

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií

UNIVERSITY OF ECONOMICS IN BRATISLAVA
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance

Eduard HYRÁNEK et al.

**PODNIKOVÉ FINANČIE VO VEDE
A PRAXI 2017**

Zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií

**SCIENCE AND PRACTICE OF CORPORATE
FINANCE 2017**

Proceedings of Scientific Papers of Department of Corporate Finance



Vydavateľstvo EKONÓM – Publishing House EKONÓM
Bratislava november 2017

HYRÁNEK, Eduard et al. (2017). *Podnikové financie vo vede a praxi 2017 : Science and Practice of Corporate Finance*.

Bratislava: Vydavateľstvo [Publishing House] EKONÓM, 2017. 197 p.

© AUTORI/AUTHORS

doc. Ing. Eduard HYRÁNEK, PhD.

Ing. Peter BADURA, PhD.

Ing. Miloš BIKÁR, PhD.

Marco CZAKER

Ing. Ivona ŽURINOVÁ, PhD.

doc. Ing. Elena FETISOVOVÁ, CSc.

doc. Ing. Anna HARUMOVÁ, PhD.

Ing. Veronika JÁNOŠOVÁ, CSc.

Ing. Lenka KALUSOVÁ, PhD.

Ing. Miroslav KMEŤKO, PhD.

Ing. Mária KOZÁKOVÁ

Ing. Magdaléna KUBRANOVÁ, PhD.

doc. Ing. Gizela LÉNÁRTOVÁ, PhD.

Ing. Jakub LUKÁČ

Ing. Andrea LUKAČKOVÁ

prof. Ing. Peter MARKOVIČ, PhD.

Ing. Elena MORAVČÍKOVÁ, PhD.

Ing. Ladislav NAGY, PhD.

Ing. Gabriela PONECOVÁ

Ing. Marián SMORADA, PhD.

Ing. Alena TÓTHOVÁ, PhD.

Ing. Daniela TUČNÍKOVÁ, PhD.

Ing. Katarína VAVROVÁ, PhD.

ZOSTAVOVATELIA/EDITORS

doc. Ing. Eduard HYRÁNEK, PhD.

Ing. Ladislav NAGY, PhD.

Ing. Peter BADURA, PhD.

RECENZENTI/REVIEWERS

prof. Ing. Božena HRVOLOVÁ, CSc.

prof. Dr. Ing. Anna POLEDNÁKOVÁ

doc. Ing. Oľga MIKOVÁ, CSc.

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 2017 ako výstup z riešenia grantových úloh VEGA riešených na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave.

VYDAVATEL/PUBLISHER

Ekonomická univerzita v Bratislave /University of Economics in Bratislava

Vydavateľstvo /Publishing House EKONÓM

Dolnozemska cesta 1

SK-852 35 BRATISLAVA

SLOVAK REPUBLIC

ISBN 978-80-225-4436-8

Obsah

Contents

Peter BADURA

Využitie kľzavých priemerov pre určenie cenových trendov
Using the moving averages for price trends determination5

Miloš BIKÁR

Dopad brexitu na britskú ekonomiku a finančné trhy
Brexit implications on the British economy and the financial markets 15

Marco CZAKER – Peter MARKOVIČ

Die Insolvenzprognose und die Möglichkeiten zur Verringerung des Kreditrisikos
aus der Sicht des Kreditgebers
*The bankruptcy forecast and the possibilities for reducing the credit risk from the perspective
of the lender* 24

Ivona ĎURINOVÁ

Zrušenie tzv. rovnej dane v SR z hľadiska podnikateľskej sféry
The abolition of the flat tax in Slovakia in terms of business sphere 34

Anna HARUMOVÁ

Vývoj fúzií a akvizícií ako základ vzniku synergií
The development of mergers and acquisitions as a basis for synergies 48

Eduard HYRÁNEK – Michal GRELL – Elena FETISOVOVÁ – Ladislav NAGY

Meranie netto účinnosti modelom HGN
Measurement of net efficiency by HGN model 59

Veronika JÁNOŠOVÁ

Analýza podnikových úverov za rok 2016
Analysis of the business loans for the year 2016 70

Lenka KALUSOVÁ

Faktory ovplyvňujúce finančnú štruktúru slovenských podnikov
Factors determining the financial structure of Slovak enterprises 78

Miroslav KMEŤKO

Durácia fondov
Fund's Duration 88

Mária KOZÁKOVÁ

Vplyv štrajku zamestnancov spoločnosti Volkswagen Slovakia na online
reputáciu podniku
The influence of workers strike in Volkswagen Slovakia on online corporate reputation 93

Magdaléna KUBRANOVÁ

Aktívne nástroje financovania obchodných tokov podnikov
The active instruments of trade flows financing in companies 103

Gizela LÉNÁRTOVÁ

Boj proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam – legislatíva v EÚ a SR

Anti Tax Avoidance Legislation in EU and Slovakia.....112

Jakub LUKÁČ

Malé a stredné podnikanie na Slovensku v roku 2016

Small and Medium Business in Slovakia in 2016.....123

Andrea LUKAČKOVÁ – Marián SMORADA

Ukazovateľ finančnej výkonnosti podniku ROE a jeho rozlišovacia schopnosť
v pokrízovom období

*Profitability indicator ratio ROE (return on equity) and its ability to discriminate
in the period after crisis*132

Elena MORAVČÍKOVÁ

Aktuálny pohľad na vzťah finančných ukazovateľov a právnych foriem
priemyselných podnikov

*Current view of the relationship between financial indicators and legal forms
of industry companies*.....138

Gabriela PONECOVÁ

Regulácia mimoburzových derivátov podľa EMIR

Regulation of OTC derivatives under EMIR.....151

Alena TÓTHOVÁ

Analýza prostredia pre potreby finančného manažmentu podniku

Analysis of the environment for the financial management needs160

Daniela TUČNÍKOVÁ

Finančná výkonnosť podnikateľských subjektov SR v období rokov 2007 – 2016

Financial Performance of Slovak Business Entities in the Period 2007-2016.....173

Katarína VAVROVÁ

Efektívnosť finančnej správy a dlhodobá udržateľnosť daňových príjmov

Effectiveness of financial management and long-term sustainability of tax revenues.....185

Využitie klzavých priemerov pre určenie cenových trendov Using the moving averages for price trends determination

Peter Badura

Abstract

Moving averages are the most used technical indicators. They are mainly used to determine the price trends and their possible changes. The aim of this paper is to describe selected moving averages and their calculation, to display them in a chart and to analyze their correlation with the price of the underlying asset. For the analysis, the following averages have been chosen: simple moving average, exponential moving average, zero lag moving average, double exponential moving average, and triple exponential moving average. As the underlying asset the futures contract of corn has been selected. The charts pointed out to the fact that the simple moving average is the least appropriate average for identifying the price trend. Exponential moving average and double exponential moving average are more suitable for tracking the trend than the simple moving average is. The best tools for identifying the price trends are zero lag moving average and triple exponential moving average. All these findings were also confirmed by the correlation between the moving average values and the closing prices of the underlying asset.

JEL classification: G11, G17

Keywords: averages, trend, investments

1 Úvod

Klzávé priemery sú jedným z najpoužívanějších nástrojov technickej analýzy. Využívajú sa pri rozhodovaní o vhodnom okamihu na investovanie do jednotlivých tried aktív – či už ide o akcie, dlhopisy, futurity a pod. Ich podstatou je sledovanie vývoja ceny za príslušný počet dní (presnejšie povedané „časových úsekov“, keďže môže ísť tiež o mesiace, týždne, ale i minúty alebo hodiny) a následné priemerovanie týchto cien. Takým spôsobom je možné určiť, či trend stále pokračuje, alebo už došlo k jeho zvratu (niektorí autori dokonca hovoria o prediktívnej schopnosti klzavých priemerov).

Ako uvádzajú autori Raudys & Pabarskaite (2016) klzávé priemery sú tým najbežnejším spôsobom, ako predvídať budúci vývoj trendu. Predvídanie budúceho trendu je základným predpokladom pre to, aby bolo možné vytvárať ziskové investičné stratégie. K rovnakému názoru na prediktívnu schopnosť klzavých priemerov a vytvorenie ziskových investičných stratégií, ktoré dokážu prekonať tradičnú stratégiu „kúp a drž“ dospeli autori Metghalchi et al. (2012). Rovnako tak autori Cai & Yu (2010) dospeli k záveru, že využitie klzavých priemerov v investičných stratégiách vedie k významnému nárastu výnosov. Ich stratégie boli testované na čínskom akciovom trhu a rátali v nich tiež s transakčnými nákladmi. Na druhej strane, autori Pavlov & Hurn (2012) vo svojom výskume dospeli k názoru, že viaceré nastavenia klzavých priemerov vedú k ziskom iba ak s použitím proti-trendových prístupov, t. j. v prípade, že sa nakupuje, ak klzávy priemer klesá a ak sa predáva v prípade, keď klzávy priemer rastie.

V tomto článku sa bude ako časová jednotka primárne využívať 1 deň, hoci všetky opísané priemery je možné počítať na ľubovoľnom časovom úseku. To, akú váhu prikladajú klzávé priemery jednotlivým dňom zahrnutým do výpočtu, a tiež to, či berú do úvahy aj iné špecifiká (napr. volatilitu trhu, objem obchodov) je to, čo jednotlivé klzávé priemery navzájom odlišuje a čo ich robí jedinečnými.

2 Metodológia

V článku sa bude pracovať s dátami z futures trhov americkej burzy Chicago Board of trade. Ako podkladové aktívum boli zvolené kontrakty s kukuricou. Rozsah celého súboru je 1500 obchodných dní, čo je obdobie 6 rokov. Pre analýzu korelácií bolo využitých 1470 obchodných dní, čo súvisí s jedinečnosťou výpočtu exponenciálneho kĺzavého priemeru, ktorý pre svoj výpočet využíva i priemer predchádzajúceho dňa. Súbor dát bol získaný ich exportom z programu Track 'n Trade. Analýza podkladových dát a všetky grafy sú vypracované v programe MS Excel. Rovnako korelácie vstupných cien a jednotlivých typov kĺzavých priemerov sú počítané v programe MS Excel.

3 Typy kĺzavých priemerov

Kĺzavé priemery sú najpoužívanejším nástrojom pri technickej analýze trhov vôbec. Autori Kaur a Kaur (2017) svojim výskumom dokázali, že krátkodobé a dlhodobé kĺzavé priemery, testované na futuritnom trhu komodít MCX Comdex, MCX Metal, MCX Agri a MCX Energy, viedli k štatisticky významným kladným výnosom.

K najviac používaným typom kĺzavých priemerov pritom patria: jednoduchý a exponenciálny. Existujú i sofistikovanejšie kĺzavé priemery, ktoré zatiaľ nie sú medzi slovenskými investormi až tak známe, a to i napriek tomu, že ich schopnosť identifikácie zmeny prevládajúceho trendu je podstatne lepšia. Nižšie v článku budú opísané a porovnané nasledovné priemery: jednoduchý kĺzavý priemer (SMA), exponenciálny kĺzavý priemer (EMA), exponenciálny kĺzavý priemer s nulovým oneskorením (ZLEMA), dvojité exponenciálny kĺzavý priemer (DEMA) a trojitý exponenciálny kĺzavý priemer (TEMA).

3.1 Jednoduchý kĺzavý priemer (SMA)

Jednoduchý kĺzavý priemer (skratka SMA je založená na jeho názve v angličtine – Simple moving average) je obvyčajným priemerom cien za posledných „n“ zvolených dní. Tento priemer je tiež všeobecnejšie známy ako aritmetický priemer. Medzi investormi je veľmi obľúbený. Ako uvádza Glabadanidis (2017) kombinácia investičných stratégií založených na jednoduchom kĺzavom priemere s niekoľkými časovými oknami dáva vyšší priemerný výnos ako stratégia "kúp a drž".

Na druhej strane, napríklad Svoboda (2011) dospel vo svojom výskume k názoru, že stratégia založená na SMA je profitabilná len pre sprostredkovateľov obchodov a v žiadnom prípade neprekonáva tradičnú stratégiu „kúp a drž“. Svoje testy pritom uskutočnil na Pražskom akciovom trhu.

Vzorec na výpočet SMA vyzerá nasledovne:

$$SMA = \frac{\sum_{t=1}^n Ceny}{n} \quad (1)$$

kde SMA = jednoduchý kĺzavý priemer,

Ceny = jednotlivé ceny, dosiahnuté v sledovaných obdobiach,

n = rozsah základného súboru (počet cien zahrnutých do výpočtu).

Ak by teda investor sledoval jednoduchý kĺzavý priemer za posledných 5 dní, pričom boli dosiahnuté nasledovné ceny (v poradí od aktuálneho po najstarší deň): 140, 130, 120, 110, 100, súčet týchto cien, vydelení ich počtom by dal výsledok na úrovni 120 peňažných jednotiek. V prípade, ak by ďalší deň cena vzrástla na 150 jednotiek, z výpočtu by bol eliminovaný najstarší údaj (t. j. 100) a nový priemer by bol na úrovni 130 jednotiek.

Jednoduchým porovnaním týchto dvoch číselných hodnôt dostáva investor okamžitú informáciu o tom, že na trhu prevláda rastúci trend a je teda výhodnejšie vstupovať do obchodov zameraných na nákup podkladového aktíva.

Jednoduchý kľzavý priemer, nastavený na 9 dní, vyzerá pri aplikovaní na sériu vstupných dát tak, ako je to znázornené na obrázku 1.

Obrázok 1

Jednoduchý kľzavý priemer



Zdroj: vlastné výpočty

Jednoduchý kľzavý priemer je znázornený vyhladenou krivkou na popredí burzového grafu. Vďaka vyhladzovaniu posledných cien je pri pohľade do grafu ihneď zrejmé, aký je prevládajúci trend na trhu – či ceny priemerne rastú alebo klesajú. Hlavnou nevýhodou jednoduchého kľzavého priemeru je to, že všetkým dňom (resp. iným časovým úsekom) prikladá rovnakú váhu (ako aktuálnemu, tak aj najstaršiemu dňu vo výpočte), takže na zmenu trendu reaguje o niečo neskôr, ako by bolo žiadúce.

3.2 Exponenciálny kľzavý priemer (EMA)

Exponenciálny kľzavý priemer (skratka EMA je založená na jeho názve v angličtine – Exponential moving average) čiastočne eliminuje hlavný nedostatok jednoduchého kľzavého priemeru, ktorým je časový sklz. Kým pri jednoduchom kľzavom priemere majú všetky časové úseky zahrnuté do výpočtu (a ceny za tieto úseky) rovnakú váhu, pri exponenciálnom kľzavom priemere má aktuálna cena najväčšiu váhu. Táto váha postupne klesá s tým, ako sú dni od toho aktuálneho čím ďalej, tým viac vzdialené. To, ako klesá váha jednotlivých cien, by bolo možné zakresliť krivkou, ktorá má exponenciálny tvar, z čoho pramení samotný názov tohto priemeru. Na základe skôr uvedeného tiež vyplýva jedna zvláštnosť – a tou je, že pri výpočte EMA napríklad za 9 dní sa týchto 9 dní používa na výpočet miery vyhladenia cien, no nemožno povedať, že do výpočtu vstupuje výlučne posledných 9 dní. Keďže exponenciálny kľzavý priemer pre svoj výpočet využíva aj exponenciálny kľzavý priemer predchádzajúceho dňa, v skutočnosti do výpočtu vstupuje celý súbor vstupných dát (tým, že exponenciálny kľzavý priemer prikladá neskorším dňom exponenciálne nižšiu váhu, je vplyv starších dní na aktuálnu hodnotu EMA pomerne zanedbateľný).

Vzorec na výpočet jednotlivých súčastí EMA vyzerá nasledovne:

$$\alpha = \frac{2}{(n+1)} \quad (2)$$

kde α = vyhladzujúca hodnota pre výpočet EMA,

n = počet dní, za ktorý sa priemer počíta.

Čím vyšší počet dní si zvolí investor pre výpočet EMA, tým nižšia α bude použitá a tým nižší vplyv bude mať aktuálna cena na výpočet priemeru. Samotný priemer sa počíta nasledovne:

$$EMA = (EMA_{t-1}) + [\alpha \times (Cena - EMA_{t-1})] \quad (3)$$

kde EMA = exponenciálny kľzavý priemer,

EMA_{t-1} = exponenciálny kľzavý priemer predchádzajúceho dňa,

α = vyhladzujúca hodnota,

Cena = cena aktuálneho dňa.

Exponenciálny kľzavý priemer, nastavený na 9 dní, vyzerá pri aplikovaní na sériu vstupných dát tak, ako je znázornené na obrázku 2.

Obrázok 2

Exponenciálny kľzavý priemer



Zdroj: vlastné výpočty

Exponenciálny kľzavý priemer je znázornený vyhladenou krivkou na popredí burzového grafu. Na zmenu ceny reaguje podstatne rýchlejšie, ako tomu bolo v prípade jednoduchého kľzavého priemeru. Na obrázku 2 je toto tvrdenie možné ilustrovať napríklad okolo dátumu 12. 8. 2008, kedy, v porovnaní s jednoduchým kľzavým priemerom, zareagoval EMA na zmenu trendu výrazne rýchlejšie. Ak by k nej skutočne došlo, investor by mohol realizovať svoje rozhodnutia skôr, čím by predišiel nadmerným finančným stratám. Avšak v prípade, ak je exponenciálny kľzavý priemer nastavený na príliš krátky čas, reaguje rýchlo a často a vydáva mnoho falošných signálov. Preto je jeho nastavenie na správny časový úsek tou najdôležitejšou úlohou každého investora, ktorý využíva tento inak veľmi silný a obľúbený nástroj technickej analýzy.

3.3 Exponenciálny kľzavý priemer s nulovým oneskorením (ZLEMA)

Zero lag exponential moving average by bolo možné preložiť ako exponenciálny kľzavý priemer s nulovým oneskorením. Vytvoril ho známy technický obchodník John Ehlers

a Rick Way. Jeho úlohou je eliminovať oneskorenie (tzv. „lag“), ktoré vzniká medzi cenou a exponenciálnym kľzavým priemerom.

Klasický exponenciálny kľzavý priemer má tú nevýhodu, že v prípade konštantného, rovnomerného nárastu cien, sa EMA bude presne rovnať cene, ktorá bola dosiahnutá $[(n-1)/2]$ dní späť. Napríklad v prípade rovnomerného nárastu cien v priebehu posledných 5 dní (ceny sú zoradené od aktuálnej po najstaršiu): 140, 130, 120, 110, 100, by bol neupravený exponenciálny kľzavý priemer rovný cene $[(n-1)/2]$ dní späť (t. j. 2 dni späť) a rovnal by sa hodnote 120 (napriek tomu, že aktuálna cena je už na hodnote 140). ZLEMA má za úlohu odstrániť toto časové oneskorenie za cenou a upraviť klasický exponenciálny kľzavý priemer takým spôsobom, aby v prípade rovnomerného nárastu (alebo rovnomerného poklesu) cien dosiahol ZLEMA hodnotu totožnú s aktuálnou cenou (v tomto prípade 140).

Vzorec na výpočet jednotlivých súčastí a finálneho ZLEMA vyzerá nasledovne:

$$lag = \frac{(n-1)}{2} \quad (4)$$

kde lag = časové oneskorenie, ktoré je nutné eliminovať,

n = počet dní, za ktorý počítame exponenciálny kľzavý priemer.

$$VC = Cena + (Cena - Cena_{lag}) \quad (5)$$

kde VC = upravená vstupná cena pre výpočet ZLEMA,

Cena = cena aktuálneho dňa,

Cena_{lag} = cena „lag“ dňa späť.

$$ZLEMA = EMA_{(VC)} \quad (6)$$

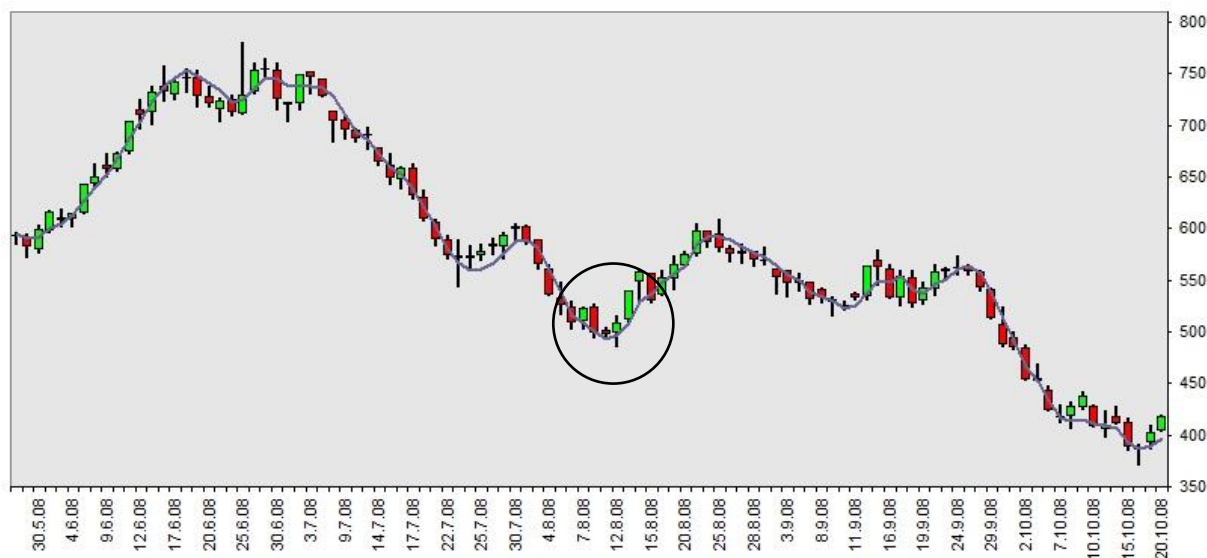
kde ZLEMA = zero lag exponential moving average,

EMA_(VC) = exponenciálny kľzavý priemer počítaný na upravenej vstupnej cene.

ZLEMA, počítaná za posledných 9 dní, vyzerá pri aplikovaní na sériu vstupných dát tak, ako je znázornené na obrázku 3.

Obrázok 3

Exponenciálny kľzavý priemer s nulovým oneskorením



Zdroj: vlastné výpočty

Ako je možno vidieť na obrázku 3, ZLEMA sa drží pri cene podkladového aktíva bližšie, ako tomu bolo v prípade predchádzajúcich kľzavých priemerov. Nielenže je k cene bližšie, no reaguje tiež podstatne skôr. To môže byť ako výhodou, tak i nevýhodou. Investor tak zachytí každú potenciálnu zmenu trendu, no na druhej strane môže ZLEMA vydávať mnoho predčasných, a teda falošných signálov, na zmenu smeru trendu a obchodnej pozície.

3.4 Dvojitý exponenciálny kľzavý priemer (DEMA)

Ďalším kľzavým priemerom, ktorý ako základ pre svoj výpočet používa exponenciálny kľzavý priemer, je DEMA (dvojitý exponenciálny kľzavý priemer). Na základe jeho názvu by sa mohlo zdať, že DEMA len využíva dvojitú vyhladenie ceny (prostredníctvom EMA), aby predišiel príliš prudkým a častým zmenám smeru ceny. Príliš častá zmena obchodov (z nákupných príkazov na predajné príkazy a naopak) totiž spôsobuje výrazné zvýšenie transakčných nákladov a pokiaľ zmena smeru trendu nie je skutočne potvrdená, tak aj zbytočne stratové obchody. Nie je však tomu tak, pri DEMA nejde len o dvojitú vyhladenie ceny. DEMA primárne sleduje rozdiely medzi exponenciálnym kľzavým priemerom samotných cien a exponenciálnym kľzavým priemerom, ktorý je vyhladený sám sebou. Inými slovami – v prípade, že dôjde k prudej zmene ceny, v exponenciálnom kľzavom priemere sa to prejaví výraznejšie ako v jeho dvakrát vyhladenej verzii. Tým sa DEMA snaží reagovať na zmenu ceny skôr, ako tomu bolo v prípade klasického EMA.

Vzorec na výpočet DEMA vyzerá nasledovne.

$$DEMA = (2 \times EMA) - (EMA_{(EMA)}) \quad (7)$$

kde DEMA = dvojitý exponenciálny kľzavý priemer,

EMA = exponenciálny kľzavý priemer,

EMA_(EMA) = exponenciálny kľzavý priemer exponenciálneho kľzavého priemeru.

Dvojitý exponenciálny kľzavý priemer je založený na samotnom EMA (vzorec č. 3). Najskôr sa vypočíta EMA z cien podkladového aktíva a následne EMA z tohto EMA. Aby bolo možné vypočítať DEMA, od dvojnásobku predchádzajúceho EMA sa odpočíta dvakrát vyhladený exponenciálny kľzavý priemer EMA_(EMA). Ako vyzerá dvakrát vyhladený exponenciálny kľzavý priemer počítaný za 9 dní, je zobrazené nižšie na obrázku 4.

Obrázok 4

Dvojitý exponenciálny kľzavý priemer



Zdroj: vlastné výpočty

Dvojitý exponenciálny kľzavý priemer je znázornený vyhladenou krivkou na popredí burzového grafu. V porovnaní s EMA (Obrázok 2) sa DEMA snaží zareagovať na možnú zmenu trendu omnoho skôr, čo spôsobuje jeho „schodíkový“ vzhľad.

3.5 Trojitý exponenciálny kľzavý priemer (TEMA)

Posledným opísaným kľzavým priemerom je TEMA (skratka z anglického názvu – Triple exponential moving average). Podobne, ako tomu bolo pri DEMA, pracuje s klasickým exponenciálnym priemerom, ktorý sa však snaží upraviť takým spôsobom, aby bola krivka znázorňujúca prevládajúci trend na trhu podstatne bližšie cenovému grafu a aby bola tiež vyhladenejšia. Vzorec na výpočet TEMA možno zapísať nasledovne:

$$TEMA = (3 \times EMA_{(CENA)}) - (3 \times EMA_{(EMA)}) + (EMA_{(EMA)z(EMA)}) \quad (8)$$

kde TEMA = trojitý exponenciálny kľzavý priemer,

$EMA_{(CENA)}$ = exponenciálny kľzavý priemer založený na cene,

$EMA_{(EMA)}$ = exponenciálny kľzavý priemer exponenciálneho kľzavého priemeru,

$EMA_{(EMA)z(EMA)}$ = exponenciálny kľzavý priemer založený na exponenciálnom kľzavom priemere exponenciálneho kľzavého priemeru.

Napriek tomu, že výpočet pôsobí pomerne komplikovane, v skutočnosti ide o veľmi jednoduchý proces, kedy sa v prvom kroku vypočíta exponenciálny kľzavý priemer (vzorec 3) na základe ceny podkladového aktíva. V následných dvoch krokoch sa opäť počíta exponenciálny kľzavý priemer, no tentokrát už nie z ceny, ale z predchádzajúceho EMA. Samotný vzorec na výpočet TEMA potom tieto tri rôzne EMA kombinuje do jedného priemeru, ktorý veľmi zaujímavým spôsobom nasleduje cenovú krivku a identifikuje prevládajúci trend. TEMA v grafe vyzerá tak, ako je to zobrazené na obrázku 5.

Obrázok 5

Trojitý exponenciálny kľzavý priemer



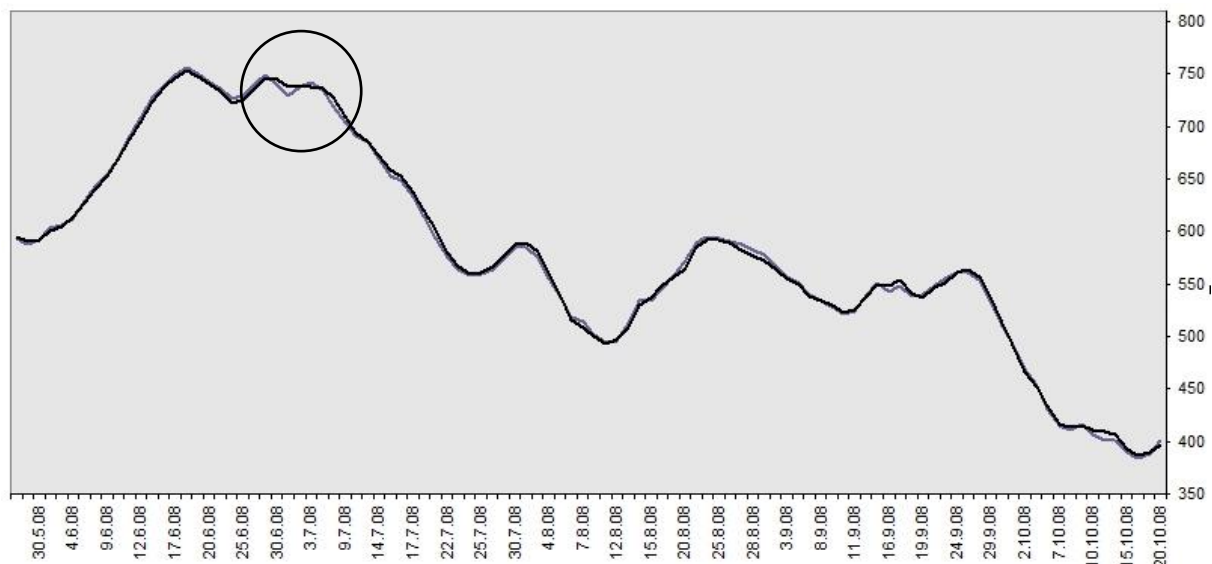
Zdroj: vlastné výpočty

Trojitý exponenciálny kľzavý priemer je znázornený vyhladenou krivkou na popredí burzového grafu. V porovnaní s EMA (Obrázok 2) sa snaží zareagovať na možnú zmenu trendu podstatne skôr. V porovnaní s DEMA (Obrázok 4) nemá krivka taký „schodíkový“ charakter a je vyhladenejšia. Taktiež obchodné signály sú generované o niečo skôr ako tomu bolo v prípade DEMA. TEMA je veľmi zaujímavým typom kľzavého priemeru a bolo by ho

možné prirovnať najmä k ZLEMA. Pre ilustráciu ich podobnosti nasleduje obrázok 6, kde sú obe krivky znázornené vedľa seba. Vstupné ceny podkladového aktíva boli z grafu odstránené, aby bolo možné lepšie pozorovať tvar oboch kriviek.

Obrázok 6

Porovnanie ZLEMA a TEMA



Zdroj: vlastné výpočty

Tmavšia krivka zobrazuje priebeh ZLEMA. Svetlejšia krivka zobrazuje priebeh TEMA. Oba kľzavé priemery sú počítané na tých istých vstupných cenách, s tým istým nastavením na 9 dní. Napriek tomu, že obe krivky sú si nezvyčajne podobné a reagujú obe veľmi rýchlo na akúkoľvek zmenu ceny, ZLEMA možno označiť za umiernennejší technický indikátor. Na obrázku 6 je zvýraznený moment, kedy TEMA generovala niekoľko signálov o zmene trendu. V praxi by to znamenalo, že investor často mení svoje nákupné a predajné pokyny, čo mu vytvára zbytočné straty. ZLEMA v tom istom okamihu svoj klesajúci charakter nezmenila, čo by znamenalo zotrvanie v predajnej pozícii a vyhnutie sa zbytočným finančným stratám.

4 Korelácie kľzavých priemerov a ceny podkladového aktíva

Zaujímavé výsledky prináša porovnanie korelácie jednotlivých kľzavých priemerov so samotnou uzatváracou cenou podkladového aktíva. Nízka korelácia by znamenala nezávislosť vývoja kľzavých priemerov od cien. Keďže priemery sú ale počítané zo samotnej ceny, túto možnosť môžeme vopred vylúčiť. Predpokladáme, že každá korelácia sa ukáže byť veľmi silnou. Za silnú sa pritom všeobecne považuje väzba, kde hodnota korelačného koeficientu je vyššia ako 0,8 (Kalusová, 2015). Otázkou ostáva, ktorý kľzavý priemer sa ukáže mať s cenou najsilnejšiu, a ktorý, naopak, najslabšiu koreláciu.

Ako dáta pre testovanie boli zvolené ceny futures kontraktov kukurice. Rozsah súboru bol 1470 obchodných dní. Pri prvom testovaní boli všetky kľzavé priemery nastavené na 9 obchodných dní. Výsledky korelácie s uzatváracou cenou sú uvedené v tabuľke 1.

Tabuľka 1

Korelácie kľzavých priemerov (9 dní) a uzatváracích cien

	SMA	EMA	ZLEMA	DEMA	TEMA
Cena	0,9944	0,9960	0,9990	0,9969	0,9992

Zdroj: vlastné prepočty

Porovnanie korelácií s podkladovou cenou aktíva len potvrdilo informácie uvedené skôr. Všetky korelácie sa ukázali byť veľmi silné. Najnižšiu koreláciu vykazuje jednoduchý kľzavý

priemer (SMA), čo nie je prekvapujúce. Už na Obrázku 1 bolo jasne vidieť, že sa od ceny značne odchyľuje a nedokáže reagovať tak rýchlo ako ostatné kľzavé priemery. Najvyššiu koreláciu vykazujú ZLEMA (0,9990) a TEMA (0,9992). TEMA pritom zo všetkých porovnávaných kľzavých priemerov koreluje s cenou v najvyššej miere.

Zaujímavé by bolo porovnať korelácie v prípade nastavenia kľzavých priemerov na podstatne dlhší časový úsek, napríklad 39 dní. Korelácie s cenou podkladového aktíva sú uvedené v tabuľke 2.

Tabuľka 2

Korelácie kľzavých priemerov (39 dní) a uzatváracích cien

	SMA	EMA	ZLEMA	DEMA	TEMA
Cena	0,9775	0,9835	0,9937	0,9846	0,9949

Zdroj: vlastné prepočty

Najnižšiu koreláciu s cenou dosiahol jednoduchý kľzavý priemer (SMA). Najvyššiu koreláciu opäť vykazuje TEMA (0,9949) a ZLEMA (0,9937). Tým sa potvrdzuje, že zo všetkých skúmaných kľzavých priemerov práve trojitý exponenciálny kľzavý priemer najlepšie sleduje vývoj cenového trendu. Na jednej strane je to pre investora výhoda, pretože môže zareagovať na zmenu smeru ceny skôr (skôr ako pri využití DEMa alebo EMa), no na druhej strane to prináša vyšší počet obchodov, z ktorých sú mnohé stratové.

5 Záver

Kľzavé priemery sú najobľúbenejším nástrojom technických investorov vôbec. Najrozšírenejší je SMA (jednoduchý kľzavý priemer) a EMA (exponenciálny kľzavý priemer). Jednoduchými adaptáciami je možné dosiahnuť rôzne variácie EMA (ZLEMA, DEMa, TEMA), ktoré na zmenu situácie na trhu dokážu reagovať rýchlejšie. Tým je možné vstúpiť do jednotlivých obchodov podstatne skôr a maximalizovať tak svoje zisky. Na druhej strane, pokiaľ sa investor rozhodne využívať pri svojom obchodovaní príliš krátku časovú periódu pre nastavenie priemeru, množstvo signálov, ktoré mu priemer generuje sa nadmerne zvýši. To spôsobuje ďalšie transakčné náklady. Zvolenie vhodnej periódy pre nastavenie priemerov je tou najťažšou úlohou. Autori Lee a Brorsen (2017) vo svojom článku dospeli k názoru, že optimálna dĺžka pre nastavenie kľzavých priemerov závisí najmä na frekvencii štrukturálnych zmien a zlomov (týka sa to však najmä nastavenia dlhodobých kľzavých priemerov).

Existuje tiež mnoho ďalších kľzavých priemerov, ktoré už nie sú primárne založené na EMA. Používajú vlastné, značne odlišné spôsoby výpočtu a do ich kalkulácie býva zahrnutá napríklad aj aktuálna volatilita na trhu (VIDYA – variable index dynamic average), objem uzatvorených obchodov (VAMA – volume adjusted moving average) alebo napr. miera nárastu a miera poklesu cien za sledované obdobie, ktoré sú následne využité pre variabilné určovanie dní pre výpočet priemeru (KAMA – Kaufman's adaptive moving average). Každý kľzavý priemer má svoje špecifiká, svoje klady a zápory. Kým pri istých podmienkach na trhu môže pracovať veľmi dobre, pri zmene týchto podmienok môže generovať nadmerné straty. Podstatou analýzy jednotlivých priemerov a záverečného rozhodnutia, ktorý z nich použiť pri svojich investičných rozhodnutiach, by preto tiež mala byť analýza robustnosti ich funkčnosti pri zmenených či neštandardných podmienkach na trhu.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0404/16 „Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra (References)

Cai, J. & Yu, Y. (2010). Are the moving average rules useful? The comparative study based on the Shanghai Composite Index and the Dow Jones 30 kinds of industrial average price index. In *Proceedings of China-Canada workshop on financial engineering and enterprise risk management, 2010*. Toronto, Canada: Universe academic press Toronto. pp. 355-360. ISBN 978-1-926642-07-9.

Glabadanidis, P. (2017). Timing the Market with a Combination of Moving Averages. *International review of finance*. Vol. 17, Issue 3, pp. 353-394. ISSN 1369-412X.

Kalusová, L. (2015). Skúmanie odvetvových diferencií medzi faktormi determinujúcimi finančnú štruktúru slovenských a českých podnikov/Investigating the Sectoral Differences between the Factors Determining the Financial Structure of Slovak and Czech Enterprises. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 63, No. 10, pp. 1033-1052. ISSN 0013-3035.

Kaur, J. & Kaur, D. (2017). Application of Moving Averages: An Empirical Study of Selected Commodity Future Indices. *Indian journal of economics and development*. Vol. 13, Issue 2A, pp. 496-501. ISSN 2277-5412.

Lee, Y. & Brorsen, BW. (2017). Permanent shocks and forecasting with moving averages. *Applied economics*. Vol. 49, Issue 12, pp. 1213-1225. ISSN 0003-6846.

Metghalchi, M. et al. (2012). Are moving average trading rules profitable? Evidence from the European stock markets. *Applied economics*. Vol. 44, Issue 12, pp. 1539-1559. ISSN 0003-6846.

Pavlov, V. & Hurn, S. (2012). Testing the profitability of moving-average rules as a portfolio selection strategy. *Pacific-Basin finance journal*. Vol. 20, Issue 5, pp. 825-842. ISSN 0927-538X.

Raudys, A. & Pabarskaite, Z. (2016). Pareto optimised moving average smoothing for futures and stock trend predictions. *Transformations in business & economics*. Vol. 15, Issue 2A, pp. 480-497. ISSN 1648-4460.

Svoboda, M. (2011). The Profitability of Moving Average Methods in the Czech Stock Exchange. In *10th International Conference of Liberec Economic Forum, 2011*. Liberec, Czech republic: Technical university Liberec, pp. 448–455. ISBN 978-80-7372-755-0.

Peter Badura

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: badura.peter@gmail.com

Dopad brexitu na britskú ekonomiku a finančné trhy

Brexit implications on the British economy and the financial markets

Miloš Bikár

Abstract

In June 2016 in a referendum a majority of UK residents have decided to leave European Union and in March 2017 UK evokes Article 50 of the Lisbon Treaty on European Union. The decision would have an impact on the development of the British economy, London as a financial centre and EU itself. The objective of this paper is to evaluate the Brexit implication on the British economy, especially on the financial services, the current and future trends of the financial market and as well as the market participant's behavioural and respective effects on the stock price returns, volatility and currency pair's movements. Methodologically we have used a regression model and key economic indicators in order to measure their impact on the FTSE stock market index. The results of used model shows evidence of strong correlation among chosen variables and major stock market index. We find out that a country's exchange rate and Bank of England monetary policy actions are at the center of economic and political debates and trade competitiveness. Future problems may now intensify due to increase trade barriers associated with Brexit, migration policy and financial services impact on economic growth.

JEL classification: C 3, F 2, G2

Keywords: brexit, stock markets trends, economy development.

1 Úvod

Dňa 23. júna 2016 zmenilo 51,89 % zúčastnených hlasov Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska históriu Európskeho spoločenstva. Viac ako 17 miliónov obyvateľov zreálnilo teoretickú hrozbu tzv. brexitu. Brexit, pomenovanie legislatívneho ukončenia členstva Spojeného kráľovstva v Európskej únii, znamená v praxi aktiváciu článku 50 Lisabonskej zmluvy. Kladný výsledok referenda znamenal odo dňa 19. júna 2017 oficiálny štart procedúry vystúpenia Veľkej Británie z EÚ, zároveň neopakujúcu sa príležitosť na sebareflexiu Európskeho spoločenstva. Vôľa britského obyvateľstva reprezentuje rastúci vplyv euroskeptizmu, kritiky a silnej opozície EÚ. Kým obyvatelia Škótska a Severného Írska sa v júnovom referende rozhodli pre zotrvanie v EÚ, obyvatelia Anglicka a Walesu hlasovali pre brexit. Budúcnosť Škótska preto ostáva nezodpovedanou otázkou v tieni britského referenda. Bez ohľadu na to, sú reakcie vrcholných politikov EÚ polarizované a čelia otázkam v oblasti politiky migrácie a európskej federalizácie. Svet hľadá odpoveď na otázku, či budúcnosť EÚ bude smerovať k posilneniu centralizácie Bruselu, alebo prinavrátí štátom suverenitu a rozhodovacie kompetencie.

Vo väzbe na úvodné kolá rozhovorov o vystúpení Veľkej Británie (ďalej len VB) z EÚ zaujíma ekonomickú verejnosť dopad brexitu na ekonomiku VB, na budúcnosť postavenia Londýna ako finančného centra Európy a vplyvu brexitu na finančné trhy. Podľa aktuálneho vývoja sa VB prikláňa k tzv. tvrdému brexitu, čo znamená, že obchodovanie VB bude fungovať ako vzťah akéhokoľvek iného nečlenského štátu na základe pravidiel Svetovej obchodnej organizácie. Pre ilustráciu, takmer 12 % HDP VB tvorí export tovarov a služieb do EÚ. Tvrdý brexit by zároveň znamenal, že VB stratí prístup na jednotný trh finančných služieb, prostredníctvom ktorého banky registrované v Londýne obsluhujú svojich klientov na celom trhu EÚ. V roku 2015 sa vyviezli finančné služby, dôchodky a poistenia v objeme takmer 26 miliárd libier, čo predstavuje približne 2,5 % HDP VB. Kombinácia nižšieho rastu

HDP plynúceho z nižšieho exportu finančných služieb a tovarov s nižšími investíciami, výberom daní či zamestnanosťou prinesie širšie ekonomické dôsledky.

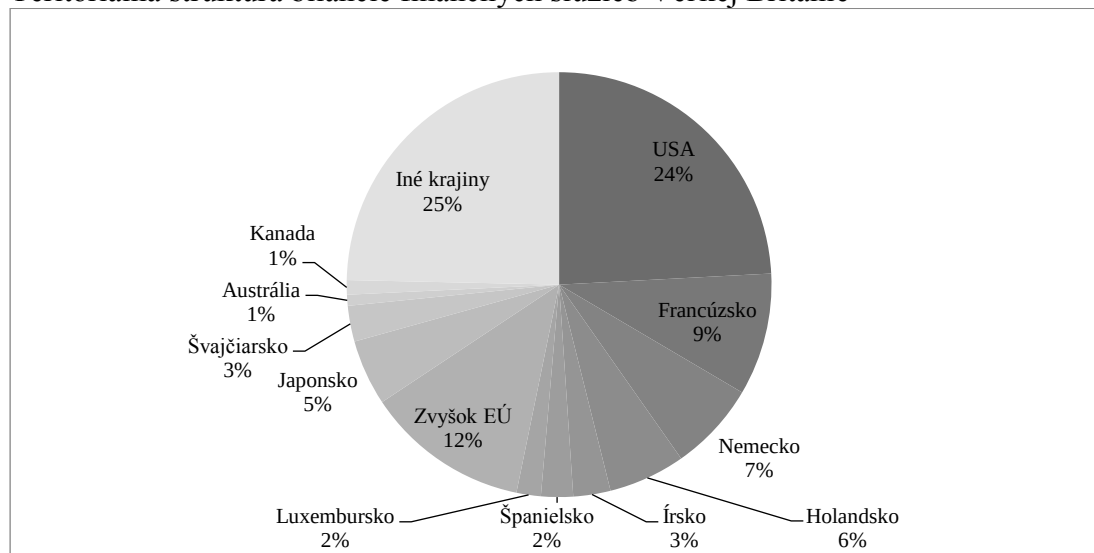
2 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

K pripravovanému výstupu Veľkej Británie z EÚ bolo publikovaných niekoľko štúdií skúmajúcich dopad brexitu na ekonomiku VB. Väčšina ekonomických štúdií ako Pain & Young (2004), Dhingra et al. (2016) a Kierzenkowski et al. (2016) predpovedá negatívny dopad brexitu na HDP Veľkej Británie, na úrovni 850 GBP na obyvateľa na ročnej báze v prípade tzv. mäkkého brexitu a až 1700 GBP v prípade tvrdého brexitu. Dôvodom pre toto tvrdenie je zvýšený počet netarifných bariér a výluka VB z integrovaného trhu EÚ. V roku 2020 by celkový prepád HDP mal činiť približne 3 %. Ďalšie štúdie analyzujú iné vplyvy, ako dopad na vývoj priamych zahraničných investícií, migráciu a distribučný efekt príjmov v rámci príjmových skupín (Dustman et al. 2014, Ebell et al., 2016). Z ich výsledkov vyplýva, že v najbližšej dekáde bude kumulovaný prepád priamych zahraničných investícií činiť spolu 22 % (t.j. v priemere 2,2 % ročne). Tento pokles spôsobí 3,4 % pokles reálnych príjmov, hlavne z dôvodu nižšieho objemu obchodnej výmeny tovarov. Z hľadiska migrácie štatistika vypovedá o tom, že v rokoch 2005-15 bolo vo VB vytvorených celkovo 2,5 milióna pracovných miest, z čoho 2,2 milióna vykryli migranti, z toho 60 % z krajín EÚ. Od roku 2005 prispeli migranti v priemere k 0,7 % rastu HDP VB, z toho 0,5 % bolo migrantmi z EÚ kvôli vyššej kvalifikácii oproti migrantom z iných kontinentov.

Veľká Británia vykazuje deficit v obchodnej výmene s EÚ, avšak pozitívne saldo v oblasti finančných služieb. V roku 2015 tvorili finančné služby 7 % z celkovej produkcie VB a zamestnávali 4 % produktívneho obyvateľstva. V EÚ končí celkovo 40 % exportu finančných služieb VB. Pre ilustráciu, v exporte finančných služieb do EÚ dominuje Švajčiarsko s podielom 45 % (Kierzenkowski et al., 2016). Obrázok 1 udáva teritoriálnu štruktúru bilancie finančných služieb Veľkej Británie so svetom.

Obrázok 1

Teritoriálna štruktúra bilancie finančných služieb Veľkej Británie



Zdroj: European Research Centre for Economic and Financial Governance (EURO-CEFG), (2017).

Poznámka: údaj za krajinou udáva kladné saldo finančných služieb v mld. GBP, druhý údaj je percentuálny podiel.

Aktuálne sú finančné trhy VB a EU27 silne prepojené. VB predstavuje najdôležitejšie finančné centrum celej EÚ a jej ekonomika je závislá na dopyte finančných služieb z EÚ.

Dopyt firiem z EU po finančných službách z VB predstavuje približne štvrtinu z celkového dopytu finančných služieb EÚ27. Pre ilustráciu, v roku 2015 sa vo VB realizovalo 78 % obratu menových konverzií, 74 % obratu s úrokovými derivátmi, vykonávala sa správa 85 % aktív hedgových fondov, generovalo sa 49 % aktív súkromných fondov (private equity funds), 30 % kapitalizácie akciových trhov a 26 % bankových úverov EÚ (EURO-CEFG, 2017). Detailný popis podielu finančných služieb VB na finančných službách EÚ udáva tabuľka 1.

Tabuľka 1

Podiel finančných služieb Veľkej Británie na finančných službách EÚ

Typ služby	% podiel VB
Aktíva hedgových fondov	85
Trh menových konverzií	78
Trh úrokových derivátov	74
Provízie z poistného trhu lodí	65
Fondový priemysel	50
Generovanie aktív súkromných fondov (private equity funds)	49
Kapitalizácia akciového trhu (London Stock Exchange)	30
Bankové úvery	26
HDP Finančných služieb	23
Provízie z poisteného	22
Aktíva bánk	21
Zamestnanosť vo finančných službách	15

Zdroj: European Research Centre for Economic and Financial Governance (EURO-CEFG), (2017).

Bilancia finančných služieb medzi VB a EÚ27 je významná a predstavuje import vo výške 4 mld. GBP z EÚ27 a export vo výške 23 mld. GBP z VB do EÚ27, čo znamená prebytok bežného účtu VB vo výške 19 mld. GBP. Finančné služby majú 11,8 % podiel z celkovej produkcie VB. Z hľadiska celkových príjmov z finančných služieb tvoria príjmy generované z krajín EÚ27 približne 23 %. V oblasti správy aktív si VB drží 41 % podiel z celej EÚ28 na všetkých aktívach fondového priemyslu a vo finančných službách je vo VB zamestnaných 2,2 milióna ľudí (Bardalai & Maslakovic, 2016).

Zároveň je VB najväčším zúčtovacím centrom a to jednak pre euro denominované služby ako aj pre služby denominované v iných menách. Finančné centrum Londýna zúčtováva 69 % euro-denominovaných platieb, 11 % sa zúčtováva vo Francúzsku a 7 % v Nemecku. V scenári tvrdého brexitu by časť služieb musela byť realokovaná do iných krajín EÚ27, čo by znamenalo dodatočné náklady a fragmentáciu služieb. V prípade, že VB ostane súčasťou jednotného finančného trhu, môže situácia ostať bez väčších zmien.

Z ekonomického hľadiska sa prvý efekt brexitu prejavil na menovom trhu ihneď po oznámení výsledkov hlasovania 24. júna 2016. Britská libra zareagovala hlbokým prepadom voči všetkým hlavným svetovým menám. Menový pár GBP/USD poklesol z úrovne 1,33 GBP/USD až k hranici 1,20 GBP/USD, čo predstavovalo približne 10 % oslabenie meny. Táto situácia mala paradoxne pozitívne efekt na ekonomiku VB, keďže podľa štúdie Dao et al. (2017), depreciácia meny stimuluje rast ziskov, investícií a tržieb. Toto tvrdenie je konzistentné s názorom, že depreciácia meny otvára možnosti interného financovania pri súčasnej redukcii nákladov reálnych miezd, a tým podporuje investície. Tento efekt následne vplýva na trhové ocenenie firiem a rast cien akcií, ako bolo možné pozorovať na príklade britských korporácií a významnom raste akciových indexov Londýnskej burzy.

Pri bližšom pohľade na vývoj akciových trhov je nutné vziať v úvahu dlhodobý trend silnej korelácie hlavných akciových trhov. Podľa štúdie Quinn & Voth (2008) je korelačný

koeficient trhov USA a VB a trhov VB a Nemecka na úrovni 0,7-0,8 a z dlhodobého hľadiska sa trhy k sebe približujú. Vzájomná previazanosť hlavných akciových trhov bola potvrdená i štúdiami Tumminello et al. (2010) a Sandoval & Franca (2012). Z výsledkov štúdia Connor & Suurlaht (2013), ktorá analyzovala vzťah medzi makroekonomickými indikátormi a časovou koreláciou v rámci európskych finančných trhov vyplýva, že korelácia je tým silnejšia, čím vyššie sú kvartálne úrovne dosiahnutých HDP.

3 Výskumný dizajn

Pre použitie regresného modelu bolo nutné využiť metódy syntézy, analýzy a dedukcie a znalosti z už realizovaných obdobných výskumov uvedených v predošlej kapitole. V ďalšom kole bol nevyhnutný zber relevantných údajov. V modely boli použité mesačné údaje, pričom série dát sú z obdobia rokov 2001-2017 (celkom 200 pozorovaní). Kým väčšina štúdií pracuje so štvrťročnými dátami, v modely boli použité mesačné údaje z dôvodu presnejších výsledkov. Série dát boli získané z databáz Quandl DataStream a ECB databázy.

Pre zachytenie dynamiky modelu, bola ako závislá premenná použitá báza indexu FTSE 100, ako meradla vývoja britského akciového trhu a vývoja reálnej ekonomiky. Britský akciový index FTSE 100 je tvorený anglickými firmami a vypovedá aj o vývoji celého európskeho trhu, vzhľadom na exportnú závislosť VB a previazanosť na trhy EÚ. Ďalej, ako nezávislé premenné boli použité indikátory 1-ročnej úrokovej miery LIBOR, 10-ročných výnosov štátnych dlhopisov Veľkej Británie, miery inflácie vo VB a vývoja reálneho efektívneho kurzu GBP/USD. Cieľom bolo zachytiť mieru apreciácie/depreciácie meny, inflačný trend, vývoj úrokovej miery a tým alternatívy alokácie kapitálu (akcie/dlhopisy). Ako posledná nezávisle premenná bola použitá báza indexu spotrebiteľskej dôvery, s cieľom zachytiť psychologický aspekt účastníkov trhu. Vybraná časť údajov je prezentovaná na obrázku 2.

Z hľadiska metodológie bol použitý regresný model s cieľom analyzovať vzťah medzi nezávislými premennými a závislou premennou, podľa vzorca (Hair et al., 2010):

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_x x_x \quad (1)$$

kde Y predstavuje hodnotu závislej premennej (Y), a (Alpha) je konštanta, b_1 je smernica (Beta koeficient) pre X_1 , čo je prvá nezávisle premenná vysvetľujúca zmenu závislej premennej Y, b_2 je smernica (Beta koeficient) pre X_2 , X_2 je druhá nezávisle premenná vysvetľujúca zmenu závislej premennej Y, atď. Výpočet modelu bol realizovaný softwarom Eviews. Tabuľka 2 prezentuje popis údajov použitých v modely.

Tabuľka 2

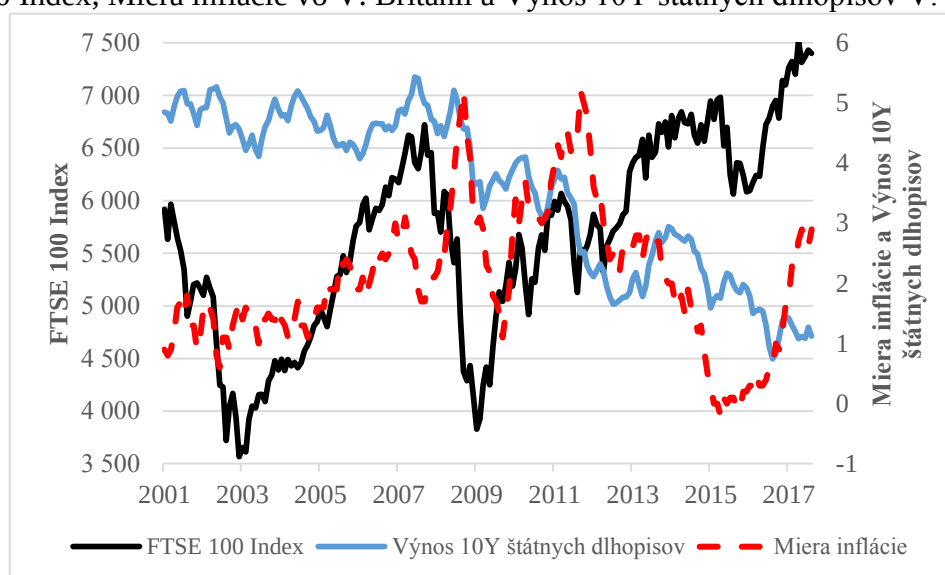
Popis údajov použitých v modely

Skratka	Popis	Zdroj	Špecifikácia
FTSE 100	Akciový index	Quandl	log, sezónne upravené
LIBOR	1-ročná úroková miera	ECB	%, sezónne upravené
BONDS	10-ročný výnos vládnych dlhopisov V. Británie	Quandl	%, sezónne upravené
CPI	Miera inflácie vo V. Británii	ECB	%, sezónne upravené
CCI	Spotrebiteľský index dôvery	ECB	%
GBP/USD	Reálny efektívny výmenný kurz	Quandl	absolútne číslo

Zdroj: vlastné spracovanie.

Obrázok 2

FTSE 100 Index, Miera inflácie vo V. Británii a Výnos 10Y štátnych dlhopisov V. Británie



Zdroj: vlastné spracovanie (údaje z databázy ECB a Quandl)

4 Výsledky výskumu

Táto časť obsahuje výstup z viacnásobného regresného modelu, kde bola ako závislá premenná použitá báza britského akciového indexu FTSE 100 a zvolených nezávislých premenných, ktorými boli: miera inflácie vo VB, výnos 10-ročných vládnych dlhopisov VB, 1-mesačná úroková miera LIBOR na GBP, reálny výmenný kurz GBP/USD a miera spotrebiteľskej dôvery vo VB.

Výstup z modelu potvrdil, že zvolené nezávislé premenné zachycujú 52,1 % dynamiku indexu FTSE 100. Zo zvolených premenných má negatívnu koreláciu výmenný kurz GBP/USD a výnos 10-ročných vládnych dlhopisov, čo potvrdzuje skutočnosť, že vládne dlhopisy sú alternatívnou investíciou k akciám, a pri nízkych úrokových sadzbách a výnosoch z dlhopisov investori realokujú aktíva od dlhopisov smerom k akciám. V prípade, že by došlo k úprave úrokových sadzieb smerom nahor, časť aktív by sa spätne alokovala do dlhopisov. Asymetrická dynamika korelácie akcií a výnosov z dlhopisov bola potvrdená i štúdiami Cappiello et. al. (2006) a Joyce et al. (2014).

Naopak, inflácia (plusová inflácia) zvyčajne podporuje rast indexu a preto má pozitívnu koreláciu, keďže rast cien stimuluje rast výnosov. Negatívna korelácia menového páru GBP/USD súvisí s platobnou bilanciou. Apresiasi meny znevýhodňuje export a pôsobí na nižšie ceny akcií, naopak depreciaia meny podporuje export a zvyšuje ceny akcií. Vplyv vývoja menových párov a úrokového diferenciálu na vývoj cien akcií potvrdili viaceré štúdie, napr. Cappiello et. al. (2006), Chinn & Moore (2011) a Hacker et.al. (2012).

Pozitívna korelácia indexu spotrebiteľskej dôvery je výsledkom reakcie sentimentu na trhu, preto je uvedený ukazovateľ ostro sledovaným údajom zo strany investorov. Behaviorálnym financiám je venovaná veľká pozornosť, pretože nás oboznamujú s mnohými emocionálnymi a kognitívnymi odchýlkami v rozhodovaní investorov. Rastúca popularita behaviorálnych finančných modelov súvisí s častejšími výkyvmi ekonomík a rôznych podôb finančných a hospodárskych kríz, na ktoré klasická ekonómia nevie primerane odpovedať. Psychologický aspekt účastníkov trhu na vývoj cien akcií potvrdili mnohé štúdie, napr. Schmeling (2009), Fenzl et. al. (2013) či Frydman & Camerer (2016). Nasledujúca tabuľka 3 sumarizuje výstup z modelu.

Tabuľka 3

Výstup regresného modelu

Dependent Variable: FTSE_100_INDEX
 Method: Least Squares
 Date: 09/14/17 Time: 12:50
 Sample: 2001M01 2017M08
 Included observations: 200

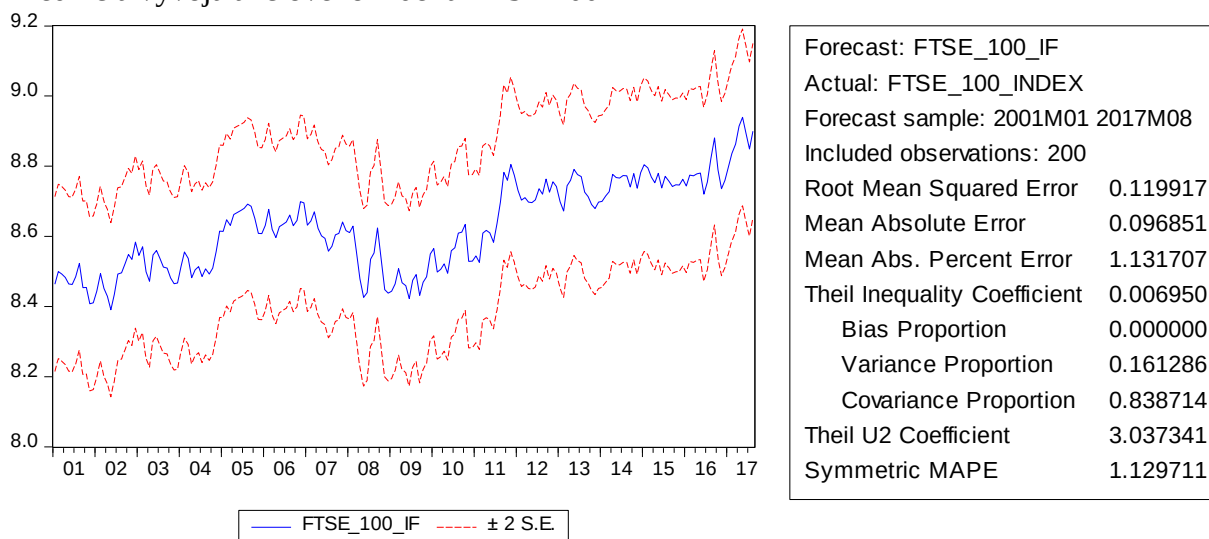
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX_SPOTREBITE_SKEJ_D_	0.008175	0.001339	6.105114	0.0000
MIERA_INFL_CIE	0.073001	0.013362	5.463250	0.0000
USD_GBP	-0.625054	0.154138	-4.055154	0.0001
V_NOS_10Y_T_TNYCH_DLHOP	-0.149251	0.013164	-11.33810	0.0000
_1M_LIBOR_ON_GBP	0.024294	0.008196	2.964212	0.0034
C	9.413982	0.117273	80.27419	0.0000
R-squared	0.521614	Mean dependent var	8.626087	
Adjusted R-squared	0.509285	S.D. dependent var	0.173813	
S.E. of regression	0.121758	Akaike info criterion	-1.344028	
Sum squared resid	2.876035	Schwarz criterion	-1.245078	
Log likelihood	140.4028	Hannan-Quinn criter.	-1.303984	
F-statistic	42.30606	Durbin-Watson stat	0.216231	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Zdroj: vlastné spracovanie (výstup modelu zo softvéru EViews)

V ďalšej časti bola realizovaná predikcia vývoja britského akciového indexu FTSE 100. Ako vstupné údaje boli použité tie isté nezávislé premenné a série dát ako v prvej časti výskumu. Metodologicky bola využitá funkcia predikcie v softvéri EViews. Výsledky ukazujú na pokračovanie rastového trendu pre obdobia nasledujúcich mesiacov po aktuálnej korekcii z úrovne 7.490 bodov na 7.234 bodov (k 15.septembru 2017). Výstup predikčného modelu. sumarizuje obrázok 3.

Obrázok 3

Predikcia vývoja akciového indexu FTSE 100



Zdroj: vlastné spracovanie (kalkulácia v softvéri EViews)

Ďalšie smerovanie indexu bude silne ovplyvňovať menová politika Bank of England, kde sa očakáva zvyšovanie úrokových sadzieb a redukcia stimulov kvantitatívneho uvoľňovania.

Zvýšenie úrokových sadzieb by spôsobilo posilnenie britskej libry k úrovni 1,40 GBP/USD a zároveň pokles na akciových trhoch z dôvodu silnej libry a vplyvu na export.

Na druhej strane britská ekonomika vykazuje relatívne stabilné výsledky a môže tak dodať stimul pre rast indexov a akciových titulov. Negatívne na vývoj akciového trhu môže okrem posilnenia libry pôsobiť a odliv kapitálu do eurozóny z dôvodu brexitu. Nemenej podstatný bude vývoj negotiačné podmienok výstupu VB z EÚ a hlavne podmienok jednotného trhu. VB usiluje o udržanie Londýna ako hlavného finančného centra Európy a je zásadne proti štepeniu finančných služieb medzi viaceré krajiny. V súvislosti s budúcou podobou finančných služieb sa najčastejšie ako možné metropoly uvádzajú nemecký Frankfurt a írsky Dublin. Výhoda Frankfurtu je spojená so sídlom ECB, silnou finančnou infraštruktúrou a celkovým záujmom Nemecka a Francúzska o centralizáciu financií celej EÚ. Dublin poskytuje možnosť pre sídlo zúčtovacích centier, regulačných a dozorných orgánov.

5 Diskusia a záver

Trendom predchádzajúcich dvoch rokov, ktoré výrazne ovplyvnili dianie v eurozóne bolo rozhodnutie Veľkej Británie o odchode z EÚ. Výsledok referenda podkopal doterajšie tendencie rozširovanie hraníc EÚ a vyvolal množstvo otázok o budúcnosti EÚ a nutnej reforme jej fungovania. Doterajší vývoj v sebareflexii EÚ nenastal, naopak, politické sily skôr smerujú k ešte väčšej centralizácii EÚ a pozornosť sa sústreďuje na negotiačnú podmienok výstupu Veľkej Británie z EÚ.

Z ekonomického hľadiska je podstatné analyzovať dopad brexitu na ekonomiku Veľkej Británie, budúcnosti Londýna ako centra finančných služieb a vplyvu na finančné trhy. Z analýzy doterajších štúdií uvádzaných v článku vyplýva pokles HDP VB v prípade oboch scenárov, teda mäkkého či tvrdého brexitu. K krátkodobého hľadiska bol najväčší vplyv pozorovateľný na menom trhu, kde došlo k oslabeniu libry, avšak s odstupom 1,5 roka sa libra zotavuje a pomaly vracia na pôvodné úrovne. Slabšia libra pomohla exportu a pozitívne vplývala na rast akciových trhov. Tento trend bol ovplyvňovaný aj celosvetovým rastom burzových indexov od zvolenia Trampa za prezidenta USA a efektom pozitívnej korelácie medzinárodných finančných trhov.

Realizovaný výskum regresnou analýzou potvrdil koreláciu zvolených nezávislých premenných na vývoj akciového indexu FTSE 100. Predikcia vývoja napovedá o pokračovaní rastového trendu, avšak najbližšie obdobie bude opäť pod vplyvom rozhodnutí Britskej centrálnej banky, ktorá plánuje ešte v roku 2017 redukovať stimuly kvantitatívneho uvoľňovania a zvyšovať úrokové sadzby. V prípade tohto scenára by britská libra apreciovala voči ostatným menám a akciový trh by zaznamenal korekciu smerom nadol.

Reakcie účastníkov trhu budú okrem iného koncentrované na ekonomické fundamenty súvisiace s reálnym výkonom kótovaných spoločností a efekt zasadnutí výborov centrálnych bánk a ich vyhlásení ostne účinný primárne na menových trhoch. Finančné trhy sa tak po dlhom čase budú môcť sústrediť na výsledky firiem a ich prognózy. Kľúčovou otázkou ostane to, akým spôsobom VB bude alebo nebude užívať výhody jednotného trhu a či dôjde k štiepeniu finančných služieb do iných krajín EÚ.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/16 1/0123/11 „Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatura (References)

Bardalai, A. – Maslakovic, M. (2016). *The UK: Europe's Financial Centre*. London: TheCity UK, Salisbury House. <https://www.thecityuk.com/assets/2016/Reports-PDF/The-UK-Europes-financial-centre.pdf>, [accessed 16.9.2017].

Cappiello, L. – Engle – R.F. – Sheppard, K. (2006). Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns. *Journal of Financial Econometrics*. Vol. 4, Issue 4, pp. 537-572. ISSN 1479-8417.

Cappiello, L. – Hördahl, P. – Kadareja, A. – Manganelli, S. (2006). The Impact of the Euro on Financial Markets. *ECB Working Paper*, 598, pp. 1-113. Frankfurt am Main: European Central Bank. ISSN 1725-2806.

Connor, G. – Suurlaht, A. (2013). Dynamic Stock Market Covariances in the Eurozone. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 37, pp. 353–370. ISSN: 0261-5606.

Chinn, M.D. – Moore M. (2011). Order flow and the monetary model of exchange rates: evidence from a novel data set. *Journal of Money, Credit & Banking*. Vol. 43, Issue 8, pp. 1599-1624. ISSN: 1538-4616.

Dao, M. – Minoiu, C. – Ostry, J. D. (2017). Corporate Investment and the Real Exchange Rate. *IMF Working Paper*, 17/183, pp. 1-47. Washington D.C.: International Monetary Fund. ISSN 1018-5941.

Dhingra, S. – Machin, S. – Overman, H.G. (2016). The Local Economic Effects of Brexit. *Center for Economic Performance Brexit Paper*, 10, pp.1-30. London: The London School of Economics and Political Science.

Dhingra, S. – Ottaviano, G. – Sampson, T. – Van Reenen, J. (2016). The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK. *Center for Economic Performance Brexit Paper*, 3, pp.1-12. London: The London School of Economics and Political Science.

Dustman, C. – Frattini, T (2014). The fiscal effects of immigration to the UK. *Economic Journal*. Vol. 124, pp. 593–643. ISSN 1468-0297.

Ebell, M. – Warren, J. (2016). The Long-Term Economic Impact of Leaving the EU. *National Institute Economic Review*. Vol. 236, pp. 121-138. ISSN 0027-9501.

European Research Centre for Economic and Financial Governance (2017). *Implications of Brexit on EU Financial Services*. Brusel: Economic and Scientific Policy European Parliament, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/602058/IPOL_STU\(2017\)602058_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/602058/IPOL_STU(2017)602058_EN.pdf), [accessed 16.9.2017].

Fenzl, T. – Brudermann, T. – Malik, C. – Pelzmann, L. (2013). A mass psychological perspective on financial markets. *European Scientific Journal*. Vol. 9, pp. 403-426. ISSN 1857- 7431.

Frydman, C. – Camerer, C.F. (2016). The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making. *Trends in Cognitive Sciences*. Vol. 20, pp. 661-675. ISSN 1364-661.

Hacker, R.S. – Karlsson, H.K. – Mansson, K. (2012). The relationship between exchange rates and interest rate differentials: a wavelet approach. *The World Economy*. Vol. 35, Issue 9, pp. 1162-1185. ISSN 1467-9701.

Hair, J. F. – Black, W. C. – Babin, B. J. – Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Englewood Cliffs: Prentice Hall. ISBN 978-01-33792-6-83.

