

Rok vydania

2016

Náklad

100 ks

ISBN 978-80-225-4308-8