Joyce, M. – Zhuosi, L. – Tonks, I. (2014). Institutional Investor Portfolio Allocation, Quantitative Easing and the Global Financial Crisis. *Bank of England Working Paper*, 510, pp. 1-49. London: Bank of England. ISSN 1749-9135.

Kierzenkowski, R. – Pain, N. – Rusticelli, E. – Zwart, S. (2016). The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision, *OECD Economic Policy Papers*, 16, Paris: OECD. ISSN 2226-583X.

Pain, N. – Young, G. (2004). The macroeconomic impact of UK withdrawal from the EU, *Economic Modelling*, Vol. 21, pp. 387–408. ISSN 0264-9993.

Quinn, D.P. – Voth, H. J. (2008). A Century of Global Equity Market Correlations. *American Economic Review*, Vol. 98, Issue (2), pp. 535-540. ISSN 0002-8282.

Sandoval, L. – Franca, I. De P. (2012). Correlation of financial markets in times of crisis. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. Vol. 391, Issue 1-2, pp. 187-208. ISSN: 0378-4371.

Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*. Vol. 16, pp. 394-408. ISSN 0927-5398.

Tumminello, M. – Lillo, F. – Mantegna, R.N. (2010). Correlation, hierarchies, and networks in financial markets. *Journal of Economic Behavior & Organizations*. Vol. 75, Issue 1, pp. 40-58. ISSN 0167-2681.

Miloš Bikár

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: milos.bikar@euba.sk

Die Insolvenzprognose und die Möglichkeiten zur Verringerung des Kreditrisikos aus der Sicht des Kreditgebers

The bankruptcy forecast and the possibilities for reducing the credit risk from the perspective of the lender

Marco Czaker – Peter Markovič

Abstract

A company needs capital to operate (produce and sale). For the financing lender, there is a risk that the leased capital cannot be returned. The economic fate of a loan involves the borrower's risk of insolvency. It is therefore important for the lender, even before granting the loan, to consider a possible insolvency risk of the potential borrower and to assess the risk. With the so-called insolvency forecast models, the insolvency risk of the potential borrower should therefore be assessed on the basis of the capital structure. The arrangement of loan collateral in the context of financing can reduce the default risk of the lender in the event of bankruptcy, with risks that also require differentiated consideration with regard to collateral.

JEL classification: G 32, G 33, K 35.

Keywords: bankruptcy, credit risk, financial management, insolvency, rating.

1 Einführung

Abgesehen von der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestausstattung an Eigenkapital, steht es einem Unternehmen nach dem Grundsatz der Finanzierungsfreiheit grundsätzlich frei, ob mit Eigen- oder Fremdkapital gearbeitet wird¹, wobei der langfristige Bankkredit im Vordergrund der Finanzierung deutscher Unternehmen steht.² Ein wichtiger Faktor für das Schicksal des Rückzahlungsanspruches des Kreditinstitutes ist insbesondere der Eintritt einer Insolvenzsituation. In Deutschland führen Krisen jährlich tausende Unternehmen in die Insolvenz. Deutschland weist den zweithöchsten Anteil an Insolvenzen am europäischen Insolvenzgeschehen auf.³ Kreditgeber sind regelmäßig die Hauptbetroffenen in einem Insolvenzverfahren.⁴ Sie sind vor allem auf die vom Unternehmen selbst zur Verfügung gestellten Informationen angewiesen. Da Kreditgeber vom Unternehmen jedoch häufig bewusst oder unbewusst nicht über den tatsächlichen Entwicklungsstand und das Fortschreiten einer Krise informiert werden⁵, werden die Weichen für das wirtschaftliche Schicksal des Rückforderungsanspruches des Kreditgebers in der Regel mit Abschluss des Kreditvertrages gestellt. Aus diesem Grund sind bereits bei Ausreichung eines Kredites das Risiko einer Insolvenz und die Möglichkeiten zu prüfen, mit welchen Kreditsicherheiten das wirtschaftliche Ausfallrisiko minimiert werden kann.

¹ Bohn, A. (2009). *Zinsschranke und Alternativmodelle zur Beschränkung des steuerlichen Zinsabzugs*. Wiesbaden: Gabler (Gabler Research : Forschungsreihe Rechnungslegung und Steuern), 2009. S. 10. ISBN 978-3-8349-8329-9.

² Brinkmann, M. (2011). Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen. Eine materiell-, insolvenz- und kollisionsrechtliche Studie des Rechts der Mobiliarsicherheiten vor dem Hintergrund internationaler und europäischer Entwicklungen. In *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen*. S. 30. ISSN 0940-9610.

³ Rindfleisch, H. (2010). *Insolvenz und Rigidität. Eine theoretische und empirische Ursachenanalyse auf Basis von Insolvenzplänen*. Wiesbaden: Gabler, 2010. S. 2. ISBN 978-3-8349-6146-4.

⁴ Derleder, P. et.al. (2009). *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. 2. Aufl. Berlin, Heidelberg: Springer, 2009. ISBN 978-3-540-76645-2.

⁵ Müller, F. (2010). *Private Equity in der Unternehmenskrise*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2010. S. 160. ISBN 978-3-8349-6038-2.

2 Stand der Problematik

Der Zusammenhang und die gegenseitige Abhängigkeit zwischen der Liquidität, der Kapitalstruktur und der Wirtschaftlichkeit des Unternehmens wird durch das Prinzip des finanziellen Gleichgewichtes beschrieben.⁶ Der Erhaltung des finanziellen Gleichgewichtes kommt im Hinblick auf die Insolvenzgefahr eine der wichtigsten Rolle als Unternehmensziel zu.

Die Kapitalstruktur wirkt sich stark auf die Liquidität eines Unternehmens aus. Deckt das leistungswirtschaftliche Ergebnis nicht die Kosten des Kapitals, führt dies zur Verschlechterung der Liquidität. Gleiches gilt, wenn Fremdkapital abgezogen wird oder das Unternehmen mit zu hohen Fremdkapitalkosten belastet ist. Die Unternehmensfinanzierung steht deshalb unter dem obersten Gebot der Erhaltung der Liquidität.⁷ Kann die Zahlungsfähigkeit nicht aufrechterhalten werden, ist mit der dann eintretenden Zahlungsunfähigkeit ein Insolvenzgrund gegeben. In der wissenschaftlichen Diskussion konnten bisher keine abschließenden universellen Erklärungsmodelle zur optimalen Gestaltung der Kapitalstruktur entwickelt werden. Kein Unternehmen gleicht dem anderen, und eine Vielzahl von komplexen, teilweise beobachtbare und teilweise nicht beobachtbare Faktoren beeinflussen die Kapitalstruktur. Bei den Auswertungen empirischer Studien ist zu berücksichtigen, dass ein Phänomen prinzipiell durch einen oder mehrere theoretische Ansätze verursacht oder zufällig sein kann. Die empirischen Überprüfungen basieren aber in der Regel auf dem Beweis oder der Widerlegung nur einer ausgewählten Theorie.⁸ Diese Feststellung führte zu der Einsicht, dass auch künftig eine die Kapitalstruktur erklärende, allgemein gültige Theorie nicht zu erwarten ist. So zog Myers das Fazit: „There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one.“⁹

Einem Unternehmen wird es im Ergebnis nicht möglich sein, die Kapitalstruktur so zu optimieren, dass das vollständige Spektrum der Unternehmensziele abgedeckt ist. Operiert das Unternehmen mit einem hohen Eigenkapitalanteil, kann es schlechte Phasen des Geschäftserfolges mit zu erwartender Varianz der Unternehmenserträge besser abpuffern.¹⁰ Damit verringert sich das Risiko der Insolvenz. Andererseits ermöglicht ein hoher Fremdkapitalanteil steuerliche Vorteile und eine Verbesserung der Gesamtrentabilität. Die Verbesserung der Rentabilität wirkt sich wiederum günstig auf die Liquidität aus und führt ihrerseits zu einer Verringerung des Insolvenzrisikos. Das sicherheitsorientierte Vorgehen durch Schaffung eines möglichst hohen Eigenkapitalanteiles führt im Ergebnis zu einer Verringerung des unternehmerischen Erfolges im Verhältnis zu einem hohen Fremdkapitalanteil. Die Verschiebung der Anteile des Eigen- und Fremdkapitales in eine Richtung führt zu Vor- und Nachteilen in beide Richtungen, wobei sich Liquidität und Rentabilität gegenseitig beeinflussen.

Im Ergebnis ist zu statuieren, dass eine optimale Gestaltung der Kapitalstruktur zur Sicherung des finanziellen Gleichgewichtes und zur Reduktion der Insolvenzgefährdung nicht möglich ist.

⁶ Perridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. W. (2012). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. 16. Aufl. München: Fritz Vahlen Verlag, 2012. S. 593. ISBN 978-3-80-0639-915.

⁷ Koss, C. (2006). *Basiswissen Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. S. 11. ISBN 978-3-8349-9052-5.

⁸ Myers, S. C. (2001). Capital Structure. In *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15, No. 2 (Spring, 2001), S. 91. ISSN 0895-3309.

⁹ Ebenda, S. 81.

¹⁰ Perridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. W. (2012). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. 16. Aufl. München: Fritz Vahlen Verlag, 2012. S. 598. ISBN 978-3-80-0639-915.

Die Insolvenzprognose

Als regelmäßig Hauptbetroffene einer Insolvenz spielt für Kreditgeber die Frage nach der Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der ausgereichten Kredite eine große Rolle. Die Frage der Rückzahlungswahrscheinlichkeit korrespondiert mit der Insolvenzwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers. Vor der Gewährung eines Kredites steht die Prüfung der Kreditwürdigkeit und Kreditfähigkeit des Unternehmens, wobei diese Prüfung von den Erwartungen und von den Handlungsmöglichkeiten des Kreditgebers abhängt. Entsprechend kann ein Kreditgeber die Kreditwürdigkeit und Kreditfähigkeit eines Unternehmens feststellen und den gewünschten Kredit gewähren, während ein anderer Kreditgeber dasselbe Unternehmen für nicht kreditwürdig oder kreditfähig halt und daher den Kredit ablehnt.

Die Fragestellungen, die sich für einen Kreditgeber bei der Einschätzung seines Risikos ergeben, sind unterschiedlich. Wird über das Vermögen des Kreditnehmers allerdings das Insolvenzverfahren eröffnet, besteht für den Kreditgeber regelmäßig die Gefahr des vollständigen, mindestens jedoch des teilweisen Ausfalles seiner Forderung.

Kreditinstitute setzen bei der Früherkennung von Unternehmenskrisen im Wesentlichen auf ihre internen Jahresabschlussanalyse- und Ratingsysteme. Diese Bonitätsprüfungen basieren vorwiegend auf der Entwicklung von Bilanzkennzahlen.

Hier werden zunächst Hypothesen aufgestellt, die anhand von empirischen Daten getestet werden. Kommt dann ein neuer Schuldner zum potentiellen Kreditgeber, vergleicht dieser die beim potentiellen Kreditnehmer beobachteten Daten mit den bereits getesteten Daten.¹¹ Diese kennzahlenbasierte Prüfung, die im Regelfall auf vergangenheitsbezogenem Zahlenmaterial beruht, ist jedoch nicht zur Früherkennung einer Krise oder gar einer zuverlässigen Prognose geeignet. Bilanzkennzahlen kann nur der Stellenwert eines Spätwarnindikators zugemessen werden.¹² Auch im Übrigen ist der Kreditgeber auf die Informationen angewiesen, die ihm vom Kreditnehmer überlassen werden.

3 Forschungsdesign

In der Wissenschaft werden seit Jahrzehnten Prognosemodelle und deren Aussagekraft für das Insolvenzrisiko diskutiert.

In den 1960er Jahren wurde das sogenannte „Liquid-Asset-Flow-Model“ von Beaver entwickelt. Er analysierte aus insgesamt 38 Branchen die Jahresabschlüsse von 79 Industrieunternehmen, die Zwischen 1954 und 1964 insolvent wurden und ordnete jedem insolventen Unternehmen ein nicht insolventes Unternehmen gleicher Größe und Branche zu, um Einflüsse aus Unternehmensgröße und Branche auszuschließen. Schließlich wählte er 30 finanzwirtschaftliche Kennzahlen aus und überprüfte diese auf ihre Insolvenzprognosefähigkeit. Hierzu wählte er die Kennzahlen aus, die am besten geeignet sind, um das Unternehmen zu qualifizieren (failed/not failed) und bestimmte den jeweiligen Trennwert. Bei der Kennzahl Fremdkapital/Gesamtkapital wird eine Insolvenzgefährdung prognostiziert, wenn die Kennzahl des Unternehmens über dem Trennwert liegt. Nach einem Vergleich der Mittelwerte der Kennzahlen berechnete Beaver das arithmetische Mittel der Kennzahlen insolventer und nicht insolventer Unternehmen und stellte diese für die letzten 5 Jahre vor Insolvenzeintritt gegenüber. Im Ergebnis war festzustellen, dass die insolventen Unternehmen bereits in den letzten 5 Jahren vor der Insolvenz im Vergleich mit den nicht

¹¹ Koss, C. (2006). *Basiswissen Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. S. 57. ISBN 978-3-8349-9052-5.

¹² Lützenrath, C., Peppmeier, K., Schuppener, J. (2006). *Bankstrategien für Unternehmenssanierungen. Erfolgskonzepte zur Früherkennung und Krisenbewältigung*. 2. akt. und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. S. 16. ISBN 978-3-83-4900-289.

insolventen Unternehmen einen geringeren cashflow, ein geringeres Liquiditätspolster und einen höheren Anteil an Fremdkapital aufwiesen.¹³ Neben weiteren Erkenntnissen gelangte Beaver zu dem Schluß, dass je mehr Fremdkapital ein Unternehmen in Anspruch nimmt, desto eher die Insolvenz eintritt.¹⁴

Ebenfalls in den 1960er Jahren wurde ein weiterer Versuch zur Entwicklung eines Insolvenzprognosemodells unternommen. Altmann wählte in seiner im Jahr 1968 durchgeführten Studie 33 Industrieunternehmen aus, die in den Jahren vor 1946 bis 1965 Insolvenz beantragt hatten. In paarweiser Selektion wurden diesen Unternehmen solvente Unternehmen gegenüber gestellt, die im Hinblick auf Branche und Unternehmensgröße größtmögliche Übereinstimmungen aufwiesen.¹⁵ Er entwickelte aus 22 Kennzahlen eine aus fünf Kennzahlen bestehende sogenannte Diskriminanzfunktion. Die Kennzahlenkategorien beinhalteten als Kategorie auch den Verschuldungsgrad. Die Diskriminanzfunktion lieferte bis zwei Jahre vor Eintritt der Insolvenz akzeptable Ergebnisse. Danach stiegen die Fehlerraten jedoch stark an, was der Autor nicht begründen¹⁶, und im Ergebnis kein Prognosemodell erstellen konnte.

Eine weitere Studie führte Deakin im Jahr 1972 durch. Er wählte ebenfalls einen Analysezeitraum von fünf Jahren und untersuchte 14 Kennzahlen aus Beavers Kennzahlenkatalog. Er betrachtete 32 Unternehmen, welche im Zeitraum 1964 bis 1970 insolvent wurden. Diese Unternehmen wurden nach den Kriterien Branche, Jahr des Jahresabschlusses und Unternehmensgröße ausgewählt.¹⁷ Die Gegenüberstellung der Ergebnisse von Deakin mit der Diskriminanzanalyse von Beaver zeigte, dass Beavers Ergebnisse mit Ausnahme der Kennzahl Kasse/Umsatzerlöse bestätigt wurden. Deakin stellte fest, dass der Verschuldungsgrad der Unternehmen in den letzten fünf Jahren vor Insolvenzeintritt stark zugenommen hatte.¹⁸

Eine in Deutschland durchgeführte Untersuchung bezog sich auf 44 Unternehmenspaare, wobei 28 Kennzahlen überprüft wurden. Überprüft wurde der Zeitraum von zwei bis vier Jahren vor Eintritt der Insolvenz.¹⁹ Eine eindeutige Zuordnung der Kennzahlen war jedoch nicht möglich, weshalb zunächst versucht wurde, die Anzahl der zu berücksichtigenden Kennzahlen zu reduzieren. Man beschränkte sich sodann auf fünf Kennzahlen, wobei die darauf basierende Diskriminanzanalyse nicht sinnvoll interpretiert werden konnte. Dieser Versuch wurde deshalb abgebrochen und ein Punkteschema entwickelt, welches aus acht Kennzahlen bestand.²⁰ Die Reduktion der Kennzahlen und die Verlängerung des Prognosezeitraumes verursachte jedoch eine Verschlechterung der Klassifikationsergebnisse. Im Ergebnis konnte keine angemessene multivariate Diskriminanzfunktion hergeleitet werden.

Ein weiterer Ansatz ist der so genannte „Quicktest“. Mit diesem Test soll anhand von vier Kennzahlen beurteilt werden, ob ein Unternehmen insolvenzgefährdet ist. Auf der Grundlage

¹³ Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. In: *Journal of Accounting Research* 4, S. 79. ISSN 1475-679X.

¹⁴ Ebenda, S. 80.

¹⁵ Altman, Edward I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. In: *The Journal of Finance* 23 (4), S. 593. ISSN 1540-6261.

¹⁶ Ebenda, S. 604.

¹⁷ Deakin, E. B. (1972). A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure. In *Journal of Accounting Research* 10 (1), S. 169. ISSN 1475-679X.

¹⁸ Ebenda, S. 176.

¹⁹ Weinrich, G. (1978). *Kreditwürdigkeitsprognosen. Steuerung d. Kreditgeschäfts durch Risikoklassen*. Wiesbaden: Gabler (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Bd. 6), 1978. S. 160. ISBN 978-3-40-9400-817.

²⁰ Ebenda, S. 186.

vier ausgewählter Kennzahlen werden die Bereiche Finanzierung, Liquidität, Rentabilität und Wirtschaftlichkeit analysiert. Im Zeitvergleich von mindestens drei bis fünf Jahren erfolgt eine Bewertung der Kennzahlen. Neben diesem internen Betriebsvergleich sollten die Werte mit den Durchschnittswerten der Branche verglichen werden. Die finanzielle Stabilität eines Unternehmens wird über die Analyse der Bereiche Finanzierung und Liquidität festgestellt. Verschlechtern sich die Kennzahlen, bedeutet dies ein Warnsignal für den Kreditgeber.²¹

Im Rahmen einer Studie zu den Ursachen der Insolvenz wurden im Jahr 2010 insgesamt 47 deutsche Unternehmen unterschiedlicher Rechtsformen aus einer Reihe von Branchen untersucht. Die Untersuchung umfasste den Zeitraum von 1999 bis 2007 und betraf das verarbeitende Gewerbe, den Dienstleistungssektor, den Handel, das Baugewerbe und die Landwirtschaft. Die untersuchten Unternehmen beschäftigten mehr als 15 Arbeitnehmer und waren zum Zeitpunkt der Insolvenz mehr als 8 Jahre am Markt tätig.²²

Im Ergebnis konnte den Studienergebnissen entnommen werden, dass der Verschuldungsgrad der untersuchten Unternehmen in den letzten 5 Jahren vor der Insolvenz von durchschnittlich 75 % auf 90 % angestiegen war²³, mithin ein zeitlicher Zusammenhang zwischen einer Veränderung der Kapitalstruktur und der Insolvenzsituation gegeben war.

4 Ergebnisse der Forschung

Die bisherigen Untersuchungen und diskutierten Modelle lassen zwar einen gewissen Zusammenhang zwischen steigendem Verschuldungsgrad und der später eingetretenen Insolvenzsituation erkennen. Allerdings orientieren sie sich an Analysen von Vergangenheitswerten und ermöglichen regelmäßig nur eine ex-post Betrachtung. Während die Analyse der vergangenheitsbezogenen Kennzahlen statisch ist, sind Unternehmensprozesse dynamisch. Die Prognose der Existenzbedrohung des Unternehmens ist erst zu einem Zeitpunkt möglich, zu dem diese ein Ausmaß erreicht hat, das in finanziellen Größenordnungen abgebildet werden kann. Wenn ein Modell eine Insolvenzgefährdung sichtbar machen kann, erfolgt dies deshalb regelmäßig zu spät. Eine Analyse der Kennzahlen ermöglicht auch keine Aussagen hinsichtlich des Grundes für die Unternehmensentwicklung vor der Verschlechterung der Kennzahlen. Dies wäre hinsichtlich der rechtzeitigen Abwendung der Insolvenzsituation jedoch von besonderer Bedeutung. Hinzukommt auch das Risiko einer Fehlbeurteilung der Kennzahlen. Durch Buchungsfehler oder das Ausnutzen von gesetzlich zulässigen Spielräumen bei der Bilanzierung durch das Unternehmen selbst, können die Kennzahlen verzerrt werden. Schließlich ist die Insolvenz auch das Ergebnis eines mehrphasigen multikausalen Krisenprozesses.²⁴ Auch infolge dieser Multikausalität ist es nicht möglich, durch eine Analyse des Verschuldungsgrades eine rechtzeitige Insolvenzprognose zu erstellen. Zusammenfassend ist festzustellen, dass eine Prognose der Insolvenzgefährdung nicht möglich ist und die Analyse von Kennzahlen zwar in der Retrospektive, allerdings nicht prognostisch für die Beurteilung der Insolvenzgefahr herangezogen werden kann.

²¹ Kralicek, P., Böhmendorfer, F., Kralicek, G. (2008). *Kennzahlen für Geschäftsführer. Bilanzanalyse und Jahresabschlusszenarien, Controlling und Cash-Management, Investitionsentscheidungen und Unternehmensbewertungen*. 5., vollständig aktualisierte und erw. Aufl. Landsberg: mi-Fachverlag bei Redline, 2008. S. 69. ISBN 978-3-636-03122-8.

²² Rindfleisch, H. (2010). *Insolvenz und Rigidität. Eine theoretische und empirische Ursachenanalyse auf Basis von Insolvenzplänen*. Wiesbaden: Gabler, 2010. S. 145. ISBN 978-3-8349-6146-4.

²³ Rindfleisch, H. (2010). *Insolvenz Und Rigidität. Eine Theoretische Und Empirische Ursachenanalyse auf Basis von Insolvenzplänen*. Wiesbaden: Gabler, 2010. S. 271. ISBN 978-3-8349-6146-4.

²⁴ Krystek, U. (1987). *Unternehmenskrisen. Beschreibung, Vermeidung u. Bewältigung überlebenskrit. Prozesse in Unternehmungen*. Wiesbaden: Gabler, 1987. S. 67. ISBN 978-3-322-82556-8.

Kreditsicherheiten

Mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens geht die Verfügungsgewalt über das Vermögen des insolventen Kreditnehmers auf den gerichtlich bestellten Insolvenzverwalter über. Dieser hat die Aufgabe, das noch vorhandene Vermögen zu verwalten und zu verwerten. Den Gläubigern bleibt nur die Möglichkeit, ihre Forderungen zur Insolvenztabelle anzumelden und an der gemeinschaftlichen Befriedigung teilzunehmen. Im Rahmen der Verwertung des Vermögens sind Sicherheiten von Gläubigern jedoch separat zu behandeln. Sicherheiten entstehen durch spezielle Vereinbarungen zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer und erklären sich aus dem Bestreben des Kreditgebers, sein Ausfallrisiko zu verringern.²⁵ Je nach rechtlicher Qualifizierung der Sicherheit steht dem Gläubiger ein Recht auf abgesonderte Befriedigung oder ein Aussonderungsrecht zu. Das Recht auf abgesonderte Befriedigung bedeutet für den Gläubiger, dass ihm nach Verwertung durch den Insolvenzverwalter ein Recht am Verwertungserlös zusteht. Das Aussonderungsrecht erlaubt dem Gläubiger, den Gegenstand der Sicherung - soweit noch vorhanden - vom Insolvenzverwalter herauszuverlangen und selbst zu verwerten.

Unabhängig vom Verlauf des Insolvenzverfahrens trägt allerdings auch der besicherte Gläubiger das Risiko der Existenz, des Wertes und der Verwertungsmöglichkeit der Sicherung. Auch die Kreditsicherheit ist deshalb mit Risiken für den Gläubiger verbunden. Dieses Risiko orientiert sich daran, ob der Kreditnehmer eigene Sicherheiten oder Drittsicherheiten stellt und ob es sich um Personensicherheiten oder Realsicherheiten handelt. Unabhängig von der rechtlichen Qualifikation, unterscheiden sich die Sicherheiten insbesondere hinsichtlich der Risiken und der Wahrscheinlichkeit der wirtschaftlichen Durchsetzung, respektive ihrer Werthaltigkeit.

Eigene Sicherheiten

Wird ein Unternehmen in der Rechtsform einer Personengesellschaft geführt, ist die Gestellung persönlicher Sicherheiten bereits aus Rechtsgründen nicht möglich. Die eigene persönliche Sicherheit des Inhabers eines Unternehmens, welches als Personengesellschaft geführt wird, ist unter dem Gesichtspunkt der Werthaltigkeit für das Kreditinstitut ohne Interesse. Die Inhaber einer Personengesellschaft haften ohnehin ihren Gläubigern im Falle der Insolvenz persönlich mit ihrem gesamten Vermögen, so dass eine persönliche Sicherheit im Insolvenzfall keine weitere Sicherheit für die Durchsetzung der Kreditforderung bietet.

Eigene Realsicherheiten des Kreditnehmers geben dem Darlehensgeber ein dingliches Recht an einem Vermögensgegenstand.²⁶ Als unternehmenseigene Realsicherheiten kommen im Regelfall die Bestellung von Grundpfandrechten, die Abtretung von Forderungen, sowie die Sicherungsübereignung von Anlage- und dinglichem Umlaufvermögen in Betracht.

In wirtschaftlicher Hinsicht stellt die Forderungsabtretung im Insolvenzfall die deutlich schlechteste Variante für den Kreditgeber dar. Für diesen kommt es darauf an, auf einen Vermögensgegenstand zugreifen zu können, der entweder einen möglichst sicheren Liquiditätserlös gewährleistet oder dessen Wertentwicklung möglichst nicht das Schicksal des Unternehmens teilt. Durch das Kreditinstitut kann jedoch nicht kontrolliert werden, ob die vom Unternehmen im Rahmen seiner gewöhnlichen Geschäftstätigkeit erwirtschafteten Forderungen eine werthaltige Sicherung gewährleisten. Die Krise des Unternehmens geht in der Regel mit einem Rückgang des Marktes oder der Marktanteile und damit mit rückläufigen

²⁵ Büschgen, H. E. (1976). *Handwörterbuch der Finanzwirtschaft*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 6), 1976. Sp. 1995. ISBN 3-7910-8021-0.

²⁶ Koss, C. (2006). *Basiswissen Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. S. 83. ISBN 978-3-8349-9052-5.

Umsätzen einher. Infolge dieser Entwicklung begründet das Unternehmen weniger Forderungen, die als Sicherheit dienen können. Mit dem Eintritt der Krise verringert sich mithin zwangsläufig der Wert der Kreditsicherheit. Die Sicherheit teilt in gewissem Maße das wirtschaftliche Schicksal des Unternehmens. Desweiteren führen juristische Gründe zu einer wirtschaftlichen Beeinträchtigung der Kreditsicherheit. Werden Forderungen durch das Unternehmen eingezogen, geht das Sicherungsrecht des Kreditinstituts unter. Sind Forderungen einredebehaftet, können sie nicht durchgesetzt werden. Darüber hinaus geht die Einziehungsbefugnis einer abgetretenen Forderung auf den Insolvenzverwalter über. Das Kreditinstitut hat an den Insolvenzverwalter gem. § 166 InsO²⁷ eine sog. Feststellungs- und Verwertungspauschale zu bezahlen. Hinzu kommt in rechtlicher Hinsicht weiter, dass nach der Rechtsprechung des deutschen Bundesgerichtshofes solche Forderungen, welche im 3-Monatszeitraum vor Insolvenzantragstellung vom Unternehmen erwirtschaftet werden, gegebenenfalls der Insolvenzanfechtung unterliegen können, mithin das Sicherungsrecht des Kreditinstitutes nicht durchgesetzt werden kann. Die Forderungsabtretung ist im Ergebnis mit einer Reihe von Risiken für den Kreditgläubiger behaftet, die zu einer starken wirtschaftlichen Abwertung dieser Sicherheit führen können.

Oftmals übereignen Unternehmen eigenes Anlage- und dingliches Umlaufvermögen zur Sicherheit an das Kreditinstitut. Liegt der Grund der Insolvenz allerdings in der nachlassenden Branchenkonjunktur, bedeuten Spezialmaschinen des Unternehmens meist keinen nennenswerten Verwertungserlös. Die Sicherheit teilt sich auch in dieser Konstellation mit einiger Wahrscheinlichkeit das wirtschaftliche Schicksal des Unternehmens. Das Kreditinstitut im Falle der Verwertung des Sicherungsgutes an den Insolvenzverwalter gem. § 166 InsO eine sog. Feststellungs- und Verwertungspauschale zu bezahlen, was den Sicherheitenerlös weiter mindert. Schließlich schützt die Sicherungsübereignung den Gläubiger auch nicht davor, dass das Sicherungsgut – rechtswidrig - an einen Dritten veräußert wird und damit das Sicherungsrecht untergeht. Ein Dritter kann gem. § 932 BGB²⁸ an beweglichen Sachen gutgläubig Eigentum erwerben. Auch die Sicherungsübereignung ist im Insolvenzfall mit nicht unerheblichen wirtschaftlichen und juristischen Risiken für den Kreditgläubiger behaftet, die zu einer starken wirtschaftlichen Abwertung dieser Sicherheit führen können.

Unter den vom Unternehmen gewährten eigenen Realsicherheiten stellt eine Immobiliarsicherheit die wertmäßig beste Besicherungsmöglichkeit dar. Eine Immobilie kann nicht gutgläubig von einem Dritten erworben werden, weshalb der Kreditgeber vor einem Verlust des Sicherungsgutes geschützt ist. Der Kreditgeber kann die Immobilie grundsätzlich ohne Mitwirkung des Insolvenzverwalters verwerten, ohne an diesen einen Erlös ausschütten zu müssen. Problematisch ist allerdings, wenn betrieblich genutzte Grundstücke vom Insolvenzverwalter weiter genutzt werden. Hier kann der Insolvenzverwalter ein vom Gläubiger eingeleitetes Zwangsvollstreckungsverfahren unterbinden und das Grundstück zunächst für betriebliche Zwecke im Rahmen einer Unternehmensfortführung weiter nutzen. Hinzu kommt in wirtschaftlicher Hinsicht, dass im Rahmen eines Zwangsversteigerungsverfahrens Immobilien im Regelfall zu deutlich unter ihrem eigentlichen Wert liegenden Preisen veräußert werden. Ein von aktiven Unternehmen genutztes Grundstück verkörpert desweiteren einen höheren Wert, als ein Grundstück, welches nach insolvenzbedingter Stilllegung des Unternehmens veräußert wird. Der Kreditgeber trägt mithin das Risiko des Fortganges des Insolvenzverfahrens im Hinblick auf eine mögliche Sanierung beziehungsweise Stilllegung und Zerschlagung des Unternehmens und der daraus resultierenden Folgen für den Wert des Grundpfandrechtes.

²⁷ <https://dejure.org/gesetze/InsO/166.html> (zit. am 31.10.2017)

²⁸ <https://dejure.org/gesetze/BGB/932.html> (zit. am 31.10.2017)

Drittsicherheiten

Als Drittsicherheiten kommen Personalsicherheiten und ebenfalls Realsicherheiten in Betracht. Bei Personalsicherheiten muss dem Kreditinstitut eine weitere Person neben dem Darlehensnehmer für die Pflichten aus dem Kreditvertrag einstehen.²⁹ Als Personalsicherheiten dienen Bürgschaften, Schuldbeitritte und Garantieerklärungen. Personalsicherheiten Dritter bieten dem Kreditgeber einerseits den Vorteil, dass der Wert der Personalsicherheit im Regelfall von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens abgekoppelt ist. Andererseits besteht für das Kreditinstitut nicht die Möglichkeit, die wirtschaftliche Entwicklung des Sicherungsgebers zu verfolgen, bzw. im Zeitablauf zu überprüfen. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass Vermögensgegenstände im Hinblick auf einen etwa befürchteten Sicherungsfall aus dem Vermögen des Sicherungsgebers verschoben werden, mithin dem Zugriff des Sicherungsgebers entzogen sind.

Durch die Stellung von Realsicherheiten von dritter Seite wird der Wert der Sicherheit durch eine Krise des Kreditnehmers nicht beeinflusst. Darüber hinaus ist eine Vermögensverschiebung durch das Unternehmen nicht möglich. Als Realsicherheiten, die von dritter Seite gestellt werden, bieten sich ebenfalls die Sicherungsübereignung beweglicher Sachen, die Abtretung von Forderungen an, sowie die Bestellung von Grundpfandrechten an.

Die Forderungsabtretung von dritter Seite bietet für das Kreditinstitut nur eine geringe wirtschaftliche Sicherheit. Zwar teilen diese abgetretenen Forderungen im Regelfall nicht das wirtschaftliche Schicksal des in die Krise geratenen kreditnehmenden Unternehmens. Allerdings besteht für das Kreditinstitut keinerlei Möglichkeit, den Forderungsbestand auf Werthaltigkeit und Durchsetzbarkeit zu prüfen. Das Kreditinstitut ist weitgehend dem „guten Willen“ des Sicherungsgebers ausgeliefert. Schließlich ist dieser auch nicht daran gehindert, vor dem Eintritt des Sicherungsfalles die Forderung einzuziehen. Mit dem Einzug der Forderung erlischt jedoch das Sicherungsrecht des Kreditinstitutes.

Bei der Sicherheitsübereignung von Vermögensgegenständen durch einen Dritten ist der Kreditgeber ebenfalls zunächst davor geschützt, dass der Wert des Sicherungsgutes unter der Krise des kreditnehmenden Unternehmens leidet. Auch kann das Sicherungsgut ohne Beteiligung des Insolvenzverwalters verwertet werden. Allerdings schützt die Sicherungsübereignung durch einen Dritten ebenfalls nicht davor, dass das Sicherungsgut durch den Dritten veräußert wird und damit das Sicherungsrecht untergeht, bzw. dem Zugriff des Kreditgebers entzogen wird.

Die Bestellung eines Grundpfandrechtes durch einen Dritten verhindert die Gefahr eines mit der Krise des Kreditnehmers einhergehenden Wertverlustes der Sicherheit. Auch eine Beeinträchtigung der Sicherheit durch rechtswidrige Verfügungen ist ausgeschlossen. Tritt der Sicherungsfall ein, hat der Kreditgeber keine Beschränkungen hinsichtlich der Verwertung der Immobilie und ist von der weiteren Entwicklung des insolventen Unternehmens und ist von den Entscheidungen des Insolvenzverwalters völlig unabhängig. Das Grundpfandrecht an einem Grundstück eines Dritten stellt für den Kreditgeber deshalb die wirtschaftlich nachhaltigste und rechtlich risikoloseste Sicherheit dar.

5 Diskussion

Die finanzielle Stabilität eines Unternehmens orientiert sich nicht ausschließlich an Bilanzkennzahlen, sondern ist von weiteren Faktoren abhängig, die im Zeitpunkt der Kreditentscheidung nicht oder nicht hinreichend im Hinblick auf ein mögliches Insolvenzrisiko bewertet werden können. Im Ergebnis der wissenschaftlichen Diskussion lässt

²⁹ Koss, C. (2006). *Basiswissen Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. S. 83. ISBN 978-3-8349-9052-5.

sich kein allgemeingültiges Modell erkennen, welches als sicheres Prognoseinstrument für den Eintritt einer Insolvenzsituation des Kreditnehmers dienen könnte. Mithin verbleibt für den Kreditgeber nur die Möglichkeit, auf eigene Beurteilungsinstrumente zurückzugreifen. Dass sich auch hierdurch das Insolvenzrisiko nicht zuverlässig beurteilen lässt, zeigt die regelmäßige Beteiligung der Kreditinstitute als Gläubiger in den Insolvenzverfahren. Da sich für den Kreditgeber die Gefahr des insolvenzbedingten Ausfalles der Kreditforderung nicht sicher prognostizieren lässt, ist es umso wichtiger die Ansprüche aus dem Kreditverhältnis abzusichern. Die Absicherung des Rückzahlungsanspruches durch Kreditsicherheiten ist mithin unverzichtbarer Bestandteil der Maßnahmen zur Risikovermeidung und – Verringerung. Hier stellen Grundpfandrechte, die von dritter Seite gestellt werden, die wirtschaftlich werthaltigste und rechtlich sicherste Möglichkeit dar, den Rückzahlungsanspruch abzusichern. An zweiter Stelle sollten Grundpfandrechte des Unternehmens und erst danach Realsicherheiten des kreditnehmenden Unternehmens akzeptiert werden.

Acknowledgement

The article is an output of research project VEGA 1/0066/17 „Management of the financial performance of the company in the post-crisis environment of selected EU countries“.

References

- Altman, Edward I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. In: *The Journal of Finance* 23 (4). ISSN 1540-6261.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. In: *Journal of Accounting Research* 4. ISSN 1475-679X.
- Bohn, A. (2009). *Zinsschranke und Alternativmodelle zur Beschränkung des steuerlichen Zinsabzugs*. Wiesbaden: Gabler (Gabler Research: Forschungsreihe Rechnungslegung und Steuern), 2009. ISBN 978-3-8349-8329-9.
- Brinkmann, M. (2011). Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen. Eine materiell-, insolvenz- und kollisionsrechtliche Studie des Rechts der Mobiliarsicherheiten vor dem Hintergrund internationaler und europäischer Entwicklungen. In *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen*. ISSN 0940-9610.
- Büschgen, H. E. (1976). *Handwörterbuch der Finanzwirtschaft*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 6), 1976. Sp. 1995. ISBN 3-7910-8021-0.
- Deakin, E. B. (1972). A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure. In *Journal of Accounting Research* 10 (1). ISSN 1475-679X.
- Derleder, P. et.al. (2009). *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. 2. Aufl. Berlin, Heidelberg: Springer, 2009. ISBN 978-3-540-76645-2.
- Müller, F. (2010). *Private Equity in der Unternehmenskrise*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2010. ISBN 978-3-8349-6038-2.

Koss, C. (2006). *Basiswissen Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. ISBN 978-3-8349-9052-5.

Kralicek, P., Böhmendorfer, F., Kralicek, G. (2008). *Kennzahlen für Geschäftsführer. Bilanzanalyse und Jahresabschlusszenarien, Controlling und Cash-Management, Investitionsentscheidungen und Unternehmensbewertungen*. 5., vollständig aktualisierte und erw. Aufl. Landsberg: mi-Fachverlag bei Redline, 2008. ISBN 978-3-636-03122-8.

Krystek, U. (1987). *Unternehmungskrisen. Beschreibung, Vermeidung u. Bewältigung überlebenskrit. Prozesse in Unternehmungen*. Wiesbaden: Gabler, 1987. ISBN 978-3-322-82556-8.

Lützenrath, C., Peppmeier, K., Schuppener, J. (2006). *Bankstrategien für Unternehmenssanierungen. Erfolgskonzepte zur Früherkennung und Krisenbewältigung*. 2. akt. und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006. ISBN 978-3-83-4900-289.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. In *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15, No. 2 (Spring, 2001). ISSN 0895-3309.

Perridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. W. (2012). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. 16. Aufl. München: Fritz Vahlen Verlag, 2012. ISBN 978-3-80-0639-915.

Rindfleisch, H. (2010). *Insolvenz und Rigidität. Eine theoretische und empirische Ursachenanalyse auf Basis von Insolvenzplänen*. Wiesbaden: Gabler, 2010. ISBN 978-3-8349-6146-4.

Weinrich, G. (1978). *Kreditwürdigkeitsprognosen. Steuerung d. Kreditgeschäfts durch Risikoklassen*. Wiesbaden: Gabler (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Bd. 6), 1978. ISBN 978-3-40-9400-817.

<https://dejure.org/gesetze/InsO/166.html> (zit. am 31.10.2017)

<https://dejure.org/gesetze/BGB/932.html> (zit. am 31.10.2017)

Marco Czaker

Peter Markovič

University of Economics in Bratislava

Faculty of Business Management

Department of Corporate Finance

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovak Republic

E-Mail: marco.czaker@euba.sk, peter.markovic@euba.sk

Zrušenie tzv. rovnej dane v SR z hľadiska podnikateľskej sféry **The abolition of the flat tax in Slovakia in terms of business sphere**

Ivona Ďurinová

Abstract

Suitable conditions for business activities of businesses are the basic prerequisite for long-term economic development. The new concept of income taxation, the flat tax, however became a reality for the Slovak Republic on 1.1.2004. In 2013, however, it was flat tax abolished. It is necessary to take heed of the fact that every change in the tax system, usually brings about some reaction in most elements of the economic system. In creating the tax system, it is therefore necessary to take into consideration also the possible reactions of tax subjects. The aim of this paper is to define a flat tax in terms of theory and practice and bring the results of own survey. The survey is aimed at the views of businesses on abolition of flat tax in Slovakia, on Act No. 595/2003 Collection of Laws on Income Tax after many amendments and on change their willingness to pay income tax, in order to capture their experience and suggestions. For this survey a quantitative method was selected – a written questionnaire.

JEL classification: H 25, H 26, H 32

Keywords: flat tax, business sphere, survey

1 Úvod

V roku 2003 vláda SR schválila Stratégiu reformy riadenia verejných financií, a tak od roku 2004 Slovenská republika prechádza zásadnými zmenami v daňovej i v iných oblastiach. Rok 2004 bol rokom, v ktorom došlo od založenia samostatnej Slovenskej republiky k najvýraznejším zmenám v daňových zákonoch. Príprave významnej daňovej reformy bola venovaná značná pozornosť mnohých odborníkov z danej oblasti (napr. Lénártová, 2003), vzhľadom na to, že jedným zo zámerov tejto reformy bolo zaviesť tzv. rovnú daň a vytvoriť konkurencieschopný, transparentný a nedeformovaný daňový systém, ktorý by mal priaznivý dopad na podnikateľské a investičné prostredie pre jednotlivcov aj spoločnosti. O tzv. rovnej dani¹ sa veľa diskutovalo, viedli sa mnohé polemiky a to nielen v kruhoch odborníkov ale aj medzi laickou verejnosťou. Tak ako každá radikálna zmena, aj tzv. rovná daň má svojich zástancov ale aj odporcov, má svoje výhody ale aj nevýhody v závislosti od uhľa pohľadu, z ktorého sa na ňu pozeráme. V roku 2013 bola tzv. rovná daň v SR zrušená, zaviedlo sa opäť progresívne zdanenie príjmov fyzických osôb aj prostredníctvom vytvorenia druhého pásma s 25%-tnou sadzbou dane.

V dostupnej domácej a zahraničnej literatúre sa možno stretnúť s viacerými prácami, ktoré analyzujú daňové reformy. Málo autorov však skúma, ako vnímajú reformy zúčastnené subjekty, najmä podnikatelia. Akúkoľvek legislatívnu úpravu daní, a reformu daní zvlášť, vnímajú daňové subjekty však veľmi citlivo, jej dopady môžu rôzne subjekty posudzovať odlišne. Schultzová a Škultéty (2006) poukázali na význam sledovania týchto dopadov v rôznych oblastiach a to nielen z pohľadu štátu a zvyšovania jeho príjmov do verejných rozpočtov, ale aj z hľadiska podnikateľských subjektov (fyzických a právnických osôb) či občanov. Ako vnímali zmeny v daňovej oblasti implementované daňovou reformou

¹ Termín „rovná daň“ však v žiadnom prípade nie je správny - keďže výška dane rastie priamo úmerne s výškou daňového základu, ide o lineárnu proporcionálnu daň (nie je u každého rovnaká, resp. rovná, ako by to bolo v prípade „dane z hlavy“, čiže „lump sum tax“). Nakoľko je termín zaužívaný, vyskytuje sa aj v tomto príspevku, avšak väčšinou so slovíčkom „tzv.“

podnikateľské subjekty ale aj občania po prvom zdaňovacom období priblížila Ďurinová (2006).

Cieľom príspevku je vymedziť tzv. rovnú daň z hľadiska teórie a praxe a priblížiť na základe výsledkov vlastného prieskumu ako podnikateľské subjekty vnímajú zrušenie tzv. rovnej dane v SR, ako hodnotia zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov po mnohých novelizáciách a ako sa z ich hľadiska zmení ochota platiť daň z príjmov, teda či daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane podľa ich názoru vzrastú alebo sa znížia.

2 Tzv. rovná daň z hľadiska teórie a praxe

Teoreticky myšlienku rovnej dane spracovali začiatkom 80-tych rokov ekonómia Stanfordskej univerzity Robert Hall a Alvin Rabushka a vo finálnej podobe zverejnili vo svojej práci The flat tax z roku 1985. V praxi táto udalosť ešte v 80-tych rokoch ovplyvnila v USA hospodársku politiku Ronalda Reagana v rámci znižovania daní, v polovici 90-tych rokov bola použitá v návrhu daňovej reformy v rámci volebnej kampane prezidentského kandidáta Steve Forbesa a republikán Dick Armee dokonca predložil v Snemovni návrh zákona o rovnej dani. Do Kongresu sa ale k hlasovaniu o jeho schválení nikdy nedostal. (Čížik, 2008).

Ako uvádza Čížik (2008), koncepcia Halla a Rabushku nemá komplexnú podobu, berie do úvahy len dane dôchodkového typu (v najužšej podobe len osobnú dôchodkovú daň) a naopak zanedbáva všeobecné nepriame dane - v USA maloobchodnú daň z predaja, v európskom prostredí DPH - a príspevky na sociálne zabezpečenie. Je založená na troch pilieroch:

- Všetky príjmy sú zdanené iba raz, čo najbližšie pri zdroji a rovnakou nízkou sadzbou (odporúčaná uroveň 19% korešponduje s výškou daňových príjmov štátu z už existujúcich daní).
- Daňový systém je jednoduchý a náklady na jeho prevádzku nízke, daňové priznanie jednotlivcov i firiem má veľkosť strany A5 a jeho vyplnenie trvá niekoľko minút (v USA sa odhaduje na 1,5-10,5 hodiny v závislosti od typu daňového priznania).
- Sociálne najslabšie domácnosti dane neplatia, ak ich príjmy nedosiahnu určitú minimálnu úroveň, tzn., že existuje inštitút základnej individuálnej odpočítateľnej položky v podobe nezdaniteľného minima.

Podstatou rovnej dane je taký spôsob zdanenia, v ktorom sú všetky subjekty podliehajúce dani zdanené vždy rovnakou relatívnou sadzbou dane, pričom snahou je znižovanie tejto daňovej sadzby a súčasné rozširovanie daňového základu zrušením rôznych špeciálnych režimov pre vybrané skupiny daňových subjektov, výnimiek, oslobodení, zliav atď., ktoré okrem prílišnej komplikovanosti (vrátane častých legislatívnych zmien) narušujú princíp horizontálnej spravodlivosti. Rovná daň je fiškálne neutrálna, t.j. objem daňových príjmov sa nemení alebo dokonca mierne rastie a daňové zaťaženie u väčšiny existujúcich daňovníkov sa znižuje, čo závisí od konkrétnej štruktúry príjmov a spotreby. Viac disponibilných príjmov v rukách jednotlivcov by malo pri ostatných nezmenených podmienkach zvýšiť agregátny dopyt a podporiť ekonomický rast.

Zákon o dani z príjmov by mal z pohľadu princípu spravodlivosti rešpektovať dva nosné princípy: princíp prospechu a princíp platobnej schopnosti (Musgrave, R.A. – Musgraveová, P.B., 1994). Pri dôchodkových daniach treba vychádzať z princípu platobnej schopnosti, ktorý má zohľadniť schopnosť daňovníka zaplatiť daň. Táto schopnosť je dimenzovaná najmä z hľadiska horizontálnej a vertikálnej spravodlivosti, pričom možno aplikovať tri systémy platenia daní:

- podľa absolútnej obete (uplatnenie absolútnej paušálnej dane),
- podľa relatívnej obete (uplatnenie proporčnej dane),

- podľa marginálnej obete (uplatnenie progresívnej dane).

Je zrejmé, že vyššie príjmové skupiny obyvateľstva budú preferovať systémy podľa absolútnej alebo relatívnej obete a nižšie príjmové skupiny podľa marginálnej obete. Z toho vyplýva, že akákoľvek konštrukcia dane nikdy nebude považovaná za absolútne spravodlivú pre všetky skupiny daňovníkov. Otázka spravodlivosti je spojená s distribučnou funkciou zdanenia, teda v podstate rieši spôsob a mieru prerozdeľovania určitej časti vytvoreného bohatstva spoločnosti prostredníctvom daňových sadzieb, spôsobu vymedzenia daňového základu, uplatnením rôznych doplnkových prvkov daňovej techniky, ktoré majú často sociálny charakter. Pri riešení týchto otázok treba mať však na zreteli, že znížiť nerovnosť v spoločnosti takýmto spôsobom možno len za cenu väčšieho nadmerného daňového bremena, teda neefektívnosti. (Stiglitz, J.E., 1988)

Možno konštatovať, že rovná daň podporuje princíp zásluhovosti, pričom je zachovaná optimálna solidarita. Najmenej solidárne riešenie by bolo, keby sa platila daň z hlavy, t. j. každý by zaplatil rovnakú absolútnu čiastku. Najviac solidárne by bolo, keby všetci odovzdali všetko a naspäť by dostali všetci rovnako. Ako optimálne riešenie medzi týmito extrémami sa javí koncepcia tzv. rovnej dane.

V mnohých krajinách sa rovnú daň podarilo presadiť. Prvou krajinou, ktorá rovnú daň zaviedla, bol pred takmer 50 rokmi Hong Kong a výsledok bol mimoriadne dobrý. V Európe bolo zavedenie rovnej dane iniciované Estónskom v roku 1991, nasledované Lotyšskom (1994), Litvou (1994), Ruskom (2001), Srbskom (2003), Ukrajinou (2003), Slovenskom (2004), Gruzínskom (2004), Rumunskom (2005), Českou republikou (2008), otázka zavedenia rovnej dane bola diskutovaná aj v iných krajinách.

Nová koncepcia zdaňovania príjmov tzv. rovná daň (t.j. proporcionálna daň)², sa stala pre Slovenskú republiku realitou od 1. 1. 2004 napriek tomu, že pomerne málo členských krajín Európskej únie ju malo vo svojom daňovom systéme zakomponovanú.

Pravicovo orientovaná vláda SR v rámci daňovej reformy ju zaviedla, čo možno nepochybne považovať za najradikálnejšiu a najvýznamnejšiu zmenu v daňovej oblasti, ktorú priniesla daňová reforma k tomuto dátumu.

Tvorcovia daňovej reformy považovali nový zákon o dani z príjmov za základný pilier daňovej reformy, ktorá mala zabezpečiť výrazný vzostup ekonomiky Slovenska. Tzv. rovná daň bola koncipovaná na nasledovných základných princípoch:

- spravodlivosť zdanenia, ktorá sa uplatní rovnakým zdanením všetkých druhov príjmov ako aj rovnakým zdanením všetkých daňových subjektov,
- vylúčenie dvojitého zdanenia príjmov,
- jednoduchosť a jednoznačnosť daňovej legislatívy,
- účinnosť dane.

Nová koncepcia zákona o dani z príjmu sa snažila o naplnenie princípu, že rovnaký príjem sa zdaňuje rovnako a jeden príjem sa zdaňuje len raz. Pri progresívnom zdanení dochádza k tomu, že človek s nízkym príjmom platí zo svojho posledného zarobeného eura menej, zatiaľ čo človek s vysokým príjmom viac, a to len preto, že je úspešnejší. Z tohto pohľadu sa progresívne zdanenie prejavuje ako trest za úspešnosť. Zmysel rovnej dane je v tom, že posledné zarobené euro sa zdaní všetkým rovnako a úspešnejší teda nebudú potrestaní.

Možno konštatovať, že nový zákon o dani z príjmov síce vychádzal zo systému platenia dane podľa relatívnej obete, vzhľadom na nezdaniteľnú časť na daňovníka ho možno však považovať za jeho určitú modifikáciu (systém progresívneho zdanenia je nahradený

² Zákon č. 595/2003 Z.z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

proporcionálnym zdanením jednou 19 – percentnou sadzbou, avšak progresia zdanenia je zabezpečená vyššou nezdaniteľnou časťou na daňovníka). Tento systém vyhovuje predovšetkým vyšším príjmovým skupinám daňovníkov.

Nezdaniteľná časť základu dane sa zvýšila na 19,2 – násobok životného minima, valorizovaná je taktiež odpočítateľná položka na manželku resp. manžela v rovnakej výške, na dieťa možno uplatniť daňový bonus, atď. O sumu daňového bonusu sa znižuje daň. V prípade daňového bonusu sa už teda nejedná o položku odpočítateľnú od základu dane, ale o následné zníženie vzniknutej vlastnej daňovej povinnosti. Daňový bonus možno uplatniť najviac do výšky dane vypočítanej za príslušné zdaňovacie obdobie podľa tohto zákona. Ak suma dane vypočítaná za príslušné zdaňovacie obdobie je nižšia ako suma uplatňovaného daňového bonusu, daňovník, ktorý podáva daňové priznanie, požiada miestne príslušného správcu dane o vyplatenie sumy vo výške rozdielu medzi sumou daňového bonusu a sumou dane vypočítanou za príslušné zdaňovacie obdobie. Ide o prvý prípad vzniku tzv. negatívneho daňového zaťaženia v daňovom systéme Slovenska. Z uvedeného vyplýva, že daňovníci s najnižšími príjmami sú aspoň čiastočne odškodnení. Na nový systém zdaňovania príjmov teda najviac doplácali stredné vrstvy daňovníkov.

Ak k tomu však zoberieme vplyv ostatných zmien daňovej reformy, jej dopad bol na tieto vrstvy daňovníkov ešte tvrdsí. Zavedenie tzv. rovnej dane z príjmov bolo totiž podmienené vykonaním úprav v oblasti dane z pridanej hodnoty a spotrebných daní. S účinnosťou od 1. 1. 2004 bola v oblasti dane z pridanej hodnoty na Slovensku zavedená jedna daňová sadzba vo výške 19 % a odo dňa vstupu SR do Európskej únie je účinný nový zákon o DPH s plne harmonizovaným systémom zdaňovania v zmysle výsledkov prístupových rokovaní v kapitole „Dane“. Žiadny dokument ani smernice EÚ však nenariaďujú členským štátom prejsť na jednosadzbový systém. Keďže DPH má regresívny charakter, t. j. čím je vyšší príjem daňovníka, tým je jeho podiel spotreby a teda aj miera zaplatenia daní zo spotreby v objeme jeho dôchodku nižšia, možno považovať uplatnenie zníženej sadzby aspoň na základné potraviny, lieky, zdravotné pomôcky a pod. za snahu zmierniť dopad tejto dane na daňovníkov s nízkymi príjmami ale aj stredne vysokými príjmami.

Možno teda konštatovať, že zavedenie tzv. rovnej dane spolu so zavedením jednej 19 % - nej sadzby DPH spôsobil zníženie životnej úrovne nízkopríjmových a stredných vrstiev obyvateľstva. Z tohto hľadiska je diskutabilné, či možno považovať tzv. rovnú daň za spravodlivú.

3 Zrušenie tzv. rovnej dane na Slovensku

Od januára 2013 bola tzv. rovná daň na Slovensku zrušená. Zrušenie rovnej dane bolo súčasťou širokého daňovo-odvodového balíčka v novele zákona o dani z príjmov, ktorým chcela vláda najmä zvýšiť daňové príjmy do rozpočtu. Nešlo teda o zásadnú daňovú reformu, ktorá má zmeniť daňové pravidlá tak ako sa to stalo v roku 2004 zavedením rovnej dane. Daňovo-odvodový balíček dopadol nielen na firmy ale aj zamestnancov a živnostníkov. Pri fyzických osobách sa zaviedla druhá sadzba dane 25%, firmám sa zvýšila sadzba dane na 23%. Živnostníkom sa zásadne obmedzilo využívanie paušálnych výdavkov a rodinám nezdaniteľná suma zo základu dane.

Daňovo-odvodový balíček obsahoval nasledovné opatrenia:

- Zrušila sa rovná daň z príjmu fyzických osôb 19 %. Zo základu dane do výšky 176,8-násobku sumy platného životného minima vrátane sa počíta s 19 %-tnou sadzbou dane, nad túto sumu je sadzba dane 25 % (25 % zo základu dane presahujúceho 176,8-násobok platného životného minima).

- Sadzba dane pre právnické osoby bola zvýšená na 23 % zo základu dane.³
- Obmedzila sa nezdanieľná časť základu dane na manžela/ku. Nárok na nezdanieľnú sumu má manžel vtedy, ak sa manželka v zdaňovacom období starala o vyživované maloleté dieťa žijúce s daňovníkom v domácnosti, do zániku nároku na rodičovský príspevok alebo poberala peňažný príspevok na opatrovanie alebo bola zaradená do evidencie uchádzačov o zamestnanie.
- Obmedzili sa paušálne výdavky. Živnostníci si mohli uplatniť paušálne výdavky 40 % z dosiahnutých príjmov, najviac však 420 eur za každý mesiac, čo predstavuje ročne 5 040 eur. Paušálne výdavky už možno uplatniť len na aktívne príjmy.⁴
- Zvýšili sa zdravotné a sociálne odvody pre daňovníkov pracujúcich na dohody.
- Zmenili sa zdravotné a sociálne odvody pre živnostníkov. Pre živnostníkov bol určený minimálny vymeriavací základ ako 50 % priemernej mzdy spred dvoch rokov.
- Zvýšil sa maximálny vymeriavací základ pre odvody zamestnancov a zamestnávateľov. Odvodový strop bol zvýšený na päťnásobok priemernej mzdy v hospodárstve.

4 Zrušenie tzv. rovnej dane a podnikateľská sféra na Slovensku

Ako vníma zrušenie tzv. rovnej dane a zavedenie progresívneho zdanenia príjmov v SR podnikateľská sféra bolo možné zistiť prostredníctvom prieskumu.

4.1 Cieľ a metodika práce

Prieskum bol zameraný na hodnotenie zmien v daňovom systéme SR z pohľadu podnikateľských subjektov. Cieľom prieskumu bolo zachytiť názory, skúsenosti a návrhy podnikateľských subjektov v súvislosti s daňovým systémom a vyhodnotiť ich.

Na realizáciu prieskumu bola zvolená kvantitatívna metóda prieskumu – dotazník, spracovaný písomnou formou. Väčšina otázok v dotazníku bola formulovaná v podobe poloopených otázok, ktoré ponúkli určitý súbor odpovedí, pričom pri väčšine otázok bola ponechaná možnosť vyjadriť pripomienky, prípadne uviesť dôvod pre výber určitej odpovede. Väčšina podnikov uviedla v dotazníku svoje obchodné meno, ale s požiadavkou o zaručenie anonymity. Terénna fáza prieskumu bola realizovaná v mesiacoch apríl – máj 2015.

V tomto príspevku sa zameriame výlučne na to, ako hodnotia podnikateľské subjekty zrušenie tzv. rovnej dane, znovuzavedenie progresívneho zdanenia, ako hodnotia zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov po mnohých novelizáciách a ako sa z ich hľadiska zmení ochota platiť daň z príjmov, teda či daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane vzrastú alebo sa znížia.

4.2 Skúmaná vzorka podnikov

Skúmanú vzorku podnikov tvorilo 200 respondentov, tak právnické ako aj fyzické osoby, podnikajúce na území Slovenska. Vzorka respondentov bola vybraná zámerne z rôznych oblastí Slovenska, pričom najviac je zastúpené západné Slovensko (54 podnikov), samostatne je sledovaná Bratislava (66 podnikov), potom stredné Slovensko (50 podnikov) a nakoniec východné Slovensko (19 podnikov), lokalitu podnikania neuviedlo 11 podnikov. Najväčšie

³ Od roku 2014 sa znížila sadzba dane z príjmov právnických osôb na 22 %, zaviedli sa však daňové licencie, teda daň zo straty, od roku 2017 je sadzba dane znížená na 21%, súčasne sa však opäť zaviedlo zdaňovanie dividend.

⁴ Od 1. 1. 2017 sa zákonom č. 341/2016 Z. z. mení a dopĺňa zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v oblasti uplatňovania paušálnych výdavkov nasledovne: zvýšilo sa percento výdavkov zo súčasných 40 % na 60 % z úhrnu príjmov, zvýšila sa maximálna ročná hranica výdavkov, ktoré sa môžu uplatniť percentom z príjmov z 5 040 na 20 000 eur, súčasne sa zrušil mesačný limit (zrušilo sa teda pomerné uplatňovanie paušálnych výdavkov v prípade, ak podnikateľ začal alebo skončil podnikateľskú činnosť v priebehu zdaňovacieho obdobia).

zastúpenie mali mikropodniky (148), potom malé podniky (22), stredné podniky (9), veľké podniky (13), veľkosť neuviedlo 8 podnikov⁵. Najviac podnikov podniká v oblasti služieb (90), potom v oblasti obchodu (75), v oblasti výroby (22), oblasť podnikania neuviedlo 13 podnikov. V uvedenej vzorke respondentov (tabuľka 1) je približne rovnaké zastúpenie fyzických osôb (99 podnikov) ako aj právnických osôb (101 podnikov), pričom výraznejšie zastupujú vzorku malí a strední podnikatelia.

Tabuľka 1

Skúmané podniky podľa lokality, hlavnej oblasti podnikania a veľkosti podniku (rok 2015)

		Právnická osoba		Fyzická osoba		Spolu	
		Počet	%	Počet	%	Počet	%
		101	50,5	99	49,5	200	100
Lokalita podniku	Bratislava	40	20	26	13	66	33
	Západné Slovensko	18	9	36	18	54	27
	Stredné Slovensko	29	14,5	21	10,5	50	25
	Východné Slovensko	9	4,5	10	5	19	9,5
	Neuviedli	5	2,5	6	3	11	5,5
Oblasť podnikania	Obchod	59	29,5	16	8	75	37,5
	Služby	17	8,5	73	36,5	90	45
	Výroba	16	8	6	3	22	11
	Neuviedli / Iné	9	4,5	4	2	13	6,5
Veľkosť podniku	Mikro	61	30,5	87	43,5	148	74
	Malý	16	8	6	3	22	11
	Stredný	8	4	1	0,5	9	4,5
	Veľký	12	6	1	0,5	13	6,5
	Neuviedli	4	2	4	2	8	4

Zdroj: Dotazníky pre právnické a fyzické osoby

K základným informáciám o analyzovanom súbore patrí tiež informácia o tom, ako majú dané podnikateľské subjekty zabezpečenú daňovú problematiku. Prehľad uvádza tabuľka 2 a obrázok 1. Na základe odpovedí podnikateľov môžeme skonštatovať, že najvýraznejšie zastúpenie má v analyzovaných podnikoch spracovanie daní externe (40 %), následne ide o zabezpečenie daňovej problematiky interne - prostredníctvom zamestnancov (25 %), tretiu najväčšiu skupinu tvoria podnikateľské subjekty, ktoré si zabezpečujú daňovú problematiku samé – s absolvovaním adekvátnych kurzov (18 %).

Väčšiu vypovedaciu schopnosť má toto rozdelenie po zohľadnení právnej formy podniku. Zistíme, že väčšina právnických osôb (41 %) zabezpečuje daňovú problematiku interne zamestnancami, zatiaľ čo u fyzických osôb tento spôsob predstavuje len cca 9 %. V prípade fyzických osôb je najviac zastúpené zabezpečenie daňovej problematiky externe (takmer 48 %).

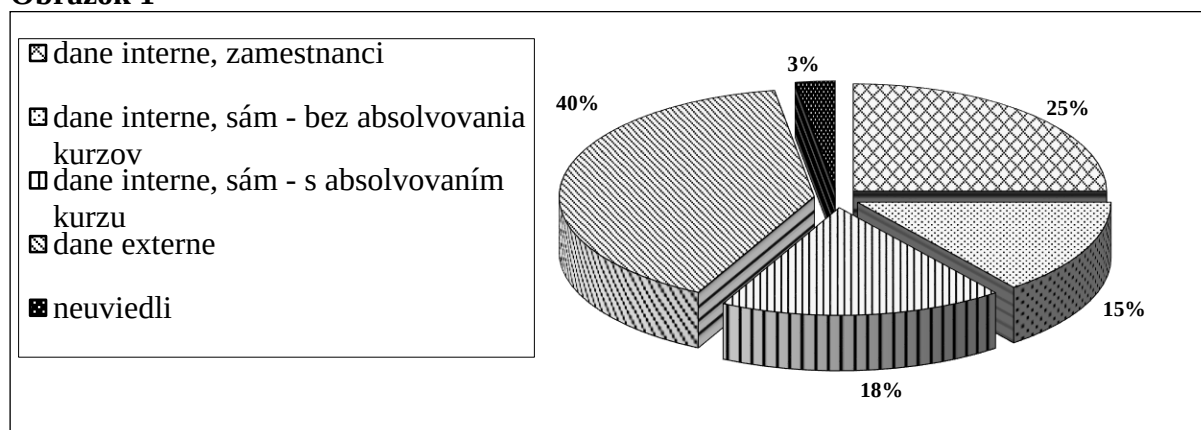
⁵ V tomto hodnotení počet zamestnancov bol jediným kritériom na začlenenie podniku do príslušnej veľkostnej kategórie.

Tabuľka 2

Spôsob zabezpečenia daňovej problematiky

	Fyzické osoby	Právnické osoby	Spolu
dane - vo firme, zamestnanci	9	41	50
dane externe	47	33	80
dane vo firme, všetko robím sám, bez absolvovania kurzov alebo školení	23	6	29
dane vo firme, všetko robím sám, s tým, že najskôr väčšinou absolvujem kurz alebo školenie	16	20	36
neoznačená odpoveď	4	1	5
Spolu	99	101	200

Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Obrázok 1

Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

4.3 Výsledky prieskumu

Za oblasť zdaňovania príjmov sa respondenti vyjadrili k zrušeniu tzv. rovnej dane a znovuzavedeniu progresívneho zdanenia príjmov fyzických osôb, vyjadrili sa ako hodnotia zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov po mnohých novelizáciách a ako sa z ich hľadiska zmení ochota platiť daň z príjmov, teda či daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane vzrastú alebo sa znížia.

→ Prehľadnosť a zrozumiteľnosť zákona č. 595/2003 Z.z. o dani z príjmov

Jedným z hlavných zámerov daňovej reformy platnej od roku 2004 bolo zjednodušiť daňový systém a najmä zákon o dani z príjmov. Zákon mal byť nielen jednoduchý, ale aj transparentný a zrozumiteľný pre všetky subjekty, aby nedochádzalo k rôznym výkladom toho istého ustanovenia v zákone.

Z prieskumu vyplýva, že 60 % podnikateľských subjektov vníma zákon o dani z príjmov ako rovnako komplikovaný a nezrozumiteľný, 25 % ho považuje po mnohých novelizáciách za komplikovanejší a nezrozumiteľnejší. Za jednoduchší ho považuje len 11 % respondentov. Prehľad uvádza tabuľka 3 a obrázok 2.

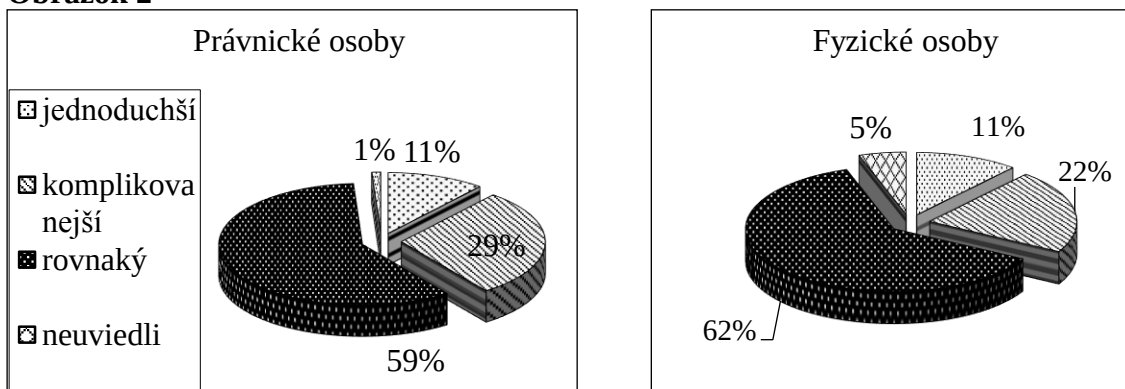
Tabuľka 3

Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov platný od 1. 1. 2004 je podľa môjho názoru po mnohých novelizáciách

	Fyzické osoby	Právnické osoby	Spolu	
			Počet	%
jednoduchší a zrozumiteľnejší	11	11	22	11
komplikovanejší a nezrozumiteľnejší	21	29	50	25
rovnako komplikovaný a nezrozumiteľný	60	59	119	60
neoznačená odpoveď	7	2	9	5
Spolu	99	101	200	100

Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Obrázok 2



Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Podnikateľské subjekty, ktoré považujú zákon za rovnako komplikovaný, resp. komplikovanejší a nezrozumiteľnejší poukazovali väčšinou na skutočnosť, že každou novelizáciou pribúda množstvo zmien a to aj vrátane retroaktívnych, množstvo nových výnimiek a obmedzení, pričom niektoré sa ťažšie chápu a je potrebné použiť výklad zákona. Niektoré pojmy nie sú stále vymedzené v zákone (napr. predmety osobnej spotreby), niektoré prepočty sú v zákone veľmi komplikované. Viaceré podnikateľské subjekty – fyzické osoby uvádzajú, že sa úplne pokazilo to, čo bolo výhodou v minulosti pri zostavovaní daňových priznaní (jednotná sadzba, rovnaký odpočet, jednoduchšie posudzované výdavky, atď.). Vzhľadom na zložitosť zákona o dani z príjmu a ťažkú orientáciu v ňom, mnohé fyzické osoby využívajú služby daňových poradcov, čo zvyšuje náklady na ich podnikanie.

Podnikateľské subjekty – právnické osoby uvádzajú, že množstvo novelizácií celkovo zákon o dani z príjmov skôr zhoršil. Poukazujú na to, že niekedy novela zákona prinesie zmeny v oblasti zdaňovania, ktoré nie sú celkom jasné a preto musia byť následne opäť novelizované a zmenené. Všeobecne hodnotia väčšinu legislatívnych zmien ako komplikovanejšiu, zmeny sú zamerané prioritne na eliminovanie daňových únikov, nie na jednoduchosť systému. Niektorí respondenti uviedli, že zmeny by mali zostavovať a schvaľovať odborníci, inak sa zákon mení každú chvíľu podľa toho ako to komu vyhovuje.

→ Zrušenie tzv. rovnej dane a znovuzavedenie progresívneho zdaňovania príjmov fyzických osôb

Ďalším zo zámerov daňovej reformy bolo lepšie zapracovanie princípu spravodlivosti do daňového systému. Bola zavedená tzv. rovná daň, ktorou sa tiež zrušili mnohé výnimky a špeciálne režimy zdanenia pre určité skupiny daňových subjektov. V roku 2013 však bola tzv.

rovná daň zrušená zavedením druhej sadzby, čím sa vytvorila progresivita zdanenia aj prostredníctvom sadzieb (nielen prostredníctvom nezdaniteľných častí zo základu dane).

Väčšina podnikateľských subjektov (58%) hodnotí zrušenie tzv. rovnej dane negatívne, pričom tento názor vyjadrilo 62 právnických a 54 fyzických osôb. Prehľad uvádza tabuľka 4 a obrázok 3.

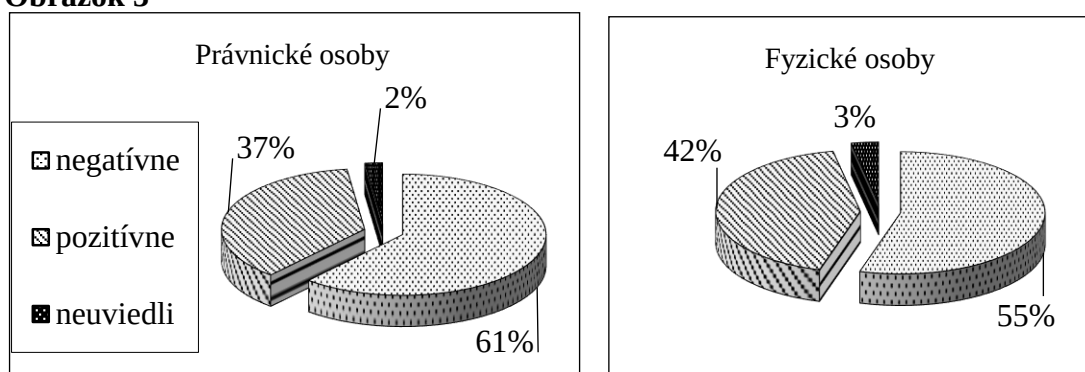
Tabuľka 4

Zrušenie tzv. rovnej dane hodnotím

	Fyzické osoby	Právnické osoby	Spolu	
			Počet	%
negatívne	54	62	116	58
pozitívne	42	37	79	40
neoznačená odpoveď	3	2	5	3
Spolu	99	101	200	100

Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Obrázok 3

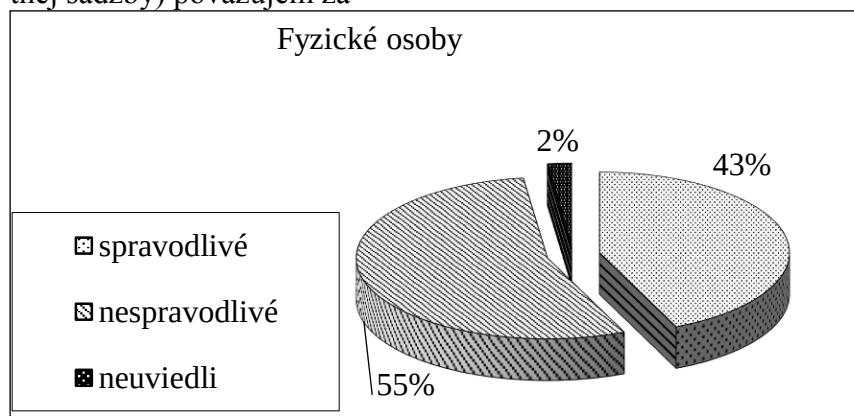


Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Na otázku, či považujú znovuzavedenie progresívneho zdaňovania príjmov fyzických osôb podnikateľa za spravodlivé alebo nespravodlivé, odpovedali už len fyzické osoby. Väčšina fyzických osôb (55%) považuje znovuzavedenie progresívneho zdaňovania príjmov fyzických osôb prostredníctvom druhej sadzby dane za nespravodlivé, čo zhodne korešponduje s tým, že táto skupina fyzických osôb hodnotí zrušenie tzv. rovnej dane negatívne. Prehľad uvádza obrázok 4.

Obrázok 4

Znovuzavedenie progresívneho zdaňovania príjmov fyzických osôb (zavedenie druhej 25%-tnej sadzby) považujem za



Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Respondenti, ktorí hodnotia zrušenie tzv. rovnej dane negatívne, tvrdia, že prostriedky odčerpané nad rámec rovnej dane ochudobňujú kapitál určený pre investície, čo zapríčini nižšie štátne príjmy v budúcnosti. Niektorí uviedli, že vyššie zdanenie zasiahne len poctivých daňovníkov a veľké firmy sa mu určite vyhnú. Považujú zavedenie progresívneho zdanenia za nespravodlivé, lebo diskriminuje lepšie zarábajúcu (prosperujúcejšiu) skupinu daňovníkov, čo povedie k špekuláciám, ako znížiť základ dane a zaplatiť tak v konečnom dôsledku menšiu daň. Rovná daň bola jednoduchšia a lepšie sa plánovalo aj v podnikaní. Predikcie a odhady budú omnoho komplikovanejšie.

Respondenti, ktorí hodnotili zrušenie tzv. rovnej dane pozitívne, argumentujú tým, že je správne, že prosperujúcejšie subjekty sú viac daňovo zaťažené, bohatí by mali platiť vyššie dane, ale mali by mať aj zásluhy - napr. vyšší dôchodok. Bohatší sa však podľa ich názoru musia podieľať na sociálnom systéme spoločnosti. Niektorí respondenti by navrhli viac stupňov progresívnej sadzby dane.

→ Vplyv zrušenia tzv. rovnej dane na daňové úniky

Tzv. rovná daň mala podľa tvorcov daňovej reformy vzhľadom na jej jednoduchosť a transparentnosť zvýšiť ochotu platiť dane.

Daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane podľa názoru väčšiny podnikateľských subjektov (59%) vzrastú. Skeptickejšie sa k tejto otázke vyjadrili podnikateľské subjekty – fyzické osoby, ktorých sa zavedenie progresívneho zdanenia príjmov týka. Až 35% respondentov si myslí, že táto legislatívna zmena nebude mať na daňové úniky vplyv. Prehľad uvádza tabuľka 5 a obrázok 5.

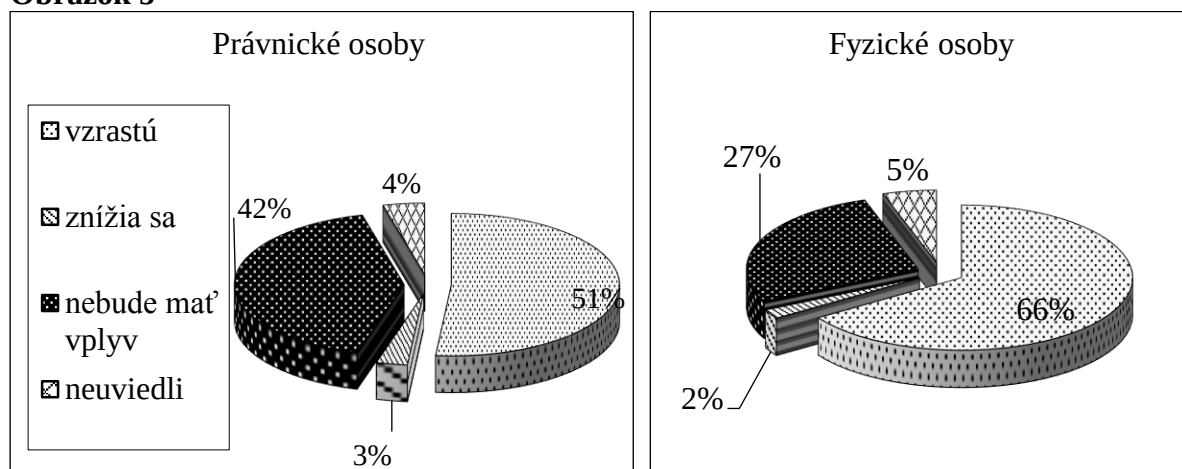
Tabuľka 5

Daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane podľa môjho názoru

	Fyzické osoby	Právnické osoby	Spolu	
			Počet	%
nebude mať vplyv	27	42	69	35
vzrastú	65	52	117	59
znížia sa	2	3	5	3
neoznačená odpoveď	5	4	9	5
Spolu	99	101	200	100

Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Obrázok 5



Zdroj: Dotazníky pre fyzické a právnické osoby

Respondenti, podľa ktorých daňové úniky po zrušení tzv. rovnej dane vzrastú, tvrdia, že vyššie daňové zaťaženie a komplikovanejší systém vedie k špekuláciám, k umelému znižovaniu základu dane. SR sa stane nezaujímavou krajinou, z ktorej sa budú podniky sťahovať do iných krajín, prípadne tam budú "sťahovať" len svoje zisky.

5 Diskusia

Vhodné podmienky pre podnikateľskú činnosť podnikateľských subjektov vytvárajú základný predpoklad pre dlhodobý rozvoj ekonomiky. Podniky v dôsledku globalizácie svetovej ekonomiky sú stále viac závislé od podmienok externého prostredia, v ktorých podnikajú a preto kvalitné podnikateľské prostredie je pre nich existenčne významné (Mesík, 2013, s. 373). Podnikateľskému prostrediu preto venujú pozornosť mnohí autori. Premennivosťou a zložitou podnikateľského prostredia sa zaoberajú Slávik a Juriková (2002), ktorí sústredia pozornosť na externé podmienky vzniku konkurenčnej výhody. Medzi externé podmienky rozhodne patrí aj vhodne konštruovaný daňový systém, ktorý by mal byť jednoduchý a transparentný, aby vytváral priaznivé podmienky na podnikanie. Harumová (2002) skúma ako pôsobí daňový systém na pracovnú ale aj podnikateľskú aktivitu, na výšku úspor a na rozhodovanie investorov, pričom približuje a navrhuje investičný model zdanenia.

Napriek tomu, že jedným zo zámerov daňovej reformy bolo zjednodušenie celého daňového systému a najmä legislatívy, v tejto oblasti stále existujú problémy. Poukazujú na to aj niektorí autori, ktorí sa zaoberajú podnikateľským prostredím. Napr. Šubertová sa zaoberá podnikateľským prostredím v EÚ (2014), pričom v rámci svojho výskumu sa orientuje na podnikateľské prostredie najmä pre malé a stredné podniky v SR a uvádza (2015, s. 1306), že stále existujú početné nedostatky a možnosti zlepšenia podpory malých a stredných podnikov vo viacerých oblastiach. Potvrdzuje skutočnosť, že neefektívne pôsobia na výber daní aj časté zmeny daňovej legislatívy. To spôsobuje nielen chaos a neistotu v orientácii v daňovej problematike ale tiež v strategickom plánovaní daňových výdavkov. Ako uvádza Harumová a Hyránek (2015, s. 353), zmeny daňových zákonov môžu mať rôzne vplyvy aj na výšku odložených daní v jednotlivých rokoch. Analýzou rozsahu zákona o dani z príjmov a početnosťou jeho zmien v SR sa zaoberá Šrenkel (2015, s. 158), ktorý uvádza, že úpravy prijaté počas jeho dvanásťročnej histórie zvýšili počet slov na dvojnásobok pôvodného stavu a frekvencia ich početnosti bola veľmi vysoká. Kvalitou podnikateľského prostredia z tohto pohľadu sa zaoberá aj Kmeť (2014, s. 207), ktorý uvádza, že podnikateľské prostredie na Slovensku sa už niekoľko rokov v tejto oblasti zhoršuje.

Z výsledkov prieskumu je zrejmé, že stále existujú významné rozdiely medzi právnickými a fyzickými osobami v spôsobe zabezpečenia daňovej problematiky. Takýto stav si možno vysvetliť tým, že právnické osoby obvykle majú medzi svojimi zamestnancami človeka, ktorý je zodpovedný za ekonomické riadenie podniku a tento potom zabezpečuje aj problematiku daní; kým fyzické osoby sú spravidla živnostníci, pričom väčšina z nich nemá zamestnancov, ani ekonomické vzdelanie a teda sú nútení riešiť problém daní externe. Všetky právnické osoby, ktoré uviedli spracovanie daní vlastnými zamestnancami zároveň spracúvajú účtovníctvo interne a všetky fyzické osoby, ktoré zabezpečujú dane externe (resp. neuviedli odpoveď) majú zároveň externe zabezpečené aj účtovníctvo. Daňová problematika teda nie je stále natoľko zjednodušená, aby sa v nej vyznali aj drobní podnikatelia, resp. čas, ktorý by mali venovať naštudovaniu daňových zákonov je pre nich drahší ako cena, ktorú zaplatia za spracovanie daní externe. Z prieskumu tiež vyplýva, že zákon o dani z príjmov po mnohých novelizáciách považuje väčšina podnikateľských subjektov za komplikovaný a štvrtina respondentov za komplikovanejší a nezrozumiteľnejší ako bol v roku 2004. Väčšina podnikateľských subjektov (58%) hodnotí zrušenie tzv. rovnej dane negatívne a väčšina fyzických osôb (55%) považuje znovuzavedenie progresívneho zdaňovania príjmov fyzických

osôb prostredníctvom druhej sadzby dane za nespravodlivé. Respondenti, ktorí ho považujú za spravodlivé, poukazujú na skutočnosti, ktoré sa týkajú väčšinou sociálnej problematiky a nie podnikania.

Zrušenie tzv. rovnej dane vláda odôvodnila spravodlivejším rozdelením príjmov v spoločnosti. Štát chcel zobrať „bohatým a dať chudobným.“ Rada pre rozpočtovú politiku zverejnila koncom roka 2015 dopady zrušenia tzv. rovnej dane. Zmeny sa podľa nej najviac dotkli domácností, ktoré patria medzi 40 % s najlepšimi príjmami. Na druhej strane, zmeny boli nepatrné u domácností s najnižšími disponibilnými príjmami. Vláda však očakávala, že opatrenia zásadne znížia nerovnosti v príjmoch ľudí. Podľa rozpočtovej rady však daňové zmeny viditeľné zmeny v príjmovej nerovnosti obyvateľstva na Slovensku nepriniesli. Zavedenie dvoch pásiem dane z príjmu a nových stropov pre vymeriavacie základy platieb poistného síce progresivitu systému zvýšilo, opačným smerom však pôsobilo napríklad zavedenie platenia odvodov z dohôd o vykonaní práce. Naša ekonomika zareagovala na vyššie dane a odvody poklesom miezd a produkcie. (Kollárová, 2015).

Z hľadiska podnikania a pre rozhodovanie investorov je dôležitá však nielen výška daňovej sadzby, ale aj spôsob vypočítavania základu dane, výška daňových odpisov na majetok zaradený v podnikaní, sadzba dane z dividend, prípadne aj daňové zaťaženie prostredníctvom iných daní (daní z nehnuteľností, daní zo spotreby atď.).

Za pozornosť stojí aj skutočnosť, že daňové úniky na dani z príjmov po zrušení tzv. rovnej dane podľa názoru väčšiny podnikateľských subjektov (59%), právnických aj fyzických osôb, vzrastú.

6 Záver

Celkovo možno konštatovať, že podnikateľské subjekty vnímajú zrušenie tzv. rovnej dane v SR negatívne. Pozitíva, ktoré uvádzajú v dotazníkoch, sa týkajú vo väčšej miere sociálnej problematiky a nie podnikania.

Za negatívny výsledok možno považovať skutočnosť, že väčšina podnikateľov považuje zrušenie tzv. rovnej dane za chybu, ktorá núti daňovníkov k špekuláciám, a teda k umelému znižovaniu základu dane. V konečnom dôsledku by tak mala viesť k vzrastu daňových únikov na tejto dani.

Podnikatelia vidia pozitíva tzv. rovnej dane najmä v zrovnoprávnení podmienok podnikania, podpore hospodárskej súťaže a v zjednodušení zákona. Vzhľadom na uvedené výsledky prieskumu možno konštatovať, že tzv. rovná daň prispela v minulosti k zlepšeniu podnikateľského prostredia na Slovensku a väčšina podnikateľov by si želala, aby bola opäť zavedená.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia dvoch vzájomne sa dopĺňujúcich výskumných projektov VEGA MŠ SR č. 1/0184/16 „Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR“, v rozsahu 50% a VEGA MŠ SR č. 1/0007/16 „Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR“ v rozsahu 50 %.

Použitá literatúra (References)

Čížík, V. (2008). Rovná daň v teorii a praxi. / Flat tax in Theory and Practice. MFČR Informační studie / MFCR Information study, 1/2008. Praha: Ministerstvo financí České republiky. / Ministry of Finance of the Czech Republic.

Ďurinová, I. (2006). Daňová reforma v Slovenskej republike z hľadiska podnikateľskej sféry i občanov. / Tax Reform in the Slovak Republic in terms of business sphere and citizens. E+M Ekonomie a management/Economics and management. Vol. 9, Issue 3, pp. 70–85. ISSN 1212-3609.

Harumová, A. (2002). Vplyv daní na rozvoj podnikateľskej sféry. / Effect of taxes on development of business sphere. Ekonomický časopis/Journal of Economics. Vol. 50, Issue 2, pp. 277-292. ISSN 0013-3035.

Harumová, A., Hyránek, E. (2015). Influence of tax changes on economic function of deferred taxes. In Financial management of Firms and Financial Institutions, Proceedings (Part I.). Ostrava: VŠB-TUO, pp. 349–356. ISBN 978-80-248-3865-6, ISSN 2336-162X.

Kmeť, J. (2014). Current trends in the business environment in the Slovak Republic. In Current Problems of the Corporate Sector. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 203–207. ISBN 978-80-225-3867-1.

Kollárová, Z. (2015). Zrušenie rovnej dane prinieslo menej, ako sa očakávalo. / The abolition of the flat tax brought less than expected. <https://www.etrend.sk/podnikanie/zrusenie-rovnej-dane-prinieslo-menej-ako-sa-ocakavalo.html>, [accessed 6.12.2016].

Lénártová, G. (2003). Pripravovaná daňová reforma v Slovenskej republike podľa kritérií daňovej teórie a praxe. / Prepared Tax Reform in the Slovak Republic According to the Criteria of Tax Theory and Practice. Ekonomický časopis/Journal of Economics. Vol. 51, Issue 6, pp. 664–687. ISSN 0013-3035.

Mesík, P. (2013). Analýza podnikateľského prostredia z aspektu podnikania. / The analysis of the business environment from the aspect of business. In Current Problems of the Corporate Sector. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 372–377. ISBN 978-80-225-3636-3.

Musgrave, R. A. – Musgraveová, P. B. (1994). Veřejné finance v teorii a praxi. / Public finance in Theory and Practice. Praha: Management Press, Ringier ČR, 1994. ISBN 80-85603-76-4.

Schultzová, A., Škultéty, J. (2006). Daňová politika a daňová reforma v Slovenskej republike/ Tax Policy and Tax Reform in the Slovak Republic. E+M Ekonomie a management/Economics and management. Vol. 9, Issue 1, pp. 82–89. ISSN 1212-3609.

Slávik, Š., Juriková, B. (2002). Premenlivosť a zložitosť podnikateľského prostredia na Slovensku (Externé podmienky vzniku konkurenčnej výhody). / Variability and complexity of Slovak business environment (External conditions for uprise of a competitive advantage). Ekonomický časopis/Journal of Economics. Vol. 50, Issue 2, pp. 217-234. ISSN 0013-3035.

Stiglitz, J. E. (1988). *Economics of the Public Sector*. New York, London: W.W. Norton & Company, 1988.

Šrenkel, Ľ. (2015). Analýza rozsahu zákona o dani z príjmov a početnosti jeho zmien v rokoch 2003–2015. / Analysis of the scope of the Income Tax Act and the frequency of its changes in 2003–2015. In *Nové výzvy vo financiách podnikateľských subjektov. / New challenges in business finance*. Bratislava: EKONÓM, 153–159. ISBN 978-80-225-4189-3.

Šúbertová, E. (2015). Characteristics and types of financial resources to support the development of small and medium – sized enterprises in Slovakia, In *Financial management of Firms and Financial Institutions, Proceedings (Part IV.)*. Ostrava: VŠB-TUO, pp. 1 300-1 309. ISBN 978-80-248-3865-6, ISSN 2336-162X.

Šúbertová, E. (2014). Podnikateľské prostredie v Európskej únii. / Business environment in the European Union. Bratislava: KARTPRINT, 2014. ISBN 978-80-89553-24-2.

Dotazníky pre fyzické a právnické osoby. / Questionnaires for natural persons and legal entities.

Ivona Ďurinová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: ivona.durinova@euba.sk

Vývoj fúzií a akvizícií ako základ vzniku synergii

The development of mergers and acquisitions as a basis for synergies

Anna Harumová

Abstract

In recent decades, natural forms of business integration in the form of mergers, acquisitions, joint ventures, and so on, have increased in the world. The main reasons can be found in the increasing liberalization and globalization of the world economy. Mergers and acquisitions are a well-known and often used term in the global economy. Especially for managers, these business combinations represent a vision of expanding their businesses, thereby achieving higher profits, lowering costs, or for them may be the last resort to the crisis. Whatever their concentration motifs, it is essential that successful execution of this process is much more difficult than at first sight. Not in vain every year, articles on surveys in the field are published in the media, whose statistics agree that the over-majority of mergers and acquisitions will not achieve the predetermined and expected goals. For example, KPMG's study shows that only 31% of all mergers and acquisitions actually generate value. The motives for mergers and acquisitions will be further discussed in the text of this article.

JEL classification: C 12, C 33, C 42

Keywords: merger, acquisition, synergy.

1 Úvod

Podľa čínskej literatúry počiatky fúzií a akvizícií siahajú až do 14. storočia, kedy sa začali budovať aj základy legislatívy o spájaní sa podnikov. Prvé zaznamenané fúzie a akvizície sa uskutočnili v odvetví bankovníctva, poisťovníctva a transportných spoločností. Sú spojené s dobou vzniku koloniálnych aktivít, avšak je veľmi pravdepodobné, že reálne sú omnoho staršie. Historické dôvody pre splývanie podnikov prostredníctvom fúzií a akvizícií sa v rôznych historických obdobiach od seba líšili. Mapovanie dôvodov a typov tesných prepojení sa uskutočňuje len od konca 19. storočia, pričom objemy fúzií a akvizícií sa vykazujú spoločne, preto nie je možné ich od seba odlíšiť.¹

Spájanie podnikov v tomto období bolo procesom koncentrácie kapitálu, ku ktorému dochádzalo v podnikaní. Najväčší rozmach bol ale zrejme zaznamenaný v uplynulých tridsiatich rokoch. Počas celého 20. storočia bolo možné za baštu fúzií a akvizícií považovať Spojené štáty americké, avšak v poslednom desaťročí sa objavila značná aktivita v tejto oblasti aj v Európe. Na Európu a Spojené štáty sa aj teraz viaže drvivá väčšina uskutočnených transakcií. V poslednom desaťročí 20. storočia sme boli svedkami celosvetového trendu v náraste počtu uskutočnených fúzií a akvizícií. V rokoch 1990 - 2000 bolo množstvo fúzií a akvizícií trikrát väčšie ako v predchádzajúcom desaťročí. Pri pozorovaní vývoja počtu fúzií a akvizícií v čase môžeme nájsť obdobie, v ktorých dochádzalo k ich nezvyčajnej intenzite, k takzvaným vlnám fúzií. V celom priebehu 20. storočia je možné zaznamenať 5 veľkých vln fúzií a akvizícií, pričom každá z týchto vln je charakterizovaná rozdielnou radou determinantov ich vyvolania. Za jeden z týchto determinantov akvizičnej činnosti môžeme považovať recesiú, ktorá je typom ekonomického šoku a môže viesť k akvizičným vlnám za účelom ekonomickej regenerácie.

¹ Smolková, E. (2009). Strategické partnerstvá ako fenomén globálnej ekonomiky. (Strategic partnerships as a phenomenon of the global economy). Bratislava: Infopress, 2009. ISBN 978-80-85402-92-6.

2 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Prvú vlnu fúzií (90. roky 19. storočia) zapríčinila ekonomická depresia, začlenenie legislatívy a rast priemyselných akcií. V tejto vlne išlo o spájanie sa na báze horizontálnych aktivít, ktorých motívom boli zmeny v ekonomickej infraštruktúre a výrobných technológiách. Cieľom spojenia bolo zvyčajne vybudovanie monopolného postavenia spoločného podniku s významnou mierou kontroly v odvetví. Hlavným hnacím motorom tejto vlny fúzií boli zmeny v oblasti technológií (rozvoj telegrafnej a železničnej siete), regulačného prostredia a kapitálových trhov (posilnenie významu organizovaných akciových trhov). Výsledkom tejto vlny bol vznik korporácií ako sú US Steel alebo National Biscuit. Táto vlna skončila okolo roku 1905 a to z dôvodu prudkého poklesu hodnoty majetku na trhu. V niektorých odvetviach hrozila monopolizácia, praktiky prevzatia boli pomerne nevyberané a tiež korupcia vtedajších úradníkov znemožňovala štátu zasahovať do diania. V roku 1904 nastal krach akciového trhu a roku 1907 potom kolaps časti bankového systému. Tým zanikli podmienky financovania ďalších akvizícií, a tak nastal koniec tejto akvizičnej vlny.

V druhej vlne fúzií a akvizícií (20. roky 20. storočia) bola úroveň fúzií a akvizícií priemerná v dôsledku 1. svetovej vojny. Z dôvodu predošlých monopolizačných pokusov bol okolo roku 1910 v USA prijatý antimonopolný zákon, ktorý bol prijatý rovnako aj v Európe. V tomto období horizontálne aktivity doplnili vertikálne. Fúzie a akvizície sa týkali odvetví bankovníctva, chemického priemyslu a väčšiny ťažobných odvetví. Pretože už bolo vykonávanie horizontálnych fúzií právne obmedzované, dochádzalo hlavne k fúziám vertikálnym, ktoré potom viedli k vytváraniu konglomerátov. Hlavnými motívmi tejto vlny boli rozvoj dopravy a komunikačnej technológie ako aj zmeny možností predaja. V priebehu tohto obdobia došlo k vytvoreniu oligopolistickej štruktúry. Výsledkom tohto obdobia boli produkčné a distribučné reťazce pod kontrolou jednej firmy. Opätovná dostupnosť kapitálu dala impulz vzniku tejto vlny, zdrojom potom bol rozmach hospodárstva v dôsledku vojnových dodávok. Naopak jej koniec zavinil nástup novej krízy, začatý krachom akciového trhu 14. októbra 1929.

Tretia vlna fúzií a akvizícií (50. roky 20. storočia) bola daná koncentráciou masovej výroby v spotrebnom priemysle a snahou o diverzifikáciu podnikovej produkcie. Najvýznamnejšie fúzie a akvizície prebehli v odvetviach leteckého a automobilového priemyslu. V tejto vlne začali prevažovať konglomerátne spojenia nad horizontálnymi a vertikálnymi. Determinantom spájania sa podnikov sa stala ropná kríza, ako aj dôsledky ekonomickej recesie akými sú nestabilita predaja, technologické zaostávanie, rast neistoty vyplývajúci z vývinového štádia daného odvetvia a podobne. Determinantom bol aj rast konkurenčných tlakov a formovanie sa protimonopolného zákonodarstva. V tejto vlne sa cieľom stalo vytváranie silných koncernov. Výsledkom koncentrácie v tomto období bol vznik napr. gigantu General Electric. V tejto dobe začínajú vznikať aj konglomeráty z mnohých malých firiem pôsobiacich v rôznych sektoroch. Miernejšie protimonopolné zákony v Európe však horizontálnym fúziám nezabráňovali. Odlišnosťou tejto periódy bol spôsob financovania akvizícií. Najdôležitejšími zdrojmi sa stali akcie, ktorých ceny rýchlo rástli. Typické boli aj rôzne finančné manipulácie, ktoré nebolo možné hneď rozoznať. Koniec vlny je charakterizovaný prudkým poklesom pomerov trhovej ceny akcií k zisku na akciu.

Štvrtá vlna fúzií a akvizícií (80. roky 20. storočia) sa týkala predovšetkým Európy, kde bola hlavným motívom pokračujúca európska integrácia a snaha firiem o vytvorenie si čo najlepších podmienok pre existenciu na spoločnom európskom trhu. Hlavným cieľom fúzií uskutočnených v tejto etape bola snaha o využitie synergií, ktoré boli predpokladajú u technologicky príbuzných odborov. Po ekonomickej kríze trh s cennými papiermi v štvrtj

vlnu opäť získal svoje postavenie. Toto obdobie sa týkalo zmien v antimonopolnej politike, deregulácii finančných služieb, nových finančných nástrojov a trhov rastúcich technologických pokrokov. V porovnaní s treťou vlnou objem transakcií nedosiahol ani 50 %, avšak nominálna hodnota v USD stúpila takmer päťnásobne. Charakteristickými pre štvrtú akvizičnú vlnu sú uvoľnené antimonopolné nariadenia, trhy, ktoré sú viac konkurencie schopné a zlepšenie akcionárskych kontrol. Determinantmi tejto vlny boli ekonomické šoky spôsobené dereguláciou, politickými udalosťami a ekonomickými faktormi, napríklad v ropnom priemysle vznik OPEC v roku 1973, spustili vlnu korporátnych reštrukturalizácií. Najväčšie fúzie a akvizície sa udiali v odvetviach poisťovníctva a bankovníctva. Týkali sa verejnoprospešného sektora akým je napríklad zdravotníctvo, ďalej masmédií – tlače, televízie a rozhlasu, do značnej miery aj filmovej produkcie. Hlavným cieľom tejto vlny bolo vytvorenie silných nadnárodných firiem, ktoré by mali minimálne kontinentálnu pôsobnosť². Počas tejto doby dochádza k celkovému poklesu počtu akvizícií. Objavuje sa však jav skôr nevídaný: veľké množstvo nepriateľských prevzatí a účelových odkupov akcií. Početne malé zastúpenie, o to väčší podiel na hodnote transakcií - aj to patrí k nepriateľským prevzatiam. Financovanie prebiehalo na základe rozvoja dobre fungujúcich kapitálových trhov a nových finančných inštrumentov, vrátane rozvoja trhov s vysoko rizikovými obligáciami (tzv. junk bonds). Pre túto periódu sú vo svete tiež príznačné cezhraničné fúzie a akvizície.

Piata vlna fúzií a akvizícií (90. roky 20. storočia) bola poznamenaná množstvom fúzií firiem z rozdielnych odvetví a veľkým množstvom fúzií firiem z oblasti telekomunikácií, informačných technológií, finančných služieb, automobilového priemyslu a farmácie. Kľúčovými slovami v tejto etape boli globalizácie a deregulácia. Piata vlna fúzií a akvizícií je považovaná za nevídanú z pohľadu veľkého množstva uzatváraných obchodov. Jednalo sa najmä o uzatváranie obchodov na medzinárodnej a medzikontinentálnej úrovni ako reakcia na rastúcu globalizáciu na kapitálovom trhu a veľkým množstvom technických inovácií. V tomto období došlo ku značnému rozvoju trhu fúzií a akvizícií, pričom európska vlna bola rozsiahlejšia ako vlna v USA a Ázii. Rast deregulácie a privatizácie v priebehu tohto obdobia viedol k spusteniu akvizícií v sektoroch ako financie a telekomunikácie. Z pohľadu nepriateľských ponúk vo Veľkej Británii a USA bol zaznamenaný dramatický pokles v porovnaní s rokmi osemdesiatymi, ktorý možno pripísať ako aj býčiemu trhu, ktorý je symbolom vzostupu cien akcií, tak aj regulačným zmenám, ktoré sa uskutočnili v priebehu 80. rokov 20. storočia. Veľké množstvo fúzií a akvizícií uskutočnených v týchto rokoch bolo úzko spojené s procesom deregulácie, predovšetkým u sieťových odvetví, s procesom vzrastajúcej globalizácie a v mnohých krajinách tiež so snahou vlád o privatizáciu štátnych podnikov. Tiež privatizácia sa týkala, týka a aj v budúcnosti bude týkať najmä sieťových odvetví. V rámci deregulácie týchto odvetví zvyčajne dochádzalo k otvoreniu trhov národných monopolistov a veľmi často s tým aj k ich privatizácii. Následne sa títo bývalí národná monopolisti stávali súčasťou veľkých globálnych hráčov na svetových trhoch. Táto vlna so sebou priniesla predovšetkým trend rastu hodnoty uskutočnených internacionálnych transakcií, s veľmi významnou účasťou európskych podnikov na fúziách a akvizíciách.

Fúzia (Merger) je zjednotenie dvoch firiem do jednej novej firmy, ku ktorému dochádza spojením akciového kapitálu na základe predchádzajúceho súhlasu akcionárov. K fúzii môže dôjsť aj tým, že nová spoločnosť vymieňa za výhodných podmienok svoje akcie za akcie

² Smolková, E. (2009). Strategické partnerstvá ako fenomén globálnej ekonomiky. (Strategic partnerships as a phenomenon of the global economy). Bratislava: Infopress, 2009. ISBN 978-80-85402-92-6.

firiem, ktoré zanikajú³. Fúzia je kombinácia dvoch alebo viacerých spoločností do jednej, kde len nadobúdajúca spoločnosť si necháva svoju identitu⁴.

Akvizícia (Acquisition) predstavuje proces, pri ktorom dochádza k pohlteniu menšieho alebo ekonomicky slabšieho podniku väčším, prípadne silnejším podnikom. Pohltenie predstavuje skúpenie 51% alebo väčšieho množstva akcií s hlasovacím právom nájazdníckym podnikom (nadobúdajúcom) v cieľovom podniku (nadobúdanom). Pri majetkovej akvizícii dochádza k získaniu aktív podniku, pri kapitálovej rozhodujúceho podielu na hlasovacích právach podniku⁵.

Ohodnocovanie podniku je pre hodnotenie M & A (Mergers and Acquisitions) efektov významnou súčasťou. Predovšetkým je dôležité pri analýze začínať od cieľovej firmy, odhadnúť jej trhovú hodnotu a určiť zmenu peňažných tokov, ktorú táto M & A prinesie. Peňažné toky majú lepšiu vypovedaciu hodnotu ako účtovný zisk. Ekonomická teória uvádza, že aj keď je zisk veľmi cenný ukazovateľ, ukrýva v sebe tiež isté riziká skreslenia.⁶ Pred určením jednotlivých synergických efektov, odhadneme hodnotu celkového ekonomického efektu plynúceho z vykonanej M & A. Pre získanie jeho hodnoty možno využiť model pozostávajúci z nasledujúcich troch krokov⁷:

1. Oddelene sa ohodnotia obidva podniky, zúčastnené v procese M & A, pomocou metódy diskontovania očakávaných peňažných tokov
2. Vypočíta sa spoločná hodnotu obidvoch spoločností, bez akýchkoľvek efektov plynúcich z M & A prostredníctvom kombinácie hodnôt získaných v prvom kroku,
3. Vypočíta sa spoločná hodnotu obidvoch podnikov so zahrnutím vzniknutých synergii.

Výslednú hodnotu všetkých synergii udáva rozdiel medzi kombinovanou hodnotou podniku vrátane synergii a bez synergii. Vo všeobecnosti dosiahnutie synergického efektu môžeme definovať všeobecne známou rovnicou $1 + 1 = 3$. Rovnica vyjadruje to, že spoločná hodnota podnikov po fúzii (v našom prípade rovná trom) by mala byť väčšia, než súčet jednotlivých hodnôt podnikov pred fúziou ($1 + 1 = 2$). Práve tento rozdiel, ktorý nám navyšuje hodnotu podniku po fúzii, vyplýva zo synergického efektu. Medzi spôsoby, ktorými je možné dosiahnuť synergie, patria napríklad:

1. *úspory z rozsahu* - k úsporám nákladov dochádza zlúčením vybraných divízií oboch podnikov, najmä výrobné, distribučné a marketingové divízie alebo celého manažmentu. Úspory nákladov pri zachovaní výšky tržieb vedú k vyššiemu zisku a tým aj vyššej hodnote celej spoločnosti. Tento efekt je spravidla vyšší, ak spolu fúzujú podniky z rovnakého odvetvia (teda pri horizontálnej fúzii). Zlučovanie podnikov odlišného zamerania so sebou nesie riziko ešte vyšších nákladov, predovšetkým administratívnych.

³ Michník, L., Šíbl D., Smreková. (1995). Ekonomická encyklopédia. (*Economic Encyclopedia*). Bratislava: Sprit, 1995. ISBN 80-967122-2-5.

⁴ Harumová, A. (2017). *Stanovenie hodnoty IV. Stanovenie hodnoty synergických efektov*. (Determination of value IV. Determining the value of synergic effects) 1. vyd. Lewes: Ecoetra.com, 2017. ISBN 978-1-947099-90-6.

⁵ Hečková, J., Chapčáková, A., Badida, P. (2014) Aktuálne problémy ohodnocovania podnikov pri fúziách a akvizíciách a ich riešenie. (Current Challenges in Business Valuation during Mergers and Acquisitions and Approaches to Solve them). *Ekonomický časopis (Journal of Economics)*. Ekonomický ústav SAV : Prognostický ústav SAV, 2014. Vol. 7, Issue 62, pp. 743-766. ISSN 0013-3035.

⁶ Soukupová, J. a kol. (2000). *Mikroekonomie. (Microeconomics)*. 2. vyd. Praha: Management press, 2000. ISBN 80-7261- 005-8.

⁷ Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy* [online]. Stern School of Business. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. [accessed 25.09.2017].

2. *finančné úspory* - s veľkosťou podnikov zvyčajne rastie aj ich finančná stabilita a dôvera v bankách, ktorá im sprístupňuje lacnejšie a objemnejšie úvery za nižších transakčných nákladov.

3. *diferenčná výkonnosť* - nastáva v prípadoch, keď manažment jednej spoločnosti je výkonnejší oproti managementu druhej spoločnosti a dokáže efektívnejším riadením (napr. V oblasti nákladov a tržieb) zvýšiť hodnotu druhého podniku.

4. *väčší podiel na trhu* - s rastúcim podielom na trhu sa obvykle posilňuje vyjednávacie pozície podniku voči dodávateľom a odberateľom. Prípadne sa naskytá možnosť diktovať si ceny na trhu. V tomto prípade by ale mohol zakročiť Úrad pre ochranu hospodárskej súťaže a buď oznámenú M & A vôbec nepovolit' alebo len na podnik uvaliť podmienky alebo sankcie.

5. *koncentrácia znalostí* - v prípadoch, keď hodnota cieľového podniku závisí najmä na vlastníctve vedomostného kapitálu a know - how. Malé podniky často disponujú nejakou technológiou alebo výrobkom. Nedisponujú však takým kapitálom, aby plne využili potenciál plynúci z ich jedinečnosti. Toho môžu dosiahnuť spojením s veľkou firmou, ktorá mu tento kapitál poskytne, čím táto transakcia bude prospešná pre obidve spoločnosti.

Mali by sme však mať na pamäti, že každá vykonaná M & A nemusí dosiahnuť vyššie uvedených synergii. Zvyčajne je na manažmente spoločnosti, aké ciele sa pokúsi dosiahnuť a či sa im podarí ich realizovať. Najčastejšie uvádzaným cieľom v oblasti M & A je dosiahnutie synergii z úspor z rozsahu.

Pre porovnanie možno uviesť rozčlenenie synergii podľa zahraničných, prevažne anglických, odborných prameňov. Najčastejšie sa stretáme s nasledujúcim delením na⁸:

- *Prevádzkové synergie*, medzi ktoré patria napríklad úspory z rozsahu, vyšší rast podniku či väčší trhový podiel a s ním súvisiace vyššie tržby, potenciálne vyšší zisk.
- *Finančné synergie*, ktoré si môžeme spojiť predovšetkým so silnejšou finančnou pozíciou podniku a lacnejšími úrokovými nákladmi na vypožičaný cudzí kapitál.

Okrem synergických efektov k motívu fúzií patria aj daňové aspekty. O daňových aspektoch fúzií a akvizícií písal už Steven Kaplan⁹. Podnikateľské prostredie je ovplyvňované mnohými faktormi, medzi dôležité faktory patria nepochybne politické faktory, ktoré sa odrážajú aj v daňových zákonoch¹⁰.

3 Ciele a metódy

Cieľom článku je analyzovať vývoj fúzií a akvizícií u nás a vo svete od začiatku ich vzniku a popísať vznik synergických efektov a ich vyčíslenie na základe použitia známych metód pre stanovenie týchto efektov. Metód, pomocou ktorých sa stanovujú synergické efekty pri fúzií, sa u nás a vo svete využíva viacero, v článku si priblížime tieto:

- metóda expertného odhadu, ktorá umožňuje predbežné ohodnotenie synergického efektu pri realizácii transakcií M & A,
- model profesora Damodarana, ktorý odhaduje hodnotu synergii pri fúzii,
- model výpočtu synergického efektu na základe trhových hodnôt

⁸ Tan, F. (2009) *Mergers and acquisitions finance*. Finance for Entrepreneurs: Innovation Ventures, 2009. <http://www.innovationventures.sg/finance-for-entrepreneurmanagers/mergers---acquisitions-finance>. [accessed 25.9.2017].

⁹ Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 24, Issue 2, pp. 217-254. ISSN 0304-405X.

¹⁰ Ďurinová, I. (2014). Uplatňovanie vybraných daňových stimulov pre podnikateľské subjekty v zdaňovaní príjmov v SR. (Application of selected tax incentives for business in income taxation in Slovakia). In Current problems of the corporate sector 2014. EKONÓM. Pp - S. 78-85. CD-ROM. ISBN 978-80-225-3867-1.

V článku bude prezentovaná analýza súčasného stavu vývoja fúzií a akvizícií na Slovensku aj vo svete. Záujem zahraničných investorov záujem o spoločnosti na Slovensku pre účely fúzií a akvizícií a atraktivnosť odvetví, do ktorých smerovala aktivita finančných investorov.

4 Výsledky výskumu

Fúziou sa vo väčšine prípadov rozumie zlúčenie relatívne rovnako významných a silných subjektov, ktoré sa odráža v množstve aspektov. O zlúčení musia rozhodnúť valné zhromaždenia u všetkých zúčastnených spoločností. Ako argumenty za fúzie a akvizície sa zvykne uvádzať mnoho dôvodov. Členenia dôvodov v prospech fúzií i proti nim sa veľmi rôznia a čo niektoré štúdie považujú za jasné pozitíva, iné ich razantne odmietajú. Ako príklad môžeme použiť dopad fúzií na zamestnanosť alebo očakávaný vplyv fúzií na efektívnosť novo vzniknutého subjektu. Problémom však ostáva aj to, že mnohé ekonomicky opodstatnené fúzie sú neefektívne. Analýzy ukazujú na to, že ich hlavným problémom je odlišná firemná kultúra fúzujúcich spoločností. Len málo projektov fúzií a akvizícií obsahuje viac, než základný zámer riešenia tohto problému. Iné neuspeli kvôli nesprávne oceneným aktívam alebo skrytým záväzkom preberanej firmy. Komplikovaná štruktúra konglomerátov, ktoré po fúziách vznikajú, si však často vyžaduje viac administratívnych pracovníkov. Zachované zostávajú špecializované, často však i navzájom si konkurujúce pracoviská. Na druhej strane sú pri fúziách a akvizíciách úspory očakávané od zníženia počtu zamestnancov respektíve nákladov. Tieto prínosy fúzie však znamenajú sociálne náklady v podobe rastu nezamestnanosti.

Pri ohodnotení synergického efektu vo funkčných spoločnostiach sa dobre osvedčila metóda expertného odhadu, ktorá sa opiera o expresnú analýzu činnosti podniku¹¹. V teórii a praxi sa využíva viacero metód pri vyčíslení synergických efektov z fúzie a akvizície.

Profesor Damodaran uvádza model, ktorý odhaduje hodnotu synergií pri fúzii¹². Model vychádza z údajov dvoch spoločností (Current riskfree rate, Risk Premium, Beta (β), Pre-tax cost of debt, Tax rate, Debt to Capital Ratio, Revenues, Operating Income (EBIT), Pre-tax return on capital, Reinvestment Rate a Length of growth period). Prezentovaný model bol analyzovaný v rovine všetkých postupov a výpočtov, ktoré sú následne upravené do vzorcov. Pomocou týchto vzorcov sa vypočítajú jednotlivé ukazovatele potrebné pre stanovenie hodnoty dvoch fúzujúcich spoločností a celkovej hodnoty už jednej spoločnosti po fúzii. Porovnaním hodnôt súčtu jednotlivých spoločností pred fúziou a hodnoty spoločnosti po fúzii zistíme úspešnosť fúzie prostredníctvom synergických efektov. Na výslednú hodnotu synergických efektov má vplyv zmena vstupujúcich ukazovateľov (napr. Current riskfree rate, (CRR) a Risk Premium (RP) a Beta (β) a pod.)

Postup hodnotenia podľa modelu výpočtu synergického efektu na základe trhových hodnôt vychádza z trhových hodnôt podnikov A a B pred zlúčením a hodnôt týchto podnikov po zlúčení. Porovnaním hodnôt zlúčených podnikov bez synergií a vrátane synergie môžeme vypočítať výslednú hodnotu synergického efektu fúzie. Tento model je vhodný najmä pre Slovensku republiku, pretože vychádza z postupov ohodnotenia podniku trhovou hodnotou (všeobecnou hodnotou) v zmysle našich predpisov.

V praxi je potrebné okrem stanovenia hodnoty celkového synergického efektu M & A zamerať sa aj na stanovenie hodnoty konkrétnych synergických efektov (synergické efekty

¹¹ Bondareva, I., Družinina, I., Generalova, A. Možnosti predbežného ohodnotenia synergického efektu pri realizácii transakcií M & A. (Possible synergy effect forecasting for M & A transactions). *Maneko : manažment a ekonomika podniku = journal of corporate management and economics*. Bratislava : Ústav manažmentu STU v Bratislave, 2009. Vol. 1, Issue 1, pp. 25 – 29. ISSN 1337-9488.

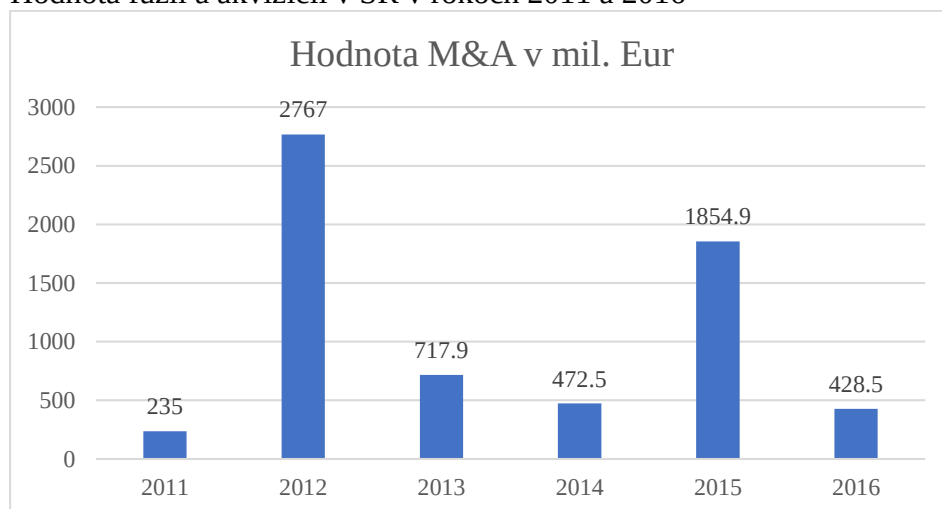
¹² Damodaran. A. (2017). This model estimates the value of synergy in a merger. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, [accessed 25.9.2017].

plynúce z tržieb, synergické efekty plynúce úspory nákladov, synergické efekty plynúce z finančných úspor a pod.). Pri stanovení hodnoty týchto čiastkových synergických efektov budeme vychádzať opäť z plánov a odhadov, ktoré si manažment nechá vypracovať pred vykonaním samotnej M & A. Vybrané synergie nie sú jediné, u ktorých je možné odhadnúť ich hodnotu. Jedná sa však o najčastejšie ekonomické efekty z M & A a výpočet ich hodnôt je postavený na podobnom základe. Ak by sme chceli odhadnúť hodnotu aj ďalších efektov, môžu sa uvedené modely ľahko modifikovať pre dané situácie. Napríklad, ak by sme chceli odhadnúť hodnotu daňových úspor plynúcich z M & A, použijeme model pre hodnotu úspory nákladov.

Súčasný stav vývoja fúzií a akvizícií podľa výsledkov rebríčka fúzií a akvizícií M&A Barometer v regióne strednej a juhovýchodnej Európy, ktorý vypracovala spoločnosť Ernst & Young¹³ minulý rok bol na Slovensku z hľadiska počtu transakcií v oblasti fúzií a akvizícií najslabší za posledné štyri roky. Investori uskutočnili celkovo 41 transakcií, čo predstavuje medziročný pokles takmer o 37 %. Podľa tohto prieskumu najväčšou transakciou v minulom roku na Slovensku bolo zvýšenie podielu čínskym súkromným investorom spoločnosťou CEFC China Energy Company Limited vo finančnej skupine J&T Finance Group SE na 50 %. Spoločnosť CEFC China Energy Company Limited pôsobí najmä v oblasti financií, energetiky a priemyslu a je najväčšou súkromnou spoločnosťou v Šanghaji a šiestou najväčšou súkromnou spoločnosťou v Číne. V roku 2013 hodnoty cezhraničných akvizícií podnikov so sídlom v EE dosiahli 129 miliárd dolárov - približne 37% celkovej hodnoty cezhraničného obchodu na svete¹⁴.

Obrázok 1

Hodnota fúzií a akvizícií v SR v rokoch 2011 a 2016



Zdroj: Statista. The Statistics Portal. (2017). M&A activity in Slovakia: aggregate value of deals 2011-2016. <https://www.statista.com/statistics/415081/m-and-a-slovakia-aggregate-value-of-deals/>. [accessed 25.9.2017].

Z tejto analýzy vyplýva, že z hľadiska smerovania investícií sa situácia na Slovensku v minulom roku výrazne nezmenila. S miernym poklesom podielu oproti predchádzajúcemu roku zo 63 % na 52 % boli stále najaktívnejší zahraniční investori. Vysoký záujem o spoločnosti na Slovensku bol podľa EY zjavný najmä u českých investorov. Investície

¹³ Ernst & Young. (2017) Počet fúzií a akvizícií na Slovensku vlni klesol najviac za posledné štyri roky. (The number of mergers and acquisitions in Slovakia has fallen for the last four years). <http://www.netky.sk/clanok/pocet-fuzii-a-akvizicii-na-slovensku-vlni-klesol-najviac-za-posledne-styri-roky>. [accessed 25.9.2017].

¹⁴ Lebedev, S., Peng, M., W., Xie, E., Stevens, CH., E. (2014). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*. 2014. Vol. 50, Issue 4, pp. 651- 662. ISSN 1090-9516.

domácich investorov tvorili 24 % z celkového počtu transakcií. Oproti roku 2015 sa však zvýšila aktivita slovenských investorov v zahraničí, a to zo 14 % na 24 %. Najatraktívnejším odvetvím boli bankové a finančné služby, ktoré dominovali v oboch oblastiach, v počte aj hodnote uskutočnených transakcií. Vo všetkých krajinách strednej a juhovýchodnej Európy uskutočnili prevažný počet transakcií strategickí investori a rovnako to bolo aj na Slovensku. Medziročne však na Slovensku aktivita finančných investorov oproti strategickým vzrástla.

Z analýzy zároveň vyplýva, že v regióne strednej a juhovýchodnej Európy bol rok 2016 z pohľadu počtu fúzií a akvizícií slabší ako predchádzajúci. Celkovo sa v regióne realizovalo 1 165 transakcií, čo predstavuje medziročný pokles o 9 %. Z hľadiska počtu transakcií bola najaktívnejšou krajinou Česká republika, za ňou nasledovali Turecko a Poľsko. Najatraktívnejším odvetvím v regióne z hľadiska transakcií bol už tretí rok po sebe IT sektor.

Celková hodnota fúzií a akvizícií (M & A) za transakcie na slovenskom trhu od roku 2011 do roku 2016 (v miliónoch eur) je uvedená na grafe 1.1.¹⁵ Štatistika ukazuje celkovú hodnotu fúzií a akvizícií (M & A), ktorá bola objemovo najvyššia v roku 2012 a to v celkovej sume 2 767 mil. Eur. Objem týchto transakcií sa znížil na 428,5 miliónov v roku 2016.

5 Diskusia a záver

Z analýzy vývoja fúzií a akvizícií vyplýva, že v regióne strednej a juhovýchodnej Európy bol rok 2016 z pohľadu počtu fúzií a akvizícií slabší ako predchádzajúci. Na hodnotenie úspešnosti týchto fúzií a akvizícií na základe vyčíslenia synergických efektov sa využívajú mnohé metódy. Pri ohodnotení synergického efektu vo funkčných spoločnostiach sa využíva metóda expertného odhadu, ktorá sa opiera o expresnú analýzu činnosti podniku. Zložitejší je model profesora Damodarana, v ktorom majú výrazný vplyv na tieto synergické efekty aj niektoré ukazovatele. Na výslednú hodnotu synergických efektov má vplyv zmena vstupujúcich ukazovateľov (napr. Current riskfree rate, (CRR) a Risk Premium (RP) a Beta (β) a pod.). U nás je dobre využiteľný aj model výpočtu synergického efektu na základe trhových hodnôt vychádza z trhových hodnôt podnikov A a B pred zlúčením a hodnôt týchto podnikov po zlúčení. Výslednú hodnotu synergického efektu fúzie získame porovnaním hodnôt zlúčených podnikov bez synergií a vrátane synergie. Tento model vychádza z postupov ohodnotenia podniku trhovou hodnotou (všeobecnou hodnotou) v zmysle slovenských predpisov pre stanovenie hodnoty majetku podniku.

Svetová globalizácia ekonomiky núti spoločnosti združovať kapitál za účelom dosiahnutia vyššej efektívnosti. Rovnako podniky v čase hospodárskej a finančnej krízy začali prijímať opatrenia na svoje stabilizovanie, aby sa nedostali do bankrotu¹⁶. Pri všetkej rôznorodosti dôvodov a zámerov zlúčení podnikov, základným cieľom väčšiny z nich je snaha dosiahnuť synergický efekt, ktorý vzniká z doplnujúcej činnosti aktív dvoch alebo niekoľkých podnikov. Pri v cezhraničných fúziách sú pravdepodobne obzvlášť dôležité kultúrne rozdiely¹⁷. Objem transakcií M&A na Slovensku klesá. Praktické skúsenosti ukazujú, že zd'aleka nie všetky spoločnosti dosiahnu očakávaný efekt v procese transakcií M&A.

Ohodnotenie potenciálneho synergického efektu predstavuje jednu z najkomplikovanejších úloh pri analýze efektívnosti zlúčení. Autormi navrhnutá expresná analýza, ktorá dovoľuje ohodnotiť potenciálny synergický efekt a vybrať optimálnu koncepciu fungovania budúcej

¹⁵ Statista. The Statistics Portal. (2017). M&A activity in Slovakia: aggregate value of deals 2011-2016.

<https://www.statista.com/statistics/415081/m-and-a-slovakia-aggregate-value-of-deals/> [accessed 25.9.2017].

¹⁶ Harumová, A. - Janisová, M. (2014). Hodnotenie slovenských podnikov pomocou skóringovej funkcie (Evaluating Slovak businesses using the scoring function). Ekonomický časopis (Journal of Economics). Ekonomický ústav SAV : Prognostický ústav SAV, 2014. Vol. 5, Issue 62, pp. 522-539. ISSN 0013-3035.

¹⁷ Ahern, K., N., Daminelli, D., Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. Journal of Financial Economics. 2015. Vol. 117, Issue 1, pp. 165-189. ISSN 0304-405X.

spoločnosti ešte na etape prijatia rozhodnutia o jej vzniku. Úspešnosť fúzie ovplyvňuje veľa faktorov. Medzi najdôležitejšie by sa mohli zaradiť zvládnutie racionalizácie činnosti, získanie prístupu k novým bankovým technikám, optimalizácia úspor z rozsahu, diverzifikácia portfólia, synergia a v neposlednom rade aj spôsob financovania fúzie.

Zhodnotiť úspešnosť fúzie je po niekoľkých rokoch veľmi ťažké, a však najjednoduchšia cesta je využitie rôznych analytických metód a pomerových ukazovateľov. Ukazovatele je potrebné sledovať a posudzovať v časovom rade a je dôležité zdôrazniť, že aj nepatrné zmeny úrovne ukazovateľov môžu identifikovať zmeny klientely a zmeny na finančnom trhu. Pred fúziou môže byť dôležitým elementom pri rozhodovaní aj modelovanie hodnoty synergického efektu z budúcej fúzie.

V súčasnosti aktivita na trhoch s M&A klesá z dôvodu rozporu skutočnej hodnoty potenciálnych podnikov na predaj a ich ponúkanou cenou. Najväčšími investičnými destináciami zostáva Čína, Spojené štáty, India, Brazília, Nemecko a Indonézia, pričom k M&A dochádza najčastejšie v priemyselnej výrobe, finančných službách, ropnom a plynárenskom priemysle a v odvetví spotrebného tovaru. Z hľadiska odvetvového zamerania dochádza k horizontálnym prepojeniam podnikov pôsobiacich v rovnakom priemyselnom odvetví, vertikálnym prepojeniam podnikov pôsobiacich v jednom výrobnom reťazci a konglomerátnym prepojeniam podnikov s predmetom podnikania v rôznych odvetviach za účelom diverzifikácie podnikateľského rizika.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0067/15 „Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra (References)

Ahern, K. N., Daminelli, D., Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Elsevier Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 117, Issue 1, pp. 165-189. ISSN 0304-405X.

Bondareva, I., Družinina, I., Generalova, A. Možnosti predbežného ohodnotenia synergického efektu pri realizácii transakcií M & A. (Possible synergy effect forecasting for M & A transactions). *Maneko: manažment a ekonomika podniku (journal of corporate management and economics)*. Bratislava : Ústav manažmentu STU v Bratislave, 2009. Vol. 1, Issue 1, pp. 25 – 29. ISSN 1337-9488.

Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy* [online]. Stern School of Business. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. [accessed 25.09.2017].

Damodaran, A. (2017). This model estimates the value of synergy in a merger. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, .[accessed 25.9.2017].

Ďurinová, I. (2014). Uplatňovanie vybraných daňových stimulov pre podnikateľské subjekty v zdaňovaní príjmov v SR. (Application of selected tax incentives for business in income taxation in Slovakia). In Current problems of the corporate sector 2014. EKONÓM. Pp - S. 78-85. CD-ROM. ISBN 978-80-225-3867-1.

Ernst & Young. (2017) *Počet fúzií a akvizícií na Slovensku vlani klesol najviac za posledné štyri roky*. (The number of mergers and acquisitions in Slovakia has fallen for the last four years). <http://www.netky.sk/clanok/pocet-fuzii-a-akvizicii-na-slovensku-vlani-klesol-najviac-za-posledne-styri-roky>. [accessed 25.9.2017].

Harumová, A. (2017). *Stanovenie hodnoty IV. Stanovenie hodnoty synergických efektov*. (Determination of value IV. Determining the value of synergic effects)1. vyd. Lewes: Ecoletra.com, 2017. ISBN 978-1-947099-90-6.

Harumová, A. - Janisová, M. (2014). Hodnotenie slovenských podnikov pomocou skóringovej funkcie (Evaluating Slovak businesses using the scoring function). *Ekonomický časopis (Journal of Economics)*. Ekonomický ústav SAV : Prognostický ústav SAV, 2014. Vol. 5, Issue 62, pp. 522-539. ISSN 0013-3035.

Hečková, J., Chapčáková, A., Badida, P. (2014) Aktuálne problémy ohodnocovania podnikov pri fúziách a akvizíciách a ich riešenie. (Current Challenges in Business Valuation during Mergers and Acquisitions and Approaches to Solve them). *Ekonomický časopis (Journal of Economics)*. Ekonomický ústav SAV: Prognostický ústav SAV, 2014. Vol. 7, Issue 62, pp. 743-766. ISSN 0013-3035.

Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Elsevier Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 24, Issue 2, pp. 217-254. ISSN 0304-405X.

Lebedev, S., Peng, M., W., Xie, E., Stevens, CH., E. (2014). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Elsevier Journal of World Business*. 2014. Vol. 50, Issue 4, pp. 651- 662. ISSN 1090-9516.

Michník, L., Šíbl, D., Smreková. (1995). Ekonomická encyclopedia. (*Economic Encyclopedia*). Bratislava: Sprit, 1995. ISBN 80-967122-2-5.

Smolková, E. (2009). Strategické partnerstvá ako fenomén globálnej ekonomiky. (Strategic partnerships as a phenomenon of the global economy). Bratislava: Infopress, 2009. ISBN 978-80-85402-92-6.

Soukupová, J. a kol. (2000). *Mikroekonomie. (Microeconomics)*. 2. vyd. Praha: Management press, 2000. ISBN 80-7261- 005-8.

Statista. The Statistics Portal. (2017). M&A activity in Slovakia: aggregate value of deals 2011-2016. <https://www.statista.com/statistics/415081/m-and-a-slovakia-aggregate-value-of-deals/>. [accessed 25.9.2017].

Tan, F. (2009) *Mergers and acquisitions finance*. Finance for Entrepreneurs: Innovation Ventures, 2009. <http://www.innovationventures.sg/finance-for-entrepreneurmanagers/mergers---acquisitions-finance>. [accessed 25.9.2017].

Anna Harumová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: anna.harumova@euba.sk

Meranie netto účinnosti modelom HGN

Measurement of net efficiency by HGN model

Eduard Hyránek – Michal Grell – Elena Fetisovová – Ladislav Nagy

Abstract

In this paper we present a newly-formed model for the measurement of the enterprise financial performance. We construct a complex synthetic indicator, which expresses the effect of efficiency and demandingness financial ratios. The synthetic indicator is the difference of the sum of three relative efficiency's indicators and the sum of three relative demandingness's indicators. For analysis the problem, we applied the linear programming apparatus. We concern the profitable enterprise model as the task of linear programming. Calculated optimal intervals are verified on the net incomes of selected enterprises.

Jel Classification: C 53, G 33

Keywords: *efficiency and performance indicators, newly-formed performance model, linear optimization model*

1 Úvod

V 30. rokoch 20. storočia vznikol celý rad vedeckých štúdií o signáloch finančných a obchodných ťažkostí. Kvalitatívne výskumy boli postupom času nahradené kvantitatívnym výskumom, ktorý obsahoval konkrétne číselné údaje a výsledky. Tieto výskumy nadväzovali aj na aktivity agentúr, ktoré mali za úlohu zhromažďovať, spracovať a potom poskytovať kvalitatívne informácie o bonite a platobnej schopnosti jednotlivých obchodných spoločností, ako napríklad predchodca známej organizácie Dun & Bradstreet, ktorá bola založená v roku 1849 v Cincinnati so zámerom vykonávať činnosť nezávislej ratingovej spoločnosti.

V teórii a praxi sa stretávame s rôznymi metódami a spôsobmi merania výkonnosti podniku. Súvislosti a vzťahy medzi jednotlivými metódami sú niekedy veľmi zložité. Existuje niekoľko definícií výkonnosti podniku a značný počet finančných ukazovateľov na jej meranie. V sústave klasických finančných pomerových ukazovateľov môžeme výkonnosť, hospodárnosť, produktivnosť a náročnosť vyjadrovať rôznymi variantami absolútnych ukazovateľov. Vo všeobecnosti rozlišujeme štyri konštrukcie absolútnych ukazovateľov, ktoré podľa ich funkcie v transformačnom procese podniku rozlišujeme na vstupy (napríklad majetok, kapitál, náklady, ľudský kapitál a pod.) a na výstupy (výkony, tržby, zisk a pod.).

Ukazovatele konštruované ako pomer výstupu a vstupu sú ukazovateľmi produktivnosti (napríklad produktivita práce – tržby/pracovníci), účinnosti (obrat krátkodobého majetku vyjadrujúci účinnosť prevádzkového cyklu podniku – tržby/krátkodobý majetok) a rentability (napríklad ukazovateľ ziskovosti vlastného kapitálu (ROE) – zisk/vlastný kapitál). Relácia vstup/výstup na rozdiel od prvej konštrukcie absolútnych ukazovateľov vyjadruje náročnosť transformačného procesu (napríklad náročnosť práce – pracovná sila/výkony; náročnosť výroby – materiál/tržby), viazanosť majetku alebo kapitálu (napríklad viazanosť zásob – zásoby/tržby) a nákladovosť (napríklad prevádzková nákladovosť – náklady na hospodársku činnosť/tržby). V podstate obidva typy ukazovateľov rovnako vypovedajú o úrovni výkonnosti podniku. Rozdielna je len interpretácia ich vývoja. Výkonnosť je tým vyššia, čím vyššie hodnoty nadobúdajú ukazovatele účinnosti, resp. produktivnosti. Ukazovatele účinnosti sa teda snažíme maximalizovať, zatiaľ čo ukazovatele náročnosti minimalizovať.

Ukazovatele vybavenosti vznikajú pomerom dvoch absolútnych ukazovateľov vyjadrujúcich vstup do reprodukčného procesu, príkladom môže byť ukazovateľ vybavenosti

pracovníkov (samostatné hnutelné veci/pracovníci). Ukazovatele, ktoré vznikajú pomerom dvoch absolútnych indikátorov, ktoré kvantifikujeme ako výstupy z transformačného procesu sú väčšinou ukazovateľmi rentability, ako napríklad rentabilita tržieb (ROS – čistý zisk/tržby), podiel pridanej hodnoty na tržbách, podiel novovytvorenej hodnoty na tržbách a pod.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Potreba včasného varovania finančných signálov podnikov podnietila vznik rôznych diagnostických modelov založených na finančných ukazovateľoch. K najviac využívaným metódam patrili diskriminačná analýza, logistická regresia probit analýza, rozhodovacie stromy a metódy umelej inteligencie. V poslednom období dostáva do popredia aplikácia relatívne neštandardnej metódy, a to analýzy obalu dát (DEA, t. j. data envelopment analysis). Analýza obalu dát predstavuje neparametrickú metódu merania technickej efektívnosti homogénnych jednotiek, ktorá spadá do skupiny matematicko-štatistických metód založených na postupoch lineárneho programovania (Mendelová, Bieliková, 2017).

Xu a Wang (2009) boli prví, ktorí aplikovali tento prístup na predikovanie bankrotu spoločností kótovaných zo Shanghai Stock Exchange. Feruš (2010) využil obalovú analýzu dát na vytvorenie predikčného modelu stavebných podnikov. Pri konštrukcii modelu boli určené dva vstupy, ktoré treba minimalizovať a štyri výstupy, ktoré treba maximalizovať. Išlo teda o filozofiu klasického prístupu ~~obalovej~~ analýzy obalu dát. Premachandra et al. (2011) kombinovali klasickú filozofiu hranice efektívnosti a metódu inverznej analýzy obalu dát. Pri zvolených vstupoch a výstupoch bolo skonštruované DEA skóre prostredníctvom aditívneho modelu superefektívnosti. Výsledné dve hodnoty autori agregovali, čím definovali diskriminačný index na klasifikovanie prosperujúcich a neprosperujúcich podnikov.

Araghi a Makvandi (2013) využili takisto DEA metódu, zostavili diskriminačný index a následne ho využili na predikovanie budúceho vývoja. Vavřina et al. (2013) sa vo svojej práci sústredili na porovnanie rôznych predikčných metód (Altmanov Z-skóre (1968), logistická regresia, prístup produkčnej funkcie a pod.) na vzorke poľnohospodárskych podnikov. Výber vstupov a výstupov bol uskutočnený podľa prístupu DEA.

Hyránek, Grell, Nagy (2014) konštruovali originálny model výkonnosti (model HGN). Model HGN je súčasťou prístupov k modelovaniu výkonnosti pomocou klasických finančných pomerových ukazovateľov. Kľúčovou charakteristikou a určujúcim finálnym ukazovateľom modelu je syntetický ukazovateľ, založený na „očisťovaní“ vybraných finančných ukazovateľov účinnosti od vplyvov meraných vybranými ukazovateľmi náročnosti. Takto - upravená účinnosť (netto účinnosť), potom vyjadruje finančnú výkonnosť. Na základe určenia optimálneho intervalu pre syntetický ukazovateľ sa identifikuje dolná hranica minimálnej výkonnosti nefinančného ziskového podniku. Vývojom modelu sa autori zaoberajú od roku 2014. Vedecký výskum v súčasnej etape prác je zameraný na ďalšie zdokonaľovanie a rozvoj modelu riešením problémov v súvislosti so substitúciou niektorých finančných pomerových ukazovateľov účinnosti a náročnosti obsiahnutých v modeli, s označením odľahlých dát týchto ukazovateľov a rozširovaním aplikačných možností matematického aparátu.

Model HGN pracuje s finančnými pomerovými ukazovateľmi, definovanými ako pomer príslušných absolútnych ukazovateľov, ktoré majú charakter vstupov a výstupov v transformačnom procese podniku, kde pomer výstup/vstup vyjadruje ukazovatele účinnosti a pomer vstup/výstup predstavuje ukazovatele náročnosti. Počet vybraných ukazovateľov účinnosti a náročnosti je rovnaký ($n = m$). Vo všeobecnosti platí, že snahou podniku je ukazovatele účinnosti maximalizovať a ukazovatele náročnosti minimalizovať.

V modeli HGN sa zohľadňujú obidve tieto požiadavky formuláciou lineárneho optimalizačného modelu tak, že sa maximalizuje rozdiel súčtu vybraných finančných pomerových ukazovateľov účinnosti a náročnosti:

$$\sum_{i=1}^n \frac{\text{výstup}_i}{\text{vstup}_i} - \sum_{j=1}^m \frac{\text{vstup}_j}{\text{výstup}_j}, \quad (1)$$

3 Ciele výskumu

Cieľom výskumu je pomocou matematického-štatistického aparátu konštruovať model finančnej výkonnosti s možnosťou aplikácie v nefinančných podnikoch dosahujúcich zisk. Príspevok prezentuje dosiahnuté výsledky výskumu v postupnom zdokonaľovaní a rozvoji novokoncipovaného modelu HGN vo verzii HGN1 na meranie výkonnosti podniku pre potreby finančného rozhodovania. Nadväzuje na základné prístupy rozpracované v monografii (Hyránek, Grell, Nagy, 2014) a rozvíja problematiku publikovanú v príspevku (Hyránek, Grell, Nagy, 2015). Finálnym ukazovateľom modelu HGN je syntetický ukazovateľ, založený na „očisťovaní“ vybraných finančných ukazovateľov účinnosti od vplyvov meraných vybranými ukazovateľmi náročnosti. Spôsob jeho výpočtu umožňuje rozlíšiť tri základné okruhy problémov, ktoré determinujú určenie minimálnej hranice finančnej výkonnosti podniku, a to: výber pomerových ukazovateľov účinnosti a náročnosti, označenie odľahlých dát pomerových ukazovateľov a voľba matematického aparátu modelu.

4 Model HGN ako nástroj na meranie netto účinnosti

Hyránek, Grell, Nagy (2014) konštruovali nový model výkonnosti vo verzii HGN1 na podklade účtovných výkazov 233 malých a stredných podnikov z rôznych odvetví a regiónov Slovenska, ktoré aj pred, počas a po svetovej recesii vyprodukovali zisk. Čistý zisk podnikov vo vzorke zaznamenal len mierne medziročné výkyvy. Autori pri konštruovaní modelu vychádzali z údajov roka 2011 a v niektorých prípadoch aj z rokov 2010 a 2012. Cieľom bonitného modelu bolo aj predikovať budúcu výkonnosť a výnosový potenciál slovenských podnikov. Do modelu boli zahrnuté také ukazovatele, ktoré umožňujú nielen predikovať budúcu prosperitu, resp. tvorbu hodnoty pre vlastníkov, ale aj naplánovať budúce zámery podnikateľských subjektov. V prvej fáze navrhovaného postupu boli identifikované finančné ukazovatele podnikov, ktoré majú relatívne dobrú schopnosť identifikovať výkonnosť podniku. Tento výber bol založený na expertných znalostiach tvorcov modelu, ktoré boli porovnané aj so strednými hodnotami finančných ukazovateľov podnikov SR.

Zo súboru vypočítaných finančných pomerových ukazovateľov autori vybrali tri ukazovatele účinnosti (tabuľka 1) a tri ukazovatele náročnosti (tabuľka 2), ktoré tvoria databázu ukazovateľov ziskových podnikov s opisnými štatistickými charakteristikami pomocou piatich čísiel (Terek, 2013).

Tabuľka 1

Ukazovatele účinnosti modelu verzie HGN1

Položky	Ukazovatele účinnosti ↑		
	x ₁	x ₂	x ₃
Názov	Rentabilita vlastného kapitálu	Podiel cash flow na tržbách	Obrat majetku
M. j.	[koeficient]	[koeficient]	[koeficient]
Výpočet	$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastné imanie}}$	$\frac{\text{čistý zisk} + \text{odpisy}}{\text{tržby}}$	$\frac{\text{tržby}}{\text{majetok}}$
Charakteristika	Vyjadruje zhodnotenie vlastného kapitálu podniku. Odpovedá na otázku: jedno euro vlastného kapitálu koľko eur čistého zisku prinesie.	Vyjadruje podiel bilančného peňažného toku na tržbách, je ukazovateľom finančnej efektívnosti tržieb.	Vypovedá o účinnosti celého reprodukčného procesu. Vyjadruje efektívnosť transformácie vstupov (výrobných faktorov) na výstupy (výkony podniku).

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 2

Ukazovatele náročnosti modelu verzie HGN1

Položky	Ukazovatele náročnosti ↓		
	y ₁	y ₁	y ₁
Názov	Viazanosť krátkodobých pohľadávok	Doba splácania dlhodobého cudzieho kapitálu	Prevádzková nákladovosť
M. j.	[koeficient]	[roky]	[koeficient]
Výpočet	$\frac{\text{krátkodobé pohľadávky}}{\text{tržby}}$	$\frac{\text{dlhodobé záväzky}}{\text{čistý zisk} + \text{odpisy}}$	$\frac{\text{náklady na hospodársku činnosť}}{\text{tržby}}$
Charakteristika	Ukazovateľ vypovedá o viazanosti krátkodobých pohľadávok v tržbách. Vynásobením ukazovateľa číslom 360, resp. 365 dostaneme priemernú dobu inkasa krátkodobých pohľadávok, ktorý vypovedá o platobnej disciplíne odberateľov, t. j. koľko dní v priemere trvá, kým od fakturácie dôjde k inkasu.	Niekedy sa označuje ako ukazovateľ tokového zadĺženia. Vypovedá o dĺžke obdobia, za ktoré je podnik schopný splatiť všetky svoje záväzky. Je konštruované na báze bilančného cash flow. Požaduje sa, aby doba splácania nebola dlhšia ako tri roky.	Ukazovateľ nákladovosti vyjadruje, koľko eurocentov prevádzkových nákladov podnik vynaložil na získanie jedného eura tržieb. Je priamoúmerne ovplyvnená výškou nákladov a nepriamoúmerne výškou výnosov. Ak ukazovateľ má vyššiu hodnotu ako 1, podnik má stratu z hospodárskej činnosti.

Zdroj: vlastné spracovanie

Tieto ukazovatele autori syntetizovali do jedného komplexného modelu výkonnosti tak, aby objektívne vyjadroval finančnú situáciu podniku, jeho výkonnosť a umožňoval komparatívne hodnotenie ekonomických výsledkov podnikov. Komplexný model výkonnosti autori nazvali modelom verzie HGN1, pričom akronym je vytvorený zo začiatkových písmen ich priezvisk.

Sčítaním hodnôt ukazovateľov v jednotlivých skupinách získame agregovaný ukazovateľ účinnosti (2):

$$\sum_{i=1}^3 x_i = x_1 + x_2 + x_3 \quad (2)$$

a agregovaný ukazovateľ náročnosti (3):

$$\sum_{i=1}^3 y_i = y_1 + y_2 + y_3, \quad (3)$$

ktoré nám poskytnú čiastkový obraz o výkonnosti podniku z hľadiska účinnosti a náročnosti.

Keďže ukazovatele x_i vyjadrujú účinnosť a ukazovatele y_i náročnosť je žiaduce, aby hodnoty ukazovateľov x_i boli čo najvyššie a ukazovateľov y_i čo najnižšie. Ak agregovaný ukazovateľ účinnosti podľa vzťahu (2) očistíme o agregovaný ukazovateľ náročnosti podľa vzťahu (3), dostaneme netto účinnosť, ktorú vyjadruje syntetický ukazovateľ (SU, t. j. model verzie HGN1). Syntetický ukazovateľ (4 a 5) je ovplyvnený hodnotami všetkých šiestich ukazovateľov:

$$SU = \sum_{i=1}^3 x_i - \sum_{i=1}^3 y_i \quad (4)$$

alebo

$$HGN1 = (x_1 + x_2 + x_3) - (y_1 + y_2 + y_3) \quad (5)$$

Aplikácia modelu HGN (verzie HGN1) v prostredí ekonomických objektov, v tomto prípade ziskových nefinančných podnikov, však vyžaduje aj určitý charakter syntetického ukazovateľa z hľadiska výkonnosti. Zo spôsobu výpočtu, obsahu jednotlivých ukazovateľov logicky vyplýva, že najlepší by mal byť podnik s najvyšším syntetickým ukazovateľom. Otázkou ostáva, že pokiaľ je takýto výsledok syntetického ukazovateľa ešte reálny. Na analýzu tohto problému autori aplikovali matematický aparát lineárneho programovania. Zaoberáme sa lineárnym optimalizačným modelom ziskového podniku, ktorý zapíšeme takto (Brezina, Ivaničová, Pekár, 2007):

$$\begin{aligned} \max z(x) &= \sum_{j=1}^n x_j \\ \sum_{j=1}^n a_{ij} x_j &\begin{cases} \leq \\ = \\ \geq \end{cases} b_i \quad i = 1, 2, \dots, m \\ x_j &\geq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n \end{aligned} \quad (6)$$

kde:

$z(x)$ je účelová funkcia, ktorá vyjadruje syntetický ukazovateľ (4 resp. 5),

a_{ij} koeficienty sústavy ohraňovania, $i = 1, 2, \dots, m$, $j = 1, 2, \dots, n$, nadobúdajú hodnotu 1 alebo ich hodnota je určená špeciálnym výpočtom,

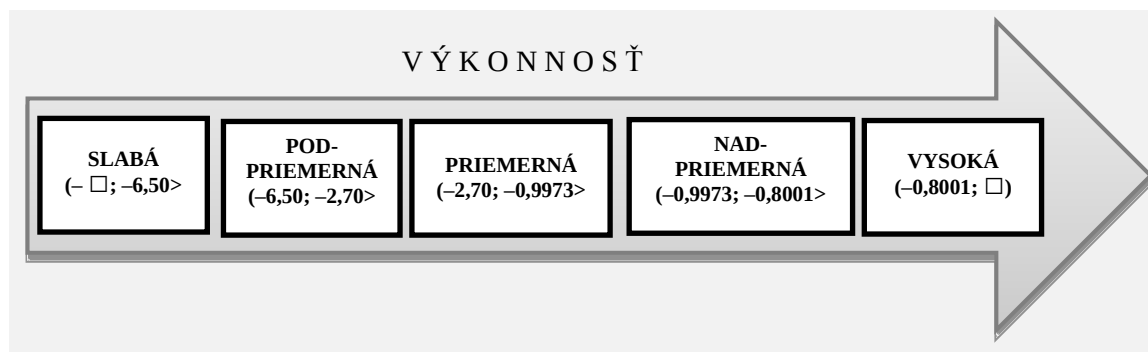
b_i koeficienty pravej strany, $i = 1, 2, \dots, m$, určené na základe štatistických charakteristík *piatich čísiel*, po vylúčení odľahlých a extrémnych dát,

x_j rozhodovacie premenné, $j = 1, 2, \dots, n$, predstavujú ukazovatele účinnosti a náročnosti (v danom prípade $n = 6$).

Na základe kombinácie klasického a tolerančného prístupu k analýze citlivosti optimálneho riešenia na zmenu prvkov pravých strán v modeli (6) boli precizované výkonnostné pásma syntetického ukazovateľa (modelu verzie HGN1), ktoré znázorňuje obrázok 1.

Obrázok 1

Pásma výkonnosti v závislosti na hodnote syntetického ukazovateľa vo verzii HGN1



Zdroj: vlastné spracovanie

5 Verifikácia pásiem výkonnosti syntetického ukazovateľa

Vypočítané intervaly budeme ďalej verifikovať na reálnych výsledkoch konkrétnych podnikov. Pre tieto účely skúmania sme vybrali známe väčšie akciové spoločnosti, ktoré pôsobia už niekoľko rokov v SR a to podniky: Slovnaft, a. s. (ďalej len „Slovnaft“), Orange Slovensko, a. s. (ďalej len „Orange Slovensko“) a Slovak Telekom, a. s. (ďalej len „Slovak Telekom“).

Tabuľka 3

Výsledky ukazovateľov podniku Slovnaft za obdobie 2010 až 2013

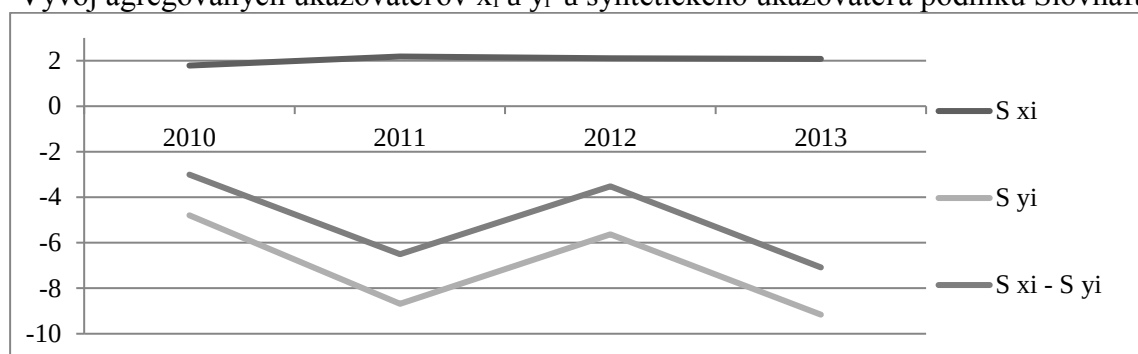
Ukazovateľ		2010	2011	2012	2013
x_1	Rentabilita vlastného imania	0,0267	0,0010	0,0574	0,0061
x_2	Podiel cash flow na tržbách	0,0416	0,0212	0,0385	0,0254
x_3	Obrat celkového majetku	1,7181	2,1617	2,0149	2,0443
y_1	Viazanosť krátkodobých pohľadávok	0,0669	0,0718	0,0785	0,0795
y_2	Doba splácania cudzích zdrojov	3,7377	7,6146	4,5750	8,0814
y_3	Ukazovateľ prevádzkovej nákladovosti	0,9893	0,9992	0,9801	0,9993
x_i	Súčet ukazovateľov x_1 až x_3	1,7864	2,1839	2,1108	2,0758
y_i	Súčet ukazovateľov y_1 až y_3	4,7940	8,6856	5,6336	9,1602
$x_i \cdot y_i$	Syntetický ukazovateľ	-3,0076	-6,5017	-3,5228	-7,0843

Zdroj: Vlastné spracovanie

Syntetický ukazovateľ signalizuje, že úroveň výkonnosti podniku Slovnaft bola v hodnotenom štvorročnom období značne rozkolísaná. Finančné výsledky podniku Slovnaft zistené prostredníctvom modelu HGN signalizujú nepriaznivý budúci vývoj v prípade, že sa neprijmú žiadne opatrenia.

Obrázok 2

Vývoj agregovaných ukazovateľov x_i a y_i a syntetického ukazovateľa podniku Slovnaft



Zdroj: Vlastné spracovanie

Posúdme podnik Slovnaft z pohľadu Altmanovho Z-skóre a porovnajme so syntetickým ukazovateľom.

Tabuľka 4

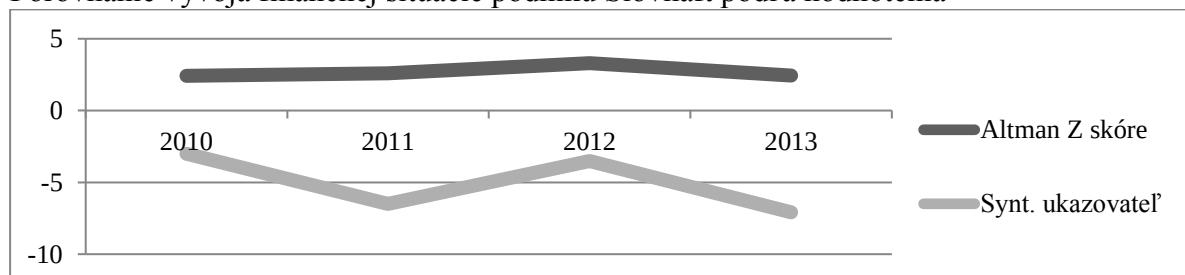
Hodnotenie podniku Slovnaft podľa Altmanovho Z-skóre

	2010	2011	2012	2013
Altman Z-skóre	2,4198	2,6001	3,2994	2,4401
	Sivá zóna nevyhraných výsledkov	Sivá zóna nevyhraných výsledkov	Dobrá finančná situácia	Sivá zóna nevyhraných výsledkov

Zdroj: Vlastné spracovanie

Obrázok 3

Porovnanie vývoja finančnej situácie podniku Slovnaft podľa hodnotenia



Zdroj: Vlastné spracovanie

Vplyv rôznej úrovne dosahovaného zisku je transparentnejší v syntetickom ukazovateli, naopak v Altmanovom Z-skóre je menej výrazný. Na základe obidvoch hodnotení sú výsledky za rok 2012 priaznivejšie. V súlade s novokoncipovaným modelom je podnik v roku 2011 a 2013 v sivej zóne (pre porovnanie s Altmanovým Z-skóre), keď syntetický ukazovateľ dosiahol hodnoty len -3,0076 a -7,0843.

Otestujme si aplikáciu modelu HGN i na podniku s oveľa lepšími výsledkami a úplne iného charakteru – na telekomunikačnom operátorovi Orange Slovensko, a. s. (ďalej len „Orange Slovensko“) a porovnajme s inými podnikmi.

Orange Slovensko dosiahol v každom roku lepšie výsledky vo viacerých finančných ukazovateľoch v porovnaní s podnikom Slovnaft. Podľa zaradenia do vypočítaného optimálneho intervalu podľa Altmana v roku 2012 Slovnaft mal lepšiu finančnú výkonnosť ako Orange Slovensko. Je v tomto štádiu skúmania takéto tvrdenie správne? Podrobnejšou analýzou jednotlivých finančných ukazovateľov a absolútnych údajov čerpaných z účtovných závierok podnikov zistujeme, že Orange Slovensko v roku 2012 dosiahol vo finančných ukazovateľoch oveľa lepšie výsledky ako Slovnaft.

Tabuľka 5

Hodnoty ukazovateľov Orange Slovensko za obdobie 2010 až 2013

Ukazovateľ		2010	2011	2012	2013
x_1	Rentabilita vlastného imania	0,5021	0,4931	0,3278	0,3662
x_2	Podiel cash flow na tržbách	0,3896	0,3773	0,3296	0,3715
x_3	Obrat celkového majetku	1,3482	1,2439	1,0952	1,1437
y_1	Viazanosť krátkodobých pohľadávok	0,0798	0,0948	0,0876	0,1005
y_2	Doba splácania cudzích zdrojov	0,6580	0,8974	0,8457	0,8433
y_3	Ukazovateľ prevádzkovej nákladovosti	0,6954	0,7140	0,7441	0,7263
x_i	Súčet ukazovateľov x_1 až x_3	2,2400	2,1143	1,7526	1,8814
y_i	Súčet ukazovateľov y_1 až y_3	1,4332	1,7063	1,6774	1,6701
x_i, y_i	Syntetický ukazovateľ	0,8068	0,4079	0,0751	0,2113

Zdroj: Vlastné spracovanie

Pozrime sa tiež na výsledky podniku Slovak Telekom, ktorý má podobné zameranie činnosti ako Orange Slovensko.

Tabuľka 6

Výsledky ukazovateľov Slovak Telekom za obdobie 2010 až 2013

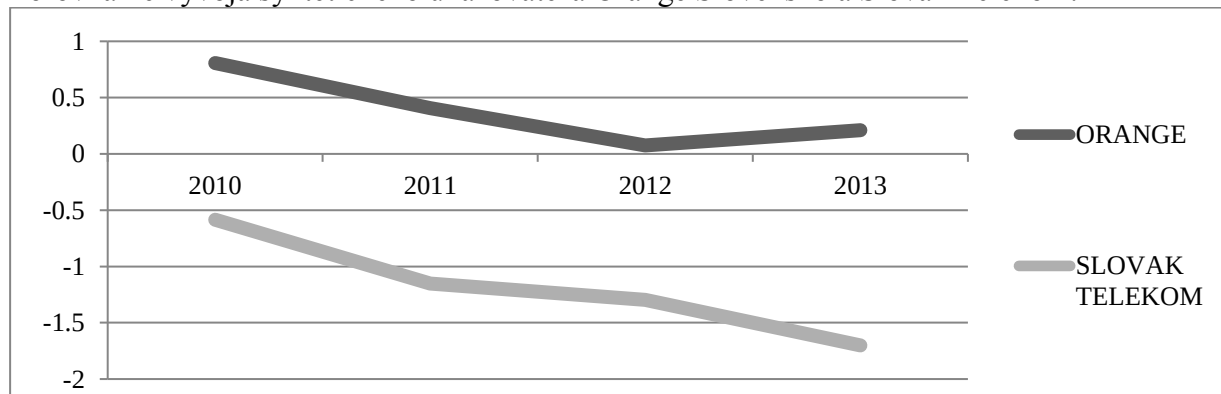
Ukazovateľ		2010	2011	2012	2013
x_1	Rentabilita vlastného imania	0,0725	0,0693	0,0383	0,0308
x_2	Podiel cash flow na tržbách	0,3913	0,3988	0,3634	0,3612
x_3	Obrat celkového majetku	0,4563	0,4353	0,4102	0,3863
y_1	Viazanosť krátkodobých pohľadávok	0,1256	0,1204	0,0110	0,0117
y_2	Doba splácania cudzích zdrojov	0,5383	1,0089	1,2323	1,5524
y_3	Ukazovateľ prevádzkovej nákladovosti	0,8411	0,9254	0,8663	0,9153
x_i	Súčet ukazovateľov x_1 až x_3	0,9201	0,9034	0,8118	0,7783
y_i	Súčet ukazovateľov y_1 až y_3	1,5051	2,0547	2,1095	2,4794
x_i, y_i	Syntetický ukazovateľ	-0,5849	-1,1513	-1,2977	-1,7011

Zdroj: Vlastné spracovanie

Obidva podniky (Orange Slovensko a Slovak Telekom) vykonávajú podobný predmet činnosti. Finančné výsledky hodnotené pomocou syntetického ukazovateľa sú rozdielne. Rozdiely, vzhľadom na výsledky v jednotlivých ukazovateľoch, sú zodpovedajúce. Trend hodnoty syntetického ukazovateľa podniku Slovak Telekom je zhoršujúci.

Obrázok 4

Porovnanie vývoja syntetického ukazovateľa Orange Slovensko a Slovak Telekom.



Zdroj: Vlastné spracovanie

Ďalej zaradíme hodnotené podniky (Slovnaft, Orange Slovensko a Slovak Telekom) do vypočítaných pásiem výkonnosti.

Tabuľka 7

Zaradenie podnikov do vypočítaných pásiem výkonnosti

Roky	2010	2011	2012	2013
Syntetický ukazovateľ Slovnaft, a.s.	-3,0076	-6,5017	-3,5228	-7,0843
	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>

Syntetický ukazovateľ Orange Slovensko	0,8068	0,4079	0,0751	0,2113
	<i>Vysoká</i>	<i>Vysoká</i>	<i>Vysoká</i>	<i>Vysoká</i>

Syntetický ukazovateľ Slovak Telekom	-0,5849	-1,1513	-1,2977	-1,7011
	<i>Vysoká</i>	<i>Priemerná</i>	<i>Priemerná</i>	<i>Priemerná</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie

V tabuľke 8 sú zaradené do pásiem výkonnosti tri veľké podniky – SPP, a. s., SE, a. s. a Slovnaft. Všetky tri podniky sa v roku 2013 dostali do nepriaznivého pásma výkonnosti.

Tabuľka 8

Zaradenie vybraných veľkých podnikov do pásiem výkonnosti

Podnik	2010	2011	2012	2013
SPP	-3,6533	-1,8937	-3,7132	-7,3023
	<i>Podpriemerná</i>	<i>Priemerná</i>	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>
SE	-	-7,5628	-6,3103	-7,5716
	-	<i>Slabá</i>	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>
Slovnaft	-3,0076	-6,5017	-3,5228	-7,0843
	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>	<i>Podpriemerná</i>	<i>Slabá</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie

V SPP sa objem pohľadávok v roku 2013 oproti roku 2012 zdvojnásobil, objem záväzkov sa zvýšil o ¼, objem tržieb a zisku medziročne výrazne klesol. Tieto výsledky mali nepriaznivý vplyv na hodnotu syntetického ukazovateľa. Nepriaznivé výsledky zaznamenal i podnik SE. Na zhoršení syntetického ukazovateľa sa v roku 2013 podieľal pokles tržieb o cca 20 %. V dôsledku toho sa podnik zaradil do pásma slabej úrovne finančnej výkonnosti. Na poklese tržieb sa pravdepodobne podpísala rastúca konkurencia v oblasti dodávok elektriny. V prípade, že podnik nebude schopný navýšiť tržby a prijať ďalšie opatrenia, predikcia vývoja bude negatívna.

Vytvorili sme pre podniky pásma výkonnosti bez zohľadnenia právnej formy, zamerania, veľkosti podniku a pod. Zaradenie vybraných podnikov do vytvorených pásiem zodpovedá úrovni výkonnosti podnikov, vyplývajúcej z vykonaných finančných analýz. Analyzovali sme relatívne i absolútne ukazovatele, porovnávali medziročný vývoj a zmenu jednotlivých ukazovateľov ovplyvňujúcich výpočet syntetického ukazovateľa.

6 Záver

Na potreby merania výkonnosti a hodnotenia budúcej finančnej situácie podniku autori mali snahu zohľadniť v modely efektívnosť pomocou ukazovateľov účinnosti a ukazovateľov

znižujúcich efektívnosť transformačného procesu. Túto požiadavku sa podarilo implantovať zakomponovaním šiestich pomerových finančných ukazovateľov do jedného syntetického ukazovateľa. Skonstruovaný model je koncipovaný aj pre účely využitia predikcie. Verifikácia modelu na reálnych údajoch vybraných podnikov potvrdila správnosť výberu jednotlivých ukazovateľov, spôsob ich agregácie a vzájomné prepojenie do jedného syntetického ukazovateľa.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0067/15 „Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra (References)

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. Vol. 23, Issue 4 (September), pp. 589-609. ISSN 1540-6261.

Araghi, M. K. – Makvandi, S. (2013). Comparing Logit, Probit and Multiple Discriminant Analysis Models in Predicting Bankruptcy of Companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*. Vol. 5, Issue 1, pp. 48–59. ISSN 1946-052X.

Brezina, I. – Ivaničová, Z. & Pekár, J. (2007). *Operational analysis*. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-176-7.

Feruš, A. (2010). The Application of DEA Method in Evaluating Credit Risk of Companies. *Contemporary Economics*. Vol. 4, Issue 4, pp. 107–113. ISSN 2084-0845.

Hyránek, E. – Grell, M. & Nagy, L. (2014). *New business performance measurement trends for financial decisions*. Bratislava: EKONÓM, 2014. ISBN 978-80-225-3901-2.

Hyránek, E. – Grell, M. & Nagy, L. (2015). Concept of enterprise performance measurement model based on financial ratios. *Economics and Management*. Vol. 12, Issue 3, pp. 28-49. ISSN 1339-3502.

Mendelová, V. – Bieliková, T. (2017). Diagnosing of the Corporate Financial Health Using DEA: an Application to Companies in the Slovak Republic. *Political Economy*. Vol. 65, Issue 1, pp. 26–44. ISSN 0032-3233.

Premachandra, I. M. – Chen, Y. & Watson, J. (2011). DEA as a Tool for Predicting Corporate Failure And Success: A Case of Bankruptcy Assessment. In *Omega*. Vol. 39, Issue 6, pp. 620-626.

Terek, M. (2013). *Interpretation of statistics and data*. Košice: Equilibria, 2013. ISBN 978-80-8143-100-5.

Vavřina, J. – Hampel, D. & Janová, J. (2013). New Approaches for the Financial Distress Classification in Agribusiness. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. Vol. 61, Issue 4, pp. 1177–1182. <https://doi.org/10.11118/actaun201361041177>

Xu, X. – Wang, Y. (2009). Financial Failure Prediction Using Efficiency as a Predictor. *Expert Systems with Applications*. Vol. 36, Issue 1, pp. 366–373. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2007.09.040>

Eduard Hyránek

Michal Grell

Elena Fetisovová

Ladislav Nagy

University of Economics in Bratislava

Faculty of Business Management

Department of Corporate Finance

Dolnozemská cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovak Republic

e-mail: eduard.hyraneck@euba.sk

grell@r15.roburnet.sk

elena.fetisovova@euba.sk

ladislav.nagy@euba.sk

Analýza podnikových úverov za rok 2016

Analysis of the business loans for the year 2016

Veronika Jánošová

Abstract

Business loans for the year 2016 have been dragged down by two factors: favorable economic growth and low interest rates. Growth in loans in the SME sector as well as investment loans was stable. The decline in short-term financing was affected by the growth of sales of goods and services. Interest rates on new loans were above 2%. The three biggest banks in Slovakia were most affected by the providing the business loans – SLSP, VUB and Tatra bank. In 2016 Slovakia's indebtedness grew. On the contrary, the share of failed loans decreased over the reference period.

Jel classification: G 21, G 30, G 31

Keywords: interest rate, indebtedness, failed loans

1 Úvod

Hospodársky rast Slovenska sa v roku 2016 medziročne spomalil v dôsledku domáceho dopytu, predovšetkým investícií, naopak k rastu pozitívne prispela spotreba domácností a čistý export. Vytvorilo sa 39 tis. pracovných miest a miera nezamestnanosti výrazne poklesla prvýkrát od krízy pod 10 percent. Medziročne sa zrýchlila inflácia o 0,2 percentuálneho bodu, najmä v dôsledku poklesu cien agrokomodít. Pozitívny ekonomický rast spolu s poklesom úrokových sadzieb sa podpísal pod rast úverov poskytnutých podnikateľskej sfére v roku 2016. Aj podľa Korába (2017) ekonomický rast je významným faktorom pôsobiacim na dostupnosť bankových úverov malým, stredným aj veľkým firmám.

Tabuľka 1

Makroekonomické ukazovatele Slovenska

Makroekonomický ukazovateľ	Merná jednotka	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý domáci produkt v b.c.	mld.EUR	78,7	81,0	84,6	89,6	95,3
Ročná zmena HDP	%	3,8	3,3	3,3	4,2	4,4
Miera nezamestnanosti	%	11,5	9,6	8,2	7,5	6,8
Inflácia, CPI	%	-0,3	-0,5	1,3	1,7	1,9

Zdroj: vlastné spracovanie podľa ŠÚ SR, IFP

V čase krízy i recesie, ako uvádza Koráb a Pomeňková (2014) mali slovenské i české podniky horší prístup k externému financovaniu. Posledné roky sa situácia výrazne zmenila.

2 Cieľ a metódy výskumu

Cieľom práce je poukázať na to, že ekonomika Slovenska je stabilizovaná a podniky nemajú problém pri získavaní externých zdrojov financovania. Priaznivá ekonomická situácia v eurozóne znížila úrokové sadzby ako i infláciu na čo najnižšiu úroveň. V článku je analyzovaný rast úverov podnikov podľa odvetví aj veľkosti podnikov. Zadlženosť podnikov vzrastá, alebo podiel zlyhaných úverov klesá. Aj vývoj konkurzov a reštrukturalizácií v minulom roku zaznamenal od krízy najnižší počet. Záver práce syntetizuje poznatky z vývoja úverov, úrokových sadzieb, zadlženosti a zlyhaných úverov ako i konkurzov a reštrukturalizácií a podporil ho rad tabuliek a grafov spracovaný podľa štatistických údajov

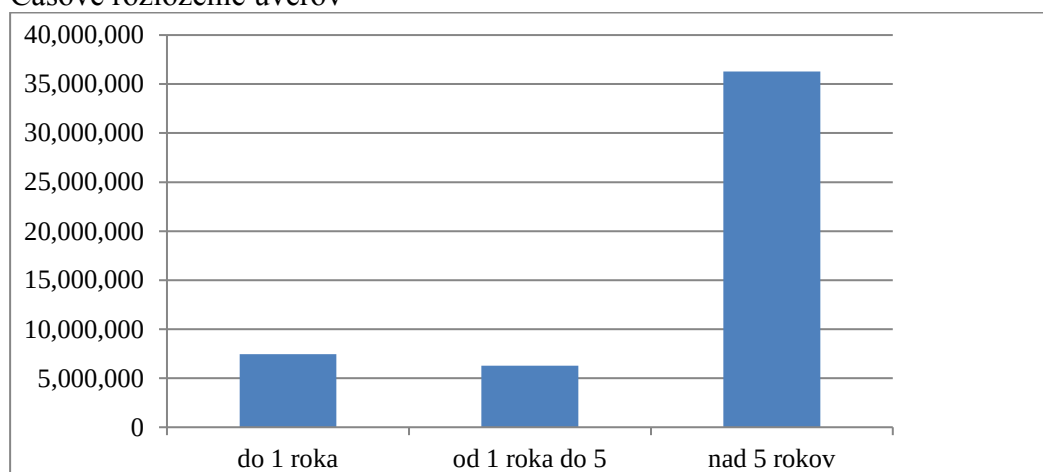
3 Úvery podnikov

Objem úverov poskytnutých podnikom sa v priebehu roka 2016 vyvíjal stabilne, bol okolo úrovne 6 %. Výkonnosť hospodárstva ovplyvnila dynamický rast úverov so

splatnosťou nad 5 rokov, ktoré sú prevažne investičného charakteru. Investičné úvery predstavovali hlavný zdroj rastu podnikového portfólia v roku 2016 s priemernou dynamikou presahujúcou 10 %. Celkovo tak možno pozorovať rast priemernej splatnosti podnikového portfólia, keďže úvery do jedného roka postupne znižovali svoju dynamiku, kým v prípade úverov nad jeden rok to bolo naopak. Pokles krátkodobých úverov môže súvisieť aj s klesajúcou potrebou financovať prevádzku podnikov pomocou externých zdrojov, a to predovšetkým v dôsledku rastu tržieb. V delení podľa veľkosti podnikov prevládali rôzne trendy. Medziročná dynamika úverov v kategórii malých a stredných podnikov síce zaznamenala v polovici roka pokles na hodnotu 6 %, avšak tento prepád sa zvrátil a ukončila rok na úrovni 9 %. Na druhej strane rast objemu úverov veľkým podnikom v priebehu roka postupne klesal až na 1 % medziročný rast. Objem úverov veľkým podnikom vykazuje pomerne nestabilný vývoj, čo je spôsobené malým počtom týchto podnikov v tejto kategórii.

Graf 1

Časové rozloženie úverov



Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS

3.1 Úvery podľa ekonomických odvetví

Tabuľka 1

Úvery podľa ekonomických odvetví za rok 2015 a 2016

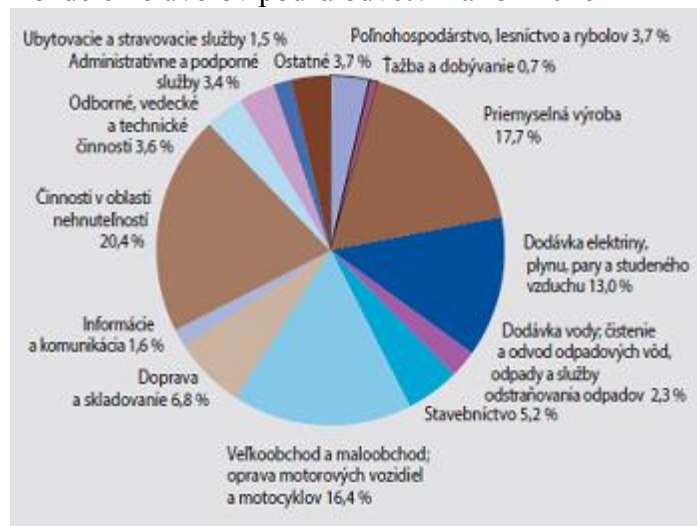
Rok	2015	2016
Celkom	45 462 041	49 997 574
Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	543 230	650 314
Ťažba a dobývanie	104 365	108 524
Priemyselná výroba	2 809 474	2 974 251
Dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu	2 235 043	2 155 699
Dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov	438 937	387 346
Stavebníctvo	828 333	887 473
Veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov	2 707 896	2 817 315
Doprava a skladovanie	1 298 942	1 246 198
Ubytovacie a stravovacie služby	325 312	274 813
Informácie a komunikácia	221 714	264 500
Finančné a poisťovacie činnosti	947 832	894 424
Činnosti v oblasti nehnuteľností	3 573 165	3 964 234
Odborné, vedecké a technické činnosti	627 098	723 560
Administratívne a podporné služby	486 259	673 135
Verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie	949 063	773 297

Vzdelávanie	31 437	22 180
Zdravotníctvo a sociálna pomoc	176 033	222 161
Umenie, zábava a rekreácia	131 127	139 719
Ostatné činnosti	258 977	184 583
Činnosti domácností ako zamestnávateľov; nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie	24 811 105	28 267 788
Činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení a ostatní nerezidenti	1 956 699	2 366 060

Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS

Graf 2

Rozdelenie úverov podľa odvetví za rok 2016



Zdroj: NBS

Úvery podnikom v súkromnom vlastníctve naďalej predstavovali hlavnú časť podnikového portfólia a ich medziročná dynamika bola viac menej v súlade s rastom celého portfólia.

V roku 2016 zintenzívnili svoj rast úverov štátne podniky. Rast úverov podnikom vo verejnom vlastníctve však vykazuje dlhodobu výrazne nestabilný vývoj. Rast podnikových úverov bol do veľkej miery koncentrovaný, a to jednak z pohľadu ekonomických odvetví, ako aj v rámci bankového sektora. Celkový rast úverov bol do veľkej miery formovaný niekoľkými ekonomickými odvetviami. Priemysel si zachoval dlhodobu pozitívne prírastky v objeme úverov a s koncoročným rastom na úrovni 5,9 % predstavoval významnú časť rastu podnikového portfólia. Najvýznamnejší vplyv na stav úverov podnikom mala situácia v sektore komerčných nehnuteľností, ktorého rast presiahol 10,9 %. Dlhodobý rast úverov sektoru komerčných nehnuteľností spôsobuje postupné zvyrazňovanie vedúcej pozície tohto sektora z pohľadu zastúpenia na celkovom portfóliu. K nárastu podnikových úverov výraznejšie prispel aj vývoj v odvetviach poľnohospodárstva, ťažby a dobývanie nerastov, stavebníctva, informácií a komunikácií, zdravotníctva a sociálnej pomoci, umenia, zábavy a rekreácie a administratívnych a podporných služieb. Naopak pokles čerpania úverov bol v roku 2016 zaznamenaný v odvetviach dodávky elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu, dodávke vody a čistení odpadových vôd, doprave a skladovaní, v ubytovacích a stravovacích službách, vo finančných a poisťovacích službách, v odborných, vedeckých a technických službách a vzdelávaní. V poskytovaní úverov boli opäť dominantné tri slovenské najväčšie banky, Slovenská sporiteľňa a.s., Všeobecná úverová banka, a.s. a Tatrabanka. Dynamika rastu úverov podnikov na Slovensku bola nadpriemerná, rýchlejšie rástli úvery len v štyroch krajinách: Česku, Lotyšsku, Estónsku a Luxembursku. Priemer eurozóny skončil

v poskytovaní úverov v mierne záporných číslach. Úverové portfólio v Eurozóne rástlo pod vplyvom dobrého ekonomického výhľadu a tiež prostredia nízkych úrokových sadzieb.

3.2. Úrokové sadzby z úverov

Náklady na financovanie pomocou úverov od domácich bánk zostali na porovnateľných úrovniach ako v roku predchádzajúcom, prípade mierne klesali, vo všetkých veľkostných kategóriách úverov. V priemere sa úrokové sadzby na nových úveroch pohybovali nad úrovňou 2 %. Tento vývoj spolu so zvýšenou mierou predčasného splácania úverov stál za ďalším, aj keď pomerne miernym poklesom priemernej úrokovej sadzby na stave úverov. Úrokové sadzby poklesli na hodnotu 2,6 % k decembru 2016 z 2,83 % na konci prechádzajúceho roka.

Tabuľka 2

Vývoj úrokových mier z úverov za rok 2015 podľa doby mesačnej splatnosti

Splatnosť	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
Do 1r.	3,07	3,08	3,10	3,07	3,05	2,93	2,86	2,88	2,90	2,84	2,70	2,38
1 – 5r.	3,76	3,86	3,72	3,71	3,61	3,60	3,44	3,46	3,46	3,44	3,36	3,33
Nad 5r.	3,11	3,10	3,07	3,06	3,03	3,03	2,93	2,93	2,91	2,87	2,85	2,80

Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS

Tabuľka 3

Vývoj úrokových mier úverov za rok 2016 podľa doby mesačnej splatnosti

Splatnosť	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
Do 1r.	2,4	2,51	2,47	2,44	2,55	2,57	2,58	2,4	2,39	2,31	2,3	2,33
1 – 5r.	3,44	3,47	3,35	3,27	3,24	3,21	3,16	3,14	3,1	3,05	3,04	2,94
Nad 5r.	2,79	2,77	2,75	2,7	2,66	2,63	2,66	2,58	2,58	2,57	2,55	2,51

Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS

Úročenie úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam so splatnosťou od 1 do 5 rokov dlhodobo prevyšuje úročenie ostatných kategórií splatnosti úverov pričom veľkosťou sú tieto úvery najnižšie. Už takmer 10 rokov zaznamenali najvyššiu dynamiku rastu úvery so splatnosťou nad 5 rokov.

Priemerné úročenie úverov poskytnutých podnikom zaznamenalo v medziročnom porovnaní v štvrtom štvrtroku 2016 mierny pokles vo všetkých troch dobách splatnosti. Úročenie úverov so splatnosťou do 1 roka kleslo o 0,3 percentuálneho bodu na priemernú hodnotu 2,3 % p. a. Rovnaký trend – pokles o 0,3 percentuálneho bodu bol zaznamenaný aj pri úročení úverov so splatnosťou nad 5 rokov – úročenie tejto kategórie úverov dosiahlo priemernú hodnotu 2,5 % p. a. Úročenie úverov so splatnosťou od 1 do 5 rokov kleslo najviac, konkrétne o 0,4 percentuálneho bodu na priemernú hodnotu 3,0 % p. a.

Pri medziročnom porovnaní úročenia objemovo najvýznamnejších kategórií úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam na Slovensku s úročením totožných kategórií za eurozónu vidíme, že úročenie úverov so splatnosťou do 1 roka na Slovensku medziročne kleslo o 0,1 percentuálneho bodu a dosiahlo hodnotu 2,3 % p. a. ku koncu roka 2016. Úročenie tej istej kategórie úverov v eurozóne medziročne kleslo o 0,3 percentuálneho bodu na hodnotu 2,4 % p. a.. V medziročnom porovnaní úročenie úverov so splatnosťou nad 5 rokov na Slovensku koncom roka 2016 kleslo o 0,3 percentuálneho bodu na hodnotu 2,5 % p. a.. V eurozóne úročenia tejto kategórie rovnako kleslo – o 0,3 percentuálneho bodu na hodnotu 2,4 % p. a. Nie všetci ekonómovia sú z nízkych úrokových sadzieb nadšení. Podľa Haškovej (2016) nízke reálne úrokové sadzby bývajú pôvodcom deficitných sald štátov, lebo zvyšujú domáce investície na úkor domácich úspor. V budúcnosti sa predpokladá mierny nárast úrokových mier.

Avšak v rámci medzištátneho porovnania krajín EÚ patria úrokové sadzby úverov k tým najvyšším. Vyššie sadzby sú len vo vybraných južných krajinách eurozóny a v Írsku. V prípade úrokových sadzieb na nových úveroch patril domáci sektor taktiež k tým vyšším. Zároveň sa zachoval pomerne významný rozdiel medzi sadzbami ponúkanými veľkým podnikom a sektoru malých a stredných podnikov. Tento rozdiel dosiahol v roku 2016 hodnotu 1,5 p. b. Dôvodom sú pomerne vysoké sadzby na malých úveroch, ktoré sú jedny z najvyšších v eurozóne. Malé a stredné podniky majú problém pri získavaní úverov (4) podľa Musa, Strokovej a Musovej (2016) a iných z dôvodov neexistujúcich záruk. Pre banky sú to klienti s vyšším rizikom. Malý a stredný sektor je na Slovensku hybnou silou, ale efektívnosť týchto podnikov zaostáva. Podľa Loučanovej, Parobka, a iných (2015), je to z dôvodu neschopnosti akumulovať väčšie finančné zdroje na investície.

4 Zadlženosť podnikov v roku 2016

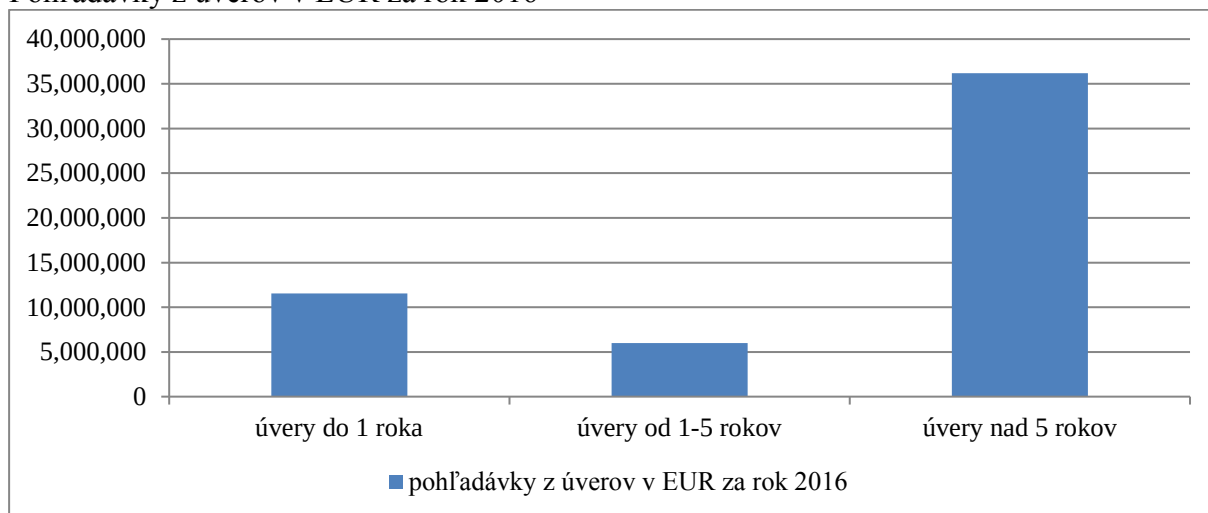
Celková zadlženosť podnikového sektora pokračovala v roku 2016 v raste. Podľa teórie kompromisu kapitálovej štruktúry podniky volia takú úroveň dlhu, ktorá bilancuje daňové zvýhodnenie dodatočnej dlhovej záťaže s nákladmi nepriaznivej finančnej situácie veľmi zadlženého podniku (Izák 2016). Rástli nielen úvery v bankách, ale iné formy záväzkov ako lízing, alebo emisie podnikových dlhopisov. Pri porovnaní úverov k ročným tržbám alebo HDP, možno pozorovať mierne rastúci vývoj schopnosti podnikov splácať dlh. Tento jav ovplyvnil rast ekonomiky ako aj pokračujúci pokles úrokových sadzieb na stave úverov. Rast úverového zaťaženia podnikov ku koncu roka zapríčinilo preváženie negatívneho vplyvu rastu úverov nad pozitívnym vplyvom nárastu tržieb. Ukazovateľ celkového dlhu k vlastným zdrojom dosiahol maximum. Na druhej strane pozitívne možno vnímať rast likvidných aktív v dôsledku priaznivej situácie v podnikovom sektore. Pod tento vývoj významnou mierou prispel nárast vkladov podnikového sektora. Ukazovateľ likvidných aktív k celkovému dlhu medziročne mierne rástol, a to aj napriek nárastu celkového zadlženia podnikového sektora. Zmena štruktúry dlhu podnikov vo forme zvýšenia podielu dlhodobého dlhu znižuje riziko refinancovania v prípade šoku v ponuke úverov.

4.1 Zlyhané úvery za rok 2016

Podiel zlyhaných úverov, ktoré sú v omeškaní so splnením záväzkov voči banke viac ako 90 dní, pokračoval v minulom roku v poklese. Nízke úrokové sadzby spolu ekonomickým rastom ovplyvnili schopnosť podnikov splácať svoje záväzky. Schopnosť podnikov splácať svoje záväzky pokračovala v miernom raste aj v roku 2016, avšak spomaľujúcim tempom. Na tento vývoj vplýval pokles úrokových sadzieb a rast objemu tržieb, ktoré znižovali úverovú záťaženosť aj napriek rastúcej zadlženosti podnikového sektora. Výsledkom tak bol pozitívny vývoj vo viacerých ukazovateľoch kreditnej kvality. Podiel zlyhaných úverov klesal nepretržite v priebehu celého roka 2016 a ku koncu roka dosiahol úroveň 6,5 % (7,3 % k decembru 2015), čo je hodnota výrazne pod priemerom pokrízového obdobia. Za týmto vývojom stojí jednak rast celkového objemu podnikových úverov, ako aj pomerne výrazný pokles objemu zlyhaných úverov. Väčšina ekonomických odvetví zaznamenala pokles podielu zlyhaných úverov rôznej intenzity. Z hlavných odvetví došlo len k miernemu zlepšeniu v prípade priemyslu, a aj to len z dôvodu rastu úverov. Vyššie kreditné straty zaznamenalo sektor dodávky energií. Naopak výrazne si polepšili odvetvia ako komerčné nehnuteľnosti, automobilový priemysel, maloobchod, ako aj stavebníctvo a ubytovacie služby. Za poklesom v sektore komerčných nehnuteľností stojí jednak dynamický rast úverov, ale predovšetkým výrazný pokles objemu zlyhaných úverov. Zlyhané úvery však pomerne výrazne poklesli len vo Všeobecnej úverovej banke, a.s., Slovenskej sporiteľni, a.s. a v Tatrabanke.

Graf 3

Pohľadávky z úverov v EUR za rok 2016



Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS

4.2. Konkurzy a reštrukturalizácie za rok 2016

V dôsledku stabilného ekonomického prostredia v minulom roku bolo na Slovensku vyhlásených 274 konkurzov, čo je v porovnaní s predchádzajúcim rokom o 18,69 % menej. Podľa Slovak Credit Bureau reštrukturalizácií bolo v roku 2016 vyhlásených 73, čo je pokles o 20,65 percenta oproti roku 2015.

V minulom roku bolo najviac konkurzov vyhlásených v odvetviach veľkoobchod a maloobchod a oprava motorových vozidiel a motocyklov, konkrétne 82. Nasledujú odvetvia stavebníctvo (35) a priemyselná výroba (35). Najviac reštrukturalizácií bolo povolených v odvetviach veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov, a to 21, ďalej priemyselná výroba (10) a odborné, vedecké a technické činnosti (10).

Podľa krajov bolo v minulom roku najviac konkurzov vyhlásených v Bratislavskom (69) a Košickom kraji (47). Naopak najmenej konkurzov vyhlásili v Trenčianskom kraji, a to 16. Pokračovať vo svojej činnosti, teda povolených reštrukturalizácií, najviac bolo v Banskobystrickom kraji (22) a v Bratislavskom kraji (14), zatiaľ čo v Nitrianskom kraji boli len tri povolené reštrukturalizácie.

Päťinový pokles podnikov, ktoré podstúpili konkurzné a reštrukturalizačné konanie oproti minulému roku hovorí o stabilizácii ekonomického prostredia. Stabilitu podnikov možno hodnotiť podľa rôznych metód (Harumová, Janisová 2014). Ozdravenie zasiahlo nielen priemysel, ale i stavebníctvo, ktoré recesiou prechádzalo najdlhšie.

5 Záver

Po kríze a recesii sa ekonomická situácia na Slovensku stabilizovala. Ekonomický rast a znižujúca sa nezamestnanosť sú dôvodom prečo všetky typy podnikov majú vzrastajúci počet úverov. Objem úverov mal stabilný rast na úrovni 6 %. Vyššia dynamika v poskytovaní úverov bola u väčších podnikov ako u malých stredných podnikov. Investičné úvery nad 5 rokov vzrástli viac ako prevádzkové úvery.

K nárastu podnikových úverov výraznejšie prispel aj vývoj v odvetviach poľnohospodárstva, ťažby a dobývanie nerastov, stavebníctva, informácií a komunikácií, zdravotníctva a sociálnej pomoci, umenia, zábavy a rekreácie a administratívnych a podporných služieb. Naopak pokles čerpania úverov bol v roku 2016 zaznamenaný v odvetviach dodávky elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu, dodávke vody a čistení

odpadových vôd, doprave a skladovaní, v ubytovacích a stravovacích službách, vo finančných a poisťovacích službách, v odborných, vedeckých a technických službách a vzdelávaní.

Úroková sadzba poskytnutých úverov bola nad úrovňou 2 %, oproti predchádzajúcemu roku mierne poklesla. Rozdiel v úrokových sadzbách medzi veľkými a malými a strednými podnikmi dosahoval 1,5 bodu. Malý a stredný sektor je pre banky stále rizikovým faktorom. Efektívnosť tohto sektora zaostáva z dôvodu neschopnosti kumulovať zdroje na investície.

Celková zadlženosť podnikov v minulom roku vzrástla, naopak podiel zlyhaných úverov klesol. O pätinu poklesol počet podnikov, ktoré prebehli konkurzným alebo reštrukturalizačným konaním. Situácia v podnikoch sa čiastočne stabilizovala.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0067/15 „Verifikácia a implementácia modelovania výkonnosti podniku v nástrojoch finančného rozhodovania“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra (References)

Čížík, V. (2008). Rovná daň v teorii a praxi. / Flat tax in Theory and Practice. *MFČR Informační studie / MFČR Information study*, 1/2008. Praha: Ministerstvo financí České republiky. / Ministry of Finance of the Czech Republic.

Đurinová, I. (2006). Daňová reforma v Slovenskej republike z hľadiska podnikateľskej sféry i občanov. / Tax Reform in the Slovak Republic in terms of business sphere and citizens. *E+M Ekonomie a management/Economics and management*. Vol. 9, Issue 3, pp. 70–85. ISSN 1212-3609.

Harumová, A. (2002). Vplyv daní na rozvoj podnikateľskej sféry. / Effect of taxes on development of business sphere. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 50, Issue 2, pp. 277-292. ISSN 0013-3035.

Harumová, A., Hyránek, E. (2015). Influence of tax changes on economic function of deferred taxes. In *Financial management of Firms and Financial Institutions, Proceedings (Part I)*. Ostrava: VŠB-TUO, pp. 349–356. ISBN 978-80-248-3865-6, ISSN 2336-162X.

Kmeť, J. (2014). Current trends in the business environment in the Slovak Republic. In *Current Problems of the Corporate Sector*. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 203–207. ISBN 978-80-225-3867-1.

Kollárová, Z. (2015). Zrušenie rovnej dane prinieslo menej, ako sa očakávalo. / The abolition of the flat tax brought less than expected. <https://www.etrend.sk/podnikanie/zrusenie-rovnej-dane-prinieslo-menej-ako-sa-ocakavalo.html>, [accessed 6.12.2016].

Lénártová, G. (2003). Pripravovaná daňová reforma v Slovenskej republike podľa kritérií daňovej teórie a praxe. / Prepared Tax Reform in the Slovak Republic According to the Criteria of Tax Theory and Practice. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 51, Issue 6, pp. 664–687. ISSN 0013-3035.

Mesík, P. (2013). Analýza podnikateľského prostredia z aspektu podnikania. / The analysis of the business environment from the aspect of business. In *Current Problems of the Corporate Sector*. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 372–377. ISBN 978-80-225-3636-3.

Musgrave, R. A. – Musgraveová, P. B. (1994). *Veřejné finance v teorii a praxi. / Public finance in Theory and Practice*. Praha: Management Press, Ringier ČR, 1994. ISBN 80-85603-76-4.

Schultzová, A., Škultéty, J. (2006). Daňová politika a daňová reforma v Slovenskej republike. / Tax Policy and Tax Reform in the Slovak Republic. *E+M Ekonomie a management/Economics and management*. Vol. 9, Issue 1, pp. 82–89. ISSN 1212-3609.

Slávik, Š., Juriková, B. (2002). Premennivosť a zložitosť podnikateľského prostredia na Slovensku (Externé podmienky vzniku konkurenčnej výhody). / Variability and complexity of Slovak business environment (External conditions for uprise of a competitive advantage). *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 50, Issue 2, pp. 217-234. ISSN 0013-3035.

Stiglitz, J. E. (1988). *Economics of the Public Sector*. New York, London: W.W. Norton & Company, 1988.

Šrenkel, Ľ. (2015). Analýza rozsahu zákona o dani z príjmov a početnosti jeho zmien v rokoch 2003–2015. / Analysis of the scope of the Income Tax Act and the frequency of its changes in 2003–2015. In *Nové výzvy vo financiách podnikateľských subjektov. / New challenges in business finance*. Bratislava: EKONÓM, 153–159. ISBN 978-80-225-4189-3.

Šubertová, E. (2015). Characteristics and types of financial resources to support the development of small and medium – sized enterprises in Slovakia, In *Financial management of Firms and Financial Institutions, Proceedings (Part IV.)*. Ostrava: VŠB-TUO, pp. 1 300-1 309. ISBN 978-80-248-3865-6, ISSN 2336-162X.

Šubertová, E. (2014). *Podnikateľské prostredie v Európskej únii. / Business environment in the European Union*. Bratislava: KARTPRINT, 2014. ISBN 978-80-89553-24-2.

Dotazníky pre fyzické a právnické osoby. / Questionnaires for natural persons and legal entities.

Veronika Jánošová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: veronika.janosova@euba.sk

Faktory ovplyvňujúce finančnú štruktúru slovenských podnikov Factors determining the financial structure of Slovak enterprises

Lenka Kalusová

Abstract

The aim of this paper is to analyse the impact of selected factors on financial structure of Slovak enterprises. We divide factors of financial and capital structure into three groups: firm – specific, country-specific and industry factors. In each group, we define the selected factors. We point out the researches in domestic and foreign conditions that provide valuable information on the influence of selected factors on the financial and capital structure of enterprises. The research in this area focused mostly on the impact of firms factors on financial structure. Excluding the effects of firm factors we point out the importance of external macro-environment factors on financial structure of enterprises.

JEL classification: G 30, G 32

Keywords: financial structure, internal business factors, external factors of macroenvironment

1 Úvod

Finančná štruktúra podnikov a snaha o jej optimalizovanie sú neustále diskutovanými témami ako vo finančnej teórii, tak aj vo finančnej praxi. Pri formovaní štruktúry zdrojov financovania podnikateľských subjektov by sa mali brať do úvahy mnohé faktory, ktoré finančnú štruktúru podnikov ovplyvňujú. Máme na mysli jednak interné podnikové faktory, ale najmä špecifické faktory krajiny, v ktorej podniky pôsobia. Práve tie totižto predstavujú akési ohraničenia, v rámci ktorých by sa podniky pri kreovaní finančnej štruktúry mali pohybovať. Hoci by sa dalo namietat', že podniky majú k dispozícii možnosti získavania finančných zdrojov aj emisiou akcií či dlhopisov na domácich i zahraničných trhoch, až 99,6 % nefinančných podnikov na Slovensku je veľkostnej kategórie malé a stredné podniky, a teda ako z hľadiska dostupnosti tejto formy financovania, tak ako aj z hľadiska nákladov, túto možnosť často nevyužívajú.

V príspevku sa zameriavame na vybrané faktory, ktoré ovplyvňujú finančnú štruktúru slovenských podnikov. Poskytujeme pohľad na vybrané prieskumy domácich autorov, ktoré sa zaoberajú otázkami a analýzou faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru slovenských podnikov. Zároveň poukazujeme na potrebu skúmania nie len interných podnikových faktorov, ale aj externých faktorov makroprostredia, ktoré výrazným spôsobom môžu ovplyvňovať možnosti formovania finančnej štruktúry slovenských podnikov.

1.1 Faktory vplývajúce na rozhodovanie o finančnej štruktúre podnikov

Keďže rozhodnutia týkajúce sa finančnej štruktúry sú dlhodobými rozhodnutiami a ich účinky na podnik sú dlhodobé, je nevyhnutné, aby každý podnik pri jej plánovaní bral do úvahy vplyv týchto faktorov. Nakoľko faktory ovplyvňujúce finančnú štruktúru podnikov pochádzajú z rôznych oblastí, môžeme ich vo všeobecnosti rozdeliť do troch skupín, a to špecifické faktory krajiny, odvetvové faktory a interné podnikové faktory.

1.1.1 Špecifické faktory krajiny

Špecifické faktory krajiny sú faktory, ktoré súvisia s osobitosťami financovania v konkrétnej krajine. Môžeme medzi ne zaradiť:

- **Právny systém** – ide o jeden zo základných faktorov podmieňujúcich spôsob financovania podnikov, a tým aj voľbu finančnej a kapitálovej štruktúry. V rámci právneho systému môžeme identifikovať dva odlišné systémy – kontinentálny/európsky systém a anglo-americký systém. Tieto systémy sa vyznačujú určitými špecifikami, ktoré sa prejavujú v oblasti financovania podnikov. Takýmto typickým znakom je dominancia zdrojov financovania. Podniky, ktoré pôsobia v krajinách s kontinentálnym systémom, získavajú finančné zdroje predovšetkým od finančných sprostredkovateľov (banky, lízingové spoločnosti), zatiaľ čo v krajinách s anglo-americkým systémom získavajú podniky finančné zdroje z kapitálového trhu – vlastný kapitál získavajú emisiou akcií a cudzí kapitál prostredníctvom emisie dlhopisov. Na základe dominancie zdrojov financovania môžeme teda identifikovať dva rôzne systémy vyznačujúce sa odlišným spôsobom získavania prostriedkov potrebných na financovanie podniku, a to bankovo – orientovaný a trhovo-orientovaný systém (Krištofik, 2006).

- **Makroekonomické prostredie** – konkrétna uplatňovaná forma právneho systému krajiny nie je jediným faktorom pôsobiacim na rozhodnutia podnikov týkajúce sa finančnej štruktúry. Nezastupiteľné miesto medzi týmito faktormi má makroekonomické prostredie – z makroekonomického prostredia sa pozornosť sústreďuje predovšetkým na dva všeobecne uznávané faktory, a to inflácia a stav a vývoj konjunktúry, reprezentovaný ukazovateľom rast hrubého domáceho produktu.

- **Zdanenie** – vplyv zdanenia na rozhodnutia týkajúce sa finančnej štruktúry podniku sú dôležité hlavne v jurisdikciách, kde nákladové úroky sú daňovo uznateľným výdavkom. Ak sú nákladové úroky daňovo uznateľným výdavkom, potom sa odporúča uprednostňovať financovanie prostredníctvom cudzích zdrojov pred využívaním vlastných zdrojov financovania.

- **Finančný trh** – zahŕňa také charakteristiky, ako sú veľkosť a činnosti vykonávané na finančnom trhu. Spolu s bankovým sektorom ide o jedny z najdôležitejších faktorov, pretože práve finančné spoločnosti predstavujú rozhodujúci prvok prístupu podnikov ku kapitálu. Viaceré výskumy v oblasti finančnej štruktúry podniku sa zameriavajú na skúmanie vzťahu medzi charakteristikami kapitálového trhu a finančnou štruktúrou podnikov. Výskumy ukázali, že likvidný a aktívny kapitálový trh ovplyvňuje splatnosť dlhu podniku. Podľa zistení podniky, ktoré pôsobia v krajinách s rozvinutým, vysoko likvidným kapitálovým trhom, majú tendenciu preferovať dlhy s dlhšou lehotou splatnosti (Clayman et al., 2008).

- **Bankový sektor** – jeho význam je nepopierateľný najmä v krajinách pôsobiacich v tzv. kontinentálnom, resp. európskom systéme práva, kde sú bankové úvery rozhodujúcim cudzím zdrojom financovania podnikových potrieb. V podnikoch pôsobiacich v krajinách s anglo – americkým systémom práva majú silnejšie postavenie akcionári, a preto sa tieto podniky orientujú skôr na kapitálový trh pri získavaní finančných zdrojov, v kontinentálnom systéme práva je výrazne tesnejší vzťah medzi bankou a podnikom (Clayman et al., 2008).

- **Právne obmedzenia** – pôsobenie vyššie uvedených faktorov je ešte ohraničené zo strany štátu prostredníctvom rôznych právnych obmedzení a vládnej regulácie. Právne obmedzenia podnikov ako faktor ovplyvňujúci finančnú štruktúru vychádzajú z podmienky, že každý podnik musí všetky operácie (teda aj tie, ktoré súvisia s jeho financovaním) uskutočňovať v súlade so zákonom danej krajiny. Napr. v prípade, že ide o podnik, ktorý by chcel emitovať cenné papiere, tak musí dodržiavať pri emisii cenných papierov právne predpisy daného konkrétneho štátu (Palanivelu, 2007).

- Silný vzťah existuje medzi **vládnou reguláciou** a správaním firiem. Oblasť vládnej regulácie zahŕňa oblasti finančného a daňového výkazníctva, ktoré môžu významnou mierou ovplyvniť rozhodnutia týkajúce sa finančnej štruktúry podnikov (Swanson et al., 2003).

1.1.2 Odvetvové faktory

Ide o faktory, ktoré vplyvajú na finančné rozhodnutia podniku týkajúce sa finančnej štruktúry podľa odvetvia, v ktorom daný podnik pôsobí. Patria sem:

- **Fáza životného cyklu odvetvia** – patrí medzi základné odvetvové faktory ovplyvňujúce výber spôsobu financovania podnikateľských aktivít – iné zdroje financovania sú vhodné v počiatočnej fáze rozvoja daného odvetvia, iné vo fáze nasýtenia odvetvia a iné vo fáze poklesu, čo ovplyvňuje aj dostupnosť zdrojov pre tieto podniky, a tým aj rozhodnutia týkajúce sa finančnej štruktúry podniku. Vo všeobecnosti sa uvádzajú ako najvhodnejšie nasledujúce formy zdrojov financovania podnikov v jednotlivých fázach životného cyklu odvetvia:

- vo fáze nového, inovatívneho priemyslu – je možné využívať predovšetkým financovanie prostredníctvom rizikového kapitálu, ktorý poskytnú podniku investori. V prípade, že ide o odvetvie, v ktorom je veľká pravdepodobnosť zlyhania a úpadku podniku v krátkom čase, je vhodným zdrojom financovania vlastný kapitál podniku. Podniky by sa v tejto fáze mali vyvarovať vysokého podielu cudzieho kapitálu, pretože by to mohlo zvýšiť rizikový profil odvetvia,
- vo fáze rastu – podniky môžu využívať rovnako vlastné, ako aj cudzie zdroje financovania,
- vo fáze nasýtenia alebo poklesu – vzhľadom na to, že narastá neistota týkajúca sa budúcich peňažných tokov, podniky by mali financovať expanziu aj modernizáciu hlavne prostredníctvom využívania vlastného kapitálu (Gurusamy, 2009).

- **Sezónne výkyvy** – niektoré odvetvia v národnom hospodárstve podliehajú rôznym sezónnym výkyvom. Tieto cyklické výkyvy v odvetví majú za následok výkyvy podnikových príjmov, zamestnanosti, predaja a i. Finanční manažéri by v takomto prípade mali pozornosť sústrediť na zlepšenie využívania získaných zdrojov tak, aby sa dokázali prispôbiť zmenám, ktoré so sebou prinášajú cyklické výkyvy (Mittal, 2006-7).

- **Stupeň hospodárskej súťaže** – v prípade, že podnik nemá na trhu postavenie monopolu, významným faktorom ovplyvňujúcim jeho rozhodnutia bude stupeň hospodárskej súťaže. Odporúča sa, aby podniky, ktoré pôsobia vo vysoko konkurenčnom prostredí, využívali vo väčšej miere vlastný kapitál a menej cudzí kapitál. Naopak, v prípade, že podniky pôsobia v odvetviach, v ktorých stupeň konkurencie nie je taký vysoký, môžu zvýšiť podiel dlhu na celkovom kapitáli podniku – vychádza sa pritom z predpokladu, že tieto podniky vykazujú relatívne stabilné príjmy, a preto aj miera ich zadlženosti môže byť vyššia (Mittal, 2006-7).

- **Finančná štruktúra iných podnikov v odvetví** – okrem pôsobenia predchádzajúcich faktorov je potrebné uviesť, že finančná štruktúra podnikov je ovplyvnená aj finančnou štruktúrou iných podnikov v odvetví. Podniky, ktoré sú súčasťou toho istého odvetvia, vykazujú určité podobné znaky – ponúkajú na trhu podobné produkty, majú podobnú štruktúru výrobných nákladov, používajú veľmi podobné technológie, dosahujú podobnú výnosnosť a tieto tendencie sa prejavujú aj v oblasti ich finančnej štruktúry, teda pomer dlhu a vlastného kapitálu je podobný (pričom pre každé odvetvie je typický iný pomer dlhu a vlastného kapitálu). Preto spoločnosti pri rozhodovaní o finančnej štruktúre podniku berú na vedomie aj stupeň zadlženosti, ktorý prevláda v danom odvetví (Singla, 2008-9).

1.1.3 Interné podnikové faktory

Na rozdiel od predchádzajúcich uvedených faktorov, ktoré predstavovali určité ohraničenia, v rámci ktorých sa podniky museli pohybovať, tieto faktory môžu podniky ovplyvňovať. Medzi najčastejšie sa skúmajúce patria:

- **Veľkosť podniku** – finančné rozhodnutia podnikov pri voľbe finančnej štruktúry do značnej miery ovplyvňuje veľkosť podniku. Hlavne malé a stredné podniky majú často problémy pri získavaní úverových zdrojov, obzvlášť dlhodobých úverov. V prípade, že sa týmto podnikom predsa len podarí získať dlhodobý úver, tak banky si stanovujú neprimerané podmienky a cena takýchto úverov značne prevyšuje cenu, ktorú by platili veľké podniky. Okrem problémov v oblasti získavania cudzích zdrojov veľkosť podniku podmieňuje ako faktor ovplyvňujúci finančnú štruktúru podnikov aj možnosti získavania vlastných zdrojov financovania. Zatiaľ čo veľké podniky môžu emitovať akcie na kapitálových trhoch a získať takto potrebný objem finančných prostriedkov, malé a často aj stredné podniky, hoci by mohli tento spôsob získavania peňažných prostriedkov využiť, tak suma nákladov spojených s emisiou akcií v ich relatívne nízkom objeme by spôsobila výrazné predraženie tohto zdroja, a tak sa stáva pre tento segment podnikov nedostupným. Nezáujem o získavanie kapitálu cez emisie akcií ukazuje aj vývoj na IPO trhoch (Kmeťko & Škriniar, 2012). Tieto podniky sa preto spoliehajú predovšetkým na využívanie základného imania a nerozdeleného zisku minulých rokov ako na základné zdroje financovania a v dôsledku toho dochádza k tomu, že ich finančná štruktúra je málo flexibilná (Mittal, 2006-7).

- **Vek podniku**, resp. fáza životného cyklu podniku – je dôležitým faktorom, ktorý ovplyvňuje možnosti získavania zdrojov financovania – podniky, ktoré práve vstupujú do odvetvia alebo sú v odvetví len veľmi krátky čas, budú mať obmedzené možnosti pri rozhodovaní sa o finančnej štruktúre. Je to spôsobené tým, že tieto podniky ešte nemajú vybudovanú pevnú sieť zákazníkov, a tak si nemôžu byť istí objemom svojich obchodov, z čoho vyplývajú aj obmedzenia, napr. pri získavaní cudzích zdrojov financovania. Naopak v prípade, že už ide o etablované podniky, tieto podniky majú za sebou určitú históriu a v prípade dosahovania stabilnej úrovne zisku môžu využívať túto výhodu pri formovaní finančnej štruktúry (Gurusamy, 2009).

- **Náklady kapitálu** – sú najčastejšie uvádzaným faktorom, najmä v súvislosti s optimálnou finančnou štruktúrou. Náklady kapitálu predstavujú podľa Siváka a Mikócziovej (2005) „*náklady, ktoré musí podnik znášať v súvislosti s obstarávaním a používaním dlhodobého kapitálu potrebného na financovanie svojej podnikateľskej činnosti a ďalšieho rozvoja.*“ Pri rozhodovaní o využívaní konkrétneho druhu kapitálu by podnik mal zabezpečiť, že použitie daného kapitálu spoločnosti vygeneruje zisky, z ktorých bude podnik schopný náklady na daný druh kapitálu uhradiť.

- **Faktor rizika** – musíme brať do úvahy v súvislosti s predchádzajúcim faktorom - medzi rizikom a výnosom je nepriamo úmerný vzťah – platí, že lacnejší kapitál je pre podnik zároveň aj riskantnejší. Hoci náklady, ktoré sú spojené s vypožičaným kapitálom, sú nižšie, úmerne tomu je rizikovejšie jeho využitie pre podniky (Rastogi, 2010).

- **Majetková štruktúra** – vplyv tohto faktora sa prejavuje vo väzbe štruktúry majetku na konkrétne zdroje financovania. Štruktúra podnikového majetku je rôzna medzi jednotlivými odboarmi podnikania (podniky pôsobiace v rovnakom odbore podnikania sa vyznačujú podobným podielom neobežného a obežného majetku podniku a jeho jednotlivých položiek) a následne dochádza aj k odlišnému podielu jednotlivých zdrojov financovania.

- **Výška a stabilita podnikového zisku** – rozhodnutia o podiele cudzieho kapitálu na celkovom kapitále podniku sú ovplyvnené aj dosahovanými výsledkami podniku v oblasti

zisku a peňažných tokov. Podniky si môžu dovoliť vyšší podiel cudzieho kapitálu na celkovom kapitále v prípade, že dosahujú vyšší a stabilnejší zisk, ktorý je predpokladom menšieho rizika, že si nebudú plniť dlhovú službu, t.j. nebudú platiť úroky, resp. splácať istinu dlhu (Vlachynský, 2009).

- **Úroveň a stabilita cash flow** – to, či bude alebo nebude podnik schopný plniť svoje záväzky, závisí nielen od úrovne a stability zisku, ale aj od dostupnosti pohotových peňažných prostriedkov, teda od úrovne a stability cash flow. Môže sa totiž stať, že napriek vysokej úrovni vykazovaného zisku podnik jednoducho nebude mať dostatok voľných peňažných prostriedkov na zaplatenie úrokov a poplatkov súvisiacich s dlhom. V prípade, že podniky nie sú schopné dlhodobo generovať dostatočnú úroveň hotovosti, môže sa stať, že sa dostanú do platobnej neschopnosti. Preto je dôležité, aby sa dostatočná pozornosť pri rozhodovaní o podiele dlhu vo finančnej štruktúre podniku venovala nielen predpokladanej výške zisku, ale aj odhadom peňažných tokov (Kapil, 2011).

- **Náklady finančných ťažkostí** – ako sme uviedli už pri nákladoch kapitálu podniku, využívanie dlhu poskytuje daňové výhody pre podniky. Je potrebné si však uvedomiť, že platba úrokov a splátka istiny sú povinnosti, ktoré si podnik v stanovenom čase musí splniť. V prípade, že tomu tak nie je, vytvára sa tlak na podniky a môžu sa dostať do finančných ťažkostí, ktorých vyvrcholením je bankrot podniku (Brealey et al., 2004).

1.2 Skúmanie faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru podnikov v podmienkach SR

V domácej literatúre sa stretávame s niekoľkými výskumami vplyvu vybraných faktorov na finančnú štruktúru slovenských podnikov. Tieto výskumy sa zväčša orientujú na skúmanie vplyvu vybraných interných podnikových faktorov na finančnú štruktúru slovenských podnikov.

Jedným zo skorších výskumov faktorov, ktoré pôsobia na mieru zadlženosti slovenských podnikov, uskutočnila Polavková (2000). Objektom jej výskumu boli slovenské priemyselné akciové spoločnosti. Autorka na základe výsledkov jej výskumu zistila, že medzi veľkosťou podniku a mierou zadlženosti existuje pozitívny vzťah. Autorka interpretuje tieto výsledky prostredníctvom diverzifikácie hospodárskej činnosti podnikov – väčšie podniky majú svoju činnosť diverzifikovanú viac ako menšie podniky, čím sa znižuje riziko, že sa dostanú do finančných problémov, preto majú väčšie podniky väčšiu šancu získať úver a viac sa zadlžiť.

K rovnakým záverom, čo sa týka závislosti medzi veľkosťou podniku a finančnou a kapitálovou štruktúrou, dospela aj autorka Kanderová (2003). Autorka predpokladala, že veľkosť podniku má pozitívny vplyv na zadlženosť podniku, t.j. s rastom veľkostnej kategórie podnikov dochádza aj k zvyšovaniu miery zadlženosti týchto podnikov. Okrem tohto faktora skúmala aj závislosť zadlženosti od ďalších šiestich premenných (jedinečnosť, riziko, štruktúra aktív, nedlhový daňový štít, rastové príležitosti a ziskovosť). Výsledky práce poukazujú na kladný vzťah medzi veľkosťou podniku a mierou zadlženosti (väčšie podniky vykazujú vyššiu mieru zadlženosti), čo autorka vysvetľuje vyššími transakčnými nákladmi malých podnikov pri emisii dlhu ako pri emisii dlhu väčšími podnikmi.

K opačným záverom v oblasti vplyvu veľkosti podniku na finančnú a kapitálovú štruktúru podnikov dospela v rámci svojho skúmania autorka Hrabovská (2007). Na základe vzorky 44 slovenských MSP (z analýzy boli vylúčené mikropodniky) s hlavným predmetom podnikania priemyselná výroba skúmala pomocou regresnej analýzy vplyv vybraných determinantov finančnej štruktúry malých a stredných podnikov. Analýza sa zameriavala na zisťovanie závislosti zadlženosti od vybraných nezávislých premenných, medzi ktoré autorka vzhľadom na obmedzenia vychádzajúce z údajovej základne výskumu, zaradila nasledujúce premenné – veľkosť podniku, ziskovosť, štruktúra aktív (meraná zmenou aktív), rastové príležitosti a

riziko. Na základe analýzy vyplynulo, že finančnú štruktúru malých a stredných podnikov na Slovensku ovplyvňuje v najväčšej miere štruktúra aktív (ktorá má na zadlženie podniku negatívny vplyv) a rastové príležitosti (majú pozitívny vplyv na zadlženie podniku). Naopak veľkosť podniku, riziko a ani faktor času neovplyvňujú finančnú štruktúru skúmaných podnikov. Jedným zo záverov uskutočnenej analýzy bolo, že malé a stredné podniky by sa vzhľadom na negatívny vplyv ziskovosti na zadlženosť podniku mali viac zameriavať na využívanie vlastných zdrojov financovania.

Významnosť nákladov kapitálu ako jedného z rozhodujúcich faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru podnikov potvrdzuje aj prieskum uskutočnený autormi Kráľovič et al (2004). Prieskum sa uskutočnil v podmienkach slovenských podnikov v rokoch 2003 – 2004. Jeho výsledky poskytujú cenné informácie v oblasti finančnej štruktúry a finančného plánovania podnikov. Jednou z oblastí, na ktoré sa výskum zameriaval, bolo aj zisťovanie, ktoré faktory ovplyvňujú finančnú štruktúru slovenských podnikov. Podľa zistení autorov až 51 % podnikov považuje náklady kapitálu za najvýznamnejší. Toto tvrdenie je podopreté aj vyjadrením podnikov k sledovaniu ceny získaných finančných zdrojov - až 55 % podnikov sa zaoberá cenou finančných zdrojov. Ako uvádzajú autori, zistené výsledky v oblasti faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru sú v súlade s poznatkami, ktoré sa uvádzajú aj v zahraničných publikáciách, a teda nie je výrazný rozdiel medzi správaním sa slovenských podnikov pri rozhodovaní o finančnej štruktúre a podnikov v zahraničí.

Vplyv vybraných interných podnikových faktorov (napr. štruktúra aktív, ziskovosť, likvidita, veľkosť podniku, nedlhový daňový štít a i.) na finančnú štruktúru slovenských podnikov skúmali aj Režňáková et al (2010). Jedným z výsledkov výskumu je okrem iného aj potvrdenie pozitívnej korelácie medzi veľkostnou kategóriou podnikov a ich zadlženosťou, t.j. s rastom veľkostnej kategórie podnikov dochádza aj k nárastu zadlženosti. Autori si túto skutočnosť vysvetľujú prostredníctvom toho, že veľké podniky majú viac diverzifikovanú svoju činnosť, čím sú vystavené nižšiemu riziku ako malé podniky a banky sú im preto ochotnejšie poskytovať úvery viac ako v prípade malých podnikov. Zároveň poukazujú aj na skutočnosť, že vyjednávacía sila voči banke je v prípade väčších podnikov lepšia ako pri podnikoch malých.

Skúmaním odvetvových diferencií medzi faktormi ovplyvňujúcimi finančnú štruktúru slovenských podnikov sa zaoberali autorky Kalusová a Fetisovová (2015). Autorky vo svojom výskume zisťovali vplyv vybraných faktorov makroekonomického a interného podnikového prostredia na finančnú štruktúru podnikov pôsobiacich v siedmych odvetviach. Výskumu podrobili roky 2003 – 2013. Dospeli k zaujímavým výsledkom. Podľa autoriek je odvetvie, v ktorom podniky pôsobia, významným faktorom ovplyvňujúcim finančnú štruktúru skúmaných podnikov - na podniky pôsobiace v rôznych odvetviach vplývajú zvolené interné podnikové faktory (likvidita, štruktúra aktív, ziskovosť, nedlhový daňový štít, veľkosť a vek podniku) na finančnú štruktúru rôznou intenzitou, v niektorých prípadoch dokonca aj opačným smerom vývoj. Autorky zároveň konštatujú, že hlavným problémom slovenských podnikov je veľmi vysoká úroveň financovania prostredníctvom krátkodobých cudzích zdrojov, čo má podľa ich názoru za dôsledok potrebu zvýšenej pozornosti v oblasti likvidity podniku a zabezpečenia dostatočného množstva finančných prostriedkov na úhradu svojich splatných záväzkov.

Výsledky výskumu autorov Belása et al. (2015) poukazujú aj na to, že finančná štruktúra slovenských podnikov, a to najmä malých a stredných, je v určitom zmysle ovplyvnená aj slabou podporou zo strany štátu. Štát sa podľa nich v dostatočnej miere nezaujíma o potreby tohto segmentu podnikov, je potrebné, aby sa pozornosť štátu v podstatne väčšej miere zameriavať na zlepšovanie podnikateľského prostredia na Slovensku.

Pre porovnanie dosiahnutých výsledkov v domácich, slovenských výskumoch, poskytujeme pohľad na vybrané výsledky výskumov zahraničných autorov, ktorí sa zaoberali skúmaním faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru podnikov (tabuľka 1). V tabuľke sú uvedené faktory, ktorých vplyv na finančnú štruktúru podnikov bol štatisticky potvrdený. Znamienko udáva smer pôsobenia faktorov, symboly pri faktoroch udávajú štatistickú významnosť faktora, ktorá je posudzovaná v súlade so štandardmi používanými pri zahraničných výskumoch (Bhaird & Lucey, 2010; Hedija & Fiala, 2015).

Tabuľka 1

Porovnanie výsledkov vybraných autorov v oblasti faktorov ovplyvňujúcich finančnú štruktúru podnikov

	Jõeveer* (2006)	Nguyen & Ramachandran (2006)	Jensen & Uhl (2008)	Frank & Goyal (2004)	Vatavu (2013)
Makroekonomické faktory					
Ekonomický cyklus			***	*	
Inflácia	***		***		
Úrokové sadzby			***		***
Daňová sadzba				*	
Interné podnikové faktory					
Výnosnosť		***	***	***	***
Veľkosť	***	***	***	*	***
Likvidita					***
Štruktúra aktív				***	***
Rizikovosť		***			***
Nedlhový daňový štít			***	+	
Vek			***		

Zdroj: vlastné spracovanie

Poznámka: * výsledky platné pre nekótované podniky

Čo sa týka výsledkov výskumu zahraničných autorov, je zrejmé, že stále sú veľmi často skúmanými faktormi najmä interné podnikové faktory, ktorých vplyv je aj štatisticky preukázaný. Zhodný smer ako i intenzitu pôsobenia faktora môžeme vidieť iba pri skúmaní vplyvu výnosnosti na finančnú štruktúru podnikov. Medzi výnosnosťou a zadlženosťou je negatívna korelácia, t.j. s narastajúcou úrovňou ziskovosti klesá zadlženosť skúmaných podnikov. Smer ako i intenzita pôsobenia ostatných faktorov sú rôzne, čo môže svedčiť o tom, že dôležitú úlohu zohrávajú aj špecifické faktory krajiny. Ako teda výsledky naznačujú, je zrejmé, že je potrebné rozšíriť smer výskumu aj na špecifické faktory krajiny.

3 Záver

V príspevku sme sa zamerali na faktory ovplyvňujúce možnosti formovania finančnej štruktúry slovenských podnikov. Ako sme aj na výskumoch uskutočnených v slovenských podmienkach ukázali, prevažne dochádza k skúmaniu vplyvu interných podnikových faktorov. Nazdávame sa, že smer výskumu by sa v tomto prípade mal ďalej orientovať a rozšíriť na faktory, ktoré pôsobia na podnik zvonku, teda na špecifické faktory krajiny, v ktorej podniky vykonávajú svoju činnosť. Obmedzujúco v prípade týchto faktorov a ich zahrnutia do výskumu prostredníctvom využitia viacnásobnej regresnej analýzy (za účelom dokázania ich štatistickej významnosti) však pôsobí náročnosť, v niektorých prípadoch dokonca nemožnosť kvantifikácie týchto faktorov. Máme na mysli hlavne skúmanie vplyvu inštitucionálnych faktorov, akými sú napr. ochrana práv veriteľov, vymožiteľnosť práva, miera korupcie prostredia a i. Svetová banka v rámci svojej publikácie Doing Business (2017) každoročne uverejňuje ekonomický profil 189 ekonomík sveta, vrátane Slovenska. V rámci

profilu krajiny sa zameriava na niekoľko oblastí, medzi ktorými sú aj vyššie uvedené inštitucionálne faktory. Problémom však je, že banka hodnotí tieto faktory pomocou bodovej stupnice, a hoci vieme na základe dosiahnutého počtu bodov zhodnotiť úroveň vybraných charakteristík ekonomického prostredia na Slovensku a porovnať ich napr. s inými krajinami, Slovensko dlhodobo dosahuje približne rovnaké bodové hodnotenie, a teda použiť tieto hodnoty na výskum nie je vhodné. Zrejme lepším spôsobom by mohlo byť dotazovanie sa priamo finančných manažérov na ich postoje k týmto faktorom vo vzťahu k ich vplyvu na formovanie štruktúry zdrojov financovania podniku.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/16 „Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

A World Bank Group Flagship Report. 2017. Doing Business. Economy profile 2017. Slovak Republic.

<http://www.doingbusiness.org/~media/wbg/doingbusiness/documents/profiles/country/svk.pdf>, [accessed 27.9.2017].

Belás, J. - Bilan, Y. - Demjan, V. - Sipko, J. (2015). Entrepreneurship in SME Segment: Case Study from the Czech Republic and Slovakia. *Amfiteatru Economic*. Vol. 17, No. 38, pp. 308-326. ISSN 1582-9146.

Bhaird, C. – Lucey, B. (2010). Determinants of Capital Structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*. Vol. 35, No. 3, pp. 357-375. ISSN 0921-898X.

Brealey, R. A. - Myers, S. C. - Marcus, A. J. (2004). *Fundamentals of corporate finance*. New York : McGraw-Hill/Irwin, 2004. ISBN 0-07-121558-1.

Clayman, M. R. – Fridson, M. S. – Troughton, G. H. (2008). *Corporate Finance. A Practical Approach*. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2008. ISBN 978-0-470-19768-4.

Frank, M. Z. – Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions : Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*. Vol. 38, Issue 1, pp. 1-37. ISSN 1755-053X.

Gurusamy, S. (2009). *Financial Services and System*. New Delhi : Tata McGraw – Hill, 2009. ISBN 978-0-07-015335-6.

Hedija, V. - Fiala, R. (2015). The Relationship between Size and Growth of Travel Agencies and Tour Operators in the Czech Republic. In *10th International Conference on Topical Issues of Tourism*. Jihlava: College of Polytechnics Jihlava, pp. 93-103. ISBN 978-80-88064-09-1.

Hrabovská, Z. (2007). Analýza vplyvu vybraných determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke malých a stredných podnikov v Slovenskej republike/Analysis of the impact of

selected determinants of the capital structure on the sample of SMEs in Slovak Republic. *Acta academica karviniensia*. No. 1, pp. 59-71. ISSN 1212-415X.

Jensen, N. S. – Uhl, F. T. (2008). *Capital Structure in European SMEs – An Analysis of Firm – and Country Specific Variables in Determining Leverage*.

http://pure.au.dk/portalasbstudent/files/3244/Capital_Structure_in_European_SMEs.pdf, [accessed 26.9.2017].

Jõebeer, K. (2006). *Sources of Capital Structure : Evidence from Transition Countries*. Prague : CERGE-EI, 2006. ISBN 80-7343-102-5.

Kalusová, L. - Fetisovová, E. (2015). Investigating the differences between the factors determining financial structure of enterprises across industry sectors. *Transformations in business & economics*. Vol. 14, No. 3C, pp. 356-372. ISSN 1648-4460.

Kanderová, M. (2003). Zhodnotenie vplyvu determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke podnikov v Slovenskej republike/Valuation of the influence of capital structure determinants on a sample of Slovak corporations. *E + M. Ekonomie a management/E + M. Economics and Management*. Vol. 6, No. 3, pp. 36-43. ISSN 1212-3609.

Kapil, S. (2011). *Financial Management*. India : Dorling Kindersley Pot, 2011. ISBN 978-81-317-3165-9.

Kmeťko, M. - Škriniar, P. (2012). IPO aktivita na kapitálovom trhu/IPO activity on capital market. In *Ekonomika, financie a manažment podniku VI*. Bratislava: Fakulta podnikového manažmentu EU, 2012. ISBN 978-80-225-3500-7.

Kráľovič, J. – Hyránek, E. – Sochor, M. (2004). Prístupy slovenských podnikov k optimalizácii kapitálovej štruktúry a k tvorbe finančného plánu/Approaches of Slovak enterprises to optimize the capital structure and to create a financial plan. *Ekonomika a manažment/Economics and Management*. Vol. 1, No. 2, pp. 7-16. ISSN 1336-3301.

Krištofik, P. (2006). Niektoré aspekty finančného rozhodovania vo finančnej teórii a v praxi/ Selected aspects of financial decision making in finance theory and practice. *Acta Aerrarii Publici*. Vol. 3, No. 2, pp. 128-135. ISSN 1336-8818.

Mittal, R. K. (2006- 07). *Management Accounting and Financial Management*. New Delhi : V. K. Enterprises, 2006- 07. ISBN 81-87140-74-7.

Nguyen, T. D. K. – Ramachandran, N. (2006). Capital Structure in Small and Medium sized Enterprises: The Case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*. Vol. 3, No. 2, pp. 192 – 211. ISSN 0217-4472.

Palanivelu, V. R. (2007). *Accounting for Management*. New Delhi : LAXMI PUBLICATIONS LTD., 2007. ISBN 9788131801192.

Polavková, J. (2000). Faktory pôsobiace na mieru zadlženosti slovenských podnikov/ Factors impacting the debt rate of the Slovak companies. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 48, No. 3, pp. 349-368. ISSN 0013-3035.

Režňáková, M. - Svoboda, P. - Polednáková, A. (2010). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Slovakia. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*. Vol. 58, No. 3, pp.237-250. ISSN 1648-4460.

Singla, R. K. (2008 – 09). *Business Studies*. New Delhi : V. K. Enterprises, 2008–09. ISBN 81-87139-67-6.

Sivák, R. – Mikócziová, J. (2005). *Teória a politika kapitálovej štruktúry a majetkovo finančnej stability podnikateľských subjektov/Theory and policy of capital structure and property financial stability of enterprises*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2005. ISBN 80-225-2022-5.

Swanson, Z. – Srinidhi, B. - Seetharnman, A. (2003). *The Capital Structure Paradigm. Evolution of Debt / Equity Choices*. USA : Praeger Publishers, 2003. ISBN 1-56720-616-6.

Vatavu, S. (2013). Determinants of corporate debt ratios: Evidence from manufacturing companies listed on the Bucharest stock exchange. *Timisoara Journal of Economics and Business*. Vol. 6, No. 20, pp. 99-126. ISSN 2286-0991.

Vlachynský, K. a kol. (2009). *Podnikové financie/Corporate finance*. Bratislava : Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0.

Lenka Kalusová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: lenka.kalusova@euba.sk

Durácia fondov Fund's Duration

Miroslav Kmeťko

Abstract

For bond fund investors, it is important to know the duration of the fund in which they are interested in investing. Duration is mainly the expression of the price sensitivity of the bond's price sensitivity to changes in market interest changes. Because investing in bonds is more different than investing in stocks. It is obvious that the most sold TAM bond fund has high volatility, specially in the value of duration. It is also important to keep track of how the current fund's duration is responding to expected current changes in the base interest rate announced by central bank.

JEL classification: G 12, G 11

Keywords: bonds, duration, mutual fund

1 Úvod

Pre investorov dlhopisových fondov je dôležité poznať duráciu fondu do ktorého majú záujem investovať. Pre investorov je hlavne vyjadrením cenovej citlivosti dlhopisu na zmeny úrokových sadzieb na trhu. Preto je to hlavne vyjadrenie miery rizika. Okrem toho tiež slúži ako informácia na predpokladanú dobu investovania. Fondy s duráciou s hodnotou nižšou ako jedna sú fondy investujúce do krátkodobých cenných papierov. Zvyčajne sú tieto fondy charakterizované ako peňažné fondy resp. z anglického prekladu ako fondy peňažného trhu. Naopak fondy s duráciou vyššou ako je hodnota jedna sú definované ako dlhopisové fondy. A tieto fondy sú tiež určené pre dlhšiu dobu investovania.

Investovanie do dlhopisov je oproti investovaniu do akcií rozdielne. Pre dlhopisy je charakteristické, že majú vopred stanovený výnos. Toto pre akcie neplatí. I keď s akciami sú spojené dividendy, tieto nie sú garantované. Pre investovanie do dlhopisov môžu splňať dva predpoklady. Za prvé investori si nevšímajú nežiadané riziko a za druhé investori žiadajú cenné papiere s istými peňažnými tokmi (Gennaioli et al., 2012). V súvislosti s kolektívnym investovaním si investori prenajímajú manažérov aby investovali ich kapitál buď do rizikových aktív alebo bezrizikových aktív (Guerrieri & Kondor, 2012).

Zároveň vo vyspelých krajinách je tiež možné skúmať, že aj portfólioví manažéri sú tiež hodnotení top manažmentom spoločnosti. Preto je možné, že pokiaľ nespĺňajú kritériá ohľadom priemeru stanového spoločnosťou tak je možné, že o svoju prácu prídu. Toto môže nakoniec viesť k tomu, že mladší manažéri môžu byť viac rizikovo averzní pri výbere ich portfólia ako ich starší kolegovia (Chevalier & Ellison, 1999).

Pre dlhopisy je tiež charakteristické, že sa obchodujú hlavne na mimoburzovom trhu. I keď sú vládne dlhopisy často kótované na burze cenných papierov, kvôli zaisteniu financovania štátneho dlhu, tak veľa dlhopisov vydaných súkromnými firmami na burzách kótované nie sú. S obchodovaním sú tiež spojené dodatočné poplatky. Na základe výskumu sú tieto poplatky nižšie pre veľké objemy obchodov a tiež pre dlhopisy s krátkou dobou do splatnosti (Edwards et al., 2007).

Okrem durácie ako miery rizika, musia portfólioví manažéri brať do úvahy aj ďalší významný faktor a to mieru likvidity. Pre meranie likvidity sa môžu používať rôzne miery. Často sa používa rozpätie medzi nákupnou a predajnou cenou alebo percentuálny počet dní počas ktorých sa daný dlhopis obchodoval (Bao et al., 2011). Likvidita cenných papierov je

tiež charakterizovaná ako možnosť obchodovať veľké objemy cenných papierov rýchlo, s nízkymi nákladmi, a bez posunu ceny (Pástor and Stambaugh, 2003).

Miera likvidity cenných papierov ale v súčasnej ekonomickej literatúre nie je stanovená exaktné. Okrem uvedených mier tiež môžeme použiť aj napríklad poplatky spojené s obchodovaním. S každou investíciou sú spojené poplatky a ich výška je priamo úmerná rizikivosti. Napríklad čím rizikovejší podielový fond, tým vyššie poplatky spojené s investovaním doň (Škriniar, 2013). Čím sú poplatky vyššie tým je aj nižšia miera likvidity. Likviditu cenných papierov je tiež možné merať vo forme rozpätia medzi cenami poskytovanými tzv. market markermi, čo po slovensky znamená tvorcovia trhu.

Tak ako je možné použiť pre istenie rizika akcií rôzne deriváty ako sú futures a opcie aj pre dlhopisy a ich trhové riziko je možné použiť nástroj označovaný ako Credit Default Swap (CDS). Tieto finančné nástroje slúžia ako ochrana investora, kupujúceho dlhopisy, v prípade, že veriteľ nie je schopný splácať svoje záväzky. Pokiaľ ale nastane negatívny šok v dôvere investorov, tak toto následne vedie hlavne do zníženia likvidity na trhu CDS (Hertrich, 2015).

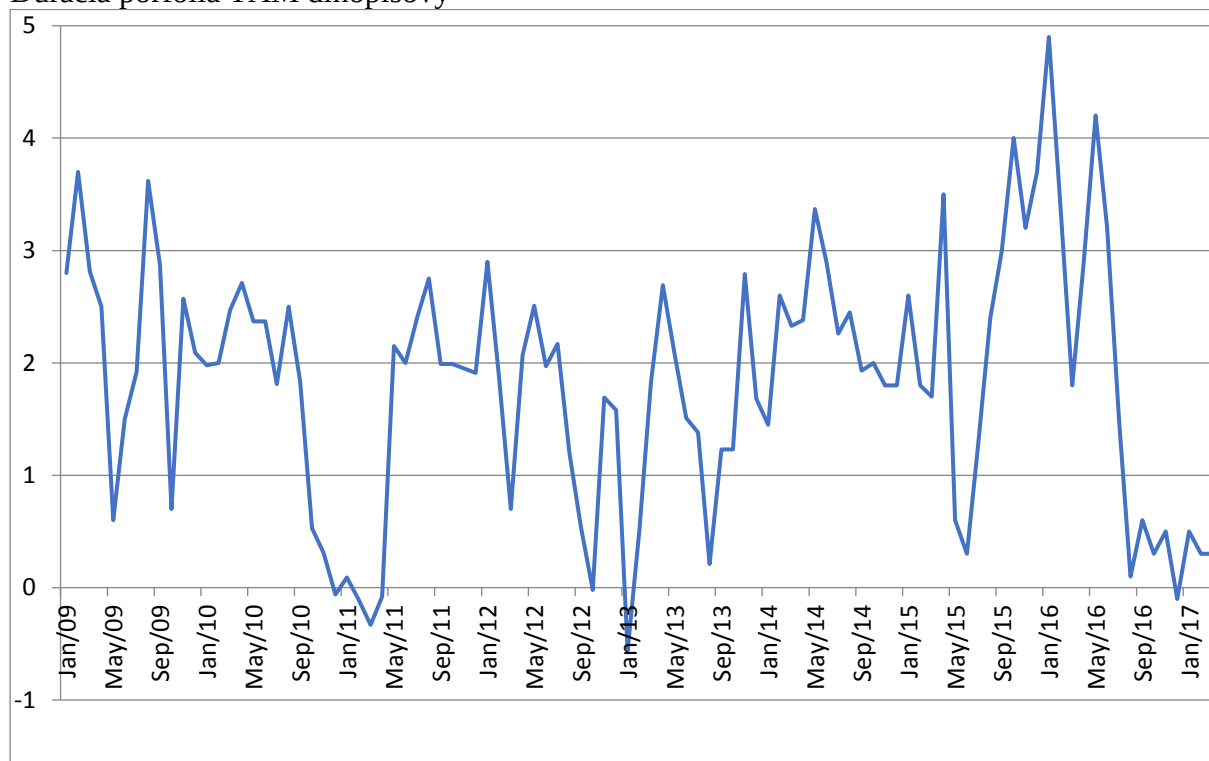
Negatívne šoky tak môžu spôsobiť problémy k isteniu rizika. Rozpätie v úrokových sadzbách môže tiež byť odhadnuté použitím cien dlhopisov (Campbell & Taksler, 2003) alebo s použitím rozpätia v cenách CDS (Longstaff et al., 2005), prípadne (Ericsson et al., 2007).

2 Durácia slovenských dlhopisových fondov

Ako sa menila durácia podielového fondu, sme skúmali na najviac predávanom fonde v SR, a to konkrétne pre otvorený podielový fond TAM dlhopisový. S použitím mesačných reportov, ktoré sú dostupné na webových stránkach uvedenej spoločnosti, je durácia portfólia tohto fondu, značne volatilná. Ako sa durácia menila v čase je prezentované v nasledujúcom obrázku 1.

Obrázok 1

Durácia portfólia TAM dlhopisový



Zdroj: www.tam.sk, vlastné prepočty.

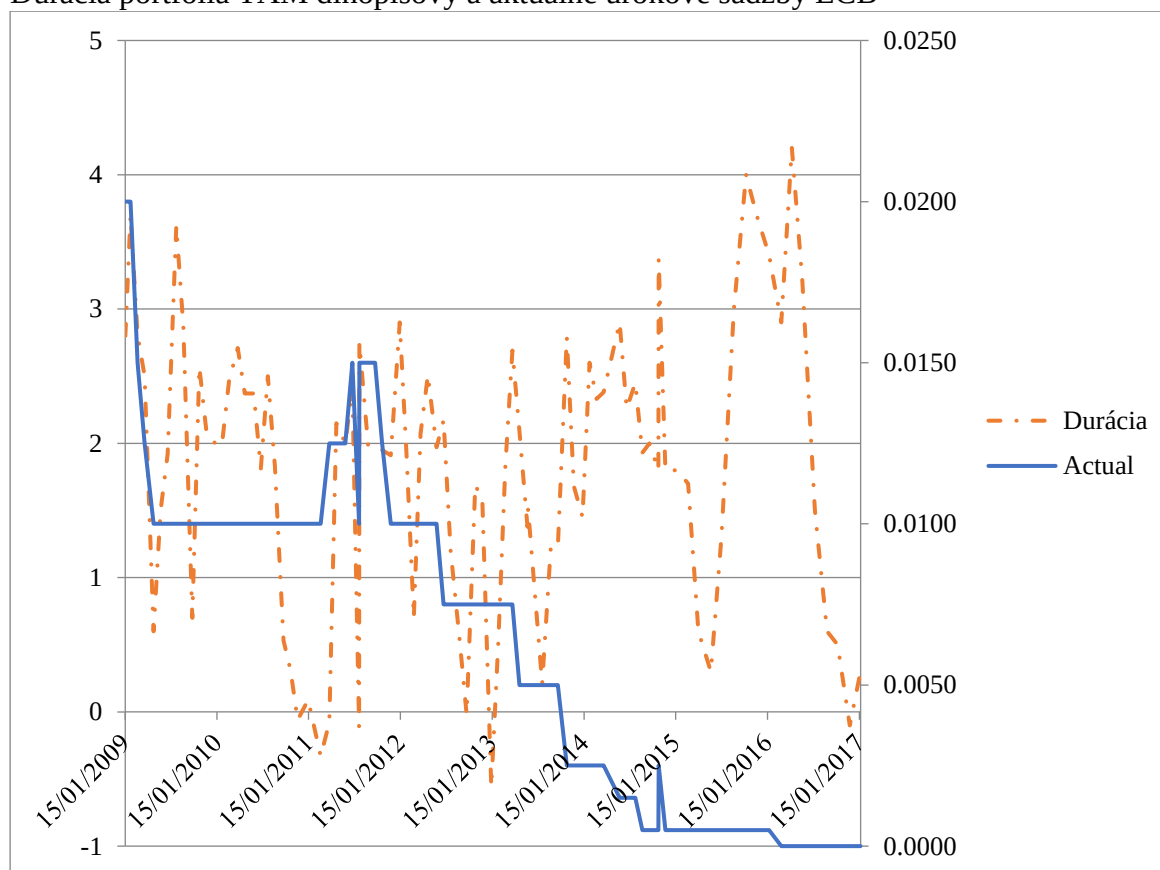
Z obrázku je zrejmé, že durácia fondu je veľmi volatilná. Pre potenciálneho investora je preto aktuálna mesačná hodnota durácie málo relevantná pre jeho investičné rozhodovanie. A to aj z tohto nasledujúceho dôvodu, že pokiaľ sa hodnota durácie, klesne z hodnoty približne 5 rokov až na úroveň blížiacu sa nule, a to v priebehu niekoľkých nasledujúcich mesiacov, tak je následne investičné rozhodovanie veľmi problematické. Investor totiž vidí istú hodnotu durácie, v aktuálnom časovom období, a predpokladá jej stabilnú úroveň. A pretože sa investor rozhodne investovať na dlhšie časové obdobie a následne durácia fondu výrazne klesne, jeho rozhodnutie nemusí byť korektné.

Tiež sme sa zamerali na porovnanie durácie a aktuálnych trhových úrokových mier. Pokiaľ sú nižšie stanovené úrokové miery, je vhodná vyššia miera durácie a naopak. Vyššia miera durácie totiž znamená vyššiu rast cien dlhopisov a tak sa to prejaví do vyššej miery zhodnotenie v najbližšom krátkom horizonte.

Aký bol vývoj durácie v najpredávanejšom otvorenom podielovom fonde v SR a aktuálnych úrokových mier je možné sledovať v nasledujúcom obrázku 2.

Obrázok 2

Durácia portfólia TAM dlhopisový a aktuálne úrokové sadzby ECB



Zdroj: www.investing.sk, vlastné prepočty.

Durácia, ako miera rizika z dlhových cenných papierov, je pre investora dôležitá, tak potom aj riadenie investície je závislé na odhadoch úrovne základnej úrokovej miery centrálnej banky. Znižovanie úrokovej sadzby spôsobí rast cien dlhopisov, t. j. zvýšenie výnosnosti. S týmto súhlasí zmena durácie podielového fondu, keď sa durácia fondu zvýšila pri nízkych úrokových sadzbách. Ale tiež je potrebné uviesť, že durácia fondu sa následne znížila s poklesom úrokových sadzieb.

3 Záver

Je zrejmé, že najviac predávaný dlhopisový fond TAM dlhopisový má vysokú volatilitu v hodnote miery durácie. Pričom táto informácia je pre potenciálnych investorov veľmi dôležitá. Tiež je dôležité sledovať, ako reaguje aktuálna durácia podielového fondu, na aktuálne zmeny základnej úrokovej miery.

Portfólio manažéri by mali aktuálnu mieru durácie nastaviť práve na očakávané zmeny základných úrokových mier, stanovených centrálnou bankou. Rast hodnoty durácie, počas klesajúcich úrokových sadzieb, je pre potenciálneho investora pozitívna informácia. A to sa najviac predávanému fondu, TAM dlhopisový, podarilo.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/16 „Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR“ v rozsahu 50% a čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0184/16 “Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR” v rozsahu 50%.

Použitá literatúra (References)

Bao, J., Pan. J. & Wang, J. (2011). The Illiquidity of Corporate Bonds. *Journal of Finance*. Vol. 66, Issue 3, pp. 911-946. ISSN 1540-6261.

Campbell, J. & Taksler, G. (2003). Equity volatility and corporate bond yields. *Journal of Finance*. Vol. 58, Issue 6, pp. 2 321-2 349. ISSN 1540-6261.

Chevalier, J. & Ellison G. (1999). Career Concerns of Mutual Fund Managers. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 114, Issue 2, pp. 389-432. ISSN 0033-5533.

Edwards, A., Harris L. & Piwowar M. (2007). Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency. *Journal of Finance*, Vol. 62, Issue 3, pp. 1421-1451. ISSN 1540-6261.

Ericsson J, Jacobs, K. & Oviedo R. (2009). The determinants of credit default swap premia *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 44. Issue 1, pp. 109-132. ISSN: 0022-1090.

Gennaioli, N., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2012). Neglected Risks, Financial Innovation and Financial Fragility. *Journal of Financial Economics*. Vol. 104, Issue 3, pp. 452-468. ISSN: 0304-405X.

Guerrieri, V. & Kondor, P. (2012). Fund Managers, Career Concerns, and Asset Price Volatility. *American Economic Review*, Vol. 102, Issue 5, pp. 1986-2017. ISSN 0002-8282.

Hertrich, M. (2015). Does Credit Risk Impact Liquidity Risk? Evidence from Credit Default Swap Markets. *International Journal of Applied Economics*. Vol. 2, Issue 12, pp. 1-46. ISSN 2350-0115.

Longstaff, F., Mithal, S. & Neis E. (2007). Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market. *Journal of Finance*. Vol. 60, Issue 5, pp. 2213-2253. ISSN 1540-6261.

Pastor, L. & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*. Vol. 111, Issue 3, pp. 642-685. ISSN 0022-3808.

Škriniar, P. (2013). Vo veľkom to ide lepšie. *Financie v pohode: sprievodca vo svete osobných financií*, Vol. 2, Issue 1, pp. 9. ISSN 1339-2220.

www.tam.sk

www.investing.com

Miroslav Kmet'ko

University of Economics in Bratislava

Faculty of Business Management

Department of Corporate Finance

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovak Republic

e-mail: miroslav.kmetko@euba.sk

Vplyv štrajku zamestnancov spoločnosti Volkswagen Slovakia na online reputáciu podniku

The influence of workers strike in Volkswagen Slovakia on online corporate reputation

Mária Kozáková

Abstract

In today's business world it is not just about doing business anymore, the need increases for organisations to take intangible resources. One of these intangible and very valuable resources is corporate reputation. But dynamic development and increasing popularity of social media triggered a growing interest in this communication channel in business environment. Many companies started to use Internet and social media as a modern and important tool in marketing communication and they develop online marketing strategies. Moreover, social media becomes a new challenge for managers in corporate reputation management, because content on social media can turn into a threat and the threat can turn into a rapid communication crisis. So, this type of media may constitute both opportunity and threat for reputation building and protection. The aim of this paper is to analyse corporate reputation of Volkswagen Slovakia before and after workers strike scandal from June 2017. The paper presents theoretical background and literature overview of corporate reputation, especially on online reputation. For purposes of our research we used the search engine – Google.com and we focused on sentiment analysis of blogs, reports and news.

JEL classification: M 10, M 14, M 31.

Keywords: corporate reputation, sentiment analysis, social media, reputational risk.

1 Úvod

Internet a rozvoj sociálnych médií predstavuje moderný nástroj interpersonálnej komunikácie a vďaka svojim špecifickým črtám (masový charakter, interaktivita, rýchlosť, globálny rozmer) sa stáva výzvou pre manažérov aj v oblasti riadenia reputácie podniku.

Na jednej strane sa sociálne médiá stávajú dobrým nástrojom pre vytvorenie imidžu podniku a pozitívnej reputácie, pretože dokážu budovať interaktívne vzťahy s neobmedzeným počtom príjemcov. Nemusí ísť pritom iba o zákazníkov, ale aj o iné skupiny stakeholderov ako sú zamestnanci, investori či partneri podniku.

Avšak na druhej strane, od nárastu aplikácií sociálnych médií sa podniky obávajú nepriaznivých účinkov zlých správ alebo publicity. Sociálne médiá zmenili spôsob, akým ľudia komunikujú z hľadiska tempa a dosahu komunikácie. Fungovanie sociálnych médií je mimo kontroly a vplyvu podniku. Zákazníci sa aktívne podieľajú na formovaní podnikania tým, že zdieľajú obsah v online prostredí, čo môže viesť k ohrozeniu reputácie podniku a ku vzniku reputačného rizika. Jeden negatívny komentár či príspevok o podniku či jeho produkte na sociálnych sieťach môže spustiť nezastaviteľnú lavínu, ktorá môže poškodiť starostlivo vytvorený imidž podniku či zničiť reputáciu podniku.

Príspevok sa zameriava na vymedzenie reputácie podniku, predovšetkým v online prostredí a s tým súvisiacu hrozbu poškodenia reputácie podniku a vzniku reputačného rizika. Na účely nášho príspevku sme použili vyhľadávač - Google.com a zamerali sme sa na analýzu sentimentu blogov a správ a správ, ktoré našli vo vyhľadávači, pričom sme sa zamerali na správy a príspevky pred júnom 2017 a po jún 2017. Na základe hodnôt

priradených jednotlivým nájdeným výsledkom sme porovnali, ako štrajk zamestnancov spoločnosti Volkswagen Slovakia ovplyvnil on-line reputáciu podniku.

2 Reputácia podniku

Reputácia podniku má multidisciplinárny charakter a je prepojená s rôznymi vednými odbormi a oblasťami ako je napríklad spoločenská zodpovednosť podnikov, firemná kultúra a občianstvo. No napriek rastúcemu záujmu reputáciu podniku, neexistuje jednotná definícia toho, čo reputácia podniku je.

Napriek absencii jasnej definície reputácie podniku, autor Terblanche (2013) vymedzil najčastejšie charakteristiky reputácie podniku:

- vychádza z minulých aktivít a úspechov podniku,
- je to obraz relatívneho postavenia podniku založený na názoroch svojich interných a externých stakeholderov;
- nie je statický a neustále sa vyvíja,
- má multidisciplinárny charakter,
- zamestnanci sú dôležití pri rozvoji a udržiavaní reputácie podniku prostredníctvom podnetov, ktoré odovzdávajú, a prostredníctvom ich interakcií s rôznymi externými stakeholdermi,
- vnímanie rôznych skupín stakeholderov je založené na hodnote, ktorú pre nich vytvára podnik a ktorá odlišuje podnik od jeho konkurentov;
- je výsledkom interakcií medzi stakeholdermi a podnikom,
- o reputácii podniku rozhodujú stakeholderi.

Podľa autorov Gaultier-Gaillard, Louisot a Rayner (2009, s. 164) môže mať reputácia podniku v závislosti od študovanej oblasti rôzne významy, ale vždy predstavuje nehmotný majetok. Hlavnou otázkou je, čo robí reputáciu podniku dobrou? Táto teória je jednoduchá: podnik má pozitívnu reputáciu, keď dôsledne spĺňa alebo prevyšuje očakávania svojich stakeholderov. Zlá reputácia je výsledkom toho, že slová alebo činy podniku nedosahujú očakávania stakeholderov podniku. Takéto ponímanie reputácie možno vyjadriť podľa nasledujúcej rovnice na obrázku 1. (Gaultier-Gaillard, Louisot a Rayner, 2009).

Obrázok 1

Ponímanie reputácie podniku ako rozdiel medzi skúsenosťou a očakávaním stakeholderov

$$\text{Reputácia podniku} = \text{skúsenosť} - \text{očakávania}$$

Zdroj: Harpur, O.M. (2002) Corporate Social Responsibility Monitor. London : Gee Publishing Chapter B 4

Autori Gaultier-Gaillard a Louisot (2006) prichádzajú s názorom, že pozitívna reputácia podniku sa opiera o dosiahnutie zosúladenia medzi:

- cieľmi a hodnotami podniku ;
- jeho správaním a konaním;
- očakávaniami - a skúsenosťami - jej stakeholderov.

Očakávania stakeholderov sú formované a ovplyvnené ich presvedčeniami o tom, čo je podnik a čo robí. Ich presvedčenia sú zas ovplyvnené tým, čo podnik hovorí o sebe a tým, čo o ňom hovoria iní. Skutočné skúsenosti sú potom porovnávané s tým, ako podnik pôsobí proti očakávaniam.

2.1 Reputácia podniku v prostredí sociálnych médií

Reputácia v živote a podnikaní je všetko. To znamená, že reputácia je veľmi krehká a jedna chyba môže niekedy spôsobiť nezvratné škody. Platí to najmä v digitálnom svete, kde

má radikálna transparentnosť a nároční zákazníci najväčšiu silu (Dorčák, Pollák a Svetozarovová, 2015).

Podľa autorov Ravaja et al. (2015) pozitívne a negatívne správy týkajúce sa určitého podniku sú už dlho uznávané ako dôležité faktory ovplyvňujúce reputáciu spoločnosti. No v dnešnom digitálnom svete podniky čelia dileme, pretože obsah a komunikáciu na týchto platformách nemožno vopred kontrolovať. V tradičnom ponímaní mohli podniky mať pod kontrolou svoju reputáciu tým, že kontrolovali množstvo a objem informácií týkajúcich sa podnikových aktivít (Khatiban, 2012). Táto úloha bola vykonávaná hlavne PR manažermi, ktorí sa zameriavali predovšetkým na dobre navrhnuté tlačové správy zacielené na zmiernenie rizika poškodenia reputácie (Khatiban, 2012). Reputácia podniku je spoločensky zdieľaná rôznymi stakeholdermi. Avšak v súčasnosti a s objavujúcimi sa sociálnymi médiami sa dostáva do popredia "on-line reputácia", ktorá nahradila tradičný manažment reputácie a ktorá opätovne definovala spôsob komunikácie s verejnosťou a komunikačné aktivity.

On-line reputácia reprezentuje reputáciu podniku založenú na internete a je postavená prevažne na komunitnej účasti prostredníctvom takzvaných "agregátorov reputácie", ako sú vyhľadávacie nástroje ako Google, ktoré umožňujú ľuďom nájsť obsah on-line. Podľa Jonesa a kol. (2009), online reputácia je reputácia vytvorená v on-line prostredí. Prostredníctvom sociálnych sietí a sociálnych médií sa užívatelia navzájom ovplyvňujú tým, že zdieľajú svoje skúsenosti a názory a ovplyvňujú tak aj ostatných. Sociálne médiá týmto spôsobom môžu byť použité ako nástroj na vytvorenie požadovaného imidžu a reputácie, pretože prostredníctvom nich je možné vytvoriť interaktívne vzťahy s neobmedzeným počtom príjemcov, a to nielen so zákazníkmi, ale aj s inými skupinami ako sú napr.: zamestnanci, investori a obchodní partneri (Etter, 2013).

Mnohé podniky si preto uvedomujú potrebu sledovať správy a to, čo sa deje v on-line svete a je dôležité, aby vedeli o takýchto online konverzáciách a rýchlo reagovali na akúkoľvek negatívnu diskusiu, neutralizovali. Gurau (2008) sumarizuje vplyv sociálnych médií na správanie online užívateľov:

- sociálne médiá predstavujú sieť, ktorá umožňuje obojsmernú komunikáciu medzi podnikom a ich publikom;
- používatelia sú navzájom prepojení a diskutujú o spoločnostiach a ich produktoch;
- používatelia dokážu filtrovať informácie, ktoré dostanú a dokážu ľahko získať prístup k rôznym zdrojom informácií.

Autori Wind, Wind a Mahajan (2001, s. 153) však dospeli k záveru, že najmä v on-line prostredí sú účastníci na webe pomerne rôznorodí a rozptýlení, takže samotná pozitívna reputácia má v otvorenom, globálnom, heterogénnom a neustále sa meniacom systéme obmedzený účinok. Vzhľadom k zmenám a narastajúcemu vplyvu internetu podniky majú len obmedzenú kontrolu nad aktivitami a informáciami, ktoré o nich šíria zákazníci na sociálnych sieťach (Kim a Joeng, 2012).

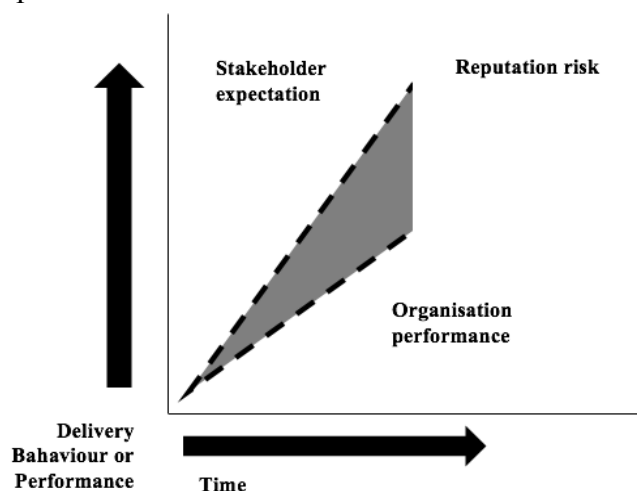
2.1.1 Reputačné riziko

Aktivity a zdieľanie informácií zákazníkov v online prostredí by mohli ovplyvniť alebo poškodiť reputáciu podniku a zvýšiť reputačné riziko. Reputačné riziko nie je nový koncept, ale nemá zavedenú definíciu a podniky ho vnímajú rôznymi spôsobmi. Mnohí ho vnímajú ako "riziko rizík". Iní ho ani neklasifikujú ako rizikovú kategóriu, ale namiesto toho ho považujú za dopad. Pre niektorých ide o špecifické riziko s jasnými javmi a konkrétnymi obchodnými dôsledkami, aj keď je ťažké ich kvantifikovať. Treťou perspektívou je, že reputačné riziko nie je vôbec riziko, jednoducho je to výsledok iných rizík.

Autor Honey (2009) vysvetľuje reputačné riziko ako rozdiel medzi očakávaniami stakeholderov a skutočným výkonom podniku v určitom čase.

Obrázok 2

Reputačné riziko



Zdroj: Honey, G. (2009). *A short guide to Reputation Risk*. England. Gower Publishing Limited. ISBN 978-0-566-08995-4.

Eccles, Newquist a Schatz (2007) identifikujú tri faktory, ktoré vytvárajú reputačné riziko:

- ak sa rozdiel medzi skutočnosťou a prezentáciou podniku navonok stane príliš veľkým,
- ak sa očakávania a presvedčenia zákazníkov odlišujú
- a ak je vnútorná koordinácia podniku je slabá.

Samozrejme, internet a sociálne médiá posilňujú tieto faktory tým, že rozdiely v realite sú čoraz zreteľnejšie.

Riziko reputácie vedie k strate reputačného kapitálu, dôvery a dôveryhodnosti, čo môže následne viesť k zlyhaniu podnikania. Do veľkej miery však riziko súvisí s pocitmi a mentálnymi obrazmi. To je jeden z dôvodov, prečo je riziko reputácie vnímané ako ťažko kontrolovateľné. Napríklad Aula (2010) jasne definuje, že strata pozitívnej reputácie môže viesť k strate konkurencieschopnosti, pozície na trhu, dôveru a lojalitu zákazníkov či vzťahy s médiami.

A práve fungovanie sociálnych médií, ktoré zostáva mimo kontrolu a vplyv spoločnosti, môže vážne ohroziť reputáciu podniku a poškodiť ju nenávratne. Negatívny komentár na internete o podniku alebo produkte môže poškodiť starostlivo vytvorený imidž a zničiť reputáciu, ktorá bola budovaná už niekoľko rokov (Szwajca, 2017). Preto je potrebné, aby podniky riadili informačný tok a aby sa chránili pred rizikom poškodenia reputácie. Naopak, Mandelli a Cantoni (2012) argumentujú, že monitorovanie sociálnych médií nepostačuje na vyhodnotenie toho, či je reputácia ohrozená a navrhujú viacúrovňový rámec, ktorý zohľadňuje nielen online aj offline médiá.

Aula (2010) predstavil tri scenáre, v ktorých sociálne médiá môžu zvýšiť reputačné riziko, ktorým sú podniky vystavené:

- Aj keď je obsah v sociálnych médiách generovaný používateľmi, používatelia sociálnych médií môžu zverejňovať tak pravdivé ako aj falošné fakty o podniku alebo distribuovať informácie o podniku, ktoré sa líšia od toho, čo by podniky boli ochotné zdieľať;

- Sociálne médiá môžu zvýšiť očakávania (napr. v etickom správaní a transparentnosti firiem), ktoré ale spoločnosti nebudú schopné plniť;
- Riziko reputácie je výsledkom dialógov a správania podniku v sociálnych médiách vrátane reakcií na konverzácie alebo manipulácie s informáciami (napr. fakty o podniku na Wikipédii) alebo reakcie na informácie aktivistov, ktorí ovplyvňujú sociálne médiá (napr. podplácanie populárnych blogerov) ,

Sociálne médiá sa stali dôležitým faktorom, ktorý je potrebné zvážiť v podnikoch, čo vyvoláva otázku, či a ako možno tieto nové kanály kontrolovať. Zákazníci a spotrebitelia sa vyjadrujú online a zdieľajú svoj obsah aj ostatným príjemcom bez ohľadu na to, či sa podniky do toho zapoja alebo nie. Cieľom riadenia online reputácie by malo byť zlepšenie reputácie podniku a podniky by mali starostlivo zvážiť výber konkrétnych nástrojov a aktivít.

2.2 Analýza sentimentu

Analýza sentimentu predstavuje nástroj využívaný na kvantifikáciu subjektívneho obsahu vyjadreného v textovej podobe, pričom jej cieľom je určiť postoje komentátora alebo zapisovateľa s ohľadom na danú tematiku. Keďže spotrebitelia a samotní zákazníci stále viac používajú sociálne siete a médiá, vytvárajú obrovské množstvo údajov. Navzájom spolu komunikujú, diskutujú o rôznych témach a zdieľajú svoje skúsenosti aj s inými spotrebiteľmi a užívateľmi. A práve analýza sentimentu je jedným z nástrojov, ktoré umožňujú merať úroveň online reputácie podniku.

Analýza sentimentu disponuje širokou paletou použitia, napr. v oblasti služieb, filmového priemyslu, merateľnosti online hodnotení, monitorovania sociálnych médií a podobne. Jej prioritnými úlohami sú predovšetkým identifikácia subjektivity, orientácie, sily a nositeľa sentimentu, klasifikácia emócií, detekciu sarkazmu alebo rozličné komparácie (Koncz, 2013).

V rámci analýzy sentimentu sa berie do úvahy vždy prvých 10 výsledkov pri zadaní do vyhľadávača, pričom pre obmedzenie skreslení výsledkov a zamedzenie vplyvu cookies sa používa pre vyhľadávanie tzv. proxy server. Hľadanou frázou je vždy všeobecne známe a používané pomenovanie určitého subjektu, ktorý skúmame. Následne po zadaní hľadanej frázy sa objaví výsledky, pričom tieto môžu byť tak negatívne, ako aj pozitívne či dokonca môžu mať aj neutrálnu povahu. Po spočítaní bodov sentimentu a dosiahnutí konečnej sumy, dostaneme výsledný faktor hodnotenia či už úspechu alebo neúspechu skúmaného subjektu vo zvolenom segmente. Tabuľka 1 zobrazuje hodnoty, ktoré sa v analýze sentimentu pridelujú.

Tabuľka 1

Analýza sentimentu

Sentiment/ Pozícia výsledku	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Pozitívny sentiment	20	19	18	17	16	15	14	13	12	11
Web patriaci spoločnosti	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
Neutrálly sentiment	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Negatívny sentiment	-20	-19	-18	-17	-16	-15	-14	-13	-12	-11

Zdroj: Rohál, R. – Sasko. J. (2011). Analýza sentimentu výsledkov slovenských firiem. Visibility, s.r.o. Dostupné na :< <http://www.reputation.sk/wp-content/uploads/2014/02/ORMreport.pdf>>

Analýza sentimentu patrí medzi využívané nástroje hodnotenia online reputácie podniku a viacerí domáci aj zahraniční autori ju vo svojich výskumoch použili. Tabuľka 2 zobrazuje prehľad použitia analýzy sentimentu.

Tabuľka 2

Využitie analýzy sentimentu

Autor	Použitie analýzy sentimentu
Fedorko, Nastišin a Pollák (2015)	Autori analyzovali online reputáciu vybraných začínajúcich slovenských startupov a zdôrazňujú online reputáciu ako jeden z faktorov ovplyvňujúcich rozhodovanie potenciálnych investorov.
Bačík, Paolone a Nastišin (2016)	Autori skúmali vzťah ukazovateľov výkonnosti podnikov a online reputáciou vo vybraných európskych krajinách potravinárskeho priemyslu. Zistili, že pre potravinársky priemysel, on-line reputácia nemá priamy vplyv na výkonnosť spoločností.
Dorčák, Pollák, Szabó, (2014)	Autori hodnotili online reputácie dvadsiatich najväčších slovenských miest. Podľa autorov Mestá by mali mestá znížiť negatívnu publicitu a zamerať sa na zlepšenie sentimentu aspoň v prvých desiatich výsledkoch vyhľadávania.
Dorčák, Breza a Pollák (2013)	Autori uskutočnili výskum v oblasti zdravotníckych subjektov na Slovensku. Zistili rozdiely v reputácii online a v reputácii v skutočnosti subjektov pomocou analýzy sentimentu.
Rambocas a Gama (2013)	Autori zistili, že analýza sentimentu je dôležitá technika schopná triangulovať kvalitatívne a kvantitatívne metódy prostredníctvom inovatívneho zberu a analýzy údajov v reálnom čase.

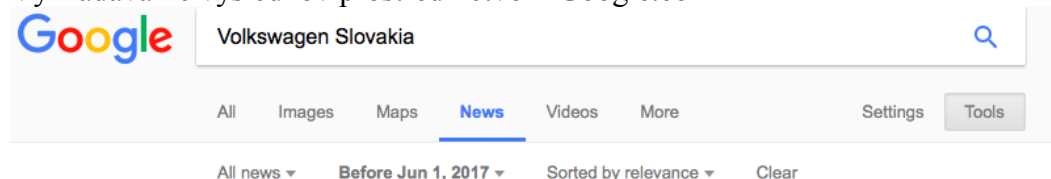
Zdroj: vlastné spracovanie

3 Metodika a výsledky výskumu

Cieľom príspevku je analyzovať, či bola poškodená online reputácia spoločnosti Volkswagen v dôsledku štrajku zamestnancov. Na účely nášho výskumu sme použili vyhľadávač - Google.com a jeho nástroj "Novinky". Zamerali sme sa na analýzu sentimentu blogov, správ a správ, ktoré našli vyhľadávač po vyhľadaní kľúčového slova "Volkswagen Slovakia", a analyzovali sme top 10 výsledkov vyhľadávania. Zámerne sme odstránili webové stránky, profily sociálnych sietí a podobné stránky, aby sme sa striktne zamerali na správy, blogy a ďalšie články o spoločnosti Volkswagen. Výsledky vyhľadávania boli rozdelené na dve časové obdobia - výsledky súvisiace s časovým obdobím pred škandalom so štrajkom zamestnancov (pred júnom 2017) a výsledky súvisiace s obdobím po tomto (po júni 2017). Na záver porovnáme sentiment najlepších 10 výsledkov pred a po štrajku zamestnancov spoločnosti.

Obrázok 3

Vyhľadávanie výsledkov prostredníctvom Google.com



Zdroj: Google.com

Na určenie sentimentu vyhľadaných výsledkov sa použil voľne dostupný analyzátor sentimentu. Tento analyzátor sentimentu je prístupný na webovej stránke danielsooper.com a umožňuje vykonať analýzu sentimentu na prakticky akomkoľvek texte napísanom v angličtine. Systém vypočíta skóre sentimentu, ktoré odráža celkový sentiment, tón alebo emocionálny pocit textu. Skóre sentimentu sa pohybuje od -100 do +100, kde -100 znamená veľmi negatívny a +100 znamená veľmi pozitívny. Pre zjednodušenie sme urobili nasledovné rozdelenie: výsledok s bodom $\leq +30$, $+100$ bol považovaný za pozitívny, výsledky s rozsahom $<-30, +30$ ako neutrálne a skóre s intervalom $<-100, -30$ boli považované za negatívne. Na výpočet celkového sentimentu sme použili metodológiu, ktorú použili Rohal a

Sasko (2010). Tabuľka 2 zobrazuje výsledky vyhľadávania a k tomu priradené hodnoty pred júnom 2017. Postup vyhľadávania sme opakovali, pričom sme vyhľadávanie ohraničili od júna 2017.

Tabuľka 3

Analýza sentimentu vybraného subjektu pred 1.6.2017

Pozícia výsledku	Sentiment	Počet bodov
1	Neutrálny	2
2	Pozitívny	19
3	Negatívny	-18
4	Negatívny	-17
5	Pozitívny	16
6	Pozitívny	15
7	Pozitívny	14
8	Negatívny	-13
9	Pozitívny	12
10	Pozitívny	11
Súčet bodov	---	41

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 4

Analýza sentimentu vybraného subjektu po 1.6.2017

Pozícia výsledku	Sentiment	Počet bodov
1	Negatívny	-20
2	Negatívny	-19
3	Pozitívny	18
4	Negatívny	-17
5	Negatívny	-16
6	Negatívny	-15
7	Negatívny	-14
8	Neutrálny	2
9	Negatívny	-12
10	Negatívny	-11
Súčet bodov	---	-104

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 3 a tabuľka 4 obsahujú výsledky nášho vyhľadávania. Je zrejmé, že celkové skóre sentimentu je oveľa vyššie pred vypuknutím štrajku zamestnancov v spoločnosti ako potom. Tento názor podporuje aj počet pozitívnych výsledkov - zatiaľ čo pred júnom 2017 sme zistili, že šesť výsledkov malo pozitívny sentiment, po júni 2017 sme iba jeden výsledok považovali za pozitívny. Na druhej strane boli pred štrajkom zamestnancov zistené iba 3 negatívne výsledky, až 8 výsledkov s negatívnym sentimentom možno spojiť s dátumom po vypuknutí štrajku zamestnancov v spoločnosti.

Celkovo výsledky tohto príspevku naznačujú, že štrajk zamestnancov spoločnosti Volkswagen Slovakia negatívne ovplyvnil celkové sentimentovanie výsledkov kľúčového slova "Volkswagen Slovakia". A aj s odstupom času v online prostredí, negatívne výsledky stále dominujú nad pozitívnym.

Možno povedať, že proces budovania a posilňovania reputácie je z časového horizontu dlhodobý. Reputácia podniku je cenným a možno povedať, že aj krehkým aktívom

spoločnosti, buduje sa dlho, no stačí jeden negatívny komentár či zmienka na internete a pozitívnu reputáciu môže podnik okamžite stratiť.

4 Záver

Na základe nášho príspevku možno povedať, že online reputácia podniku je dôležitá a podnik by jej mal venovať patričnú starostlivosť a klásť na ňu veľký dôraz.

Pozitívna reputácia podniku dokáže pomôcť podniku zabezpečiť si rozvoj, zvýšiť tržby či podiel na trhu, prilákať nových talentovaných zamestnancov či investorov. Avšak vplyv a tlak sociálnych médií v súčasnosti zohráva veľkú úlohu pri jej formovaní, budovaní a posilňovaní. Kým pri tradičných nástrojoch marketingovej komunikácie dokázali podniky ovplyvniť či mať pod kontrolou to, čo sa o podniku či produkte šírilo, v prípade sociálnych médií a internetu je to náročnejšie. Na internete a v prostredí sociálnych médií sa objavuje obrovské množstvo údajov a dát a je takmer nemožné, aby podnik všetky príspevky, komentáre a zdieľané obsahy svojich zákazníkov a užívateľov dokázal sledovať, mať pod kontrolou či nejakým spôsobom reagoval.

Všetko, čo sa v prostredí internetu objaví, zanecháva určitú stopu a je takmer nemožné tento obsah vymazať. Používanie IKT, ktorých rozvoj sa neustále rozširuje, postupne ovplyvňuje každodenné fungovanie celého sveta a formovanie názorov jednotlivých ľudí v regióne, na kontinentoch alebo na celom svete. Každá negatívna zmienka, komentár a obsah o podniku, službe či produkte, online reputáciu zničiť či viesť k reputačnému riziku a negatívne tak ovplyvniť mienku a názory stakeholdrov podniku. Preto možno online reputáciu za mocný nástroj, ktorý dokáže byť užitočný, no zároveň jedným chybným krokom môže byť zničený.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu č. I-17-108-00 „Analýza a hodnotenie online reputácie subjektov automobilového priemyslu“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Aula, P. (2010). Social media, reputation risk and ambient publicity management. *Strategy & Leadership*. Vol. 38, Issue 6, pp. 43-49. ISSN: 1087-8572.

Bačík, R. – Paolone, F. – Nastišin, Ľ. (2016). Financial Performance and On-Line Reputation: Empirical Evidence from a Random Sample of European Food Industry. In *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 7, Issue. 1, pp. 105-115. ISSN 2039-2117.

Dorčák, P. – Breza, J. – Pollák, F.(2013). On-line reputácia poskytovateľov zdravotnej starostlivosti na slovenskom trhu. In: *Manažment podnikania a veci verejných – dialógy*. Vol. 9, Issue. 25, pp. 55-63. ISSN 2453-8167.

Dorčák, P. – Pollák, F. – Szabó, S.(2014). Analysis of the possibilities of improving an online reputation of public institutions. In: *IDIMT-2014. Networking societies – cooperation and conflict : 22nd interdisciplinary information management talks*. Linz : Johannes Kepler Universitat, pp. 275-282. ISBN: 978-3-99033-340-2

Eccles, R. G. - Newquist, S. C., - Schatz, R. (2007). Reputation and its risks. *Harvard*

Business Review, Vol. 85, Issue 2, pp. 104-114. <http://hbr.harvard business.org/> [accessed 5.10.2017].

Etter, M. (2013). Reasons for Low Levels of Interactivity: (Non-) interactive CSR Communication in Twitter. *Public Relations Review*. Vol. 39, Issue 5, pp.606-608. ISSN: 0363-8111

Fedorko, R. – Nastišin, Ľ. – Pollák, F. (2015). On-line Reputation of the Selected Slovak Start-ups. In: *Central European Conference in Finance and Economics (CEGE2015)*, Technical university of Košice, pp. 164-170. ISBN: 978-80-553-2467-8.

Gaultier-Gaillard, S., Louisot, J.P., - Rayner, J. (2009). Risks to reputation: A global approach. In: J. Klewes, R. Wreschniok (eds). *Reputation Capital* . Berlin Heidelberg: Springer-Verlag. pp. 161-178. ISBN: 978-3-642-01630-1.

Gaultier-Gaillard, S. - Louisot, J.P., (2009). Managing reputational risk - from theory to practice. Geneva papers on risk and insurance – issues and practice. Vol.31, Issue 3, pp. 425-445. ISSN: 1018-5895.

Gurau, C. (2008). Intergrated online marketing communication: Implementation and management, *Journal of Communication Management*. Vol. 12, Issue 2, pp. 169–184. ISSN: 1363-254X.

Harpur, O.M. (2002) Corporate Social Responsibility Monitor. London : Gee Publishing Chapter B 4

Honey, G. (2009). *A short guide to Reputation Risk*. England. Gower Publishing Limited. ISBN 978-0-566-08995-4.

Jones, B.- Temperley, J. - Lima, A. (2009). Corporate reputation in the era of Web 2.0: The case of Primark. *Journal of Marketing Management*. Vol. 25, Issue 9, pp. 927-939. ISSN: 2333- 6099.

Kaplan A. M. - Haenlin M. (2010). Users of the World Unite! The challenges and opportunities of Social Media, *Business Horizons*. Vol. 53, pp. 59-68. ISSN: 0007-6813.

Khatiban, S. (2012). Building reputation and trust using federated search and opinion mining. In *21st international conference companion on World Wide Web.*, ACM Press, Lyon, France, pp. 151–154. ISBN: 978-1-4503-1230-1

Kietzmann, J. H. et al. (2011). Social media? Get serious! Understanding the functional building blocks of social media. *Business Horizons*, Vol. 54, Issue 3, pp. 241-251. ISSN: 0007-6813.

Kim, J., - Jeong, J. (2012). Managing bad news in social media: A case study on Domino's Pizza crisis . In *Proceedings of the Sixth International AAAI Conference on Weblogs and Social Media*, The AAAI Press, Dublin. Ireland. pp.282-289.

Koncz, P. (2013). Prezentácie [online].
<http://people.tuke.sk/jan.paralic/prezentacie/MZ/MZ8.pdf> [accessed. 2017-10-08].

Mandelli, A. - Cantoni, L. (2012). The impact of social media conversations on corporate reputation: Proposing a multi-level framework and methodology. Cuadernos de información, Vol.27, Issue 2. ISSN: 0716-162X.

Rambocas, M. – Gama, J., (2013). Marketing Research: The Role of Sentiment Analysis. [online]. <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp489.pdf> [accessed. 2017-10-08]

Ravaja, N.-Aula, P., Falco, A. et al. (2015). Online News and Corporate Reputation A Neurophysiological Investigation. Journal of media psychology – theories methods and applications. Vol.27, Issue 3,pp.118-133.

Rohál', R. – Sasko. J. (2011). Analýza sentimentu výsledkov slovenských firiem. Visibility s.r.o. [online]. http://www.reputation.sk/wp_content/uploads/2014/02/ORMreport.pdf [accessed 5.10.2017]

Szwajca, D. (2017). The role of social media in corporate reputation management - the results of the polish enterprises. *Foundations of Management*. Vol. 9, pp. 161-174. ISSN: 2300-5661.

Wind, J., Wind, Y. - Mahajan, V. (2001). *Digital marketing: global strategies from the world's leading experts*. New York: John Wiley & Sons, Inc. ISBN: 978-0-471-36122-0.

Mária Kozáková

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: maria.kozakova@euba.sk

Aktívne nástroje financovania obchodných tokov podnikov

The active instruments of trade flows financing in companies

Magdaléna Kubranová

Abstract

The company may choose to combine its accounts payable services with a bank, in order to provide supply chain financing to suppliers. Supply chain financing, as discussed under the topic of reverse factoring, means that a company has arranged with a bank to pay its accounts payable to suppliers in accordance with normal payment terms, but to also offer suppliers faster payment in exchange for a deduction that represents a finance charge. The company does not gain any direct advantage from using supply chain financing, but the arrangement can improve the cash flow of suppliers. The paper is mainly based on the theoretical and empirical analyses. The goal of this paper is to present a survey of the actual state in trade flows financing.

JEL classification: G 32, G 35, M 21

Keywords: trade finance, financial supply chain, factoring confirming,

1 Úvod

Napriek tomu, že rozvinuté krajiny sveta v súčasnosti prežívajú celkom pokojné obdobie konjunktúry sprevádzané historicky najnižšími úrokovými sadzbami a vysokými prebytkami voľnej likvidity, aj tak problematika znižovania finančných nákladov a eliminácia rizík v obchodných vzťahoch nestráca na aktuálnosti. Efektívne riadenie pracovného kapitálu je vo väčšine výrobných i nevýrobných spoločností vo svete významnou prioritou finančného manažmentu. Koncoví odberatelia ako sú veľké nadnárodné spoločnosti vystavujú svojich dodávateľov, väčšinou ekonomicky a finančne slabších, tlaku na množstevné rabaty a dlhšie lehoty splatnosti. Tento fenomén oslabuje dobré obchodné vzťahy v týchto reťazcoch a finančne zaťažuje dodávateľov.

Problematika zdrojov a nákladov pracovného kapitálu je v súčasnej dobe určujúca pre finančnú stabilitu v dodávateľsko-odberateľských reťazcoch, ktoré sú v globalizujúcej sa ekonomike rozsiahle a rozvetvené. Nástup digitálnych technológií nielen zásadne mení kontraktačné, evidenčné a praktiky vysporiadania medzi dodávateľmi a odberateľmi, ale zároveň umožňuje finančnému sektoru účinnejšie zásahy do ich reťazcov. V nich je stále výraznejšie oddelenie tradičných fyzických tokov od finančných. Vznikajú tak finančné dodávateľské reťazce a v nich sa uplatňujú finančné služby tzv. supply chain financing. Stále výraznejší je v tejto oblasti význam nebankových „FinTech“ subjektov, ktoré predstavujú reálnu konkurenciu pre bankový sektor.

1.1 Súčasný stav finančných technológií v európskom priestore

Európska smernica o platobných službách na vnútornom trhu reaguje na nové technológie a inovácie fintech. Rastúcu mieru inovácií v oblasti platobných služieb za uplynulé roky zohľadňuje európska smernica o platobných službách na vnútornom trhu (PSD2). Jej obsah do slovenského právneho poriadku prenáša novela zákona o platobných službách. Cieľom smernice PSD2 je posilnenie transparentnosti a možnosti rýchlejšieho prijímania inovácií v oblasti platobných služieb, čo by malo prispieť k účinnému a efektívnemu trhu s platbami v EÚ. Priniesla nové prvky s cieľom uľahčiť používanie elektronických, najmä nízko nákladových internetových a mobilných platieb, zavádza nové bezpečnostné opatrenia s cieľom zmierňovania rizík v oblasti bezpečnosti platieb, ako aj posilnenie práv spotrebiteľov

a nárast ich informovanosti s cieľom prispieť k zvýšeniu ochrany spotrebiteľov. Zabezpečuje tiež nediskriminačné podmienky pre poskytovateľov platobných služieb, vrátane možnosti vstupu nových hráčov na trh, a tým prispieť k vytvoreniu zdravého konkurenčného prostredia v tejto oblasti. Podľa nedávnej analýzy už nebudú platby za tovar, poskytovanie úverov či elektronické obchodovanie vďaka novej európskej smernici o platobných službách výhradne doménou bánk. Technologické inovácie totiž spôsobujú prevratné zmeny vo finančnom sektore. Rastie tak príležitosť pre technologické firmy, ktoré bankám môžu postupne zobrať významnú časť biznisu. Aj na Slovensku sú pritom dobré podmienky na testovanie inovácií vo finančnom sektore.

Nové odvetvie finančných služieb, tzv. fintech, zatiaľ uniká regulácii štátnych orgánov. Európska centrálna banka však pripravuje nové pravidlá aj pre tento sektor. Fintech spoločnosti sú obávanými konkurentmi tradičných finančných inštitúcií. Hoci svojou veľkosťou zatiaľ nepredstavujú reálnu hrozbu, sú však oveľa akčnejšie a agresívnejšie ako už etablované banky, či iní poskytovatelia finančných služieb. Dôvodom je jednak nový model fungovania, keď fintech spoločnosti dokážu spojiť najnovšie technológie a pružnú reakciu na požiadavky klientov. Je tu však aj minimálna regulácia, ktorú tieto firmy musia spĺňať, čo im uvoľňuje ruky. ECB však aktuálne chystá reguláciu aj pre nových konkurentov. „ECB pripravuje príručku o udeľovaní licencií, ktorá sa bude vzťahovať aj na fintech. Malo by ísť o povinnosť získať licenciu týchto firiem. Odvetvie fintech ponúka celú škálu služieb, od mobilných platobných aplikácií, cez pôžičkové schémy, po brookerské služby. Tento sektor bude v budúcnosti hrať dôležitú úlohu na trhu finančných služieb. Regulačné úrady však stále len hľadajú spôsob, ako nad novými firmami dohliadať. Aj tie totiž pracujú s peniazmi klientov a mali by preto poskytovať minimálnu úroveň ochrany.

1.2 Elektronizácia dokumentov a obchodné toky

Tlak na redukciiu skladových zásob posúva dodávky materiálu a tovarov stále bližšie k režimu „just in time“. Fakturačný proces sa dematerializuje prechodom na E-faktúry a všeobecne elektronickú výmenu dokumentov. Komplexnosť dodávateľsko-odberateľských reťazcov tzv. supply chains, ktorých súčasťou sa stávajú i logistické spoločnosti, zvyšuje nároky na ich stabilitu. Tieto a mnohé iné individuálne faktory menia požiadavky na finančné služby. Tradičné produkty financovania pracovného kapitálu ako sú kontokorentné a krátkodobé úvery, prípadne krátkodobé nástroje kapitálového trhu sú zvlášť v západnej Európe a USA dopĺňované produktami s priamou intervenčnou schopnosťou do dodávateľsko-odberateľských reťazcov.

Súčasná legislatíva zrovnoprávňuje elektronický a papierový formát písomností. Oblasť služieb faktoringu tak mení papierové postupy vďaka možnostiam elektronickej výmene obchodných dokumentov (EDI- electronic data interchange). Digitalizácia dokumentov je aj trendom faktoringu, pretože faktoring býva vnímaný ako administratívne náročný proces, kedy zákazníci musia poskytovať originály alebo kópie dokumentácie, vytvárať zostavy faktúr a vyplňovať formuláre. Digitalizácia pomáha automatizácii procesu výmeny dokumentov a tým zlacňuje a zjednodušuje napr. aj faktoringové služby. Znamená to, že prevádzkovateľ faktoringových služieb vie čítať originály dokumentov vo formáte globálneho štandardu EDI. Výmena obchodných a logistických dokladov vo formáte EDI sa neobmedzuje len na faktúru, ale dokáže dokladovať procesne celý tok obchodného prípadu. Vďaka tomu je možné jednoduchšie a spoľahlivo zabezpečiť komunikáciu medzi odberateľom a dodávateľom.

2 Modifikované formy financovania obchodných tokov

Komplexný prístup k riadeniu likvidity môže prispieť k tvorbe hodnoty prostredníctvom zlepšovania efektívnosti interných procesov a vhodným použitím nástrojov

cash manažmentu, ale otvára aj priestor na ďalšie potenciálne zlepšovanie. Jednotlivé súčasti vo finančnom dodávateľskom reťazci možno chápať ako aktíva, ktoré môžu slúžiť ako prostriedok na získavanie zdrojov financovania prevádzkového cyklu a tým aj zvyšovania likvidity. Tento proces môžeme označiť ako financovanie, ktoré je zabezpečené aktívami. Charakterizujeme ho ako proces používajúci aktíva vytvorené vo finančnom dodávateľskom reťazci (napr. zásoby, pohľadávky) na uvoľnenie pracovného kapitálu. Existuje viacero foriem tohto financovania ako odpredaj pohľadávok, faktoring, eskont zmeniek, využívanie zásob ako zabezpečovacieho nástroja a pod. V prostredí, kde môže byť pre podniky všetkých veľkostí náročné získať úver tradičnými cestami, budú alternatívne finančné zdroje vhodným a hodnotným nástrojom.

Pre určitú časť logistického reťazca zriadeného na zabezpečenie plynulého toku surovín, materiálov, polotovarov, energií, financií a informácií v etape obehových procesov a ich prísun k výrobcovi sa používa termín dodávateľský reťazec. Rozvoj technológií a integrujúcich softvérových produktov umožňuje riadiť procesy presahujúce pôsobnosť výrobného podniku a dovoľuje tým žiaduce prepojenie trhu zaobstarávania s trhom odbytovým. Dodávateľský reťazec tak predstavuje systémovú postupnosť organizácií a subjektov, ktoré sú zapojené do procesov a činností prebiehajúcich v reťazci a pridávajú hodnotu vo forme výrobkov a služieb konečnému zákazníkovi. Veľký počet zapojených subjektov v dodávateľskom reťazci a jeho priestorový charakter vyžaduje, aby tieto integrované reťazce boli riadené.

Procesné hľadisko sa opiera o optimalizáciu finančných tokov v jednotlivých procesoch dodávateľsko-odberateľského reťazca s cieľom dosiahnuť konkurenčnú výhodu pre všetky zúčastnené subjekty prostredníctvom automatizácie, elektronizácie, zrýchlenia a odbúrania manuálnej náročnosti procesov. Finančný dodávateľský reťazec je vlastne určitá skupina procesov v tomto reťazci, ktoré sú usporiadané v logickej nadväznosti tak, aby zabezpečovali bezproblémový a zrýchlený presun peňažných tokov pozdĺž dodávateľského reťazca a to využitím moderných informačných technológií s cieľom zvýšiť hodnotu.

Finančné hľadisko vychádza z orientácie na oblasť financovania dodávateľsko-odberateľského reťazca, optimalizácie pracovného kapitálu a riadenia hodnoty. Financovanie predstavuje kombináciu financovania obchodných činností podnikom, resp. bankou s technologickou platformou, ktorá spája príslušných obchodných partnerov elektronickou formou.

2.1 Produkty a služby Supply Chain Financing

Dodávateľsko-odberateľské financovanie (Supply Chain Financing t.j. SCF) je súbor finančných a úverových produktov a zabezpečovacích techník. Cieľom je financovanie obchodných tokov medzi dodávateľmi a odberateľmi tak, aby bolo optimalizované využitie ich prevádzkového kapitálu, zabezpečená dostatočná likvidita a eliminácia rizík protistrany spojených s narastaním krátkodobých obchodných pohľadávok. Tieto obchodné pohľadávky typicky vznikajú z nezabezpečených dodávok tovarov a služieb bez podpory dokumentárnych alebo bankových zabezpečovacích nástrojov, kde hlavným dokladom potvrdzujúcim existenciu takejto pohľadávky je faktúra. Obchodné pohľadávky vznikajú jednak z vnútorného obchodu, ako aj zo zahraničného obchodu.

V súčasnosti sa banky snažia kombinovať portfólio svojich programov, cez ktoré subjektom v dodávateľskom reťazci umožňujú zlepšovať predvídateľnosť platieb, zvyšovať presnosť predikcie peňažných tokov, uplatňovať možnosť zliav z ceny pri skoršom platení a zlepšovať platobné podmienky. Ak vzniknú problémy spojené s neefektívnou komunikáciou s bankami, vyúsťujú často do zvýšených nákladov podnikov a oneskorenia pri plnení

dohodnutých termínov. Vznik nezrovnalostí a nesprávnosti uvedenia údajov potom spôsobuje oneskorenie procesov výroby, zvyšuje náklady na administratívu a neprehľadnosť cash flow.

Využitie potenciálu je hlavne v oblasti používania akreditívov a bankových záruk, pretože táto oblasť je charakteristická špecifickými procesnými tokmi založenými na jednotlivých požiadavkách podnikov a bánk. Tu je však dôležitá interakcia medzi zúčastnenými stranami. Východiskom je riešenie, ktoré vylučuje manuálny proces založený na papierovej forme. Motívom vstupu bánk do dodávateľského reťazca je poskytnutie technologických riešení, ktoré znížia náklady na financovanie pracovného kapitálu u jednotlivých subjektov tohto reťazca. Finančné riadenie dodávateľského reťazca sa zameriava na elimináciu obchodných a úverových rizík, zlepšenie a zefektívnenie procesov spojených s riadením pohľadávok a záväzkov a financovaním zásob.

Produkty a riešenie SCF sa týkajú obidvoch strán súvah subjektov, ktoré sú zapojené v dodávateľsko-odberateľských vzťahoch. Využívajú sa produkty ako zálohové financovanie pohľadávok – faktoring, odkup obchodných pohľadávok s diskontom – forfaiting, approved payable finance – reverzný faktoring/ confirming, dynamické diskontovanie, financovanie obchodných pohľadávok a financovanie zásob. S oblasťou SCF sú ďalej spojené služby a produkty ako dokumentárne obchody, trade finance t.j. exportné úvery s poistením komerčných a politických rizík, cash manažment, menové konverzie a poistenie rizík.

2.2 Modifikovaný faktoring

Modifikovaný faktoring predstavuje rozvinutejšiu alternatívu štandardných faktoringových produktov, ktoré lepšie reagujú na konkrétnu charakteristiku a potreby podnikov.

Rámcový (bilančný) faktoring využívajú podniky, ktoré pracujú so štruktúrou aktív a pasív, a so súvahou podniku. Ide o situáciu, keď postúpením pohľadávok na faktora príde k zníženiu objemu pohľadávok, prípadne k zlepšeniu ich štruktúry. Financie poskytnuté faktoringovou spoločnosťou nenavýšujú úverovú angažovanosť podniku a nezvyšujú mu objem cudzích zdrojov. Naopak, popri zrýchlení peňažných tokov umožňujú znížiť celkovú zadlženosť, ak sú použité na splatenie bankových úverov alebo záväzkov podniku. Týmto spôsobom je teda možné až trvale znížiť celkovú zadlženosť podniku, závislosť na úverových zdrojoch a pozitívne upraviť aj ukazovateľ rentability aktív (ROA).

Reverzný faktoring slúži na podporu obchodnej spolupráce medzi podnikmi rôznej veľkosti alebo rôznej finančnej sily. Obchodné riziko je v tomto prípade rozdelené medzi dodávateľom a odberateľom, čo je pozitívne vnímané faktorom pri financovaní pohľadávok dodávateľom. V praxi to spravidla znamená existenciu len jedného veľkého bonitného odberateľa a väčšieho množstva malých dodávateľov. Ide o situáciu, keď odberateľ pristupuje k záväzkom dodávateľa voči faktoringovej spoločnosti a tým mu napomáha získať pracovný kapitál a sám môže riadiť svoje finančné toky v horizonte niekoľkých mesiacov vďaka odloženej splatnosti dodávateľských faktúr.

Retailový faktoring predstavuje produkt určený pre podniky s menším objemom tržieb, ktorí majú svoje podnikanie založené na pravidelnej dodávke služieb alebo tovarov a to vybraným odberateľom a fakturačné objemy sú nižšieho charakteru. Táto modifikácia je špecifická nižším rozsahom požadovaných informácií a dokumentov. Podnik v tomto prípade získava pracovný kapitál vo forme postúpenia pohľadávok faktorovi jednoduchšou formou ako v prípade financovania bankovým úverom. Náklady spojené s modifikovaným faktoringom bývajú na úrovni základných modelov faktoringu z ktorých vychádzajú.

2.3 Procesy v operatívnom finančnom riadení

Optimalizovať proces riadenia likvidity znamená nastaviť ho tak, aby nedošlo k riziku narušenia finančnej stability podniku. Manažment pracovného kapitálu má za cieľ dosiahnutie požadovanej zákaznickej pružnosti a schopnosti rýchle reagovať na premenlivé zákaznicke požiadavky. Znamená to, že musí rozhodnúť o vhodnom systéme zadávania do výroby a udržaní celkových nákladov na výrobu a skladovanie na prijateľnej úrovni. Zásadný vplyv na proces riadenia likvidity má štýl vedenia obchodného a marketingového úseku v podniku. Cieľom vzniku a existencie tohto procesu je zhodnotiť vstupy získaním vyššej hodnoty od zákazníka. Cyklus kúpy a platby predstavuje výber dodávateľa, dohadovanie úverových podmienok, objednávok, príjem materiálu a príjem faktúry, realizáciu platby a vyrovnanie platby. Cyklus objednávky a platby v hotovosti predstavuje prípravu cenovej ponuky, dohadovanie úverových podmienok, prijatie nákupu objednávky, vystavenie faktúry a inkaso platby. Týmto sa zabezpečuje zvýšenie efektívnosti finančných procesov, zníženie nákladov v procese financovania a zaistenie voľného pracovného kapitálu tým, že v žiadnom procese nebudú zbytočne viazané finančné prostriedky. Optimalizovanie procesov sa dosiahne zlepšením spolupráce s ostatnými účastníkmi procesu financovania.

V súčasnosti veľké spoločnosti využívajú riadenie pracovného kapitálu ako spôsob podpory svojich partnerov z dodávateľského reťazca a reťazcov samotných. V čase globálnej úverovej krízy sa riadenie pracovného kapitálu ako ďalší zdroj financovania stáva pre mnohých dodávateľov dôležitým nástrojom na zaistenie kontinuálnosti dodávok. Kríza znížila pre mnohých dodávateľov možnosti úverového financovania a zvýšila náklady na financovanie. Vyššie náklady na financovanie znižujú zisk dodávateľov a zvyšujú ceny výrobkov a služieb, čo v dôsledku znižuje schopnosť dodávateľov úspešne konkurovať na stále náročnejšom trhu. Financovanie procesov v dodávateľskom reťazci predstavuje účinný nástroj na zachovanie platobnej schopnosti.

Riadenie procesov financovania v dodávateľskom reťazci má vplyv na uvoľnenie významného množstva pracovného kapitálu, urýchľuje procesy, zvyšuje účinnosť a znižuje náklady. Finančné, bankové a účtovné činnosti majú kľúčovú úlohu pri určovaní účinnosti procesu financovania. Napríklad rýchlosť, akou dodávateľ dostane platbu za dodávky je priamo závislá od rýchlosti vystavenia faktúr a presnosti v nich obsiahnutých údajov. Moderné riešenie spája dodávateľov, distribučné linky a finančné inštitúcie, centralizuje a optimalizuje procesy a uľahčuje financovanie. Výsledkom je významné zlepšenie celého procesu riadenia finančných tokov ako pre dodávateľov a obchodných partnerov tak aj pre samotný podnik.

Výsledkom je zvýšenie efektívnosti finančných procesov a zníženie nákladov v procese financovania, zaistenie voľného pracovného kapitálu tým, že v žiadnom procese nie sú viazané finančné prostriedky a optimalizujú sa procesy zlepšením spolupráce s ostatnými účastníkmi procesu financovania. Proces financovania je tvorený cyklami objednávka a platba, nákup a zaplatenie. Ďalšou súčasťou procesu financovania sú súvisiace procesy ako nákup, posúdenie rizík, dodávky, platby a riadenie hotovosti.

Dodávateľský reťazec ako prognóza pre splnenie cyklu zahŕňa prognózu dopytu, plánovanie výroby, nákup surovín, výrobu tovaru, skladovanie zásob a expedíciu tovaru. Podniky všetkých veľkostí sa stále viac zameriavajú na riadenie pracovného kapitálu ako zdroja interného financovania. Hotovosťou, ktorá sa uvoľní z dodávateľského reťazca môžu byť financované rozhodujúce funkcie, ako je nákup za súčasného zníženia potreby externého financovania. Dodávateľský reťazec je vlastne sústava troch alebo viac subjektov, ktoré sú priamo previazané jedným alebo viacerými tokmi produktov a služieb, financií, ale aj priamymi, resp. spätnými informáciami.

Finančné riadenie dodávateľského reťazca je *modernejším prvkom obchodných vzťahov*, ktorý integruje subjekty tohto reťazca s cieľom optimalizovať finančné toky, finančné dokumenty a transakcie prebiehajúce paralelne s materiálovým tokom. Významnú úlohu v tomto procese majú banky, ktoré sú považované za tzv. tretie strany poskytujúce riešenia na automatizáciu peňažných tokov, ich sprehľadnenie, zrýchlenie, nahradenie manuálnych procesov a spájanie partnerov v dodávateľskom reťazci. Cieľom takéhoto prístupu je zníženie transakčných nákladov a nákladov na financovanie, ktoré sa v konečnom dôsledku premietnu do zvýšenia hodnoty v celom dodávateľskom reťazci. Ako už bolo uvedené, okrem subjektov dodávateľského reťazca, ktorými sú dodávateľ a odberateľ, predstavujú jeho významnú súčasť aj finančné inštitúcie – banky ako tretie strany, ktoré ponúkajú možnosť riešenia automatizovaného financovania reťazca, dodatočnej úspory nákladov a zrýchlenia procesov, čo v konečnom dôsledku vedie k zvýšeniu hodnoty pre všetky zúčastnené strany. Finančný dodávateľský reťazec predstavuje optimalizačné riešenia pre finančnú oblasť celého reťazca. Pod takúto finančnú oblasť zaradíme finančné toky, platobné transakcie, prenos finančných dát medzi subjektmi reťazca a aktivity financovania. Na finančné riadenie takéhoto reťazca možno nazerať z hľadiska procesu i z hľadiska financií.

2.4 Rizikový profil dodávateľa

Výpadky v dodávke výrobných vstupov môžu vážne ohroziť kontinuitu prevádzky a zákaznícky servis. Existuje viacero možností, ako môže podnik toto riziko aktívnym spôsobom eliminovať. Jedným z hlavných cieľov riadenia rizík v dodávateľskom reťazci je zvýšiť jeho odolnosť proti neočakávaným výpadkom v dodávkach kritických materiálov. Tie môžu byť spôsobené finančnými problémami alebo nedostatočnými výrobnými kapacitami dodávateľa, prerušením jeho prevádzky (napr. štrajk zamestnancov), uvalením exportných bariér, či prírodnými katastrofami (napr. povodne v strednej Európe). Na takéto situácie existuje niekoľko riešení v podobe identifikácie najrizikovejších súčastí. Manažment podniku by mal vytvoriť portfólio nakupovaných vstupov a rozdeliť ho na rizikové položky, pri ktorých nie je ľahké nájsť alternatívneho dodávateľa, a ostatné, pre ktoré existuje na trhu dostatok substitučných alternatív. Rizikové položky nemusia byť automaticky tie, ktoré tvoria najväčšie nákupné objemy. Sú to vstupy, pri ktorých je podnik odkázaný na jedného dodávateľa, ktorých je na trhu nedostatok, alebo vstupy, ktoré sú kľúčové pre dodržanie

Pri rizikových položkách je potrebné, aby manažment spolupracoval s aspoň dvomi alternatívnymi dodávateľmi, hoci to môže byť z ekonomického hľadiska pre podnik menej výhodné. V súvislosti s vyhodnotením *rizikového profilu dodávateľa* sa obvykle analyzujú aj informácie, či má viacero výrobných prevádzok, ktoré môže použiť v prípade prerušenia výroby v jednej z nich a či má implementované opatrenia pre prípad prerušenia prevádzky. Nezanedbateľným riešením je aj kontinuálne sledovanie finančnej situácie kľúčových dodávateľov výrobných kapacít a zákazníckej štruktúry dodávateľa. Často sa stáva, že na iných trhoch vznikne vysoký dopyt po dodávaných produktoch, ktorý môže byť pre dodávateľa výhodnejší. V takomto prípade môže manažment zabezpečiť spoluprácu dlhodobými zmluvami, ktoré garantujú potrebné objemy a riešia výkyvy v predaji napríklad sezónnosť a nové produkty.

Snahou zainteresovaných manažérov by malo byť získanie informácií nielen o priamych dodávateľoch, ale aj ich subdodávateľoch. Vo väčšine prípadov sa riadenie rizík v dodávateľskom reťazci rieši na úrovni priamych dodávateľov. Práve ich subdodávatelia však môžu byť kritickým slabým článkom, ktorého výpadok ohrozí kontinuitu celého dodávateľského reťazca. Monitorovanie udalostí, ktoré môžu negatívne ovplyvniť najdôležitejších dodávateľov, ako sú nezhody s odbormi a štrajky zamestnancov, možné prírodné katastrofy, zmeny v legislatíve, vývoj na trhu ich hlavných výrobných vstupov,

a pod. prispieva k eliminácii rizík. Aplikovanie alternatívnych materiálov, ktoré je možné použiť ako náhradu a vytvorenie alternatívnych výrobných špecifikácií a výrobných postupov je tiež jednou z možností. Vlastníci podniku by napokon mohli zvážiť aj možnosť akvizície dodávateľov najkritickejších výrobných vstupov, čo manažmentu umožní získať kontrolu nad zdrojom dodávok. Ak podnik pracuje v systéme just-in-time, pri najkritickejších položkách, kde neexistuje alternatíva rýchlej náhrady dodávateľa je potrebné, aby manažment riešil investíciu do bezpečnostnej úrovne zásob.

2.5 Možnosti malých a stredných podnikov

Tradičným problémom financovania práve malých a stredných podnikov je ich bonita. Mladé podniky, ktoré podnikajú v službách majú problém ako získajú prevádzkové financovanie na zákazky s veľkými podnikmi a dlhu dobou splatnosti. Takéto podniky často nemajú žiadne fixné aktíva, napríklad progresívne rastúca marketingová agentúra určite nevlastní výrobnú halu, ale jej najväčším aktívom sú odborníci v prenajatej kancelárii. Takýto podnik bez fixných aktív a obchodnej histórie je pre banku nefinancovateľný.

Predfinancovanie faktúr je pre tieto prípady ideálnym riešením. Kreditné riziko neurčuje malá marketingová agentúra, ale veľký koncern, ktorý je v úlohe odberateľa reklamy. Týmto spôsobom je možné financovať menší podnik za cenových podmienok väčšieho subjektu. Cenu peňazí určuje riziko investície a faktoringová spoločnosť má vo svojej podstate dlžný úpis koncernu. Možnosťami poistenia pohľadávok sa menia určité pravidlá a faktoring pre malé a stredné podniky je dostupný. Častou prekážkou vo faktoringu sú pre menšie podniky minimálne ročné faktoringové limity a minimálne počty odberateľov.

2.6 Obmedzenia medzinárodných programov

V krajinách západnej Európy najväčší dopyt zo strany odberateľov predstavujú veľké multinacionálne spoločnosti, pre ktoré je stabilita dodávok a efektívne riadenie pracovného kapitálu mimoriadne dôležité. Väčšina medzinárodného obchodu sa dnes realizuje na voľný dodávateľský úver bez ručenia, a obe strany majú záujem o zvýšenie úverovej spôsobilosti a uvoľnenie cash flow z pohľadávok a záväzkov.

Praktickú implementáciu medzinárodných programov reverzného faktoringu však stále ovplyvňujú určité obmedzenia. Popri potrebe vyhovieť rôznorodým zákonom v každej krajine zúčastneného dodávateľa je potrebné, aby všetky zúčastnené strany napojili svoje systémy na jednu informačnú platformu, ktorú zvyčajne financuje faktor resp. banka. Ďalším problémom bývajú organizačné a procesné kritériá akými sú potreba neodkladného schvaľovania faktúr zo strany odberateľa a fakturácia zo strany dodávateľa, ako aj nevyhnutná úzka spolupráca oddelenia nákupu odberateľa s jeho finančným oddelením. Praktickým problémom je povinnosť banky poskytujúcej služby reverzného faktoringu preskúmať úverovú schopnosť zaangažovaných dodávateľov procedúrou poznania svojho odberateľa, čo je často pri dodávateľoch rozptýlených v mnohých rozvíjajúcich sa krajinách pomerne problematické. Ďalšou komplikáciou je zdĺhavý proces získavania súhlasu dodávateľov, aby vstúpili do nového programu, a opustili zaužívanú prax v obchodnom styku napr. ak už využívajú postupovanie pohľadávok formou bežného faktoringu.

3 Záver

Pozornosť aktérov domáceho a svetového obchodu sa stále viac sústreďuje na finančné zdravie celého dodávateľsko-odberateľského reťazca. Napriek tomu dodávatelia volia ako platobnú podmienku otvorenú platbu s odloženou splatnosťou. Tieto trendy však prirodzene multiplikuju potenciál „supply chain financing“ (SCF). Ďalším trendom je presun SCF z medzinárodného prostredia do vnútorného prostredia obchodných aktivít a v rámci jednotlivých ekonomík od veľkých podnikov k segmentu malých a stredných podnikov.

Rozvoj nových technológií je taktiež na pozadí SCF. Širšie uplatnenie elektronickej faktúry mení aj pôdorys finančných služieb v tejto oblasti. Na trh vstupujú rôzne nebankové platobné inštitúcie, ktorých konkurenčnou výhodou oproti bankám je, že nemajú technologicky a produktovo rozptýlené portfólio služieb. Významnú úlohu v tejto oblasti môžu mať monoproduktové finančné inštitúcie napr. faktoringové a forfaitingové spoločnosti, správcovia a „vymáhači“ pohľadávok, ktorých finančné a ľudské zdroje je možné koncentrovať na oblasť SCF.

Súčasný stav tejto disciplíny v sektore finančných služieb v SR je možné charakterizovať vysokou mierou fragmentácie. Komerčné banky k SCF pristupujú tradičným prístupom väčšinou izolovanej ponuky rôznych produktov bez výraznej syntetickej koncepcie a adekvátnych technologických platforiem. Výnimku tvoria niektoré väčšie banky resp. pobočky zahraničných bánk, ktoré sú tieto služby schopné poskytovať primárne zahraničným klientom, ktorí podnikajú v SR. Súčasne sa profilujú nebankové subjekty z prostredia služieb elektronickej fakturácia, elektronickej inštitúcií, diskontného financovania alebo správy pohľadávok. Tieto subjekty však majú často ešte nedostatok kvalitných referencií, ale aj nedostatok finančných zdrojov.

Z regulačného pohľadu je oblasť SCF vnímaná pomerne priaznivo. Tento sektor je v súčasnosti monitorovaný s cieľom, aby bol vymedzený a zdefinovaný. Európska banková asociácia (EBA) mala tieto snahy od začiatku a v súčasnosti je realizovaná rovnaká aktivita i na pôde Medzinárodnej obchodnej komory (ICC). Vo všeobecnosti môžeme vyjadriť názor, že BASEL III môže mať na rozvoj produktov a techník SCF dokonca pozitívny efekt vďaka tomu, že bilančné aktíva SCF môžu byť vnímané ako tzv. obchodný dlh s výrazne redukovanými kapitálovými požiadavkami v porovnaní s dlhovým financovaním, ktoré sa v novom regulovanom prostredí stane nákladnejšou alternatívou.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0066/17 „Manažment finančnej výkonnosti podniku v post-krízovom prostredí vybraných krajín EÚ“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. Third edition. New York: Mc Grow- Hill Companies USA, 2001. 798 p. ISBN 0-07-120195-5.

Brigham, E. F. – Daves, P. R. (2007). *Intermediate financial management*. 9. ed. Mason : Thomson / South-Western Academic Resource Center USA, 1040 p. ISBN 0-324-40553-7.

Hill, Ch. W.L. (2009). *International business : competing in the global marketplace*. 7th ed. New York : McGraw-Hill/Irwin, 738 s. ISBN 978-0-07-128798-2.

Penning, A., Fardon, M. (2010). *Cash management*. Published by Osborne Books Limited, Worcester. 190 p. ISBN 978-1-905777-30-3.

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, 300 p. ISBN 0-471-97599-0.

Rose, P. – Hudgins, S. (2010). *Bank management & financial services*. 8th ed. Boston : McGraw-Hill/Irwin, 2010. 734 p. ISBN 978-0-07-730355.

Tennent, J. (2012). *Guide to cash management. How to avoid a business credit crunch*. London: The economist in association with Profile Books Ltd. p. 211. ISBN 978-1-84668-597-2.

Vlachynský, K. et al. (2012). *Finančný slovník : výkladový / Financial Dictionary*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 501 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-469-0.

Wagner, J. (2011). Měření výkonnosti - vývojové tendence 2. poloviny 20. století. In *Politická ekonomie: teorie, modelování, aplikace*. - Praha : Vysoká škola ekonomická, 2011. ISSN 0032-3233, 2011, roč. 59, č. 6, s. 775-793.

Zákon č. 483/2001 Z. z., o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, v znení neskorších predpisov

Zákon č. 492/2009 Z. z. o platobných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, v znení neskorších predpisov.

Magdaléna Kubranová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: magdalena.kubranova@euba.sk

Boj proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam – legislatíva v EÚ a SR Anti Tax Avoidance Legislation in EU and Slovakia

Gizela Lénártová

Abstract

The European Union has been facing serious problems in the last decade. The main aim of the paper is to highlight the EU's pressing problems, to characterize and analyze proposals for the future development and a new EU multi-speed design with focus attention on tax policy issues. The core of the paper is to analyze the OECD and EU anti-avoidance initiatives and legislation (BEPS, ATAP and ATAD), to describe and evaluate last proposal of CCCTB Directive. The main legislative instruments of Anti Tax Avoidance Directive: GAAR (General Anti-Abuse Rule,) CFC (Controlled Foreign Company Rule), Hybrid mismatches, Exit Taxation, and first of all Interest Limitation as a Rule of Thin Capitalization are analyzed and compared with the current Slovak legislative, and the possibility of their implementation.

JEL classification: F 36, H 25, H 26

Keywords: CCCTB, tax avoidance, thin capitalisation

1 Úvod

Európska únia čelí v poslednom desaťročí vážnym problémom. V časopiseckej a knižnej literatúre, v prejavoch politikov a v štúdiách odborníkov sa čoraz častejšie skloňuje slovo kríza. Ide predovšetkým o finančnú, dlhovú, utečeneckú krízu, nárast extrémizmu, terorizmu, ochranu vonkajších hraníc EÚ atď. Únia je neefektívna v rozhodovaní, reaguje veľmi pomaly a zdĺhavo, často krátko „nárazovo“ a ex post po prepuknutí problémov v tzv. nočných krízových stretnutiach. Európska únia sa musí radikálne reformovať. Po volebnom rozhodnutí Veľkej Británie o odchode z EÚ, lídri 27 členských štátov EÚ v deň 60. výročia podpísania rímskych zmlúv deklarovali spoločnú víziu, jej jednotnosť a nedeliteľnosť EÚ. Európska komisia vypracovala 5 scenárov budúceho vývoja EÚ:

1. Pokračovanie v súčasnom smerovaní: bol spracovaný a prijatý dokument „Bratislava +“, tzv. cestovná mapa s cieľom posilniť vnútorný trh, jednotný digitálny trh, energetickú úniu, kapitálovú úniu a obrannú úniu,
2. Minimalistický scenár: zameranie výlučne na jednotný trh,
3. Viacrýchlostná (dvojrýchlostná) únia – niektoré krajiny (ktoré chcú, resp. sú schopné) budú napredovať rýchlejším tempom, niektoré pomalším, príkladom môže byť spolupráca v daňovej oblasti, vytvorenie európskeho prokurátora, alebo diskusia o zdaňovaní finančných transakcií,
4. Zameranie sa len na niektoré oblasti na úrovni EÚ, ale efektívnejšie, niektoré oblasti by zostali výlučne v kompetencii národných vlád (zdravotníctvo, regionálny rozvoj). Tým by sa mali použiť uvoľnené zdroje na super - priority,
5. Maximalistický scenár: spoločný intenzívny postup vo všetkých oblastiach, aj tam, kde EÚ nedosiahla doteraz dobré výsledky - napr. pasy EÚ, európska CIA, alebo FBI, jednotné kreslo v OSN.

Návrh piatich scenárov sa na základe politického vývoja po voľbách vo Francúzsku, Holandsku a Nemecku a odborných diskusiách dopĺňa o ďalšie návrhy, konkretizuje v ďalších oblastiach (hospodárstvo, energetika, sociálna oblasť, menová únia atď.) a kryštalizuje sa.

Cieľom príspevku je poukázať na naliehavé problémy EÚ, charakterizovať a analyzovať návrhy budúceho smerovania EÚ a na základe toho orientovať pozornosť na problémy

daňovej politiky. Jadrom príspevku sú iniciatívy a legislatívne opatrenia OECD a EÚ proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam.

2 Viacrýchlostná, resp. dvojrychlostná Európska únia a daňová politika

Cieľom tohto scenára je prekonať ťažkopádnosť rozhodovania. Podľa ustanovení Zmluvy o fungovaní EÚ sa právne akty prijímajú buď riadnym legislatívnym procesom (podmienka prijatia právneho aktu kvalifikovanou väčšinou) alebo mimoriadnym legislatívnym procesom (podmienka jednomyseľnosti), ktorá sa uplatňuje aj v oblasti daní. Zdlhavosť a neúspešnosť v rozhodovaní sa prejavila v posledných dvoch desaťročiach predovšetkým pri spracovaní a prijímaní modelu CCCTB v oblasti zdaňovania nadnárodných spoločností.

Podľa vyjadrenia ekonómov tie krajiny, ktoré budú ochotné a pripravené sa viac politicky a ekonomicky zbližiť a spolupracovať, vytvoria v rámci viacrýchlostnej EÚ tzv. jadro. V rámci EÚ sa prejavuje rôznorodá dynamika. Veľká skupina krajín používa a chce používať jednotnú menu. Sedemnáť krajín chce spoločného európskeho prokurátora. V súčasnosti 11 krajín pracuje na návrhu dane z finančných transakcií. Z uvedeného vyplýva, že existuje viacero oblastí, kde užšia skupina krajín chce pokračovať rýchlejším tempom. To sú dôvody pre viacrýchlostnú EÚ, v rámci ktorej budú skupiny krajín, ktoré budú napredovať rýchlejšie, ale zároveň budú otvorené pre ostatné členské krajiny. Vzniká otázka, či tento scenár bude efektívny pre budúci vývoj všetkých členských krajín EÚ.

Aby mohli štáty budúceho jadra EÚ rýchlejšie napredovať, budú musieť prijať dodatočné reformné opatrenia, rovnako, ako v prípade, keď sa chceli začleniť do EÚ. Medzi podmienky budú patriť nízky deficit, celkové nízke zadlženie a primeraný ekonomický rast. V návrhoch budúceho jadra sa uvažuje so spracovaním viacerých kľúčových projektov, medzi ktoré budú patriť Európska agentúra pre inovácie, rozšírenie vzdelávacieho programu EÚ Erasmus, spolupráca v oblasti boja proti terorizmu, rozvoj internetu, užšia prepojenosť a kombinácia daňových, sociálnych, školských a kultúrnych politík, ďalej prijatie nástrojov na účinné odolávanie menovým krízam, vytvorenie niekoľkých daňových zón a spoločné zdaňovanie nadnárodných spoločností a ďalšie.

V oblasti zbližovania daňovej politiky pôjde o nový spôsob vyčísl'ovania základov dane pre nadnárodné skupiny, ktorý by mal byť vo všetkých krajinách jadra EÚ rovnaký.

3 Vývoj a súčasný stav zavádzania modelu CCCTB

V uplynulých dvoch desaťročiach boli spracované modely zdaňovania nadnárodných spoločností ako súčasť harmonizácie priameho zdanenia v EÚ založeného na koncepte spoločného konsolidovaného daňového základu korporácií (ďalej CCCTB). Návrh CCCTB vyvolal veľkú diskusiu odborníkov a názory na tento model, na jeho výhody a nevýhody sú značne protichodné. Od predloženia tohto návrhu má veľa odporcov v členských krajinách EÚ, pretože ho vnímajú ako ohrozenie národnej daňovej suverenity. To je dôvod, prečo jednomyseľné schvaľovanie daňových smerníc neumožnilo doteraz žiadny z predložených návrhov smernice o CCCTB prijať.

Podstata CCCTB vychádza z nasledovného:

- daňový základ korporácií ako jeden z najdôležitejších základných konštrukčných prvkov dane z príjmov korporácií by sa mal vzťahovať na nadnárodné spoločnosti pôsobiace v EÚ z ich celoeurópskych podnikateľských aktivít;
- spoločný, resp. jednotný základ dane korporácií znamená, že ide o výpočet daňového základu korporácií na základe spoločných, resp. rovnakých alebo jednotných pravidiel a kritérií, ktoré budú dohodnuté a uplatnené v EÚ;

- konsolidovaný základ dane vychádza z konsolidovanej účtovnej závierky (ďalej KÚZ) podľa legislatívy EÚ.

Návrh smernice vymedzil subjekty podľa dvoch hlavných kritérií, a to podľa výšky vlastníctva hlasovacích práv a podľa daňovej rezidencie. Ďalšie náležitosti návrhu smernice sa týkali: definícia základu dane CCCTB spoločností, ktoré podliehajú a nepodliehajú konsolidácii, definície zdaniteľných príjmov, definície príjmov, ktoré nebudú podliehať dani, definície uznateľných daňových výdavkov a neuznateľných daňových výdavkov, definícia dlhodobého majetku, pravidiel oceňovania, pravidiel odpisovania dlhodobého majetku, kompenzácia strát (pravidlá umorovania strát), skupiny podnikov pre konsolidáciu, metódy konsolidácie, mechanizmus alokácie CCCTB medzi jednotlivé členské štáty EÚ, v ktorých nadnárodná spoločnosť podniká. V roku 2010 sa zintenzívnila práca pracovnej skupiny CCCTB WG. Na začiatku roka 2010 sa uskutočnilo významné pracovné stretnutie CCCTB WG, na ktorom boli prezentované štyri problémové okruhy: - definícia CCCTB skupiny podnikov, reorganizácie skupiny podnikov vo väzbe na CCCTB, medzi - skupinové a vnútro - skupinové transakcie, pravidlá proti zneužitiu CCCTB. Ťažkosti pri zavádzaní CCCTB dokumentujú mnohé štúdie, správy, napr. COM(2011)121 a SEC(2011)316 final, ktorý obsahuje „Summary of the Impact Assessment“ ako súčasť návrhu „Smernice o CCCTB“. Správa pracovnej skupiny v roku 2011 uvádza 4 hlavné možné scenáre implementácie CCCTB v budúcnosti:

1. možnosť – SCENÁR „status quo“ („no action“), čiže žiadne nové aktivity pri zavádzaní CCCTB sa nebudú uskutočňovať;

2. možnosť – SCENÁR 1: scenár prijatia dobrovoľného CCTB (Optional Common Corporate Tax Base), to znamená, že spoločnosti by si mohli vybrať tento model a tak nahradiť 27¹ rozdielných daňových zákonov (v oblasti korporatívnych daní) jednotlivých členských štátov jednoduchým a spoločným súborom pravidiel výpočtu CCTB pre relevantné spoločnosti;

3. možnosť – SCENÁR 2: scenár prijatia povinného CCTB (Compulsory Common Corporate Tax Base), to by znamenalo povinné nahradenie 27 rozdielných odlišných daňových zákonov (v oblasti korporatívnych daní) členských štátov jednoduchým a spoločným súborom pravidiel výpočtu CCTB pre relevantné spoločnosti;

4. možnosť – SCENÁR 3: scenár prijatia dobrovoľného CCCTB (Common Consolidated Corporate Tax Base), spoločnosti by si mohli vybrať tento systém spoločného konsolidovaného daňového základu namiesto 27 odlišných daňových systémov a 27 odlišných účtovných systémov;

5. možnosť – SCENÁR 4: scenár prijatia povinného CCCTB (Common Consolidated Corporate Tax Base), spoločnosti by museli uplatniť systém spoločného konsolidovaného daňového základu namiesto 27 odlišných daňových systémov a 27 odlišných účtovných systémov.

Podľa návrhu smernice CCCTB z roku 2011 sa bude konsolidovaný základ dane stanovený na príslušný daňový rok rozdeľovať medzi členov nadnárodnej skupiny (korporácie) podľa vzorca, ktorý je postavený na týchto ukazovateľoch: obrat, práca, aktíva, pričom majú rovnakú váhu (1/3):

Vzorec rozdeľovania konsolidovaného DZ nadnárodnej skupiny, čiže podiel spoločnosti A:

¹ Poznámka: V čase zverejnenia správy bolo v EÚ 27 členských štátov – pred prijatím Chorvátska.

Podiel A = $[(1/3 \text{ obrat A} / \text{obrat skupina} + 1/3 (1/2 \text{ objem miezd A} / \text{objem miezd skupina} + 1/2 \text{ počet zamestnancov A} / \text{počet zamestnancov skupiny}) + 1/3 \text{ aktíva A} / \text{aktíva skupina})]$

* konsolidovaný základ dane (1)

Rovnaká váha týchto faktorov má zabezpečiť, aby boli zisky zdaňované tam, kde sa vytvoria. Faktorom obrat sa má dosiahnuť primeraná účasť štátu určenia, faktor práca je stanovený podľa objemu miezd a počtu zamestnancov, ktoré sú určené 1:1, čiže sú v rovnováhe. Faktor aktív zahŕňa len dlhodobý hmotný majetok. Nehmotný majetok a finančné aktíva sa nezahŕňajú do tohto vzorca, pretože majú pohyblivý charakter. Tento prístup je veľmi kritizovaný, pretože vo faktore aktíva nie je zahrnuté duševné vlastníctvo, čo je v súčasnom období potreby inovácií nesprávne.

V roku 2012 Európsky parlament prijal pozmeňujúce návrhy tohto dokumentu a rovnakú mieru uvedených faktorov zmenil tak, že práca a aktíva budú tvoriť 90% a 10% obrat.

Vzorec rozdeľovania konsolidovaného DZ nadnárodnej skupiny, čiže podiel spoločnosti A podľa pozmeňujúceho návrhu:

Podiel A = $[(1/10 \text{ obrat A} / \text{obrat skupina} + 9/20 (1/2 \text{ objem miezd A} / \text{objem miezd skupina} + 1/2 \text{ počet zamestnancov A} / \text{počet zamestnancov skupiny}) + 9/20 \text{ aktíva A} / \text{aktíva skupina})]$

* CCCTB (2)

Táto zmena vychádza z toho, že obrat je rôzny v jednotlivých členských štátoch a je daný ekonomickou úrovňou a životnou úrovňou v príslušnom členskom štáte. Faktor obratu zvýhodňuje štáty s vyššou spotrebou, t.j. veľké hospodársky rozvinuté štáty. Pre Slovensko s proexportne orientovanou ekonomikou by faktor obratu by pravdepodobne neznižoval daňové príjmy do štátneho rozpočtu. Podľa analýzy Ekonomického ústavu SAV (Domonkos, Dolinajcová, 2012) je pravdepodobné, že sa krajinám s nízkou priemernou mzdou uplatnením vzorca podľa návrhu smernice zníži príjem z dane z príjmov právnických osôb do SR. Výpočty vychádzali z údajov 11 nadnárodných spoločností za roky 2009 a 2010 a simulovali situáciu rozdelenia základu dane podľa vzorca zo smernice (1). Podľa tohto vzorca by pri rozdelení zisku od týchto spoločností do SR plynuli nižšie príjmy o 40,4 mil. eur, čo spôsobilo uplatnenie faktora vyplatené mzdy. Ministerstvo financií SR spracovalo stanovisko k uvedenej smernici veľmi podrobne a pripomienkovalo jednotlivé články navrhovanej smernice z pohľadu daňovej legislatívy SR (daňový zákon o dani z príjmov) a pohľadu dopadov na ekonomiku Slovenska.

Po viac ako 15 rokoch spracovávaní a vyjednávania by sa mal spoločný základ dane nadnárodných spoločností stať realitou. Európska komisia chce aj takto bojovať proti neplateniu daní veľkými nadnárodnými korporáciami. Podľa prepočtov ekonomického týždenníka The Economist americké spoločnosti ročne „ušetria“ neplatením daní približne 90 mld. eur. Jeden z konkrétnych prípadov bola firma Apple pôsobiaca v Írsku, ktorá využila podľa Európskej komisie uplatnenie neoprávnených štátnych daňových stimulov. Firma Apple vďaka daňovej optimalizácii roky neplatila dane a teraz má doplatiť až 13 mld. eur plus úroky. Ďalšie prípady sú holandský prístup k americkému reťazcu Starbucks, prešetrujú sa aj prípady Luxemburska so spoločnosťami Amazon a McDonald's.

Podľa najnovšieho návrhu Európskej komisie podľa Buchlákovvej (Buchláková, 2016) budú podnikatelia s medzinárodným pôsobením v EÚ podávať jedno daňové priznanie jednému správcovi dane. Ten potom základ dane rozdelí podľa vzorca na tie členské krajiny, v ktorých nadnárodná spoločnosť pôsobí. Príslušnú časť základu dane potom zdaní členský štát daňovou sadzbou, ktorá sa uplatňuje podľa daňovej legislatívy v tomto štáte. Z uvedeného

vyplýva, že výška daňovej sadzby korporatívnej dane by mala ostať v kompetencii jednotlivých štátov v rámci odporúčaného daňového rozpätia.

Spoločný základ dane by pre firmy predstavoval zjednodušenie výberu daní. Dnes podľa odborníkov netransparentnosť systému spočíva v tom, že sa v každej krajine vypočítava základ dane iným spôsobom. Podľa Buchláňkovej (Buchláňková, 2016) uvedený návrh Európskej komisie označil eurokomisár pre hospodárske a finančné záležitosti, dane a clá Pierre Moscovici ako návrh 21. storočia. Ako uviedol implementácia spoločného základu dane bude pozostávať z dvoch krokov. Prvý krok spočíva v zjednotení výpočtu spoločného základu dane korporatívnej dane vo všetkých krajinách únie, čiže spoločnosti podnikajúce vo viacerých krajinách EÚ spočítajú všetky príjmy, straty vo všetkých krajinách, v ktorých podnikajú, pričom aplikujú na ne spoločný základ dane. V druhom kroku sa spoločný ZD rozdelí podľa vzorca uplatnením faktorov obrat, práca a aktíva medzi príslušné členské krajiny, v ktorých sa zdaní tak, že sa uplatní príslušná daňová sadzba tej ktorej členskej krajiny EÚ.

Nový systém bude povinný pre veľké nadnárodné skupiny, ktoré majú najväčšiu schopnosť využívať agresívne daňové plánovanie. Ide o nadnárodné skupiny s celkovými príjmami prevyšujúcimi 750 miliónov eur ročne, na ktoré sa budú vzťahovať aj ďalšie pravidlá. Nadnárodné korporácie budú musieť podávať správy obsahujúce výšku ich príjmov a ziskov pred zdanením, zaplatenú daň z príjmov, deklarovaný kapitál, nerozdelené zisky, hmotný majetok a počet zamestnancov podľa jednotlivých krajín, v ktorých vykonávajú podnikateľskú činnosť. Tieto správy by podávali v tom členskom štáte, v ktorom je hlavný subjekt nadnárodnej skupiny rezidentom pre daňové účely. Členský štát, v ktorom je správa podaná, by mal následne tieto informácie poskytnúť ďalším členským štátom, na území ktorých daná nadnárodná skupina podniká.

4 Boj proti agresívnemu daňovému plánovaniu

Okrem dlhoročnej snahy uplatniť nové pravidlá výpočtu daňového základu nadnárodných spoločností, sa EÚ snaží eliminovať aj agresívne daňové plánovanie, ktorého cieľom je vyhýbanie sa daňovým povinnostiam. V daňovej teórii z hľadiska terminologického, ako aj v daňovej praxi rozdiel medzi daňovými únikmi a vyhýbaním sa daňovým povinnostiam je veľmi malý. Podľa Kubicovej (Kubicová, 2008) „*Zníženie dane porušením zákona je daňový únik, ktorý je trestným činom. Vyspelé daňové jurisdikcie však považujú za neprijateľný nielen daňový únik, ale i vyhnutie sa dani. K neprijateľnému vyhnutiu sa dani vedie taká séria transakcií, v ktorých sa zneužíva daňová legislatíva*“ Ide teda o také konanie daňovníkov, ktoré vedú k zámernému znižovaniu daní až úplnému vyhnutiu sa daniam. Daňovníci presúvajú zisky, resp. majetok do krajín s nižším, resp. nulovým zdanením. Presun daňovej rezidencie do zahraničia je frekventovaný jav prakticky v celom svete, najčastejšie sa realizuje zakladaním onshore a offshore spoločností (Krištofik, et al., 2017) a v daňových rajoch (Novotný a Kruml, 2015). Často používané praktiky agresívneho plánovania sú aj transakcie vedúce k erózii základu dane prostredníctvom platieb úrokov z úverov, ďalej využívanie rozdielov v medzinárodných zmluvách o zamedzení dvojitého zdanenia (ďalej DTT), využívanie znenia zákona v nesúlade s jeho účelom, čím EÚ prichádza ročne približne o 190 miliárd eur. OECD bojuje proti agresívnemu daňovému plánovaniu v celosvetovom meradle iniciatívou BEPS (Base Erosion and Profit Shifting), ktorú vypracovala na základe mandátu G20. Obsahuje 15 akčných bodov - odporúčaní, pričom sa predpokladá, že zainteresované krajiny budú opatrenia implementovať. Okrem toho OECD implementuje opatrenia BEPS-u do vlastných smerníc v oblasti transferového oceňovania a v oblasti medzinárodných zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia.

EÚ prevzala z BEPS-u niektoré opatrenia, doplnila ich, rozšírila a prijala tieto dokumenty:

1. TTP - Balík opatrení daňovej transparentnosti (Tax Transparency Package), v rámci ktorého bola prijatá revízia smernice o administratívnej spolupráci v oblasti daní – DAC 3, pripravuje sa DAC 4),
2. ATAP - Balík opatrení proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam a
3. ATAD - Smernica proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam.
4. CTRP - Reformný balík dane z príjmov právnických osôb (Corporate Tax Reform Package-CTRP).

ATAP obsahuje komplex opatrení na zamedzenie agresívneho plánovania, zvýšenie daňovej transparentnosti medzi členskými štátmi a zabezpečenie rovnakých podmienok na podnikanie v celom priestore EÚ. Opatrenia možno rozdeliť do 4 oblastí:

1. oblasť obsahuje 6 opatrení:
3 opatrenia z OECD projektu BEPS:
 - Akcia 2: Hybridné nesúlady (čl. 9 ATAD),
 - Akcia 3: CFC (čl. 7- 8 ATAD),
 - Akcia 4: Uznateľnosť úrokov (čl. 4 ATAD).
 3 opatrenia z návrhu smernice CCCTB:
 - Všeobecné pravidlo proti zneužívaniu (General Anti Avoidance Rule – GAAR), (čl. 6 ATAD),
 - Switch-over Clause (neskôr zrušené),
 - Exit Tax Rule (daň pri odchode) (čl. 5 ATAD).
2. oblasť obsahuje:
 - Smernica Rady 2015/2376 z 8. decembra 2015, ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2011/16/EÚ pokiaľ ide o povinnú výmenu informácií v oblasti daní,
 - Opatrenie z BEPS: Akcia 13: CBC Reporting.
3. oblasť obsahuje:
Odporúčania na implementáciu opatrení proti zneužívaniu zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia - 2 opatrenia z OECD projektu BEPS:
 - Akcia 6: Zneužívanie zmlúv,
 - Akcia 7: Vyhýbanie sa štatútu Stála prevádzkareň.
4. oblasť obsahuje:

Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu a Rade o externej stratégii:

Obsahuje návrh opatrení a odporúčaní na podporu správneho globálneho riadenia daní: jedna z iniciatív je vytvorenie spoločného systému hodnotiacich kritérií na posudzovanie, preverovanie a zaraďovanie tretích krajín do zoznamu nespolupracujúcich krajín v daňovej oblasti.

Z balíčka opatrení ATAP bola spracovaná a prijatá smernica ATAD - Smernica Rady 2016/1164 proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam, ktorá zavádza tzv. povinný minimálny štandard, ktorý by mal zabezpečovať opatrenia proti vyhýbaniu sa daní v každom členskom štáte. Štandard znamená, že štáty môžu uplatniť aj prísnejšie pravidlá. Ako je z tabuľky 1 zrejmé, z pôvodných 6 opatrení sa v súčasnosti uplatňuje 5, ktoré nadväzujú na projekt BEPS, Balík ATAP a staršiu iniciatívu CCCTB tak vytvárajú ucelený súbor opatrení. Smernica sa vzťahuje na právnické osoby, ktorých príjem podlieha dani z príjmov právnických osôb v EÚ vrátane stálych prevádzkarní právnických osôb. Smernica sa nevzťahuje na fyzické osoby a na daňovo transparentné právnické osoby (napr. komanditná spoločnosť a verejná obchodná spoločnosť). Opatrenia ATAD-u a časový harmonogram ich implementácie sú uvedené v tabuľke 1.

Tabuľka 1

Opatrenia smernice ATAD a časový harmonogram ich implementácie

Opatrenie	Dátum implementácie
1. Všeobecné pravidlo proti zneužívaniu (GAAR)	31.12.2018
2. Pravidlá pre kontrolované zahraničné spoločnosti (CFC)	31.12.2018
3. Hybridné nesúlady	31.12.2019 možný odklad jedného ustanovenia do 31.12.2021
4. Zdaňovanie pri odchode (Tax Exit Rule)	31.12.2019
5. Uznateľnosť úrokov	31.12.2018

Zdroj: Smernica Rady 2016/1164 z 19. júla 2016 EÚ (Anti Tax Avoidance Directive ATAD).

1. GAAR je pravidlo smernice, ktoré musí byť implementované v národných legislatívach členských krajín EÚ do 31.12.2018. Podstatou tohto pravidla je prednosť obsahu pred formou pri posudzovaní transakcie. V daňovej oblasti uvedené pravidlo znamená, že také transakcie, ktoré nemajú ekonomické opodstatnenie nemôžu ovplyvniť daňový základ a z toho vyplývajúcu daňovú výhodu. GAAR je zakomponovaný v daňovej legislatíve SR v Daňovom poriadku v § 3 ods. 6.

2. Mnohé spoločnosti vo svete prenášajú svoju daňovú rezidenciu z domácej krajiny do zahraničia za účelom vyhnutia sa daňovej povinnosti tak, že zakladajú fiktívne spoločnosti v jurisdikciách s nízkym alebo žiadnym zdanením. Doteraz sa vo svete využívali určité obmedzenia týchto praktík ako pravidlá pre zahraničné kontrolované spoločnosti (Kubicová, 2008). Avšak podľa záverečnej správy OECD (Final Report OECD/G20, 2015) tieto pravidlá neboli dostatočne účinné. EÚ zakomponovala v smernici ATAD prísnejšie pravidlá, ktoré sú povinné, ktoré môžu byť v národných legislatívach doplnené o dobrovoľné.

3. Hybridné nesúlady vznikajú ako výsledok uplatnenia hybridných nástrojov alebo hybridných entít. V medzinárodnej daňovej praxi sa používa veľký počet rôznorodých hybridných nesúládov. Môže ísť napríklad o to, že dôjde k dvojitému nezdaneniu príjmov (napr. dvojitým uplatnením výdavkov alebo daňovej straty v rôznych krajinách nezahrnutím príjmu v jednej krajine a uplatnením výdavku v inej krajine a pod.). Táto situácia môže vzniknúť vtedy, keď napríklad v jednej krajine sa považuje úver za dlhový nástroj a v druhej krajine za kapitálový vklad. Daňové dôsledky sú, že v jednej krajine sa uplatňujú úrokové náklady, ktoré znižujú základ dane a v druhej krajine môžu byť dividendy oslobodené od dane. V Slovenskej republike hybridné nesúlady čiastočne rieši § 12, ods. 7 písm. c). Pre daňových rezidentov SR (PO a FO) je podľa § 43 ods. 1 písm. c) ZDP predmetom zrážkovej dane vo výške 35% dividenda prijatá z daňového raja (príjem vyplatený z nezmluvného štátu). Problémom je, že v podmienkach SR sa dá ťažko zistiť, či a ako bola v krajine zdroja dividenda zdanená, aký je podkladový zisk, prípadne, či vyplatená dividenda v krajine zdroja bola uznaná ako daňový výdavok.

4. Zdaňovanie pri odchode (Exit Tax) charakterizuje Kubicová (Kubicová, 2016) takto: 1. ide o zdanenie fyzickej alebo právnickej osoby pri zmene daňovej rezidencie z jedného štátu do druhého, 2. ide o opatrenie proti vyhýbaniu sa daňovým povinnostiam. EÚ prijalo v smernici ATAD pravidlo, ktoré umožní členským štátom zdaníť hodnotu majetku vo vlastníctve právnickej osoby a to v okamihu jeho presunu do iného členského štátu alebo tretej krajiny, ak sa presun uskutoční bez zmeny vlastníctva majetku. V daňovej legislatíve

SR dosiaľ nemáme žiadne ustanovenia týkajúce sa zdaňovania pri odchode a do konca roku 2019 ho budeme musieť implementovať.

5. Úrokové platby sa veľmi často používajú v agresívnom daňovom plánovaní, pretože úroky z úverov a pôžičiek sú u veriteľa zdaniteľným príjmom, ktorý zvyšuje základ dane a u dlžníka výdavkom, ktorý základ dane znižuje. Národné vlády členských štátov EÚ využívajú rôznorodé pravidlá na obmedzenie daňovej uznateľnosti úrokov u dlžníka, ktoré sa však veľmi líšia. EÚ zavádza v smernici ATAD jednotné pravidlá na obmedzenie daňovej uznateľnosti úrokových platieb u dlžníka vo všetkých členských štátoch prostredníctvom povinných a dobrovoľných ustanovení. Vztahujú sa na čisté úrokové náklady z úverov a pôžičiek od závislých aj nezávislých osôb. Zavedenie uvedeného pravidla môže negatívne ovplyvniť právnické osoby, ktoré získajú úver na rozvoj podnikania, resp. na väčšie investičné projekty bez akýchkoľvek znakov agresívneho daňového plánovania. Toto ustanovenie môže byť zmiernené aplikáciou výnimiek a oslobodení, o implementácii ktorých bude rozhodovať každý štát samostatne. V zahraničnej literatúre je pravidlo uznateľnosti úrokov známe ako “Thin Capitalization”, resp. “Earning Stripping Rules” a podľa daňovej terminológie SR “pravidlo nízkej kapitalizácie”.

5 Porovnanie pravidiel nízkej kapitalizácie podľa smernice ATAD a daňovej legislatívy SR

Podľa smernice ATAD môže členský štát môže právnickej osobe v príslušnom zdaňovacom období umožniť daňový odpočet úrokov do výšky, ktorá zodpovedá max. 30 % ukazovateľa EBITDA. Členské štáty budú môcť za účelom vyššej ochrany povoliť nižší odpočet úrokov tak, že sa uplatní nižší % - ny pomer alebo pri výpočte príslušného pomeru budú vychádzať zo zisku pred zdanením a úrokmi (EBIT). Okrem povinných pravidiel smernica umožňuje uplatniť výnimky a oslobodenia, napr. prostredníctvom „Safe Harbour“ odpočítať úroky do výšky 3 mil. eur alebo „standalone entity“, tzn. samostatného podniku, ktorá nie je súčasťou skupiny, alebo „grandfathering clause“ – možnosť vylúčiť z rozsahu pôsobnosti ustanovení smernice úroky z tých pôžičiek a úverov, ktoré boli uzavreté pred 17.6.2016 a úroky z pôžičiek použitých na financovanie dlhodobých verejných infraštruktúrnych projektov.

Slovenská republika od svojho vzniku hľadala možnosti legislatívne upraviť primeranú výšku daňovo uznateľných úrokov z úverov a pôžičiek. Historický vývoj pravidla nízkej kapitalizácie v podmienkach SR ilustruje tabuľka 2.

Tabuľka 2

Vývoj uplatnenia pravidla nízkej kapitalizácie v SR

Obdobie	Subjekty/nástroj
1993 -2003	Subjekty: 1993 zahraničné osoby, 1994 - 2003 závislé osoby Pravidlo: pomer dlhu k vlastnému imaniu 4:1 pomer dlhu k vlastnému imaniu 6:1 pre banky a poisťovne
2004 – 2014	Žiadne pravidlá
2015 –súčasnosť	Subjekty: závislé osoby Pravidlo: 25 % EBITDA (účtovné údaje) Hrubé úroky Výnimka pre finančné spoločnosti

Zdroj: daňová legislatíva od roku 1993 po súčasnosť, vlastné spracovanie

V súčasnosti sú pravidlá nízkej kapitalizácie v SR legislatívne upravené v § 21a ZDP, ktoré sa vzťahujú len na prepojené osoby, limit je stanovený vo výške 25% EBITDA (účtovné údaje), ide o hrubé úrokové náklady a uplatňuje sa výnimka pre finančné spoločnosti. V

tabuľke 3 je uvedené porovnanie pravidiel nízkej kapitalizácie podľa ATAD a súčasne platnej daňovej legislatívy SR.

Tabuľka 3

Porovnanie pravidiel nízkej kapitalizácie podľa smernice ATAD EÚ) a zákona o dani z príjmov (SR)

Daňové nástroje / právna úprava	EÚ Smernica ATAD Čl. 4	SR Aktuálne platný zákon o dani z príjmov, § 21a Pravidlá nízkej kapitalizácie (2017)
Subjekty	Závislé a nezávislé osoby	Závislé osoby a úroky z podmienených úverov
Predmet, na ktorý sa vzťahuje právna úprava	Čisté úroky z úverov a pôžičiek (tie, ktoré presahujú náklady na úvery a pôžičky)	Hrubé úroky z úverov a pôžičiek
Základňa pre výpočet	Základ dane (ZD)	Výsledok hospodárenia (VH)
Limit z ukazovateľa	max. 30 % EBITDA/EBIT	25 % EBITDA
Výpočet	ZD + daňové odpisy + presahujúce náklady (daňové) na úvery a pôžičky	VH + odpisy (účet 551) + úroky (účet 562)
Výnimky	Finančné inštitúcie a projekty verejnej infraštruktúry	Finančné inštitúcie

Zdroj: Smernica Rady 2016/1164 z 19. júla 2016 EÚ (Anti Tax Avoidance Directive ATAD), Zákon o dani z príjmov č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v z. n. p., Kuceková, M. (2017) *Daňové a účtovné dôsledky medzinárodného zdaňovania v národnej legislatíve SR*, dizertačná práca FHI EU v Bratislave, 2017, s. 100, vlastné spracovanie

Na základe porovnania Smernice AZAD a daňovej legislatívy SR možno konštatovať, že pravidlá nízkej kapitalizácie majú rovnaký cieľ – limitovať daňovú uznateľnosť úrokov z úverov a pôžičiek pri výpočte daňového základu a vychádzajú z rovnakej „filozofie“. Na druhej strane sa odlišujú v konštrukcii uplatnených daňových nástrojov a v detailoch. ATAD sa vzťahuje aj na závislé aj nezávislé osoby, DZP len na závislé osoby, čiže ATAD má širší rozsah. ATAD sa vzťahuje na čisté úroky, DZP len na hrubé úroky. Aj ostatné prvky daňovej techniky tohto daňového nástroja je odlišný. Je potrebné zdôrazniť, že legislatíva SR sa bude musieť do 31.12.2018 novelizovať a prispôbiť pravidlám ATAD-u.

6 Záver

Európska únia sa musí reformovať, aby prekonala všetky súčasné politické, ekonomické, bezpečnostné, sociálne problémy. Je pochopiteľné, reforma Európskej únie sa bude dotýkať aj daňovej politiky. Cieľom predkladaného príspevku bolo poukázať, charakterizovať problémy EÚ predovšetkým v daňovej oblasti a analyzovať spôsoby ich riešenia. Je zrejmé, že kompetentné inštitúcie EÚ v poslednom období vyvíjali snahu riešiť daňové otázky niekoľko ohľadom CCCTB a v súčasnosti sú prijaté také legislatívne normy, ktoré eliminovať agresívne daňové plánovanie. Treba zdôrazniť, že ich úspešnosť a efektívnosť ovplyvní budúce smerovanie EÚ a jej reformy.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA 1/0184/16 “Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR” v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

- Buchláková, L. (2016). *Únia zavádza zmeny v platení daní*. <http://spravy.pravda.sk/tlac/409183-unia-zavadza-zmeny-v-plateni-dani/>, [accessed 28.10.2016].
- Domonkos, T. – Dolinajcová, M. (2012). Spoločný konsolidovaný daňový základ pre podniky – analýza dopadu na príjmy štátneho rozpočtu SR, *Ekonomické modelovanie a analýzy – EÚ SAV*: vystúpenie na Euro-fóre dňa 5.5.2012 organizované EÚ SAV.
- Krištofik, P. – Ištók, M. – Nedelová, G. (2017). Motívy zakladania onshore a offshore spoločností slovenskými podnikmi v roku 2014. *Politická ekonomie*. Vol. 65, No.2. 2017. pp.198-216.
- Kubicová, J. (2008). Komparatívna analýza pravidiel proti medzinárodnému vyhýbaniu sa daniam prostredníctvom kontrolovaných zahraničných spoločností. *Proceedings of 7th International Scientific Conference National and Regional Economics VII.*, Technical University of Košice, The Faculty of Economics, 1st – 3rd October 2008. Herľany, Slovakia pp. 456-464.
- Kubicová, J. (2016). Exit tax in the world of international migration of companies and individuals. *Proceedings of 16th International Scientific Conference Globalization and Its Socio-Economic Consequences*. University of Zilina, The Faculty of Operation and Economics of Transport and Communication, Department of Economics, 5th – 6th October 2016. Rajecké Teplice, Slovakia, pp. 1101-1109.
- Kuceková, M. (2017). *Daňové a účtovné dôsledky medzinárodného zdaňovania v národnej legislatíve SR*, dizertačná práca FHI EU v Bratislave, 2017.
- Novotný, J., Kruml, L. (2015). Development of tax havens due to Globalization processes and their Impact on the Czech Republic. *Proceedings of 15th International Scientific Conference Globalization and Its Socio-Economic Consequences*. University of Zilina, The Faculty of Operation and Economics of Transport and Communication, Department of Economics, 7th – 8th October 2015. Rajecké Teplice, Slovakia, pp. 531-538.
- Staněk, P. – Ivanová P. (2016). *Štvrtá priemyselná revolúcia a piaty civilizačný zlom*. Vydavateľstvo ELITA, ISBN 987-80-970135-8-5.
- Stiglitz, J. E. (2006). *Making Globalization Work*. Penguin Books, 2011. ISBN 978-0-141-02496-7.
- Stiglitz, J. E. (2013). *The Price of Inequality*. W.W.Norton & Company, 2013. ISBN 978-03-93345-06-3.

Vavrová, K. (2015). Tax incentives of business entites in selected countries of the EU in the context of globalization. *Proceedings of 15th International Scientific Conference Globalization and Its Socio-Economic Consequences*. University of Zilina, The Faculty of Operation and Economics of Transport and Communication, Department of Economics, 7th – 8th October 2015. Rajecké Teplice, Slovakia, pp. 855-863.

Taxud-D. (2010). „*Summary Record by the Chair of the CCCTB Workshop*“, October 2010. Návrh smernice Rady o spoločnom konsolidovanom základe dane z príjmov právnických osôb (CCCTB), SEK2011 315 v konečnom znení, SEK(2011) 316 v konečnom znení, Brusel 16.3.2011, článok 86.

Smernica Rady 2016/1164 z 19. júla 2016 EÚ (Anti Tax Avoidance Directive ATAD).

Tax Policy Reform and Economic Growth, OECD, 2010.

Final Report OECD (2015). *Base Erosion and Profit Shifting Project*, Executive Summaries 2015 Final Report.

Smernica Rady 2015/2376 z 8. decembra 2015, ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2011/16/EÚ pokiaľ ide o povinnú výmenu informácií v oblasti daní. Smernica Rady 2016/1164 z 12. júla 2016 EÚ (ATAD).

Daňové zákony SR.

Gizela Lénártová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: gizela.lenartova@euba.sk

Malé a stredné podnikanie na Slovensku v roku 2016

Small and Medium Business in Slovakia in 2016

Jakub Lukáč

Abstract

Small and medium-sized enterprises have an irreplaceable place in the country's economy. One of the priorities at national and supranational level is the support of small and medium-sized enterprises through various national and European programs. Despite these incentives, the development of small and medium-sized enterprises in some European Union countries lags behind. After the crisis in 2008, Slovak small and medium-sized enterprises are gradually recovering and are experiencing continuous improvement, despite a slight deterioration in the indexes of the business environment. The paper focuses on the current situation of small and medium-sized businesses in Slovakia, including the assessment of the business environment.

JEL classification: G 30, G 32, O 10

Keywords: small and medium-sized enterprises, SMEs, business environment

1 Úvod

Malé a stredné podniky sú dlhodobo považované za jednu z najvýznamnejších kategórií v rámci trhovej ekonomiky. Dokazuje to hneď viacero ukazovateľov. V roku 2016 tvorili 99,9 % celkového počtu podnikateľských subjektov na Slovensku, zamestnávali takmer tri štvrtiny aktívnej pracovnej sily v podnikovej ekonomike a viac ako polovicou sa podieľali na tvorbe pridanej hodnoty. Pozitívny vývoj národného hospodárstva sa prejavil rastom zamestnanosti v MSP o 3,5 %, pridanej hodnoty o 4,3 % a vytvoreným ziskom o 3,3 %. Po kríze z roku 2008 sa malé a stredné podniky začali postupne zotavovať. Napriek badateľnému zlepšeniu, má podnikateľské prostredie na Slovensku stále rezervy. Príspevok sa zameriava na analýzu aktuálneho podnikateľského prostredia v podmienkach Slovenskej republiky.

2 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Malé a stredné podniky sú hybnou silou hospodárstva každej vyspelej ekonomiky. Vďaka zostrovaniu konkurenčného prostredia, tvorby pracovných miest, či samotnej produkcii výrobkov ich možno označiť za pilier a akcelerátor ekonomického rozvoja.

2.1 Definícia malého a stredného podnikania

Vymedzením malých a stredných podnikov sa zaoberalo viacero ekonómov vrátane Scotta, ktorý ich definoval ako „spoločenský kolektív pozostávajúci z malého počtu účastníkov, ktorí vykonávajú svoju činnosť za účelom dosiahnutia spoločného cieľa“. Podľa Wynarczyka sa malé a stredné podniky odlišujú od veľkých na základe troch kľúčových znakov – neistoty, inovácií a vývoja. V podmienkach Slovenskej republiky a ostatných krajín V4 sa vymedzujú malé a stredné podniky na základe harmonizovaného odporúčania Európskej komisie, ktorá definuje malé a stredné podniky na základe troch kvantitatívnych kritérií – ročného obratu, majetku a počtu zamestnancov. Malé a stredné podniky sú najpočetnejšou skupinou podnikov v Európskej únii – tvoria až 99,8 % všetkých podnikov v nefinančnom sektore v EÚ28. Podľa odhadov Európskej komisie, na každom km² zemskeho povrchu krajín EÚ pôsobí v priemere päť podnikov kategórie MSP. Význam MSP pre fungovanie ekonomiky je vo vyspelých štátoch mimoriadny, čo dokazuje aj ich podiel na vybraných makroekonomických ukazovateľoch. V roku 2016 zamestnávali takmer 90 miliónov ľudí, čo predstavuje 67 % z celkovej zamestnanej populácie a vytvorili cca. 57 %

pridanej hodnoty. Drvivá väčšina MSP (až 93 %) sú mikropodniky zamestnávajúce menej ako 10 pracovníkov. Zhruba tri štvrtiny MSP pôsobiach v EÚ je aktívnych v piatich kľúčových oblastiach – veľkoobchode a maloobchode, priemyselnej výrobe, stavebníctve, obchodných službách a v hotelierstve. Výkonnosť malých a stredných podnikov má priamy vplyv na ekonomiku krajiny.

2.2 Vývoj ekonomického prostredia SR v roku 2016

Makroekonomický rámec slovenského podnikateľského sektora sa v roku 2016 vyznačoval ekonomickým rastom. Tempo rastu presahovalo nielen priemer krajín Európskej únie, ale prevyšovalo aj susedné krajiny, ktoré predstavujú hlavných obchodných partnerov Slovenska. V porovnaní s predchádzajúcim rokom došlo síce k spomaleniu, avšak národné hospodárstvo si podľa predbežných údajov ŠÚ SR zachovalo relatívne vysokú dynamiku – na úrovni 3,3 %. K udržaniu vysokej ekonomickej výkonnosti nemalou mierou prispel druhý štvrtrok na úrovni 3,8 %. V treťom a štvrtom štvrtroku došlo k spomaleniu v dôsledku nižšieho čerpania prostriedkov z fondov EÚ v rámci nového programového obdobia a odklad očakávaných strategických investícií verejného a súkromného sektora. Čistý export si aj v roku 2016 udržal relatívne vysokú mieru rastu. Najpozitívnejší prírastok však zaznamenala spotreba domácností sprevádzaná rastúcim dopytom na trhu práce, poklesom cien ropy a dosiahnutie deflačného dna s ročným priemerom -0,5 %. Záporná dynamika spotrebiteľských cien pokračovala a do značnej miery bola ovplyvnená poklesom cien energií. V medziročnom porovnaní sa znížili aj ceny priemyselných výrobkov tak pre tuzemsko (o 4,3 %), ako aj pre export (o 3,8 %). V stavebníctve ceny stavebných prác narástli (o 1,2 %) a ceny stavebných materiálov naopak medziročne zaznamenali pokles (o 0,4 %). V porovnaní s dynamickým rastom vývozu, ale hlavne dovozu tovaru a služieb v roku 2015, objem vývozu tovarov a služieb medziročne vzrástol síce „len“ o 4,7 %, ale objem dovozu tovarov a služieb ešte menej (o 2,9 %). Vysokú exportnú výkonnosť ekonomiky potvrdzuje podiel vývozu tovaru a služieb na HDP – na úrovni 99,3 %. Otvorenosť ekonomiky vyjadruje podiel vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP – na úrovni 191,2 %.

Z odvetvového hľadiska bol rast hospodárstva spôsobený predovšetkým vyššou produkciou v rámci priemyslu (rast o 4,7%), na ktorom sa v najväčšej miere podieľala výroba kovov a kovových konštrukcií (rast o 8,6 %) a dopravných prostriedkov (rast o 7,4 %). Naopak, pokles zaznamenal významný sektor výroby počítačových, elektronických a optických výrobkov, ktorý klesol o 0,1 %. Výrazný pokles zaznamenala stavebná produkcia – na úrovni 10,7 %. K medziročnému zvýšeniu tržieb došlo vo veľkoobchode a maloobchode (o 2,1 % resp. 2,2 %), v doprave a skladovaní (o 5,0 %) a vo vybraných trhových službách (o 10,0 %).

Stabilný ekonomický rast posledných rokov a očakávaný nárast súkromných ako aj verejných investícií sa začal prejavovať aj na slovenskom trhu práce. Podľa metodiky ESA 2010 bol v roku 2016 dosiahnutý historicky najvyšší počet pracujúcich, ktorý presiahol 2,3 mil. osôb spôsobený zvýšením počtu pracovných miest o 54 tisíc. V medziročnom porovnaní sa zamestnanosť v ziskovo orientovanom podnikovom sektore zvýšila o 2,7 % (o 48,4 tis. osôb). V kategórii MSP (vrátane FO – podnikateľov) zamestnanosť vzrástla v porovnaní s predchádzajúcim rokom o 3,5 % (o 46,4 tis. osôb) na 1 368 782 zamestnaných osôb. Rast zamestnanosti v sektore MSP bol najvýznamnejší od roku 2008. Vzhľadom na to, že počet ekonomicky aktívneho obyvateľstva sa neznižoval, zrkadlovo sa nárast zamestnanosti prejavil aj na poklese miery nezamestnanosti, ktorá po desiatich rokoch klesla na jednocifernú úroveň. V roku 2016 bolo nezamestnaných 9,7 % ekonomicky aktívnych ľudí (podľa metodiky VZPS ŠÚ SR). Miera nezamestnanosti poklesla medziročne o 1,8 p. b., takže v priebehu roku 2016 bolo v priemere 266 tisíc ľudí bez práce. To je o 48,3 tisíc ľudí menej ako v roku 2015.

Priemerná nominálna mesačná mzda zamestnanca na Slovensku sa zvýšila o 3,3 % na úroveň 912 Eur. Z odvetvového hľadiska bola najvyššia mzda dosahovaná v sektore finančných a poisťovacích činností (1 747 Eur), informačných a komunikačných činností (1 739 Eur) a v dodávkach energií (1 626 Eur). Najnižšia je naopak zaznamenaná v ubytovacích a stravovacích činnostiach (554 Eur), v ostatných činnostiach (598 Eur) a v stavebníctve (651 Eur). V medziročnom porovnaní sa priemerná mzda zvýšila takmer v celom spektre odvetví, okrem informačných a komunikačných činností.

Dôsledky pokrízových nástrojov monetárnej politiky Európskej centrálnej banky ako aj podporných opatrení Európskej únie zameraných na zvyšovanie prístupu podnikov k úverom a financiám najmä od roku 2014, vyústili do pozitívnejšieho vnímania situácie v podnikovom sektore a do zvýšenia dopytu ako aj ponuky zo strany bankového sektora. Okrem rastu pohľadávok bankových inštitúcií voči podnikateľskému sektoru (o 5,3 %) v roku 2016, bol pre podnikateľov príznačný pokles podielu zlyhaných úverov (o 0,8 %). Náklady podnikateľských subjektov na financovanie bankových úverov sa v roku 2016 vyznačovali miernym poklesom. Mierny pokles zaznamenali aj úrokové sadzby nových úverov pre malé a stredné podniky.

3 Ciele a metódy

Hlavným cieľom príspevku je analyzovať súčasný stav a vývoj podnikania malých a stredných podnikov na Slovensku v roku 2016. K naplneniu hlavného cieľa je potrebné spracovať aj čiastkové ciele:

- analyzovať stav MSP vzhľadom na jednotlivé právne formy a veľkostné kategórie v podmienkach SR;
- analyzovať odvetvovú štruktúru slovenských MSP;
- analyzovať vplyv MSP na vybrané makroekonomické ukazovatele;
- analyzovať početnosť a podnikateľské prostredie MSP doma a v zahraničí.

Pri analýze sme vychádzali z verejne dostupných údajov – predovšetkým zo Štatistického úradu SR, Eurostatu a údajov Slovak Business Agency. Pri skúmaní sme sa opierali hlavne o tieto metódy skúmania:

- **komparácia** – je použitá pri porovnávaní výsledkov medzi jednotlivými krajinami;
- **dedukcia** – je použitá pri vyvodzovaní čiastkových záverov zo všeobecných poznatkov;
- **analýza** – je použitá takmer v celom príspevku pri hodnotení výsledkov;
- **abstrakcia** – je použitá pri výbere analyzovaných MSP;
- **syntéza** – je použitá pri určovaní vzájomných vzťahov a väzieb medzi jednotlivými kategóriami MSP.

4 Výsledky výskumu

Podľa údajov Štatistického úradu SR bol v roku 2016 zaznamenaný nárast MSP o 22 059 na 557 122 podnikateľských subjektov. Celkový medziročný nárast dosiahol v roku 2016 hodnotu 4,9 %. Tento nárast bol spôsobený predovšetkým nárastom počtu právnických osôb o 9,1 % v porovnaní s rokom 2015. Počet fyzických osôb rástol miernejším tempom – na úrovni 2,5 %. Z pohľadu jednotlivých veľkostných kategórií podnikov sa v roku 2016 zvýšil počet len mikropodnikov (0-9 zamestnancov vrátane subjektov s nezisteným počtom zamestnancov) o 5,1 %. Počet malých a stredných podnikov v roku 2016 poklesol o 2,5 % (10-49 zamestnancov) resp. 3,6 % (50-249 zamestnancov). Z celkového počtu aktívnych podnikateľských subjektov tvorili až 97,1 % mikropodniky v počte 541 719 podnikateľských subjektov, 2,3 % malé podniky v počte 12 662 podnikateľských subjektov a 0,5 % stredných podnikov s počtom 2 741 podnikateľských subjektov. Prehľad počtu podnikateľských

subjektov podľa jednotlivých právnych foriem a veľkostných kategórií podnikov ku koncu roka 2016 znázorňuje tabuľka:

Tabuľka 1

Počet podnikateľských subjektov podľa jednotlivých právnych foriem a veľkostných kritérií ku koncu roka 2016

	živnostníci	slobod. povolania	SHR	podniky	spolu		Index 16/15
					abs.	%	
mikro	321 738	18 512	5 463	196 006	541 719	97,1 %	105,1
malé	1 173	41	8	11 440	12 662	2,3 %	97,5
stredné	57	0	0	2 684	2 741	0,5 %	96,4
veľké	0	0	0	636	636	0,1 %	95,5
MSP spolu	322 968	18 553	5 471	210 130	557 122	99,9 %	104,9
SPOLU	322 968	18 553	5 471	210 766	557 758	100,0 %	104,9

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov ŠÚ SR

Najpočetnejšou skupinou z hľadiska odvetvia boli MSP s hlavnou podnikateľskou činnosťou v obchode a obchodných službách, v ktorom pôsobilo až 47,4 % MSP. Naopak, najmenej početnou skupinou boli MSP pôsobiace v oblasti pôdohospodárstva (4,5 %) a v oblasti ubytovania a stravovania (3,6 %).

Podľa údajov Registra organizácií Štatistického úradu SR vzniklo v roku 2016 58 838 nových podnikateľských subjektov, čo predstavuje nárast o 11,8 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Počet zaniknutých malých a stredných podnikov sa v roku 2016 medziročne zvýšil o 25,5 % na 53 878, z toho viac ako štyri pätiny (80,7 %) tvorili živnostníci. Miera prežitia novovzniknutých subjektov na Slovensku bola na úrovni 68,5 % (v roku 2014). Medzi krajiny s najvyššou mierou prežitia patrí Švédsko, Luxembursko a Belgicko. Najmenej aktívne podnikateľské subjekty po dvoch rokoch svojho vzniku sú v Litve, Portugalsku, Dánsku a Taliansku.

Čo sa týka regiónov, až 22 % aktívnych malých a stredných podnikov pôsobí v Bratislavskom kraji – predovšetkým PO (33,9 %). V prípade MSP – FO, najväčší počet pôsobil v roku 2016 v Žilinskom kraji (15,5 %). Na okresnej úrovni bola najvyššia podnikateľská aktivita zaznamenaná v Bratislave a Košiciach. Najnižšia v okresoch Gelnica, Revúca a Sobrance.

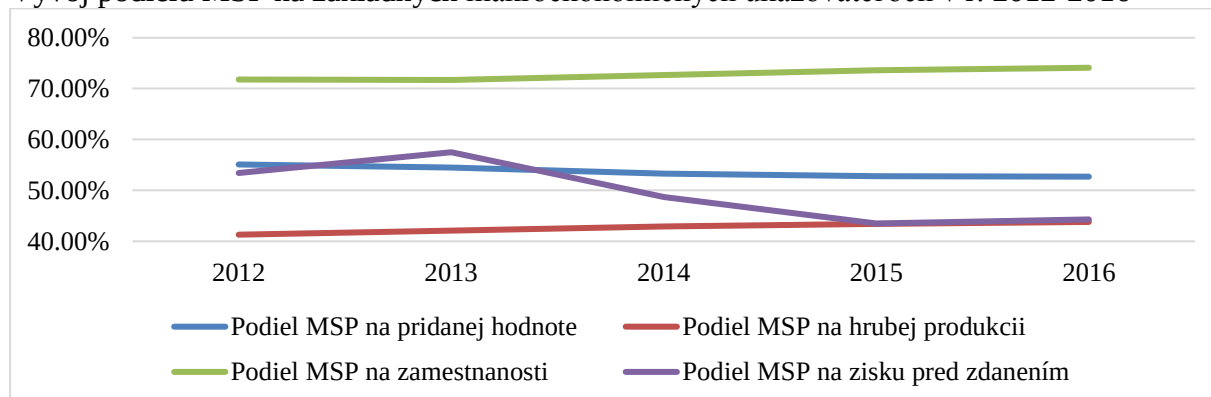
V porovnaní s predchádzajúcim rokom vzrástol priemerný počet zamestnaných v národnom hospodárstve o 2,5 % na 2 307 tis. Podnikateľský sektor tvoril 1 846 tis. pracovných miest – z toho 1 368 tis. miest prislúchalo malým a stredným podnikom. Malé a stredné podniky sa tak podieľajú 74,1 % na zamestnanosti v podnikovej ekonomike a 59,3 % na celkovej zamestnanosti v hospodárstve SR. V kategórii MSP (vrátane FO) zamestnanosť medziročne vzrástla o 3,5 %. Na celkovej zamestnanosti v podnikovom sektore sa podieľali hlavne mikropodniky (45,3 %). Malé podniky zamestnávali 13,5 % pracovnej sily v podnikovom sektore, stredné 15,3 % a veľké 25,9 %. V porovnaní s krajinami EÚ sa slovenské MSP podieľajú na zamestnanosti výraznejšie ako v ostatných krajinách EÚ.

Podiel MSP na vybraných makroekonomických ukazovateľoch sa vyvíjal pozitívne. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa podiel MSP (PO) na hrubej produkcii v nefinančnom podnikovom sektore zvýšil o 0,4 % na 43,8 %. V najväčšej miere sa o to pričínili mikropodniky, ktoré zaznamenali nárast o 0,4 % (na 10,8%) a malé podniky s nárastom o 0,2 % (na 12,7 %). Stredné podniky sa síce podieľali na hrubej produkcii 20,3 %, ale v porovnaní s rokom 2015 poklesli o 0,2 %. Podiel MSP na vytvorenej pridanej hodnote v nefinančnom podnikovom sektore stagnoval – klesol len o 0,1% na 52,8 %. Podiel MSP na zisku pred zdanením v nefinančnom sektore dosiahol 44,3 %, čo predstavuje

v porovnaní s rokom 2015 nárast o 0,8 %. Vývoj podielu MSP na základných makroekonomických ukazovateľoch za posledných 5 rokov znázorňuje graf:

Graf 1

Vývoj podielu MSP na základných makroekonomických ukazovateľoch v r. 2012-2016



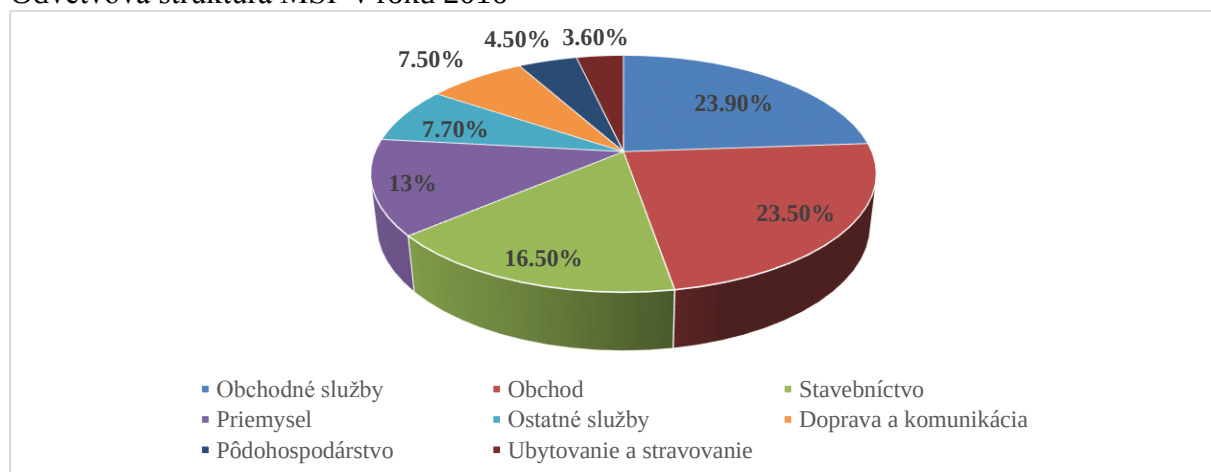
Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov ŠÚ SR

Z hľadiska odvetví, zaznamenali medziročný nárast tržieb všetky MSP okrem malých a stredných podnikov pôsobiacich v odvetví stavebníctva, ktorých produkcia klesla o 6 %. Najviac sa darilo MSP vo vybraných trhových službách (nárast tržieb o 10 %). Podiel MSP na celkovom objeme tržieb sa vo vybraných odvetviach pohyboval rôzne. Najnižším podielom sa vyznačoval priemysel s 34,2 %, najvyšším sa vyznačovali vybrané trhové služby s 83,8 %.

V roku 2016 takmer jedna štvrtina (23,9 %) aktívnych MSP vykonávala svoju hlavnú činnosť v oblasti obchodných služieb. Podobný podiel dosiahli aj MSP v odvetví obchodu (23,5 %). V oblasti stavebníctva pôsobilo 16,5 % MSP, 13 % pôsobilo v priemysle, 7,7 % v službách, 7,5 % v sektore dopravy, informačných a komunikačných činností. V pôdohospodárstve pôsobilo 4,5 % MSP a 3,6 % pôsobilo v ubytovaní a stravovaní. Prehľad odvetví, v ktorom pôsobia slovenské MSP znázorňuje graf:

Graf 2

Odvetvová štruktúra MSP v roku 2016



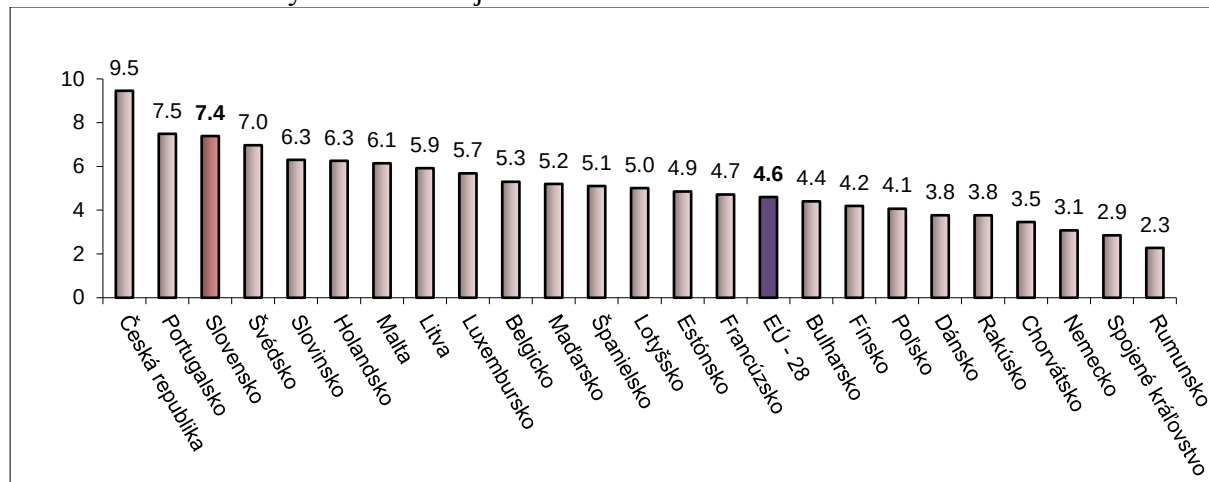
Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov ŠÚ SR

Zaujímavý pohľad na rozšírenosť malých a stredných podnikov v Európskej únii poskytuje ukazovateľ počtu MSP na 100 obyvateľov. Podľa údajov Eurostatu bolo na Slovensku 7,4 MSP na 100 obyvateľov, čo výrazne prevyšuje európsky priemer na úrovni 4,6 MSP/100 obyvateľov. Slovensko sa teda v uvedenom porovnaní radí medzi krajiny s najvyšším počtom malých a stredných podnikov k celkovému počtu obyvateľov. Počet

malých a stredných podnikov na 100 obyvateľov je najvyšší v Českej republike (9,5), Portugalsku (7,5), Slovensku (7,4) a Švédsku (7,0). Naopak najnižšiu početnosť MSP na 100 obyvateľov dosahuje Rumunsko (2,3), Spojené kráľovstvo (2,9), Nemecko (3,1) a Chorvátsko (3,5).

Graf 3

Počet MSP na 100 obyvateľov v krajinách EÚ v roku 2014



Zdroj: Eurostat

Vytváranie priaznivých podmienok na podnikanie je jedným zo základných predpokladov rastu ekonomiky, zamestnanosti, hrubej produkcie či zostrovania konkurencie, ktorá vplýva na kvalitu podnikateľskej činnosti. Podnikateľské prostredie tak bezprostredne vplýva na životnú úroveň a kvalitu života v regióne. Stav podnikateľského prostredia sa pravidelne monitoruje prostredníctvom viacerých celosvetových indexov. Medzi najvýznamnejšie patrí Index Doing Business, ktorý pri vyhodnocovaní zohľadňuje 10 kritérií – začiatok podnikania, prístup k energiám, získavanie stavebných povolení, evidencia majetku, možnosť získania úverových zdrojov, spôsob výberu daní, ochrana investorov, cezhraničný obchod, dodržiavanie zmlúv medzi obchodnými partnermi a spôsob riešenia insolventnosti. Index je vyhodnocovaný a publikovaný Svetovou bankou pravidelne každý rok.

Slovensko sa v poslednom hodnotení Doing Business 2017 umiestnilo v konkurencii ďalších 189 krajín na 33. mieste. V porovnaní s predchádzajúcim hodnoteným obdobím si pohoršilo o 3 miesta. Najväčší prepád zaznamenalo v oblasti prístupu k elektrine a začiatku podnikania. Zlepšenie zaznamenalo len v jednej oblasti – v spôsobe získavania daní, kde si Slovensko polepšilo o 2 miesta. Spomedzi krajín V4 sa lepšie umiestnilo Poľsko na 24. mieste a Česko na 27. mieste. Maďarsko obsadilo v celkovom hodnotení 41. miesto. Napriek tomu, že sa Slovensko v rámci krajín V4 udržalo na 3. mieste, zaznamenalo Slovensko spomedzi krajín V4 najväčší prepád. Medzi krajiny s najlepším podnikateľským prostredím podľa Svetovej banky patrí Nový Zéland, Singapur a Dánsko. V rámci krajín EÚ sa medzi 3 krajiny s najlepším podnikateľským prostredím zaradili Dánsko, Veľká Británia a Švédsko. Prehľad krajín s najlepším podnikateľským prostredím podľa indexu Doing Business znázorňuje nasledujúca tabuľka:

Tabuľka 2

Krajiny s najlepším podnikateľským prostredím podľa Doing Business 2017

P.č.	Krajina	DB 2017	Zmena
1.	Nový Zéland	87,01 %	=
2.	Singapur	85,05 %	↑ 1
3.	Dánsko	84,87 %	↓ 1
4.	HongKong	84,21 %	↑ 1
5.	Kórea	84,07 %	↓ 1
6.	Nórsko	82,82 %	↑ 2
7.	Veľká Británia	82,74 %	↓ 1
8.	USA	82,45 %	↓ 1
9.	Švédsko	82,13 %	=
10.	Macedónsko	81,74 %	↑ 6
24.	Poľsko	77,81 %	↑ 1
27.	Česko	76,71 %	↓ 1
33.	Slovensko	75,61 %	↓ 3
41.	Maďarsko	73,07 %	↓ 1

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov Svetovej banky

Podnikateľská aliancia Slovenska taktiež pravidelne monitoruje podnikateľské prostredie a na základe 4 celosvetových indexov Svetového ekonomického fóra, Svetovej banky, Heritage Foundation a Transparency International vypracúva vlastný index Superindex PAS. Podľa tohto indexu vytvára najpriaznivejšie podmienky na podnikanie Singapur, Hong Kong a Nový Zéland. Z krajín EÚ sa najlepšie umiestnili Švédsko, Dánsko a Veľká Británia. Slovensko napriek menšiemu zlepšeniu oproti minulému roku, pokleslo v hodnotení o 3 miesta a obsadilo 38. priečku. Spomedzi krajín V4 sa najlepšie umiestnilo Česko na 30. mieste. Poľsko si medziročne taktiež pohoršilo o 3 miesta, avšak stále sa nachádza pred Slovenskom na 33. mieste. Podľa indexu Superindex PAS sa podmienky na podnikanie v Maďarsku výrazne zhoršili, čo krajinu posunulo na 51. miesto hodnotenia. Prehľad krajín s najlepším podnikateľským prostredím s ohľadom na krajiny V4 podľa indexu Superindex PAS znázorňuje tabuľka:

Tabuľka 3

Krajiny s najlepším podnikateľským prostredím podľa Superindex PAS 2017

P.č.	Krajina	skóre	Zmena
1.	Singapur	103,1	=
2.	HongKong	101,1	=
3.	Nový Zéland	100,1	=
4.	Švajčiarsko	98,2	=
5.	Švédsko	96,3	↑ 5
6.	Dánsko	96,3	↓ 1
7.	Veľká Británia	96,2	=
8.	USA	96,1	↓ 2
9.	Nórsko	95,2	↑ 4
10.	Fínsko	95,0	↓ 2
30.	Česko	84,6	↓ 1
33.	Poľsko	83,4	↓ 3
38.	Slovensko	78,4	↓ 3
51.	Maďarsko	76,5	↓ 7

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov Podnikateľskej aliancie Slovenska

5 Záver

Rok 2016 mal pre slovenské malé a stredné podniky pozitívny vplyv predovšetkým vďaka stabilnému tempu ekonomického rastu (resp. makroekonomickému vývoju). Slovenské malé a stredné podniky sa po krízovom období postupne spamätávajú, čo dokazujú aj údaje Štatistického úradu SR nielen čo sa početnosti týka, ale aj podielu na zamestnanosti, hrubej produkcii či pridanej hodnote. Napriek miernemu zlepšeniu podnikateľského prostredia, však Slovensko v porovnaní s ostatnými krajinami stále zaostáva, čoho dôsledkom je aj pokles v kvalite podnikateľského prostredia podľa jednotlivých indexov hodnotiacich podmienky na podnikanie.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je výstupom Projektu mladých vedeckých pracovníkov a doktorandov číslo I-17-105-00, 2017: Hodnotenie ekonomickej a finančnej výkonnosti malých a stredných podnikov v krajinách V4.

Použitá literatúra (References)

Beck, T. (2006). The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 25, Issue 6, pp. 932 – 952. ISSN 0261-5606.

Belás, J. – Bartoš, P. – Habánik, J. – Novák, P. (2014). Significant Attributes of the Business Environment in Small and Medium-sized Enterprises. *Economics and Sociology*. Vol. 7, Issue 3, pp. 22 – 39. ISSN 2071-789X.

Business Alliance of Slovakia. (2017). *Superindex PAS 2017*. http://alianciapas.sk/category/pravidelne_aktivity/superindex-pas/, [accessed 11.10.2017].

Curran, J. – Blackburn, R. (2001). *Researching the Small Enterprise*. London: SAGE Publications. 2001. ISBN 0-7619-5394-2.

Fetisovová, E. – Nagy, L. – Vlachynský, K. (2014). *Current Trends in Finance for SMEs*. Bratislava: Ekonóm, 2014. ISBN 978-80-225-3990-6.

Hudáková, M. – Bugarová, K. – Šimák, L. (2015). Framework experience of global economy and crisis in relation to development of SME in Zilina region. *Crisis management*. Vol. 14, Issue 1, pp. 5 – 13. ISSN 1336-0019.

Ivanová, E. (2017). Barriers to the Development of SMEs in the Slovak Republic. *Oeconomia Copernicana*. Vol. 8, Issue 2, pp. 255 – 272. ISSN 2083-1277.

Ključnikov, A. – Kozubíková, L. – Sopková, G. (2017). The payment discipline of Small and Medium-sized enterprises. *Journal of Competitiveness*. Vol. 9, Issue 2, pp. 45 – 61. ISSN 1804-171X.

Scott, W. R. (1987). *Organizations: Rational, natural and open systems*. Englewood: Prentice Hall, 1987. ISBN 0136418201.

Slovak Business Agency. (2016). *Small and medium-sized enterprises in numbers in 2015*. http://www.sbagency.sk/sites/default/files/msp_v_cislach_v_roku_2015_0.pdf , [accessed 11.10.2017].

Stokes, D. – Wilson, N. (2010). *Small Business Management and Entrepreneurship*. Hampshire: Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4080-1799-9.

Statistical Office of the SR. (2017). *Slovstat*. <https://slovak.statistics.sk> , [accessed 11.10.2017].

Tabas, J. – Beranová, M. – Vavřina, J. Barriers to Development of the Innovation Potential in the Small and Medium-sized Enterprises. *Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun.* Vol. LIX, Issue 7, pp. 447 – 458. ISSN 1211-8516.

Vojtovič, S. The impact of the Structural Funds on Competitiveness of Small and Medium-sized Enterprises. *Journal of Competitiveness*. Vol. 8, Issue 4, pp. 30 – 45. ISSN 1804-171X.

World Bank. (2017). *Doing Business – economy rankings*. <http://www.doingbusiness.org/rankings> , [accessed 11.10.2017].

Wynarczyk, P. (2016). *Managerial labour markets in small and medium-sized enterprises*. London : Routledge, 2016. ISBN 978-1-138-67308-3.

Jakub Lukáč

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: jakub.lukac@euba.sk

Ukazovateľ finančnej výkonnosti podniku ROE a jeho rozlišovacia schopnosť v pokrízovom období

Profitability indicator ratio ROE (return on equity) and its ability to discriminate in the period after crisis

Andrea Lukačková, Marián Smorada

Abstract

The construction of the financial ratio ROE have become complicated. ROE as a ratio of operating performance ratios, cash flow indicator ratios to ratios for financial statement can lead to negative equity and loss and it causes that ROE has positive result at the same time, and also that decreasing value of the equity for example by the loss from a later accounting periods leads to increase of resultant value. As the profitability indicator ratio, it should have some ability to discriminate, and the result of prosperous enterprises should be different from the ones which went bankrupt. For that reason, it is necessary to make simple sample testing, which acknowledge or destroy this presumption. The sample test consisted of 66 enterprises which operate in the period after crisis.

JEL classification: G 32, G 39

Keywords: ROA, ROE, ROS

1 Úvod

Ukazovateľ ROE možno všeobecne zaradiť medzi tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti podniku. Napriek svojím nedostatkom je stále využívaný ako ukazovateľ, ktorý komplexne hodnotí výkonnosť podniku. Vyčítať mu možno hneď niekoľko problematických oblastí, na ktoré sa v článku zameriame. Na druhej strane je potrebné prijať predpoklad, že ako ukazovateľ finančnej výkonnosti podniku bude disponovať istou rozlišovacou schopnosťou, teda mal by dokázať „oddeliť“ prosperujúce podniky od neprosperujúcich.

Výsledky testovania rozlišovacej schopnosti ukazovateľa ROE na vybranej vzorke podnikov tvoria druhú časť tohto článku. Neprosperujúce podniky, na ktorých bol tento ukazovateľ testovaný, sa dostali do bankrotu v pokrízovom období (po roku 2009).

2 Kritika ukazovateľa ROE

Samotná konštrukcia ukazovateľa ROE, ktorá dáva do pomeru zisk a vlastný kapitál je tak trochu problematická.

$$ROE = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Ukazovateľ by za normálnych okolností mal správne vypovedať o finančnej výkonnosti podniku. Na druhej strane však samotný charakter vstupných veličín umožňuje, aby boli v prípade ukazovateľa ROE dosahované anomálie, pokiaľ bude počítaný v neprosperujúcom podniku. Záporný zisk (teda strata), ako aj hodnota záporného vlastného imania spôsobujú, že v danom podniku je celkový ukazovateľ s kladnou hodnotou. Práve tento fakt diskvalifikuje tento ukazovateľ najmä pri podnikoch, ktoré dosahujú záporné vlastné imanie.

To v zmysle zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov je uvádzané ako rozdiel majetku a záväzkov (zákon pojem vlastné imanie priamo nedefinuje, uvádza ho iba ako matematický rozdiel majetku a záväzkov). V prípade, ak hodnota záväzkov prevyšuje hodnotu majetku, je vlastné imanie záporné a v zmysle ustanovení § 3, ods. 3,

zákona č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii v znení neskorších predpisov je predĺžený a ako udáva ods. 1, je v úpadku. Takýto podnik možno automaticky považovať za neprosperujúci. Akékoľvek meranie finančnej výkonnosti v takomto prípade stráca na význame. Na mieste je však otázka, či ukazovatele finančnej výkonnosti, a teda ukazovateľ ROE dokáže včas identifikovať hroziace nebezpečenstvo pre podnik. Budú prosperujúce podniky vykazovať odlišné hodnoty ukazovateľa ROE od neprosperujúcich aj niekoľko rokov pred bankrotom? Testovanie vybranej vzorky podnikov túto hypotézu potvrdí alebo vyvráti.

Samotná konštrukcia ukazovateľa ROE, ktorá dáva do pomeru tokový a stavový ukazovateľ je tiež do istej miery problematická. Stav vlastného kapitálu na konci účtovného obdobia by mal zodpovedať zisku, ktorý bol podnikom generovaný celé účtovné obdobie. Teda za normálnych okolností ukazovateľ ROE vôbec nezohľadňuje vývoj vlastného kapitálu v priebehu účtovného obdobia. Za predpokladu, že vlastný kapitál vykazuje v podniku pomerne stabilné hodnoty, je takáto konštrukcia vyhovujúca. Avšak, akonáhle dochádza k zmenám vlastného kapitálu v priebehu účtovného obdobia, je vhodnejšie pre výpočet ROE použiť priemerný stav vlastného kapitálu. Viac o tejto problematike v článku: „Výpočet ukazovateľov rentability z priemerných stavov súvahových položiek”.¹ Práve pri ukazovateli ROE je možné pocítiť vplyv výsledku hospodárenia. Ide o to, že výsledok hospodárenia ako taký je súčasťou čitateľa (čo je zrejmé), ale aj menovateľa, kde je do istej miery „skrytý“. Menovateľ v prípade ukazovateľa ROE tvorí vlastný kapitál, ktorý je v súvahe tvorený týmito položkami:

- základné imanie,
- emisné ážio,
- ostatné kapitálové fondy,
- zákonné rezervné fondy,
- ostatné fondy zo zisku,
- oceňovacie rozdiely z precenenia,
- výsledok hospodárenia minulých rokov,
- výsledok hospodárenia za účtovné obdobie.

Práve výsledok hospodárenia za účtovné obdobie je ten istý, ako ho dosadzujeme aj do menovateľa. Je na mieste otázka, ako tento fakt ovplyvňuje hodnotu ukazovateľa ROE. Odpoveď je pomerne jednoduchá. Pokiaľ podnik vykazuje relatívne nízku hodnotu ostatných položiek vlastného kapitálu (okrem výsledku hospodárenia za účtovné obdobie), hodnota ukazovateľa ROE konverguje k hodnote 1,0. U zdravého podniku táto hodnota nemôže byť prekročená. Vlastný kapitál vrátane výsledku hospodárenia za účtovné obdobie by za normálnych okolností nikdy nemal dosiahnuť hodnotu nižšiu, ako iba výsledok hospodárenia za účtovné obdobie. Stať sa tak môže v prípade, ak podnik vykazuje neuhradenú stratu minulých rokov. Ostatné položky vlastného kapitálu majú zvyčajne nezáporný charakter.

Z uvedených úvah je zrejmé, že podstatný vplyv na hodnotu ukazovateľa ROE bude mať fakt, či podnik vypláca dividendy svojim vlastníkom alebo si ponecháva zisk minulých období, ktorý následne reinvestuje, aby si zabezpečil svoj rozvoj. Paradoxom v tejto situácii je to, že podnik, ktorý vypláca dividendy vlastníkom a hodnota jeho nerozdeleného zisku je blízka nule, dosahuje priaznivejšie hodnoty ukazovateľa ROE ako podnik, ktorý si zisk ponecháva a použije ho na svoj budúci rozvoj.

¹ Smorada, M. - Šrenkel, L. (2013). Výpočet ukazovateľov rentability z priemerných stavov súvahových položiek. In *Analýza faktorov zvyšujúcich odolnosť podniku voči kríze*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. pp. 45-51. ISBN 978-80-225-3782-7.

Na druhej strane, pokiaľ analyzovaný podnik vykazoval neuhradenú stratu minulých rokov, hodnota ukazovateľa ROE bude vyššia, ako v prípade, ak by podnik túto neuhradenú stratu nevykazoval. Teda za finančne výkonnejší by sme považovali podnik, ktorý v minulosti dosiahol stratu, ktorú stále vykazuje v súčasnosti. Tieto uvedené fakty by mali viesť k ďalším úvahám, či konštrukcia ukazovateľa ROE umožňuje objektívny prístup pri jeho analýze.

3 Testovanie rozlišovacej schopnosti ukazovateľa ROE na vzorke podnikov

Ukazovateľ ROE, ako tradičný ukazovateľ finančnej výkonnosti by mal dosahovať iné hodnoty pri podnikoch, ktoré sú prosperujúce, ako pri tých, ktorým hrozí bankrot. Možno predpokladať, že krachujúce podniky budú mať odlišnú finančnú výkonnosť, ako tie, ktorým sa darí. Po vyslovení tohto predpokladu bolo vykonané testovanie na vzorke podnikov, kde sa porovnávalo, ako sa ukazovateľ ROE vyvíjal u prosperujúcich podnikov v porovnaní s neprosperujúcimi. Na toto testovanie bol použitý mediánový test.

3.1 Výber vzorky podnikov

Vzorka testovaných podnikov pozostávala z prosperujúcich a neprosperujúcich podnikov. Pre správnosť sa počty podnikov v rámci jednotlivých testovaných skupín museli rovnať. V prvom rade boli pre testovanie vybrané podniky neprosperujúce. Za kritérium neprosperovania bol považovaný vstup podniku do konkurzu. Testovanie sa uskutočnilo začiatkom roka 2017. Pre vzorku neprosperujúcich podnikov boli vybrané tie, ktoré vstúpili do konkurzu v roku 2013 a 2014. Dôvodom tohto časového nesúladu je to, aby práve pri prosperujúcich podnikoch bola istota, že podnik, ktorý sme pri testovaní považovali za prosperujúci, tak nevstúpil do konkurzu niekedy v roku 2015 resp. 2016.

Keďže konkurzné konanie nemusí byť ukončené iba likvidáciou podniku, ale za istých okolností môže byť zrušené a spoločnosť zachovaná, za neprosperujúce boli považované iba tie podniky, kde sa konkurzné konanie začalo a následne boli vymazané z obchodného registra. Počet spoločností, ktoré vstúpili do konkurzu a následne boli vymazané z Obchodného registra SR, bol v roku 2013 presne 30 a v roku 2014 to bolo 22 podnikov. Počet neprosperujúcich podnikov bol celkovo 52.

K neprosperujúcim podnikom boli vybrané podniky prosperujúce a to tak, aby každý neprosperujúci mal svoj „prosperujúci pár“, ktorý pôsobí v rovnakom odvetví (získované podľa SK NACE).

Následne bola získavaná dostupnosť účtovných závierok pri neprosperujúcich podnikoch, pokiaľ chýbala účtovná závierka v prípade neprosperujúceho podniku (čo sa stávalo pomerne často), nebola do úvahy vzatá ani účtovná závierka prosperujúceho podniku s ktorým tento tvoril „pár“. Časová os bola následne zosúladená tak, aby bolo možné identifikovať podniky 1 až 4 roky pred bankrotom.

Testovanie bolo vykonané na celkovej vzorke 258 účtovných závierkach (prosperujúcich aj neprosperujúcich podnikov spolu). Z toho 1 rok pred bankrotom bolo k dispozícii 66 účtovných závierok, 2 roky pred bankrotom tiež 66, 3 roky pred bankrotom to bolo 64 a 4 roky pred bankrotom to bolo 62.

U všetkých týchto podnikov sa vypočítal ukazovateľ ROE. Následne zo všetkých dosiahnutých hodnôt sa stanovil medián, teda prostredný člen. Následne sa sledovalo, koľko prosperujúcich podnikov dosiahlo hodnoty pod mediánovou hodnotou a koľko nad mediánovou hodnotou.

Ak by mal ukazovateľ ROE ideálnu (teda 100 %-nú) rozlišovaciu schopnosť, hodnoty všetkých prosperujúcich podnikov by „ležali“ nad mediánom a všetkých neprosperujúcich

pod mediánom. Je to z toho dôvodu, že čím je vyššia hodnota ukazovateľa ROE, tým je podnik finančne výkonnejší a existuje menšia pravdepodobnosť bankrotu.

Na druhej strane je potrebné poukázať na nedostatky tohto ukazovateľa, ktoré hovoria o tom, že najmä v prípade neprosperujúcich podnikov je potrebné dať pozor na výsledné hodnoty, keďže často môžu prevyšovať hodnoty prosperujúcich podnikov (záporné vlastné imanie a strata, resp. veľmi nízka hodnota vlastného imania a pod.).

Testovanie bolo uskutočnené na vzorke podnikov, kde neboli nijako upravované výsledky a ukazovateľ ROE bol tiež v jeho pôvodnej konštrukcii. V prípade ukazovateľa ROE boli teda dosiahnuté nasledovné výsledky:

Tabuľka 1

Percento správne zaradených podnikov

Ukazovateľ	Priemer	1 rok	2 roky	3 roky	4 roky
ROE	48,13 %	45,45 %	45,45 %	50,00 %	51,61 %

Zdroj: vlastné prepočty

Na základe vykonaného testu bolo zistené, že rozlišovacia schopnosť ukazovateľa ROE nie je prakticky žiadna. Priemerne bolo správne zaradených 48,13 % podnikov. Zaujímavým zistením je, že čím bolo bližšie ku bankrotu, tým bola rozlišovacia schopnosť horšia a viac neprosperujúcich podnikov sa javilo ako prosperujúcich a naopak. Jeden a dva roky pred bankrotom dokázal ukazovateľ ROE správne „zaradiť“ iba 45,45 % testovaných podnikov.

Dôvodom tak veľkej chybovosti je práve to, že neprosperujúce podniky so záporným vlastným kapitálom a zároveň so stratou dosahovali pozitívne hodnoty ukazovateľa ROE, čím sa javili ako prosperujúce podniky.

Ďalším dôvodom môže byť aj situácia v ktorej sa neprosperujúce podniky nachádzali. Asi v dvoch prípadoch dochádzalo k masívnemu predaju dlhodobého majetku podniku už rok, či dva pred bankrotom. Tento masívny predaj spôsobil nárast tržieb, čím sa zvýšil aj krátkodobý zisk a nakoľko išlo o pomerne veľkú časť majetku, tak aj vlastné imanie dosahovalo kladnú hodnotu. Tým, že v minulosti bola v týchto podnikoch dosahovaná nerozdelená strata, hodnota vlastného imania sa síce „dostala“ do kladných čísel, avšak relatívne nízkych. Teda dosiahnutý zisk v porovnaní s hodnotou vlastného imania vykazoval vysokú hodnotu ukazovateľa ROE. Dôkazom tohto tvrdenia sú extrémne hodnoty, ktoré dosahovali neprosperujúce podniky. Najvyššia hodnota, ktorá bola v sledovanej vzorke zaznamenaná, patrila takmer vždy neprosperujúcemu podniku. Rok pred bankrotom dosiahol neprosperujúci podnik najvyššiu extrémnu hodnotu ROE až 256 % (oproti tomu prosperujúci s najvyššou hodnotou 118 %). Dva roky pred bankrotom bola dosiahnutá extrémna hodnota u neprosperujúceho podniku 493 % (u prosperujúceho 98 %). Tri roky pred bankrotom dosiahli neprosperujúce podniky extrémnu hodnotu až 14 533 % (prosperujúce iba 93 %).

Z uvedeného je zrejmé, že ukazovateľ ROE je náchylný na vykazovanie extrémnych kladných hodnôt v prípade neprosperujúcich podnikov. Ako bolo spomenuté skôr, hodnota ROE v prípade prosperujúceho podniku by mala konvergovať k 1,0, resp. 100 %. Čokoľvek nad znamená, že hodnota vlastného kapitálu bola nejakým spôsobom znižovaná, či už existenciou neuhradenej straty, prípadne iných položiek, ktoré znižujú hodnotu vlastného imania.

Presnejšie výsledky testovania môžu byť dosiahnuté ak sa rovno pozrieme, koľko z testovaných podnikov malo záporné vlastné imanie. Už štyri roky pred bankrotom zápornú hodnotu vlastného imania vykazovalo 15 z celkového počtu 31 neprosperujúcich podnikov. Oproti tomu pri prosperujúcich to boli iba 3 z rovnakého počtu. Tri roky pred bankrotom

vykazovalo až 21 neprosperujúcich podnikov záporné vlastné imanie, v prípade prosperujúcich to bol jeden. Dva roky pred bankrotom až 27 neprosperujúcich z celkového počtu 33 vykazovalo záporné vlastné imanie z prosperujúcich to boli dva. Rok pred bankrotom 25 z celkového počtu 33 neprosperujúcich podnikov vykázalo záporné vlastné imanie, v prípade prosperujúcich to bol iba jeden podnik.

Tabuľka 2

Záporné vlastné imanie pri neprosperujúcich a prosperujúcich podnikoch

Čas do bankrotu	N spolu	N záporné VI	P spolu	P záporné VI	Celá vzorka (počet)
4 roky	31	15	31	3	62
3 roky	31	21	31	1	62
2 roky	33	27	33	2	66
1 rok	33	25	33	1	66

Zdroj: vlastné prepočty

Z uvedeného vyplýva, že fakt, či má podnik záporné vlastné imanie ho omnoho lepšie „zaradí“ medzi neprosperujúce, ako ukazovateľ ROE. Samozrejme, rozlišovacia schopnosť by nemala závisieť na tom, či má podnik záporný vlastný kapitál alebo nie. Podnik so záporným vlastným kapitálom je „de facto“ už v bankrote. Za predpokladu, verného a pravdivého obrazu v účtovníctve, takýto podnik aj po rozpredaní všetkých majetkových položiek nebude mať na úhradu svojich záväzkov a musí (v zmysle uznesení zákona č. 7/2005) vstúpiť do konkurzu.

Pod uvedeným vývojom sa mohla podpísať hospodárska kríza, ktorá sa naplno prejavila v roku 2009. V niektorých podnikoch sa prejavili negatívne dôsledky krízy a podniky vstúpili do bankrotu až následne. Vidieť, že v prípade niektorých neprosperujúcich podnikoch bolo vykazované záporné vlastné imanie niekoľko rokov po sebe a až následne bol vyhlásený konkurz. Za úvahu by iste stálo „zmapovať“ situáciu v pokrízovom období, vrátane toho, koľko podnikov vstúpilo do konkurzu až následne, niekoľko rokov po tom, čo sa naplno prejavila hospodárska kríza.

Ukazovateľ ROE vo všeobecnosti nemá a ani nemôže mať dobrú rozlišovaciu schopnosť. Možno však vytypovať isté okolnosti, za ktorých pracuje správne:

- kladné vlastné imanie,
- žiadna neuhradená strata z minulých období,
- žiadna strata z bežného účtovného obdobia,
- malé zmeny vo vlastnom imaní v priebehu roka.

Za týchto okolností môže ukazovateľ ROE pracovať správne.

3 Záver

Tradičné ukazovatele hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, medzi ktoré patrí aj ukazovateľ ROE stále nachádzajú svoje miesto vo finančnej analýze. Pre správnu aplikáciu ukazovateľa ROE (ale aj iných ukazovateľov rentability) je potrebné poznať východiská, na základe ktorých tieto ukazovatele „pracujú“.

Dá sa konštatovať, že ukazovateľ ROE je plný „paradoxov“. Porovnáva tokovú veličinu (zisk) so stavovou veličinou (vlastný kapitál), hodnota zisku sa nachádza v čitateli, ale aj v menovateli ako súčasť vlastného kapitálu, záporná hodnota vlastného kapitálu a záporná hodnota výsledku hospodárenia dáva kladnú hodnotu ukazovateľa ROE.

Aj z uvedených dôvodov je potrebné byť dôsledný pri finančnej analýze a ukazovateľ ROE používať iba ako doplnujúci ukazovateľ. Taktiež neodporúčame jeho použitie v prípade

stratových podnikov a už vôbec nie, ak majú záporný vlastný kapitál. Výsledné číslo tak nehovorí o finančnej výkonnosti podniku prakticky nič. Následne nemožno sledovať ani vývoj v čase, resp. porovnávať výsledky s inými podnikmi, prípadne so strednými hodnotami v odvetví.

Testovaním na vzorke podnikov sa zistilo, že rozlišovacia schopnosť ukazovateľa ROE je prakticky nulová. Je preto potrebné aj pri konštrukcii ukazovateľov finančnej analýzy „ex ante“ dávať veľký pozor, či náhodou viacrozmerné ukazovatele náhodou neobsahujú ukazovateľ ROE, pretože v prípade neprosperujúcich podnikov môže tento ukazovateľ vykazovať extrémne kladné hodnoty, ako tomu bolo aj pri testovanej vzorke. Následne je takouto extrémnou hodnotou ovplyvnený celkový výsledok.

Samotné predpoklady, za ktorých ukazovateľ ROE pracuje, istým spôsobom indikovali, že pravdepodobne rozlišovacia schopnosť nebude významná. Mediánový test to následne potvrdil.

Pravdepodobne sa nikdy nepodarí skonštruovať ukazovateľ s takou rozlišovacou schopnosťou, aby nahradil tradičnú finančnú analýzu. Iba analýza jednotlivých čiastkových oblastí, ktorá následne vyúsťuje do syntézy môže pomerne spoľahlivo odhadnúť, či bude podnik v budúcich obdobiach prosperovať alebo nie.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0066/17 „Manažment finančnej výkonnosti podniku v post-krízovom prostredí vybraných krajín EÚ“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Kislingerová, E. a kol. (2010). *Manažerské finance*. [Management finance] Praha : C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.

Nagy, L. (2013) Prístupy k analýze zisku podniku [Approaches to Profit Analysis of Company]. In *Finančný manažment*. [Financial Management]. Bratislava : Iura Edition, 2013. Vol. 6, Issue 7-8, pp. 22-27. ISSN 1338-7065.

Smorada, M. - Šrenkel, Ľ. (2013). Výpočet ukazovateľov rentability z priemerných stavov súvahových položiek [Calculation of profitability indicators from averages of balance sheet items]. In *Analýza faktorov zvyšujúcich odolnosť podniku voči kríze* [Analysis of factors increasing the firm's resilience to the crisis]. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. pp. 45-51. ISBN 978-80-225-3782-7.

Andrea Lukačková

Marián Smorada

University of Economics in Bratislava

Faculty of Business Management

Department of Corporate Finance

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovak Republic

e-mail: andrea.lukackova@euba.sk, marian.smorada@euba.sk

Aktuálny pohľad na vzťah finančných ukazovateľov a právnych foriem priemyselných podnikov

Current view of the relationship between financial indicators and legal forms of industry companies

Elena Moravčíková

Abstract

In the present contribution we analyze whether the legal form of business influence on economic results. Based on the analysis performed, we see that in most reporting of economic indicators was a significant difference in the achieved parameters analyzed between groups of subjects, varying according to legal form.

JEL classification: G 30, G 39,, M 21

Keywords: Legal form of business influence. Financial Indicators. Economic Performance.

1 Úvod

Slovensko prešlo v posledných desaťročiach dynamickými zmenami, ktoré zanechali svoje stopy aj v štruktúre podnikateľských subjektov v priemyselnej výrobe Slovenska. Slovenský priemysel prežil najprv zložitý proces recesie, aby - v súčasnosti – jeho význam výrazne rástol nielen na Slovensku, ale svoj dopad preukazuje aj porovnaním s väčšinou štátov Európskej únie.

Ako uvádza Výskumná štúdia Spracovateľský priemysel Slovenskej republiky: stav a perspektívy rozvoja (dostupné na internetovej adrese uvedenej nasledovne http://mot.sk/media/2016/03/Studia_Sprac_Priem.pdf) v svojej predbežnej verzii: “Slovenská ekonomika patrí k tým, v ktorých je podiel priemyselnej výroby na ekonomike (presnejšie na objeme vytvorenej pridanej hodnoty) relatívne vysoký. Vo vyspelých ekonomikách je väčšinou podiel priemyslu nižší, ale pri jeho vyššej produktivite”. Ďalej sa v tejto výskumnej štúdii uvádza, že “podobne vysoké podiely priemyslu ako Slovensko má len máloktorá vyspelá ekonomika (Nemecko a Írsko). Je málo pravdepodobné, že by sa pozícia SR posúvala ešte výrazne a dlhodobo nahor k ešte vyšším podielom priemyslu na ekonomike. To ani nemá byť cieľom politik. Cieľom môže byť špičkový a rastúci priemysel, ale napr. služby môžu rásť ešte rýchlejšie a tak aj podiel rastúceho priemyslu na ekonomike môže stagnovať či klesať.”

Priemyselnú výrobu vymedzíme na základe skutočností vyplývajúcich z medzinárodnej metodiky Európskeho systému národných účtov a z odvetvovej klasifikácie ekonomických činností (SK NACE Rev. 2). Podľa horeuvedenej predbežnej verzie vedeckej štúdie “táto štatistická klasifikácia je vypracovaná na báze spoločnej štatistickej klasifikácie ekonomických činností v Európskom spoločenstve NACE Revision 2, ktorú pre krajiny Európskeho Spoločenstva stanovuje Nariadenie Európskeho Parlamentu a Rady (ES) č. 1893/2006 z 20. decembra 2006. V rámci tejto klasifikácie je päť úrovní agregácie ekonomických činností, prvou z nich sú sekcie (od A po U), ktoré obsahujú jednotlivé divízie (označné 01 - 99). Odvetvia priemyselnej výroby tvoria sekciu C, a to divízie 10 – 33.” Divízie sa ďalej členia na skupiny. Okrem uvedeného členenia podnikateľských subjektov (na sekcie, divízie a skupiny podľa základnej podnikateľskej činnosti) je možné aj ich členenie podľa regionálnej príslušnosti a právnej formy. Prehľad divízií spadajúcich do sekcie C – Priemyselná výroba je uvedená v tabuľke 1.

Tabuľka 1

Štruktúra sekcie C – Priemyselná výroba

Divízia č.	Predmet činnosti
10	Výroba potravín
11	Výroba nápojov
12	Výroba tabakových výrobkov
13	Výroba textile
14	Výroba odevov
15	Výroba kože a kožených výrobkov
16	Spracovanie dreva a výroba výrobkov z dreva a korku okrem nábytku ...
17	Výroba papiera a papierových výrobkov
18	Tlač a reprodukcia záznamových médií
19	Výroba koksu a rafinovaných ropných produktov
20	Výroba chemikálií a chemických produktov
21	Výroba základných farmaceutických výrobkov a farmaceut. prípravkov
22	Výroba výrobkov z gumy a plastu
23	Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov
24	Výroba a spracovanie kovov
25	Výroba kovových konštrukcií okrem strojov a zariadení
26	Výroba počítačových, elektronických a optických výrobkov
27	Výroba elektrických zariadení
28	Výroba strojov a zariadení i.n.
29	Výroba motorových vozidiel, návesov a prívesov
30	Výroba ostatných dopravných prostriedkov
31	Výroba nábytku
32	Iná výroba
33	Oprava a inštalácia strojov a zariadení

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2015

Je zrejmé, že v tejto sekcii sú zahrnuté podniky automobilového a strojárského priemyslu, čo sú významní nositelia zamestnanosti a tvorcovia nemalého podielu HDP. Cieľom tohoto príspevku je zistiť, či zmeny, ktoré nastali v sektore podnikov zaoberajúcich sa priemyselnou výrobou (dôvodom je predovšetkým nárast významu strojárského a automobilového priemyslu), sa preukazujú v zmenách štruktúry podnikateľských subjektov, teda v zmene počtu či podielu jednotlivých právnych foriem, a či tieto zmeny majú vzťah k finančným ukazovateľom charakterizujúcim jednotlivé právne formy. Rôzni autori prezentujú rôzne prístupy k meraniu výkonnosti, pre je pri bližšom skúmaní výkonnosti nepotrebné zvažovať, ktoré faktory je potrebné považovať za určujúce výkonnostné ukazovatele. V tomto príspevku skúmame finančné výsledky reprezentované vybranými finančnými ukazovateľmi v jednotlivých právnych formách s finančnými výsledkami reprezentovanými finančnými ukazovateľmi celej sekcie Priemyselná výroba, t.j. skúmame, ktorá právna forma dosahuje najlepšie hodnoty finančných ukazovateľov, a usporiadať právne formy podľa ich efektívnosti vykazovanej "číslami". Avšak možno predpokladať, že efektívnosť podnikateľských subjektov bude závisieť do veľkej miery aj na kvalitatívnych ukazovateľoch podnikov akými sú manažment, kvalita pracovných síl, inovácie a know how v oblasti podnikania nielen na slovenskom trhu ale aj vnútorného trhu Európskej únie.

2 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Proces hodnotenia efektívnosti právnych foriem bude pozostávať z porovnania horného kvartilu jednotlivých skupín právnych foriem so štatistickými charakteristikami celého súboru

podnikov. V literature sa nachádzajú podobné články, aj keď sa nevenujú priemyselnej výrobe, ale väčšinou hodnoteniu ekonomického stavu poľnohospodárskych podnikov so zohľadnením existencie kapitálových spoločností a družstiev, ďalšie právne formy sú vo výskumoch ignorované. Obmedzením nášho príspevku bude, že neprejdeme celým procesom hodnotenia finančného zdravia tak, že analyzujeme základné finančné ukazovatele, akými sú likvidita, rentabilita, stabilita, zadlženosť, aktivita, trhovú hodnotu, následne odsledujeme ich vývoj v čase prostredníctvom ich absolútnych či relatívnych zmien, či odhalíme vnútorné väzby medzi analyzovanými ukazovateľmi, porovnáme výsledky s odvetvím, v ktorom podnik pôsobí a vyvodíme závery, ktoré slúžia ako podklad pre predikciu. Väčšina autorov predpokladá, že na výber ukazovateľov vplyva veľkosť podniku, ekonomická a geografická štruktúra podniku, jeho základná činnosť a podobne, ale ponechávajú právnu formu podniku bez priameho vplyvu. Právna forma ako factor vstupuje málokedy do matematicko-štatistických modelov hodnotiacich finančnú či ekonomickú situáciu podniku (podnikov). Právna forma sa tu objavuje iba výnimočne, a aj to väčšinou berie do úvahy iba a.s., s.r.o., resp. družstvá, napr. Blažek (2012), ai. Piterková a Tóth (2015) pracujú s diskriminačnými modelmi hodnotiacimi ekonomickú výkonnosť poľnohospodárskych podnikov, ktoré pracujú s právnou formou podnikov tak, že najdôležitejším činiteľom vstupujúcim do výpočtu je práve právna forma (akciová spoločnosť alebo spoločnosť s ručením obmedzeným získava hodnotenie 1, družstvo je hodnotené 0).

3 Ciele a metódy

Postup výskumu a informačné zdroje je potrebné zvoliť tak, že vezmeme do úvahy nasledovné: dosahovanú úroveň finančných výsledkov podniku dokážeme vyhodnotiť objektívne len v prípade, že ich konfrontujeme s výsledkami podobných podnikov. Porovnávanie výsledkov je spojené s viacerými úskaliami. Je potrebné vyriešiť najmä nasledujúce úlohy:

- identifikovať skutočne vecne porovnateľné podniky a vytvoriť tak adekvátny súbor porovnateľných podnikov,
- správne kvantifikovať odvetvové veličiny, najmä v súvislosti s možnou rôznorodou metodikou účtovania a vykazovania
- zvoliť vhodnú metódu analýzy.

Prvé dve podmienky nám zabezpečí použitie pravidelne aktualizovaných databáz ekonomických výsledkov podnikov. Portál CRiBiS Univerzálny register v roku 2016 obsahuje viac ako 150 tisíc aktívnych subjektov so sídlom na Slovensku. Finančné výsledky podnikov sú usporiadané v prvom rade podľa kódu podnikateľskej aktivity SK NACE. V rámci jednotlivých ekonomických činností sú výsledky ďalej členené podľa veľkosti podnikov a to na základe hodnoty majetku alebo hodnoty obratu. Inou možnosťou členenia podnikateľských subjektov je členenie ekonomických výsledkov podľa právnej formy subjektov alebo podľa regionálnej príslušnosti. Keďže cieľom tohto príspevku je hodnotenie efektívnosti jednotlivých právnych foriem v sekcii Priemyselná výroba, je potrebné vybrať finančné ukazovatele a štatistické charakteristiky. Ďalej výsledky subjektov sústredených v jednotlivých právnych formách porovnať s výsledkami celej sekcie. V oboch prípadoch musíme prijať obmedzenie vyplývajúce z informačnej databázy, a to, že vybrané štatistické charakteriky (dolný kvartil, median, horný kvartil) nereprezentujú jeden podnik, ale pri viacerých ukazovateľoch sú to veľmi pravdepodobne výsledky viacerých podnikov. Ďalším obmedzením bude, že neprejdeme celým procesom, kedy analyzujeme základné finančné ukazovatele, akými sú likvidita, rentabilita, stabilita, zadlženosť, aktivita, trhovú hodnotu, následne pozorujeme ich vývoj v čase prostredníctvom ich absolútnych či relatívnych zmien. hľadáme väzby medzi analyzovanými ukazovateľmi, konfrontujeme výsledky získané s

výsledkami odvetvia a vyslovujeme závery, ktoré slúžia ako podklad pre predikciu. Väčšina autorov predpokladá, že na výber ukazovateľov vplyvajú veľkosť podniku, ekonomická a geografická štruktúra podniku, jeho základná činnosť a podobne, ale ponecháva právnu formu podniku bez priameho vplyvu. Právna forma ako factor výkonnosti vstupuje málokedy do matematicko-štatistických modelov hodnotiacich finančnú či ekonomickú situáciu podniku (podnikov), objavuje sa iba výnimočne, a aj to sa väčšinou berie do úvahy iba a.s., s.r.o., resp. družstvá, napr. Blažek (2012), ai. Okrem toho je potrebné si uvedomiť vplyv okolia podniku, makroprostredie, najmä legislatívne vplyvy, a jeho vývoj môžu vyvolať časom zmeny v počte právnych foriem, Kuběnka (2016) tiež zdôrazňuje, že zohľadnenie nefinančných faktorov vie značne zvýšiť presnosť risk management (v chápaní ex-post aj ex-ante) a rozhodovacích procesov manažmentu.

Do súboru podnikov zahrnutých do tohto skúmania sme zvolili podnikateľské subjekty, ktorých základnou podnikateľskou činnosťou je Priemyselná výroba. Podľa publikácie Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v SR vydanéj CRIF-Slovak Credit Bureau s.r.o. Bratislava v roku 2014 do sekcie Priemyselná výroba bolo zaradených necelých 13 tisíc subjektov, podľa Štatistického úradu SR bolo v tej istej sekcii cca 70 tisíc subjektov. Odchýlka vyplýva z toho, že databáza CRIF-SCB nezahŕňa napr. subjekty vedúce jednoduché účtovníctvo, a ešte navyše subjekty, ktorých účtovná závierka nespĺňa podmienky logickej a vecnej správnosti.

4 Výsledky zistené skúmaním vybranej problematiky

Na úvod si uvedieme vývoj počtu podnikateľských subjektov podľa vybraných právnych foriem v sekcii Priemyselná výroba za roky 2012-2015 podľa CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o., Bratislava uvedené v Stredných hodnotách ekonomických činností Slovenskej republiky vydanéj za roky 2012, 2013, 2014 a 2015.

Tabuľka 2

Vývoj počtu podnikateľských subjektov podľa vybraných právnych foriem v sekcii Priemyselná výroba za roky 2012-2015 podľa CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Rok	š.p.	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost.FO	družstvá	iné subj.
2012	1	473	9 284	48	171	80	113
2013	1	470	10 518	60	181	77	143
2014	4	463	11 031	82	166	71	136
2015	3	466	11 838	92	164	75	137
2015/2012	3,00	0,99	1,28	1,92	0,96	0,94	1,21

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za roky 2012, 2013, 2014, 2015

V nami sledovanom období sa podľa CRIF – Slovak Credit Bureau menil celkový počet podnikateľských subjektov (spracovaných v databáze) podnikajúcich v priemyselnej výrobe z 10 170 na 12 775, teda registrujeme nárast počtu podnikateľských jednotiek o takmer 26% (index vývoja je 1.256). Menila sa však aj štruktúra týchto spracovaných subjektov: mierny pokles počtu a.s., ostatných FO, družstiev, súčasne však rastie počet (spracovaných) subjektov s.r.o. a iných subjektov, pričom FO v OR takmer dvojnásobne. Podobnú tendenciu sme hľadali v informáciách poskytovaných na webových stránkach slovenského štatistického úradu.

V nasledovnej tabuľke sú uvedené ekonomické subjekty podľa vybraných právnych foriem, subjekty sú zaradené na základe štatistickej klasifikácie ekonomických činností Priemyselnej výroby. Sledovaným obdobím sú roky 2011, 2012, 2013, 2014, údaje za rok 2015 v informáciách poskytovaných štatistickým úradom zatiaľ nefigurujú..

Tabuľka 3

Vývoj počtu ekonomických subjektov podľa vybraných právnych foriem v priemyselnej výrobe za roky 2011-2014 podľa Štatistického úradu SR

rok	š.p.	a.s.	s.r.o.	družstvá	celkom subj.
2011	3	680	12 132	115	74 052
2012	3	659	12 518	108	71 330
2013	3	647	13 264	100	70 370
2014	3	652	14 006	97	70 096
2014/11	1,00	0,96	1,15	0,84	0,95

Zdroj: vlastné spracovanie podľa

[http://statdat.statistics.sk/cognosext/cgi-](http://statdat.statistics.sk/cognosext/cgi-bin/cognos.cgi?b_action=cognosViewer&ui.action=run&ui.object=storeID(%22i91B80FAB0C844B7582D7372910717CFF%22)&ui.name=Ekonomick%C3%A9%20subjekty%20pod%C4%BEa%20vybran%C3%BDch%20pr%C3%A1vných%20foriem%20a%20%C5%A0tatistickej%20klasifik%C3%A1cie%20ekonomick%C3%BDch%20%C4%BDinností%20a%20k%2031.%2012.%20%5bog1002rs%5d&run.outputFormat=&run.prompt=true&cv.header=false&ui.backURL=%2fcognosext%2fcps4%2fportlets%2fcommon%2fclose.html&run.outputLocale=sk)

[bin/cognos.cgi?b_action=cognosViewer&ui.action=run&ui.object=storeID\(%22i91B80FAB0C844B7582D7372910717CFF%22\)&ui.name=Ekonomick%C3%A9%20subjekty%20pod%C4%BEa%20vybran%C3%BDch%20pr%C3%A1vných%20foriem%20a%20%C5%A0tatistickej%20klasifik%C3%A1cie%20ekonomick%C3%BDch%20%C4%BDinností%20a%20k%2031.%2012.%20%5bog1002rs%5d&run.outputFormat=&run.prompt=true&cv.header=false&ui.backURL=%2fcognosext%2fcps4%2fportlets%2fcommon%2fclose.html&run.outputLocale=sk](http://statdat.statistics.sk/cognosext/cgi-bin/cognos.cgi?b_action=cognosViewer&ui.action=run&ui.object=storeID(%22i91B80FAB0C844B7582D7372910717CFF%22)&ui.name=Ekonomick%C3%A9%20subjekty%20pod%C4%BEa%20vybran%C3%BDch%20pr%C3%A1vných%20foriem%20a%20%C5%A0tatistickej%20klasifik%C3%A1cie%20ekonomick%C3%BDch%20%C4%BDinností%20a%20k%2031.%2012.%20%5bog1002rs%5d&run.outputFormat=&run.prompt=true&cv.header=false&ui.backURL=%2fcognosext%2fcps4%2fportlets%2fcommon%2fclose.html&run.outputLocale=sk)

Poznámky: pod „celkom subjekty“ sú zahrnuté komanditné spoločnosti, verejné obchodné spoločnosti, príspevkové a rozpočtové organizácie, slobodné povolania, živnostníci, ai.

Celkový počet ekonomických subjektov klesol zo cca 74 tisíc na cca 70 tisíc, teda o 5 %. Poklesol najmä počet družstiev, mierne poklesol počet a.s., ale rastie počet s.r.o., teda sa mení štruktúra subjektov podnikajúcich v priemyselnej výrobe.

Odchýlka počtu subjektov v tabuľkách 1 a 2 je spôsobená počtom subjektov, ktorých účtovné závierky nemohli byť zaradené do databázy v tab. 1 z dôvodu nemožnosti ich spracovania.

Pre ďalšie skúmanie máme preukázané nasledovné: štátne podniky majú zanedbateľný podiel na celkovom počte subjektov, pri spoločnostiach s ručením obmedzeným má svoje opodstatnenie predpoklad, že tieto najmä v počiatočných rokoch skúmania nedisponovali účtovnými závierkami vhodnými na spracovanie, podobne ako a.s. Nateraz ponechávame v úzadí skúmanie vplyvov zmien odvodovej a daňovej politiky štátu, vzniku nových možností založenia ekonomických subjektov a ďalších legislatívnych úprav, aj keď v konečnom dôsledku je zrejmé, že aj tieto sa prejavujú v zmene počtu ekonomických subjektov ako aj ich právnej formy.

Vrátime sa k údajom získaným z databázy CRIF – Slovak Credit Bureau. Nakoľko sú tieto údaje z toho istého podnikateľského prostredia, splňajú podmienku rovnakého makroekonomického rámca podnikania a podmienku porovnateľnosti predmetu podnikania. Údaje sú čerpané za rovnaké obdobie, preto sú porovnateľné v čase, a podmienka rovnakej veľkosti podnikov je zabezpečená použitím relatívnych finančných ukazovateľov, ktoré problém veľkosti podniku eliminujú. Zvolené ukazovatele sú, samozrejme, rovnako konštruované. Ako ukazovatele sme zvolili nasledovné:

- likvidita 3. stupňa (L3)
- obrat aktív (OA)
- hrubá rentabilita aktív (HRA)
- prevádzková rentabilita tržieb (PRT).

Týmto výberom finančných ukazovateľov sa získajú informácie o schopnosti podniku hradiť svoje záväzky, využití aktív, o celkovej výnosnosti podnikového majetku pred zdanením, ako aj o podiele výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti (prevádzkového výsledku hospodárenia) na tržbách z realizácie výkonov. Postup spočíva v porovnaní horného kvartilu (nakoľko pri všetkých vybraných ukazovateľoch je žiaduci rast hodnoty) vybraného ukazovateľa danej právnej formy so štatistickými charakteristikami medián, dolný a horný

kvartil celého súboru podnikateľských subjektov v sekcii Priemyselná výroba (PV), čiže hodnotu právnej formy (PF) zaradíme do pásma, ktorému pridáme body. Predpokladáme rovnakú významnosť jednotlivých ukazovateľov, tak ukazovateľom bola priradená rovnaká váha.

Tabuľka 4

Hodnoty vybraných ukazovateľov, sekcia Priemyselná výroba, rok 2012

ukazovateľ	sekcia PV r. 2012	pásmo hodnotenia výsledkov PF		váha ukazov.	počet bodov
L3 (koef) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	0,64 1,19 3,20	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
OA (koef) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	0,30 1,14 2,14	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
HRA (%) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	-7,07 0,25 7,84	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
PRT (%) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	-14,03 1,36 7,21	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4

Zdroj: vlastné spracovanie, hodnoty kvartilov sú prevzaté zo štatistického spracovania finančných ukazovateľov slovenských podnikov Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2012

Keďže chceme zistiť, či a aký jestvuje vzťah medzi vybranými finančnými výsledkami celého súboru podnikov a výsledkami jednotlivých právnych foriem podnikateľských subjektov, zvolíme ako hodnotu charakterizujúcu výkonnosť jednotlivej právnej formy horný kvartil (pre všetky zvolené finančné ukazovatele platí, že je lepšie, aby nadobúdali vyššie hodnoty, teda aby rástli).

V nasledovnej tabuľke sú sústredené mediány vybraných ukazovateľov finančnej situácie dosiahnuté jednotlivými právnymi formami v roku 2012.

Tabuľka 5

Hodnoty vybraných ukazovateľov, jednotlivé právne formy sekcie Priemyselná výroba, rok 2012, horný kvartil

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3 (koef)	2,17	3,19	10,01	10,32	4,73	2,45
OA (koef)	1,46	2,17	1,48	2,99	1,65	2,15
HRA (%)	4,81	7,87	3,92	37,09	5,61	13,90
PRT (%)	5,04	7,15	8,38	28,45	4,40	14,76

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2012

Z tabuľky 3 vyplýva, že v prípade hodnotenia roka 2012 máme k dispozícii horný kvartil pre všetky vybrané ukazovatele vo všetkých právnych formách. Ďalej uvádzame hodnoty

vybraných ukazovateľov v odvetví zaradených do štyroch pásiem vymedzených kvartilmi s bodmi, ktoré jednotlivé PF získali, uvedenými v spodnom riadku tabuľky:

Porovnávacou veličinou je medián súboru, tak neprikladáme význam tomu, o koľko porovnávaná hodnota prevyšuje porovnávaciu, význam má iba to, že ju prevyšuje.

Tabuľka 6

Dosiahnuté body za výsledky v jednotlivých kritériách za rok 2012

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3	3	3	4	4	4	3
OA	3	4	3	4	3	4
HRA	3	4	3	4	3	4
PRT	3	3	4	4	3	4
Spolu	12	14	14	16	13	15
poradie	6.	3.-4.	3.-4.	1.	5.	2.

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, K. a kol: Finančno-ekonomická analýza podniku, Bratislava 2016, str. 354-356

Z tabuľky 5 je zrejmé, že najlepšie bodové ohodnotenie (16) získali ostatné FO (nezapísané v obchodnom registri), na druhom mieste s počtom bodov 14 sa umiestnili iné subjekty (k.s., v.o.s., spoločenstvá vlastníkov pozemkov, bytov a pod., ai.), o tretie a štvrté miesto sa s rovnakým počtom bodov delia fyzické osoby zapísané v OR a spoločnosti s ručením obmedzeným.

V ďalších tabuľkách sa venujeme roku 2013:

Tabuľka 7

Hodnoty vybraných ukazovateľov, sekcia Priemyselná výroba, rok 2013

ukazovateľ	hodnota PV r. 2013	pásma hodnotenia výsledkov PF		váha ukazov.	počet bodov
L3 (koef) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	0,68 1,31 4,24	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
OA (koef) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	0,26 1,07 2,06	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
HRA (%) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	-6,61 0,23 7,60	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4
PRT (%) - dolný kvartil (DK) - medián (Me) - horný kvartil (HK)	-15,33 1,30 7,41	1. 2. 3. 4.	do hodnoty DK DK – Me Me – HK nad hodnotu HK	1	1 2 3 4

Zdroj: vlastné spracovanie, hodnoty kvartilov sú prevzaté zo štatistického spracovania finančných ukazovateľov slovenských podnikov Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2013

Ďalej uvádzame hodnoty vybraných ukazovateľov podnikov zaradených v odvetví členených podľa vybraných právnych foriem, pričom ukazovatele sú vybrané na základe štatistickej charakteristiky horný kvartil.

Tabuľka 8

Hodnoty vybraných ukazovateľov, jednotlivé právne formy sekcie Priemyselná výroba, rok 2013, horný kvartil

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3 (koef)	2,21	4,33	6,74	11,33	4,59	3,38
OA (koef)	1,48	2,08	2,02	2,82	1,58	2,10
HRA (%)	4,25	7,51	13,25	44,61	4,57	15,85
PRT (%)	4,96	7,29	12,21	26,01	5,15	15,11

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2013

Ďalej uvádzame hodnoty vybraných ukazovateľov v odvetví zaradených do štyroch pásiem vymedzených kvartilmi s bodmi uvedenými v spodnom riadku tabuľky následne uvedieme body dosiahnuté jednotlivými právnymi formami za hodnotu vybraných finančných ukazovateľov:

Tabuľka 9

Dosiahnuté body za výsledky v jednotlivých kritériách za rok 2013

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3	3	4	4	4	4	3
OA	3	4	3	4	3	4
HRA	3	3	4	4	3	4
PRT	3	3	4	4	3	3
Spolu	12	14	15	16	13	14
poradie	6.	3.-4.	2.	1.	5.	3.-4.

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, K. a kol: Finančno-ekonomická analýza podniku, Bratislava 2016, str. 354-356

V roku 2013 opätovne najvyšší počet bodov (16) získali ostatné FO, na druhom mieste FO v OR, o tretie a štvrté miesto sa delia s.r.o. a iné subjekty. V ďalších krokoch určíme poradie jednotlivých právnych foriem v roku 2014:

Tabuľka 10

Hodnoty vybraných ukazovateľov, Priemyselná výroba, rok 2014

ukazovateľ	hodnota PV r. 2014	pásmo hodnotenia výsledkov PF		váha ukazov.	počet bodov
L3 (koef)				1	
- dolný kvartil (DK)	0,68	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	1,29	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	3,55	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4
OA (koef)				1	
- dolný kvartil (DK)	0,44	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	1,19	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	2,18	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4
HRA (%)				1	
- dolný kvartil (DK)	-3,03	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	2,51	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	14,68	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4

PRT (%)				1	
- dolný kvartil (DK)	-5,15	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	3,26	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	11,88	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4

Zdroj: vlastné spracovanie, hodnoty ukazovateľov sú prevzaté zo štatistického spracovania finančných ukazovateľov slovenských podnikov Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2014

Ďalej uvádzame hodnoty vybraných ukazovateľov podnikov zaradených v odvetví členených podľa vybraných právnych foriem, pričom ukazovatele sú vybrané na základe štatistickej charakteristiky horný kvartil.

Tabuľka 11

Hodnoty vybraných ukazovateľov, jednotlivé právne formy sekcie Priemyselná výroba, rok 2014, horný kvartil

Ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3 (koef)	2,07	3,54	7,43	13,41	4,51	2,38
OA (koef)	1,49	2,22	2,50	2,64	1,70	1,96
HRA (%)	4,73	15,10	11,97	64,75	4,46	14,24
PRT (%)	5,42	12,05	11,20	34,15	3,39	14,81

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2014

Ďalej uvádzame body dosiahnuté za hodnoty podľa vybraných ukazovateľov a jednotlivých právnych foriem:

Tabuľka 12

Dosiahnuté body za výsledky v jednotlivých kritériách za rok 2014

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3	3	3	4	4	4	3
OA	3	4	4	4	3	3
HRA	3	4	3	4	3	3
PRT	3	4	3	4	3	3
Spolu	12	15	14	16	13	12
poradie	5.-6.	2.	3.	1.	4.	5.-6.

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, K. a kol: Finančno-ekonomická analýza podniku, Bratislava 2016, str. 354-356

A zasa najvyšší počet bodov získavajú ostatné FO s plným počtom bodov 16, na druhom mieste sú s.r.o., a na treťom mieste sa umiestnili FO v OR. Napokon stanovíme poradie jednotlivých právnych foriem v roku 2015:

Tabuľka 13

Hodnoty vybraných ukazovateľov, Priemyselná výroba, rok 2015

ukazovateľ	hodnota PV r. 2015	pásmo hodnotenia výsledkov PF	váha ukazov.	počet bodov
L3 (koef)			1	
- dolný kvartil (DK)	0,73	1.		1
- medián (Me)	1,36	2.		2
- horný kvartil (HK)	3,83	3.		3
		4.		4
OA (koef)			1	
- dolný kvartil (DK)	0,42	1.		1
- medián (Me)	1,20	2.		2
- horný kvartil (HK)	2,20	3.		3
		4.		4

HRA (%)				1	
- dolný kvartil (DK)	-2,20	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	3,38	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	16,03	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4
PRT (%)				1	
- dolný kvartil (DK)	-3,66	1.	do hodnoty DK		1
- medián (Me)	3,74	2.	DK – Me		2
- horný kvartil (HK)	12,93	3.	Me – HK		3
		4.	nad hodnotu HK		4

Zdroj: vlastné spracovanie, hodnoty ukazovateľov sú prevzaté zo štatistického spracovania finančných ukazovateľov slovenských podnikov Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2015

Tabuľka 14

Hodnoty vybraných ukazovateľov, jednotlivé právne formy sekcie Priemyselná výroba, rok 2015, horný kvartil

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3 (koef)	2,30	3,82	10,04	32,04	4,25	2,37
OA (koef)	1,59	2,23	2,24	2,64	1,82	2,11
HRA (%)	6,78	16,50	14,65	84,01	9,80	14,52
PRT (%)	6,51	13,08	12,07	44,98	7,72	14,23

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností za rok 2015

Ďalej uvádzame hodnoty vybraných ukazovateľov v odvetví zaradených do štyroch pásiem vymedzených kvartilmi s bodmi uvedenými v spodnom riadku tabuľky:

Tabuľka 15

Dosiahnuté body za výsledky v jednotlivých kritériách za rok 2015

ukazovateľ	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
L3	3	3	4	4	4	3
OA	3	4	4	4	3	3
HRA	3	4	3	4	3	3
PRT	3	4	3	4	3	4
Spolu	12	15	14	16	13	14
poradie	6.	2.	3.-4.	1.	5.	3.-4.

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, K. a kol: Finančno-ekonomická analýza podniku, Bratislava 2016, str. 354-356

Zistené skutočnosti zhrnieme nasledovne: počet bodov dosiahnutých jednotlivými právnymi formami spočítame, ktoré vydáme počtom rokov a tak získame priemerné body. Z nich stanovíme poradie.

Tabuľka 16

Záverečné výsledky za roky 2012-2015

rok / PF	a.s.	s.r.o.	FO v OR	ost. FO	družstvá	iné subj.
2012	12	14	14	16	13	15
2013	12	14	15	16	13	14
2014	12	15	14	16	13	12
2015	12	15	14	16	13	14
spolu body	48	58	57	64	52	55
počet období	4	4	4	4	4	4
priem.roč.body	12	14,50	14,25	16	13	13,75
výsled.poradie	6.	2.	3.	1.	5.	4.

Zdroj: vlastné spracovanie

Priemerné poradie za skúmanie roky 2012-2015 je nasledovné: najlepšie sa umiestnili „ostatné fyzické osoby“ (podnikatelia – FO nezapísaný v OR, slobodné povolania – nezapísaný v OR a iné), ktoré vždy (za všetky 4 ukazovatele vo všetkých 4 obdobiach) dosiahli maximálny počet bodov 16. Tento fakt prekvapivo vyjadruje najvyššiu efektívnosť práve tejto právnej formy. Je namieste úvaha, že to budú pravdepodobne tzv. rodinné podniky ale ako uvádzajú Sipa a Smolarek (2015) – rodinné podniky nemusia byť len malé, ale sú aj stredné a veľké, so zámerom prevodu vedenia podniku na potomkov. Je potrebné si uvedomiť, že v prípade potreby podrobnejšieho hodnotenia je možné použiť aj ďalšie ukazovatele, ktoré by mohli ovplyvniť výsledné hodnotenie. Takisto aj v prípade použitia váh pre jednotlivé ukazovatele by vážené ukazovatele vykazovali iné (v našom prípade vyššie) hodnoty, a tým by celkový výsledok (bodový priemer) pre tieto subjekty získal v hodnote priemerných ročných bodov výrazný náskok (výsledné prvé miesto by zostalo nezmenené).

Na druhom mieste sa umiestnili spoločnosti s ručením obmedzeným, na treťom mieste FO v OR. Nasledujú iné subjekty, na piatom mieste sú družstvá a na poslednom šiestom mieste akciové spoločnosti.

Z uvedeného – na základe takmer rovnakej hodnoty bodov PF a ich poradia v jednotlivých rokoch s malými odchýlkami - možno predpokladať, že zvolená právna forma a výsledné finančné ukazovatele majú úzky vzťah. Je zrejmé, že táto problematika by si vyžadovala ešte ďalšie skúmanie s rôznymi možnými špecifikáciami (napr. ďalšie ukazovatele, váhy pre hodnotenie ukazovateľov, identifikácia resp. kvantifikácia determinujúcich činiteľov výsledných hodnotení a pod.

5 Diskusia a záver

Na základe výsledkov zistených analýzou skúmanej problematiky zisťujeme, že právna forma a vykazované finančné ukazovatele spolu úzko súvisia. Pre bližšie poznanie tohto vzťahu by bolo vhodné testovanie závislosti pre vybrané právne formy a vybrané finančné ukazovatele. Takisto by bolo vhodné sledovať, či niektoré právne formy (a ktoré) vykazujú vyššiu mieru úspešnosti meranú vybranými relatívnymi finančnými ukazovateľmi v dlhších časových úsekoch, resp. pri zmenách efektívnosti jednotlivých právnych foriem hľadať príčiny napr. v legislative (právne normy v oblasti účtovníctva, daní, odvodov, obchodného zákonníka a podobne), resp. vplyv kvalitatívnych činiteľov a pod. Zároveň vznikajú možnosti pre metodiku hodnotenia ekonomického potenciálu na rozvoj priemyselných klastrov, ako uvádza Rastvortseva (2014) vrátane systému ukazovateľov hodnotenia výkonnosti. Ďalšou možnosťou podľa Vojtoviča a Krajňákovej (2014) je identifikácia stratégie správania podnikov v nepriaznivej ekonomickej situácii, reakcií a rozhodnutí manažmentu podnikov (čím by mohla byť aj zmena právnej formy) a pod. S použitím regionálneho inovačného indexu, Sedláček (2014) a inovačnou výkonnosťou regiónu, ktorý má dopad na konkurencieschopnosť podnikov, môže byť spojená analýza sekcie Priemyselná výroba v regionálnom členení. Horváthová a kol. (2014) a ich spôsob hodnotenia rizík je využiteľný v kvantifikácii rizík a ich dopadu na hodnotu výrobných systémov v slovenskom priemysle a následnú výkonnosť podniku. Je však na škodu, že – ako uvádzajú Šofránková a Matková (2016) - množstvo účtovných závierok je pre potreby výskumov nepoužiteľných pre neúplnosť alebo chybovosť, čomu treba prispôbiť ciele ďalšieho skúmania danej problematiky. Nami zvolená téma umožňuje ďalšie množstvo variácií pre ďalšie spracovanie.

Použitá literatúra (References)

Blažek, L. (2011). Faktory konkurencieschopnosti podniku (Factors of a company's competitiveness) . In *Aktuálne problémy podnikovej sféry 2011*. Bratislava: Ekonóm, pp. 33-44. ISBN 978-80-225-3200-6.

Horváthová, S., Mokrišová, M., Šuhányiová, A. (2014). Analysis of cost of Equity Models in calculating EVA of Slovak Businesses. In *International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM2014*, www.sgemsocial.org , SGEM2014 Conference Proceedings, September 1-9, 2014, Book 2, Vol. 2, 35-42 pp. ISBN 978-619-7105-26-1 / ISSN 2367-5659.

<http://statdat.statistics.sk/cognosext/cgi-bin> [accessed 10.10.2017].

Kuběnka, M. (2016). The success of business failure prediction using financial creditworthy models. In *European financial systems 2016. Proceedings of the 13th international scientific conference*. Brno: Masaryk University, 2016, pp 413-419. ISBN 978-80-210-8308-0, or ISBN 978-80-210-8309-7 (online : pdf).

Piterková, A., Tóth M., Serenčěši P., (2015). The Impact of Non-financial factors on Prosperity of Slovak agriculture sector. In: *Proceedings from IX. International Conference on Applied Business Research ICABR 2014*. Talca, Chile, pp. 851-861. ISBN 978-80-7509-223-6.

Rastvortseva, S., (2014). Assessment of the regional economic potential for the industrial clusters development. In *International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM2014*, www.sgemsocial.org , SGEM2014 Conference Proceedings, September 1-9, 2014, Book 2, Vol. 3, 75-82 pp. ISBN 978-619-7105-27-8 / ISSN 2367-5659.

Sedláček, M. (2014). Analyse of innovation performance of Slovak republic regions and main factors of regional development based on innovation. In *International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM2014*, www.sgemsocial.org , SGEM2014 Conference Proceedings, September 1-9, 2014, Book 2, Vol. 4, 27-34 pp. ISBN 978-619-7105-28-5 / ISSN 2367-5659.

Sipa, M., Smolarek, M. (2015). Perception of the Process of Succession by Employees of Polish Family Businesses. In: *Central European Conference in Finance and Economics (CEFE2015)*. Košice, Slovakia, pp. 606-616. ISBN 978-80-553-2467-8.

Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republika za rok 2013. (2014). CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o.,2014. ISBN 978-80-971109-2-5.

Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republika za rok 2014. (2015). CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o.,2015. ISBN 978-80-971109-3-2.

Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republika za rok 2015. (2016). CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o.,2016. ISBN 978-80-971109-4-9.

Štatistický úrad SR. (2017). *Ekonomické subjekty podľa vybraných právnych foriem a štatistickej klasifikácie ekonomických činností k 31.12. Project Database*.

Vojtovič, S., Krajňáková, E. (2014). Enterprise Management in the Conditions of the economic recession. In: *International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM2014*, www.sgemsocial.org, SGEM2014 Conference Proceedings, September 1-9, 2014, Book 2, Vol. 3, 177-184 pp. ISBN 978-619-7105-27-8 / ISSN 2367-5659.

Výskumná štúdia Spracovateľský priemysel Slovenskej republiky: stav a perspektívy rozvoja Predbežná verzia. http://mot.sk/media/2016/03/Studia_Sprac_Priem.pdf [accessed 13.10.2017].

Zalai, K. a kol. (2016). *Finančno-ekonomická analýza podniku, 9 prepracované a rozšírené vydanie*. (Financial and economical company analysis). Bratislava, 2016. ISBN 978-80-89710-22-5.

Elena Moravčíková

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: elena.moravcikova@euba.sk
elenamoravcik@yahoo.com

Regulácia mimoburzových derivátov podľa EMIR

Regulation of OTC derivatives under EMIR

Gabriela Ponecová

Abstract

World has in past ten years recovered from financial crisis, called by some experts Great Recession. It has revealed a lack of transparency in certain financial markets and consequently the need to improve their monitoring and regulation.¹ It has become more and more useful to create new propositions in the area of regulation OTC derivatives. OTC derivatives were not regulated and were „taylor made”. There arises a question, if regulate, to what extent and how the increased costs due to regulation, influence companies and their use of OTC derivatives. The European Market Infrastructure Regulation (EMIR) is a body of legislation for over-the-counter (OTC) derivatives, central counterparties and trade repositories. EMIR requires the reporting of all derivatives, whether OTC or exchange traded, to a trade repository. EMIR covers entities that qualify for derivative contracts in regards to interest rate, equity, foreign exchange, or credit and commodity derivatives. It also outlines three sets of obligations, including the clearing, reporting and risk mitigation of applicable products.

JEL classification: G 15, G 23, G 32

Keywords: OTC derivatives, regulation of OTC derivatives, EMIR

Úvod

Finančná kríza odhalila nedostatky v oblasti transparentnosti na finančných trhoch, ktoré môžu prispieť ku škodlivým sociálno-ekonomickým účinkom. Posilňovanie transparentnosti je jednou zo spoločných zásad na posilnenie finančného systému, ktoré boli potvrdené vo vyhlásení lídrov krajín skupiny G20 v Londýne 2. apríla 2009. Na posilnenie transparentnosti a zlepšenie fungovania vnútorného trhu s finančnými nástrojmi by sa mal zaviesť nový rámec stanovujúci jednotné požiadavky na transparentnosť transakcií na trhoch s finančnými nástrojmi. V tomto rámci by sa mali stanoviť komplexné pravidlá pre celú škálu finančných nástrojov.²

Jedným z hlavných nedostatkov bola skutočnosť, že regulačné orgány nemajú dostatočné informácie o činnosti na trhu s mimoburzovými derivátmi; to znamená, že riziká by mohli ostať bez povšimnutia až dovtedy, kým sa nestanú realitou. Okrem toho sa kreditné riziko protistrany medzi protistranami transakcií s mimoburzovými derivátmi často nezmiernovalo, čo mohlo viesť k stratám, ktoré by vznikli v prípade zlyhania niektorej z protistrán ešte predtým, ako si splnila povinnosti. Vzhľadom na veľké objemy mimoburzových transakcií na celom trhu s derivátmi a vzájomnú prepojenosť jednotlivých účastníkov trhu by takéto straty mohli predstavovať väčšiu hrozbu pre finančný systém.³

1.1 História regulácie

Na žiadosť Európskej komisie bola 25. februára 2009 skupinou na vysokej úrovni, ktorej predsedom bol Jacques de Larosiére, uverejnená správa a vyvodený záver, že je potrebné

¹ Jardelot, J. – Mitov, M. (2015). The drivers behind the reporting obligations of EMIR, MIFIR and SFTR. *Journal of Securities Operations & Custody*. Vol.7, Issue 4, pp. 348 – 354. ISSN 1753 – 1802.

² Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ č. 648/2012

³ Návrh zo 4.5.2017 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012

posilniť rámec dohľadu nad finančným sektorom Únie s cieľom znížiť riziko a závažnosť budúcich finančných kríz, a odporučili sa rozsiahle reformy štruktúry dohľadu nad týmto sektorom vrátane zriadenia Európskeho systému orgánov finančného dohľadu.⁴ V kontexte budúcej európskej štruktúry dohľadu sa na zasadnutí Európskej rady 18. a 19. júna 2009 zdôraznila potreba stanoviť jednotný európsky súbor pravidiel vzťahujúcich sa na všetky finančné inštitúcie na vnútornom trhu

Závazok G20 z roku 2009 sa v EÚ realizuje prostredníctvom nariadenia EMIR (Nariadenie Európskej únie o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov). Hlavným cieľom tohto nariadenia je znížiť systémové riziko prostredníctvom zvýšenia transparentnosti trhu s mimoburzovými derivátmi, zmiernenia kreditného rizika protistrany a zníženia prevádzkového rizika súvisiaceho s mimoburzovými derivátmi. Na tento účel sa v nariadení EMIR stanovujú hlavné požiadavky týkajúce sa mimoburzových derivátov, centrálnych protistrán a archívov obchodných údajov. Patria medzi ne⁵:

1. centrálné zúčtovanie štandardizovaných zmlúv o mimoburzových derivátoch;
2. maržové požiadavky pri zmluvách o mimoburzových derivátoch, ktoré nie sú centrálné zúčtované;
3. požiadavky na zmiernenie prevádzkového rizika pri zmluvách o mimoburzových derivátoch, ktoré nie sú centrálné zúčtované;
4. ohlasovacie povinnosti pri zmluvách o derivátoch;
5. požiadavky na centrálnu protistranu a
6. požiadavky na archívy obchodných údajov

Podľa NBS⁶, a.s. sú požiadavky nariadenia EMIR nasledovné :

- subjekty uzatvárajúce zmluvy o mimoburzových derivátoch sú povinné zúčtovať svoje OTC obchody prostredníctvom centrálnej protistrany;
- protistrany musia zaviesť primerané postupy riadenia rizík v prípadoch, keď derivátové obchody nebudú zúčtované centrálnou protistranou;
- povinnosť hlásiť uzatvárané derivátové transakcie archívom obchodných údajov; požiadavky na archívy obchodných údajov; organizačné požiadavky, požiadavky na obozretné podnikanie centrálnych protistrán a pravidlá ich podnikateľskej činnosti.

EMIR ukladá požiadavky na všetky typy a veľkosti subjektov vstupujúcich do zmluvných derivátových vzťahov, vrátane tých, ktoré sa neangažujú vo finančných službách. Nariadenie sa nepriamo vzťahuje aj na obchodné spoločnosti so sídlom mimo Európskej únie, ktoré obchodujú s obchodnými spoločnosťami so sídlom v Európskej únii⁷.

1.2 Základné pojmy v oblasti regulácie OTC derivátov

Mimoburzové deriváty (ďalej len „zmluvy o mimoburzových derivátoch“) sú netransparentné, keďže ide o súkromne dohadované zmluvy, a akékoľvek informácie, ktoré sa ich týkajú, sú zvyčajne dostupné len pre zmluvné strany. Vytvárajú zložité štruktúry vzájomnej závislosti, ktoré sťažujú určenie ich povahy a súvisiacej úrovne rizika. Finančná kríza ukázala, že takéto vlastnosti zvyšujú neistotu v časoch napätia na trhu, a preto

⁴ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ č.648/2012

⁵ Návrh zo 4.5.2017 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012

⁶ Národná banka Slovenska. (National bank of Slovakia) (2013). *Emir*. <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad/trh-cennych-papierov/emir>

⁷ Národná banka Slovenka. (National bank of Slovakia) (2013). *Emir*. <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nadfinancnym-trhom/dohlad/trh-cennych-papierov/emir>

predstavujú riziko pre finančnú stabilitu. Ide o deriváty, ktorých vykonávanie sa neuskutočňuje na regulovanom trhu.

Centrálna protistrana je právnická osoba, ktorá vstupuje medzi protistrany zmlúv obchodovaných na jednom alebo viacerých finančných trhoch a stáva sa kupujúcim voči všetkým predávajúcim a predávajúcim voči všetkým kupujúcim;

Archív obchodných údajov je právnická osoba, ktorá centrálnne zhromažďuje a uchováva záznamy o derivátoch

Zúčtovanie je postup určovania pozícií vrátane výpočtu čistých záväzkov, a zabezpečenia toho, aby boli k dispozícii finančné nástroje, hotovosť alebo oboje na zaistenie expozícií vyplývajúcich z týchto pozícií;

Systémové riziko je rizikom prenosu jednotlivých problémov, kedy neschopnosť jednej inštitúcie splniť si svoje záväzky v čase ich splatnosti spôsobí, že iné inštitúcie nebudú schopné splniť si svoje záväzky v čase ich splatnosti. Je to riziko kolapsu celkového finančného systému alebo finančného trhu. Vzťahuje sa na riziká spojené so vzájomnou súvislosťou a vzájomnou závislosťou v systéme alebo na trhu, kedy zlyhanie jednej inštitúcie spôsobí postupne zlyhávanie, vedenie k bankrotu a pád celého finančného systému alebo trhu.⁸ Ide teda o všeobecné riziko dotýkajúce sa všetkých strán a na rozdiel od nesystematického rizika, ktoré je špecifické.

Centrálna protistrana, je členom, ktorý vstupuje do obchodu medzi predávajúceho a kupujúceho a znižuje tým kreditné riziko celého obchodu. Zároveň je však centrálna protistrana sama vystavená kreditnému riziku voči každému zúčtovaciemu členovi. Ukladá, vyzýva na úhradu a vyberá od svojich zúčtovacích členov marže (margin) na obmedzenie svojich expozícií kreditného rizika.

- Marže⁹ musia byť dostatočné na
 - pokrytie potencionálnych expozícií až do likvidácie príslušných pozícií
 - pokrytie strát vyplývajúcich minimálne z 99 % zmien expozícií
- Marže musia zaistiť, aby centrálna protistrana minimálne každodenne úplne zaistila svoje expozície voči všetkým svojim zúčtovacím členom
- centrálna protistrana vedie vopred financovaný fond pre prípad zlyhania na krytie strát presahujúcich straty, ktoré sa kryjú maržovými požiadavkami
- centrálna protistrana stanoví minimálnu sumu fondu
- centrálna protistrana stanoví minimálnu výšku príspevkov do fondu a kritériá výpočtu príspevkov jednotlivých zúčtovacích členov

1.3 Požiadavky na archívy obchodných údajov

Jednou z oblastí, ktorou sa zaoberá nariadenie EMIR sú archívy obchodných údajov. Jednotlivé regulačné a technické normy delegované nariadeniami Komisie EÚ určujú údaje, ktoré majú archívy obchodných údajov zverejniť a sprístupniť. Na to, aby právnická osoba mohla požiadať o registráciu za archív obchodných údajov podľa požiadaviek EMIR určuje EÚ podrobnosti, ktoré je potrebné splniť. Na archívy obchodných údajov sú kladené požiadavky predovšetkým v týchto oblastiach :

- prevádzková spoľahlivosť

⁸ Belás, J. - Demjan, V. *Finančné riadenie komerčnej banky*. Žilina: Georg, 2009. str. 86 ISBN 978-80-89401-06-2

⁹ Národná banka Slovenska. (National bank of Slovakia (2013) *EMIR_workshop_30.máj 2013*. www.nbs.sk/_img/.../EMIR_Workshop_30_maj_2013.ppt

- ochrana a zaznamenávanie údajov
- transparentnosť a sprístupňovanie údajov verejnosti a príslušným orgánom

V súčasnosti je aktuálny počet registrovaných archívov obchodných údajov 7, registráciu udeľuje po splnení príslušných požiadaviek ESMA a zoznam aktualizuje do 5 pracovných dní po požiadaní o registráciu.

Tabuľka1

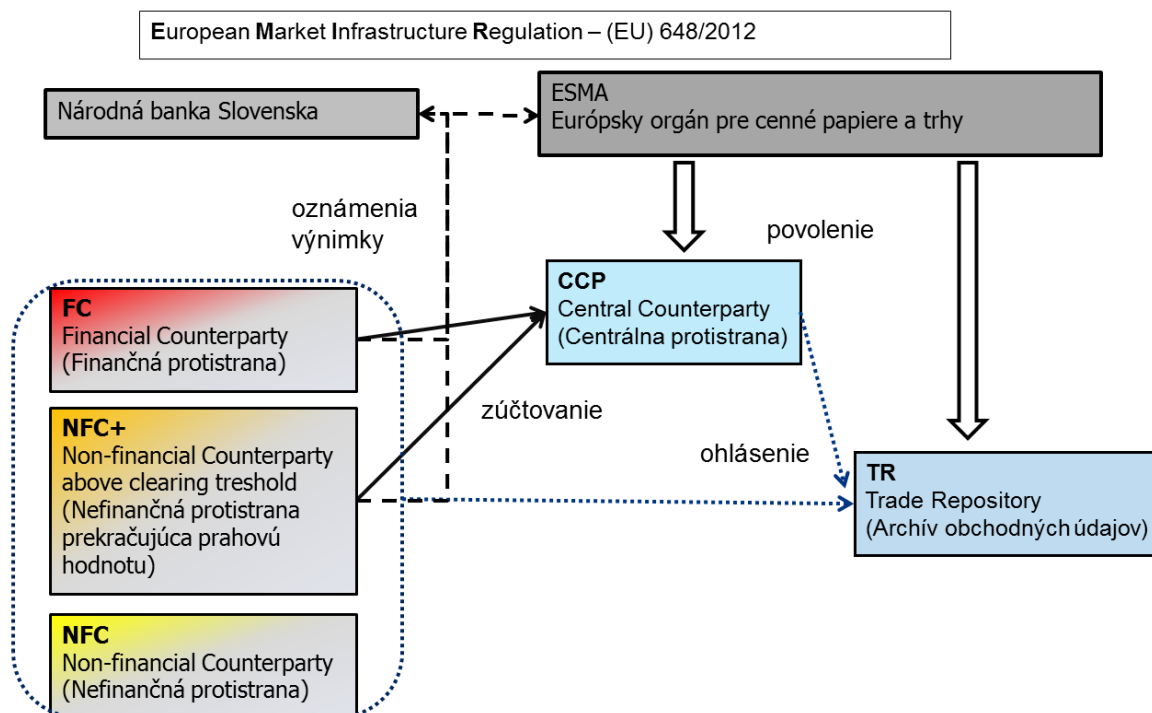
Zoznam archívov obchodných údajov tzv. Trade repositories (aktualizované 7.júna 2017)

Archív obchodných údajov	Trieda podkladového aktíva derivátu	Deň nadobudnutia účinnosti
DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL)	Všetky triedy podkladových aktív	14 November 2013
Krajowy Depozyt Papierów Wartosciowych S.A. (KDPW)	Všetky triedy podkladových aktív	14 November 2013
Regis-TR S.A.	Všetky triedy podkladových aktív	14 November 2013
UnaVista Limited	Všetky triedy podkladových aktív	14 November 2013
CME Trade Repository Ltd. (CME TR)	Všetky triedy podkladových aktív	5 December 2013
ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL)	Komodity, kreditné rizikom akcie, úrokové miery, menové kurzy	5 December 2013 4 June 2015
Bloomberg Trade Repository Limited	Všetky triedy podkladových aktív	7 June 2017

Zdroj : <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>

Obrázok 1

EMIR - Nariadenie Európskej únie o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov)



Zdroj : EMIR_workshop_30.máj 2013, www.nbs.sk/_img/.../EMIR_Workshop_30_maj_2013.ppt

Na obrázku z workshopu k problematike EMIR, ktorý organizovala NBS je schéma zobrazujúca jednotlivé povinnosti, ktoré majú finančné a nefinančné protistrany pri obchodovaní s OTC derivátmi voči centrálnej protistrane, voči archívu obchodných údajov, NBS, ktorá prijíma oznámenia a udeľuje príslušné výnimky, ako aj vzťah všetkých zúčastnených strán obchodu voči Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy.

1.4 Návrhy zmien v regulácii OTC derivátov 4 roky po prijatí EMIR

V dôsledku finančnej krízy prijala EÚ v roku 2012 nariadenie o infraštruktúre európskych trhov (EMIR) s cieľom zaoberať sa nedostatkami zistenými pri fungovaní trhu s mimoburzovými (OTC) derivátmi. Po 4 rokoch od prijatia tohto nariadenia možno konštatovať, že nariadenie splnilo účel a funguje správne, avšak objavilo sa aj viacero nedostatkov, vyplývajúcich z praxe. V súčasnom návrhu (4.5.2017) sa preto stanovuje viacero cielených úprav nariadenia EMIR, najmä na zjednodušenie pravidiel a na to, aby sa zvýšila ich primeranosť. V návrhu sa zároveň zachováávajú všetky kľúčové prvky rámca, ktoré preukázateľne umožňujú dosahovanie cieľov nariadenia EMIR. Na jednej strane sa v Správe¹⁰ uvádza, že by sa nemali vykonať žiadne zásadné zmeny povahy základných požiadaviek nariadenia EMIR, ktoré sú nevyhnutné na zabezpečenie transparentnosti a zmierňovanie systémových rizík na trhu s derivátmi, a pre ktoré existuje všeobecná podpora zo strany orgánov a účastníkov trhu. Na druhej strane sa v uvedenej správe poukázalo na možnosť zmeny nariadenia EMIR v niektorých konkrétnych oblastiach tak, aby sa odstránili neprimerané náklady a zaťaženie niektorých protistrán derivátových transakcií – najmä

¹⁰ Správa Komisie Európskemu parlamentu a Rade podľa článku 85 ods. 1 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov [COM(2016) 857 final z 23. 11. 2016]. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?qid=1480141638729&uri=COM:2016:857:FIN>.

nefinančných protistrán – a zjednodušili pravidlá bez toho, aby sa ohrozili ciele daného právneho predpisu.

V Návrhu, ktorý by mal zmeniť nariadenie č.648/2012 (EMIR) sú priamo vymenované oblasti, ktoré by sa mali zmeniť a zmeny zakomponovať do nového nariadenia. Ide predovšetkým o tieto oblasti¹¹:

Lepšie nastavenie pravidiel o kvalifikácii nefinančných protistrán podliehajúcich zúčtovaniu a maržovým požiadavkám by sa malo zabezpečiť prostredníctvom lepšieho zohľadnenia povahy transakcií s derivátmi, do ktorých vstupujú nefinančné protistrany a pre ktoré by malo byť zúčtovanie povinné. Určitým nefinančným protistranám to zníži náklady a nevyvolá to obavy z hľadiska finančnej stability. Zároveň sa niektoré protistrany, ktoré sa v súčasnosti považujú za nefinančné protistrany, ale ktoré sú vzhľadom na charakter svojich činností finančnými protistranami (napríklad investičné fondy v medziach národných rámcov), zahrnú do definície finančnej protistrany, a tak sa už viac nebudú považovať za nefinančné protistrany.

Kategória malých finančných protistrán by sa mala vymedziť takým spôsobom, aby veľmi malé finančné protistrany, pre ktoré nie je centrálné zúčtovanie ekonomicky realizovateľné z dôvodu malého objemu ich činnosti, nepodliehali zúčtovacej povinnosti. Tým sa zmierni zaťaženie tých malých finančných protistrán, ktoré obchodujú s malým objemom derivátov, pričom zvyšok malých finančných protistrán (tých, ktoré patria do „kategórie 3“ vymedzenej v príslušných regulačných technických predpisoch) bude naďalej povinný zúčtovať, hneď ako sa skončí obdobie zavádzania stanovené v týchto predpisoch, čím sa zachovávajú stimuly pre centrálné protistrany, zúčtovacích členov a ich klientov, aby vypracúvali riešenia na začlenenie tohto typu malých finančných protistrán.

Mala by sa zrušiť povinnosť ohlasovať minulé údaje (tzv. „backloading“). Tým sa výrazne znížia náklady a zaťaženie protistrán a odstráni sa potenciálne neprekonateľná prekážka, ktorou je nutnosť ohlasovať údaje, ktoré by jednoducho neboli dostupné bez ohrozenia prudenciálnych požiadaviek. Zároveň to v porovnaní so *status quo* povedie len k veľmi obmedzeným stratám údajov v porovnaní s predpismi uplatňovanými v súčasnosti.

Od ohlasovacej povinnosti by mali byť oslobodené transakcie v rámci skupiny zahŕňajúce akékoľvek nefinančné protistrany. Vzhľadom na povahu a obmedzený objem takýchto obchodov je výhodou podstatné zníženie nákladov a zaťaženia vyplývajúceho z ohlasovania v prípade tých protistrán, ktoré sú danou požiadavkou najneprimeranejšie postihnuté, pričom výsledná veľmi malá strata údajov podstatne neovplyvní schopnosť orgánov monitorovať systémové riziko na trhoch s mimoburzovými derivátmi.

Pokiaľ ide o transakcie s derivátmi obchodovanými na burze, malo by sa zaviesť jednostranné ohlasovanie zo strany centrálnych protistrán. Má to tú výhodu, že ohlasovanie takýchto transakcií sa výrazne zjednoduší bez toho, aby to malo negatívny vplyv na transparentnosť trhu s derivátmi. Napriek tomu, že centrálné protistrany budú čeliť mierne vyššiemu zaťaženiu, sú na túto úlohu dobre vybavené, pričom celkové ohlasovacie zaťaženie sa zníži, pretože požiadavka na ohlasovanie týkajúca sa transakcií s derivátmi obchodovanými na burze sa odstráni pre všetky ostatné protistrany.

V prípade iných transakcií ako transakcií s derivátmi obchodovanými na burze by mala zodpovednosť – vrátane právnej zodpovednosti – za ohlasovanie transakcií medzi malými nefinančnými protistranami (t. j. tými, ktoré nepodliehajú zúčtovacej povinnosti) a finančnou protistranou znášať finančná protistrana obchodu. Toto podstatným spôsobom zníži

¹¹ Návrh zo 4.5.2017 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012

ohlasovacie zaťaženie pre malé nefinančné protistrany, v prípade ktorých je toto zaťaženie najvýraznejšie, a to bez akejkoľvek straty údajov. V nariadení EMIR sa tým zavedú aj veľmi podobné pravidlá ohlasovania, aké sú už obsiahnuté v nariadení Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2015/2365 o transakciách financovania prostredníctvom cenných papierov.

Pravidlá a postupy ohlasovania by sa mali ďalej harmonizovať a archívy obchodných údajov by mali byť povinné zabezpečovať kvalitu údajov. Pomôže to zvýšiť transparentnosť trhov s mimoburzovými derivátmi, uľahčiť úlohu príslušných orgánov pri monitorovaní systémového rizika a zachovať v čo najväčšej možnej miere súlad s medzinárodnými normami v tejto oblasti. V strednodobom a dlhodobom horizonte tento prístup zvýši aj primeranosť pravidiel ohlasovania a zníži náklady a zaťaženie.

Zvýšiť by sa mala horná hranica základnej sumy pokút za porušenia požiadaviek nariadenia EMIR archívami obchodných údajov. Výhodou tejto možnosti je zvýšená účinnosť a odrádzajúci účinok pokút, čo regulačné orgány považujú za nevyhnutné s cieľom podporovať vysokú kvalitu údajov a zároveň zabezpečiť proporcionalitu pravidiel.

Objasniť by sa mala interakcia medzi nástrojmi riadenia zlyhania podľa nariadenia EMIR a vnútroštátnymi právnymi predpismi týkajúcimi sa platobnej neschopnosti, aby sa zaistila ochrana aktív klienta pred platobnou neschopnosťou.

V nariadení EMIR by sa mala zaviesť zásada poskytovať zúčtovacie služby za spravodlivých, primeraných a nediskriminačných obchodných podmienok (tzv. zásada FRAND). Tieto opatrenia slúžia na odstraňovanie rôznych prekážok prístupu k zúčtovaniu; potenciálne dodatočné regulačné zaťaženie sa odôvodňuje verejným záujmom o sfunkčnenie centrálneho zúčtovania a dodržiavanie zúčtovacej povinnosti.

Záver

Za posledných 30 rokov sa svet derivátov obchodovaných na burze ako aj mimoburzových, veľmi významne zmenil. Spoločnostiam, finančným ako aj nefinančným, umožnili inovácie v oblasti derivátov využívať viaceré spôsoby zabezpečenia rizika, ktoré zvyšujú hodnotu podniku. Názory na finančné deriváty a ich podiel na vzniku finančnej krízy v roku 2008 sa veľmi líšia. Známy výrok Warrena Buffetta „deriváty sú zbrane hromadného ničenia“ vôbec nezdiera Charles Cerria¹², ktorý v panelovej diskusii vyjadril svoj názor, že „mimoburzové (OTC) deriváty neboli príčinou vzniku krízy a dokonca pomohli.“ Napriek týmto faktom, je potrebné zamýšľať sa nad efektívnejším riadením mimoburzových derivátov, ich správnym využívaním a na druhej strane aj ich dostupnosťou pre menších koncových užívateľov, pre ktorých náklady súvisiace s ich vyššou reguláciou by mohli viesť k znemožneniu ich používania.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0066/17 „Manažment finančnej výkonnosti podniku v post – krízovom prostredí vybraných krajín EÚ“ v rozsahu 100%.

¹² Simkins et al. (2014). Economic value of OTC derivatives used by nonfinancial firms. Panel session from the 2014 Applied finance conference. *Journal of applied finance*. Vol. 14. Issue 2. ISSN 1534-6668.

Použitá literatúra (References)

Belás, J., Demjan, V. (2009). *Finančné riadenie komerčnej banky*. (Financial management of commercial bank). Žilina: Georg, 2009. ISBN 978-80-89401-06-2

ESMA. (2017). Zoznam archívov obchodných údajov. (List of registered trade repositories). <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>. [accessed 10.10.2017].

Európska komisia. (European Commission). Správa Komisie Európskemu parlamentu a Rade podľa článku 85 ods. 1 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov [COM(2016) 857 final z 23. 11. 2016]. (Report from the Commission to the European Parliament and the Council under Article 85(1) of regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?qid=1480141638729&uri=COM:2016:857:FIN>, [accessed 12.9.2017].

Európska komisia. (European Commission). Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012, pokiaľ ide o zúčtovaciu povinnosť, pozastavenie uplatňovania zúčtovacej povinnosti, požiadavky na ohlasovanie, postupy zmierňovania rizika pri zmluvách o mimoburzových derivátoch, ktoré nezúčtováva centrálna protistrana, registráciu archívov obchodných údajov a dohľad nad nimi a požiadavky na archívy obchodných údajov. Návrh(2017) (Proposal for a Regulation of the European Parliament of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories). <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017PC0208&qid=1508071939179>

Husták, Z. (2013). Emir – nový režim pro obchodování s deriváty (New regime for trading with derivatives). *Biatic*. Vol. 21, Issue 6, pp. 22 - 22. ISSN 1335 - 0900 http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatic/Rok2013/06-2013/07_biatic13-6_emir.pdf, [accessed 11.9.2017].

Jardelot, J. – Mitov, M. (2015). The drivers behind the reporting obligations of EMIR, MIFIR and SFTR. *Journal of Securities Operations & Custody*. Vol.7, Issue 4, pp. 348 – 354. ISSN 1753 – 1802.

Národná banka Slovenska. (National bank of Slovakia) (2013). Emir. <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad/trh-cennych-papierov/emir> [accessed 11.9.2017].

Národná banka Slovenska. (National bank of Slovakia) (2013) EMIR_workshop_30.máj 2013. www.nbs.sk/_img/.../EMIR_Workshop_30_maj_2013.ppt. [accessed 11.10.2017].

Simkins et al. (2014). Economic value of OTC derivatives used by nonfinancial firms. Panel session from the 2014 Applied finance conference. *Journal of applied finance*. Vol. 14. Issue 2. ISSN 1534-6668.

Úradný vestník Európskej únie. (Official Journal of the European Union). (2012). Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov. (Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?qid=1508066239365&uri=CELEX:32012R0648>, [accessed 10.9.2017].

Gabriela Ponecová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: gabriela.ponecova@euba

Analýza prostredia pre potreby finančného manažmentu podniku

Analysis of the environment for the financial management needs

Alena Tóthová

Abstract

Today, there is an increasing number of demands on the work financial managers, who are expected to be flexible, prompt response to business problems, extensive expertise, knowledge of legislation, resilience to stress, and many other skills and abilities. Their work complicates the tangle of ties and relationships with the surrounding environment and within the enterprise itself. The analysis of this environment makes it easier to overcome challenges to financial managers.

JEL classification: M 21, M 41, G 30

Keywords: internal and external environment, analysis, financial management, macroeconomic indicators

1 Úvod

V súčasnosti sa na podnik pozeráme ako na viac či menej zložitý systém, ktorý sa skladá z viacerých vzájomne prepojených prvkov. Úroveň prepojenia týchto prvkov a ich väzby so širším okolím vytvárajú ucelený obraz o podniku, čo v konečnom dôsledku rozhoduje o jeho dlhodobej prosperite. Každý podnik je vlastne živý systém, ktorý by mal dynamicky reagovať na zmeny v jeho blízkom a vzdialenom okolí. Od manažérov sa očakáva, že dokážu dešifrovať charakter a závažnosť vplyvov interného a externého prostredia na podnikateľské aktivity, že vedú predvídať dôsledky svojich rozhodnutí na funkčnosť podnikového systému. Formovanie podnikového systému musí byť cieľové, teda musí byť orientované hlavne na dosiahnutie maximálneho výsledného finančného efektu z procesu transformácie vstupov na zákazníkmi požadované výstupy. Dôležitú úlohu pri plnení spomínaného cieľa zohrávajú informácie získavané pri vstupe do transformačného procesu, ale aj informácie vyplývajúce z ukončenej transformácie vstupov na výstupy. Pred zahájením transformačného procesu sa zbierajú informácie:

- z externého prostredia, ktoré definujú kondíciu svetovej, európskej, či slovenskej ekonomiky, obchodných partnerov, konkurencie atď.,
- z interného prostredia, o jednotlivých parametroch podnikovej činnosti, teda o vytvorených podmienkach pre aktivity a z nich vyplývajúcich výsledkov, predovšetkým finančných.

Informačné výstupy určené okoliu vypovedajú o schopnostiach podniku, jeho dôveryhodnosti, o kvalite práce, rýchlosti reakcie na meniace sa požiadavky zákazníkov a iných technických či ekonomických skutočnostiach. Informácie na výstupe takisto môžeme deliť na dve skupiny, a to na:

- informácie povinné, ktoré podnik musí spracovávať v súlade s legislatívnou úpravou a predkladať štátnym orgánom,
- informácie dobrovoľné, ktoré plnia funkciu reklamy. Ide o informovanie obchodných partnerov o dôležitých zámeroch, prípadne dosiahnutých úspechoch.

Pre manažment podniku sú okrem výsledných informácií z činnosti podniku mimoriadne cenné i priebežné zistenia, ktoré slúžia na korigovanie prípadných odchýlok a na opätovné nasmerovanie podniku do želaného cieľa. Priebežné informácie deklarujú plnenie príkazov manažérov, odhaľujú prípadné problémy, či stav väzieb medzi jednotlivými prvkami podnikového systému. V nasledujúcej časti príspevku obraciame pozornosť na proces

získavania informácií vypovedajúcich o stave podnikateľského prostredia a následne stručne naznačíme spôsoby využitia takýchto informácií vo finančnom manažmente podniku.

2 Analýza prostredia

Základným meradlom úspešnosti finančného manažmentu podniku je dosiahnutá úroveň vrcholového finančného cieľa, vyjadreného v podobe trhovej hodnoty podniku. Vrcholový finančný cieľ však môže mať z pohľadu času rozdielny charakter. Z krátkodobého hľadiska by podniková činnosť mala vyústiť do želannej úrovne zisku, v strednodobom horizonte sa už môže hovoriť o zvyšovaní trhovej hodnoty a celkovo môže ísť o budovanie dlhodobu udržateľného rozvoja, budovanie image. Trhovú hodnotu podniku môžeme kvantifikovať viacerými variáciami konštrukcie ukazovateľov. V podstate ide o snahu čo najspoľahlivejšieho vyjadrenia komplexného výsledného finančného efektu z celkovej podnikateľskej činnosti. Prvoradou úlohou podniku v zmysle zvyšovania jeho trhovej hodnoty je pravidelne starať sa o svoju výkonnosť, pretože práve výkonnosť vypovedá o úspešnosti činnosti. Výkonnosť podniku môže byť meraná ukazovateľmi rentability, ukazovateľom EVA (ekonomická pridaná hodnota), ukazovateľom MVA (hodnota pridaná trhom), alebo ukazovateľom CVA (peňažná pridaná hodnota) a inými, v ktorých sa objavujú snahy o zachytenie vplyvu trhu na výsledky podniku. Výsledná finančná kondícia podniku, zložená z komplexu parametrov jeho činnosti, je determinovaná charakteristikami prostredia. Podnik totiž nepôsobí v nejakej chránenej atmosfére, práve naopak, je vystavený aktivitám a pôsobeniu konkurentov, musí čeliť politickým tlakom, tlakom zo strany zamestnancov, zákazníkov a pod. Prostredie vytvára súbor subjektov, vzťahov a väzieb medzi nimi. Všeobecne rozlišujeme externé (vonkajšie) a interné (vnútorné) prostredie podniku, pričom ich dosah na finančnú kondíciu podniku je odlišný.

Externé prostredie podniku môže byť od neho rôzne vzdialené. V zásade môžeme hovoriť o odvetvovom prostredí, regionálnom, makroekonomickom, medzinárodnom, svetovom, globálnom prostredí. Vývoj hospodárstva predurčuje úvahy o možnom dopyte a naň nadväzujúcej ponuke. Vymedzuje priestor pre dlhodobé investície podniku. Finančné trhy zasa formujú podmienky získavania kapitálu a takisto úroveň zhodnotenia voľných finančných zdrojov. Na finančnom trhu sa stretáva ponuka a dopyt peňazí a kapitálu, vytvárajú sa možnosti zmiernovania finančných rizík. Trh tovarov a služieb diktuje cenu produktov, čím dochádza k ovplyvňovaniu výšky vytvoreného výsledku hospodárenia. Trh surovín, pracovnej sily priaznivo, alebo negatívne mení výšku nákladov podniku. Daňová, dotačná, colná, dôchodková, sociálna, exportná politika priamo zasahujú do podnikových financií, ich disponibility. Oboznámenie sa s externými faktormi, chronológiou ich vývoja je pre podnik životne dôležité. Pôsobenie externých faktorov na podnik nie je možné zo strany podniku nijako, alebo len zanedbateľne ovplyvniť. Podnik sa však na tieto vplyvy môže v predstihu pripraviť a tak straty z ich pôsobenia znížiť. Pozitívne tendencie externého prostredia včasnou detekciou ich potenciálu sa zasa dajú výraznejšie zúročiť pri plánovaní rozvoja podniku.

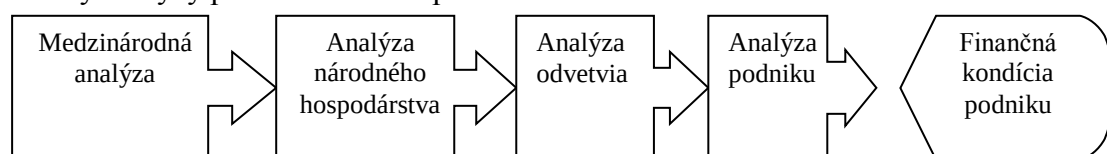
Interné prostredie charakterizujú vnútorné podmienky podniku, v ktorých dochádza k transformácii zdrojov. Môžeme ho členiť podľa úrovne manažmentu, funkčnej alebo organizačnej štruktúry, vykonávaných procesov, prípadne zamestnaneckých vzťahov. Interné prostredie podniku determinuje charakter jeho činnosti, právna forma, fáza životného cyklu, veľkosť, organizácia výroby. Charakter činnosti predurčuje objem a štruktúru podnikového majetku a tým pádom aj spôsob jeho financovania. Veľkosť podniku a fáza životného cyklu ovplyvňujú disponibilnú štruktúru finančných zdrojov, možnosti a cenu získavania nových finančných prostriedkov, spôsob nakladania s výsledkom hospodárenia. Právna forma pôsobí na organizáciu podnikateľskej činnosti, získavanie prvého vkladu kapitálu, ručenie za

záväzky. Závažnosť a charakter pôsobenia interného prostredia na finančné výsledky podniku závisí od konkrétnych rozhodnutí, ktoré prijímajú vlastníci a manažment. Interné prostredie sa dá cielene usmerňovať v prospech podniku.

Rozborom, analýzou charakteristík prostredia získavame cenné podklady pre finančný manažment podniku. Analýzou prostredia dokážeme identifikovať zásadné determinanty vývoja, závažnosť a charakter ich vplyvu na finančné výsledky podniku, sme schopní vymedziť priestor pre rozvojové aktivity podniku, či projektovanie budúceho vývoja. V reportoch rozborov podnikateľského prostredia sa nachádzajú informácie, ktoré usmerňujú jednotlivé aktivity podnikov, ich rozsah, zameranie. Postupnosť analýzy prostredia zobrazuje nasledovný obrázok 1.

Obrázok 1

Formy analýzy podnikateľského prostredia



Zdroj: vlastné spracovanie

Medzinárodná analýza je zameraná na medzinárodné aspekty podnikateľského prostredia. Túto analýzu majú vo svojej náplni práce špecializované inštitúcie, ktoré spracovávajú tzv. ratingy ekonomík, finančných inštitúcií, nadnárodných podnikov, miest atď. Pri ratingovom hodnotení sa využívajú kvantitatívne (údaje z účtovníctva, makroukazovatele) a kvalitatívne (vzťahy s obchodnými partnermi, úroveň riadenia, vládna politika ...) faktory. Ratingové hodnotenia sa vypracovávajú priebežne. Rating signalizuje iba všeobecnú úroveň rizika, alebo pohľad na investičné možnosti. NBS na svojej webovej adrese <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad/ratingove-agentury> zverejňuje usmernenia týkajúce sa ratingového sektora, ktoré boli zásadne sprísnené na popud finančnej krízy z roku 2007-2008. Osobitne sú zvýraznené pravidlá činnosti spolu so zoznamom registrovaných a certifikovaných agentúr. Ratingové agentúry zohrávajú významnú úlohu na globálnych trhoch s cennými papiermi a bankových trhoch, pretože sa na ich hodnotenia spoliehajú investori, veritelia, vlády pri svojich finančných a investičných rozhodnutiach. Podnecujú dôveru spotrebiteľov a investorov. Závery medzinárodnej analýzy sa môžu stať jazyčkom na váhach pri rozhodovaní sa o prenikaní na nové trhy.

Analýzou hospodárstva sa overuje stav podniku bližšieho, národného prostredia. Analýzu národného hospodárstva uskutočňujú špecializované inštitúcie, alebo organizačné zložky spoločnosti. Reporty z takejto analýzy sú zverejňované na webových stránkach Štatistického úradu SR, NBS, Ministerstva financií SR, Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) a iných. Stav národnej ekonomiky ovplyvňuje výkony podnikov v nej pôsobiach. Kondíciu národného hospodárstva zobrazujú tzv. makroekonomické ukazovatele ako napríklad HDP, miera inflácie, miera nezamestnanosti, úroková miera, saldo verejnej správy, hrubý dlh verejnej správy a iné. Asi najviac sledovaným ukazovateľom je HDP, pretože deklaruje konečný výsledok všetkých jednotiek pôsobiach v danej krajine za určité obdobie. HDP sa sleduje v bežných a stálych cenách, aby sa dal zistiť reálny vývoj HDP. Rast HDP znamená, že bohatnú nielen podnikateľské jednotky, ale aj štát. Dnešná doba je charakteristická tým, že podniky už nesmerujú svoju produkciu na sklad a ak, tak len v minimálne potrebnej miere. To znamená, že s rastom HDP je spätý rast dopytu. Ak stúpa dopyt, zväčšuje sa priestor pre dlhodobé investovanie. Rastúci dopyt podnecuje úvahy nad zmenou ponuky, hlavne jej cenovej úrovne, čo vytvára podmienky pre zvyšovanie miery inflácie. Spotrebu, teda rast dopytu je možné očakávať za podmienky zvyšujúcich sa príjmov obyvateľstva a tie idú ruka

v ruke s rastúcou mierou zamestnanosti. Lepšie výkony dovoľujú podnikateľským jednotkám dať prácu viacerým zamestnancom a upraviť ich odmeňovanie smerom nahor. Všetky doteraz spomínané tendencie sú hnacím motorom ekonomiky, ktoré v konečnom dôsledku generujú viac daňových príjmov do štátneho rozpočtu. Väčší balík rozpočtovaných prostriedkov dovoľuje skvalitniť štátom poskytované služby pre obyvateľstvo a podnikateľov. Pozitívne výsledky krajiny sa odzrkadľujú v jej ratingovom hodnotení, čo prináša ďalší benefit v podobe lacnejších úverov. Požičiavanie peňazí je výhodnejšie a tak sa dajú realizovať rôzne programy rozvoja regiónov a podpory podnikateľských subjektov. Nízke úrokové sadzby však na druhej strane ochudobňujú zhodnotenie investovaného kapitálu. Oveľa ťažšie sa získavajú vyššie úrokové výnosy a preto sa zužuje spektrum investičných príležitostí. Výkonnosť SR od roku 2007 meranú HDP v bežných cenách a jej komparáciu s vybranými krajinami deklaruje nasledovná tabuľka 1.

Tabuľka 1

Vývoj HDP vo vybraných krajinách za obdobie 2007 – 2016 v b.c. (mld. €)

GEO/TIME	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	354,07	348,78	365,10	379,11	387,45	392,68	400,41	409,41	421,61
Bulgaria	37,37	37,25	37,72	40,96	41,69	41,91	42,75	44,16	47,36
Czech Republic	160,96	148,36	156,37	164,04	161,43	157,74	156,66	166,96	176,56
Denmark	241,09	230,21	241,52	246,07	252,92	255,24	260,58	266,18	277,34
Germany	2 561,74	2 460,28	2 580,06	2 703,12	2 758,26	2 826,24	2 923,93	3 032,82	3 144,05
Estonia	16,52	14,15	14,72	16,67	17,93	18,89	19,76	20,25	21,10
Ireland	187,69	169,70	167,12	173,07	175,75	180,21	193,16	255,82	275,57
Greece	241,99	237,53	226,03	207,03	191,20	180,39	177,56	176,02	175,89
Spain	1 116,21	1 079,03	1 080,91	1 070,41	1 039,76	1 025,63	1 037,03	1 075,64	1 118,52
France	1 995,85	1 939,02	1 998,48	2 059,28	2 086,93	2 115,26	2 139,96	2 181,06	2 228,86
Croatia	48,13	45,09	45,00	44,71	43,93	43,49	43,02	43,90	45,82
Italy	1 632,15	1 572,88	1 604,51	1 637,46	1 613,27	1 604,60	1 620,38	1 642,44	1 680,52
Cyprus	18,82	18,48	19,12	19,55	19,47	18,06	17,39	17,42	17,90
Latvia	24,32	18,73	17,77	20,14	21,98	22,81	23,58	24,38	25,02
Lithuania	32,70	26,93	28,03	31,26	33,33	34,96	36,44	37,12	38,64
Luxembourg	37,65	36,27	39,53	42,23	43,57	46,54	48,90	52,11	54,19
Hungary	107,50	93,67	98,20	100,70	98,97	101,27	104,24	108,75	112,40
Malta	6,13	6,14	6,60	6,87	7,21	7,67	8,09	8,79	9,94
Netherlands	639,16	617,54	631,51	642,93	645,16	652,75	663,01	676,53	702,64
Austria	291,93	286,19	294,63	308,63	317,12	322,54	330,42	339,90	349,34
Poland	366,18	317,08	361,74	380,18	389,27	394,60	410,86	427,74	424,27
Portugal	178,87	175,45	179,93	176,17	168,40	170,27	173,08	179,54	185,18
Romania	142,40	120,41	126,75	133,31	133,51	144,25	150,23	160,35	179,58
Slovenia	37,95	36,17	36,25	36,90	36,00	35,92	37,33	38,57	40,42
Slovakia	65,84	63,82	67,39	70,44	72,42	73,84	75,56	78,07	80,96
Finland	193,71	181,03	187,10	196,87	199,79	203,34	205,36	209,15	215,62
Sweden	352,32	309,68	369,08	404,95	423,34	435,75	432,69	446,95	465,20
Iceland	10,79	9,23	10,01	10,54	11,07	11,65	12,95	15,13	18,13
Norway	316,81	278,39	323,59	358,25	396,68	393,40	375,89	348,33	335,50
Switzerland	376,33	388,78	439,14	501,64	517,39	515,62	530,04	604,51	604,46
Serbia	33,70	30,65	29,77	33,42	31,68	34,26	33,32	32,91	34,12

Zdroj: vlastné spracovanie údajov z databázy Eurostat

Z údajov tabuľky 1 jednoznačne vyplýva, že po vypuknutí krízy sa výkonnosť jednotlivých ekonomík prepadla. Jedinou výnimkou v danom súbore krajín je Švajčiarsko. Od roku 2010 sa situácia postupne menila smerom k lepšiemu. Bojovanie s dôsledkami krízy nie je vo všetkých krajinách rovnako úspešné. Slovensko patrí na stranu víťazov, pretože už v roku 2010 sa naše HDP vyšplhalo mierne nad úroveň roka 2008 a až dodnes sa každým rokom postupne zlepšuje výkonnosť nášho hospodárstva. Tempo rastu HDP Slovenska je však dosť opatrné, ale to nie je nič výnimočné. Obdobné trendy sú viditeľné aj v ďalších krajinách. Medzi neúspešné/menej úspešné krajiny môžeme zaradiť Grécko, Španielsko, Taliansko, Maďarsko, Litvu, Portugalsko a Slovinsko. Výsledky týchto krajín sú v tabuľke zvýraznené a sú dôkazom toho, že sa ich HDP za oveľa dlhšie obdobie nevyšplhal nad úroveň predkrízového obdobia. Stav slovenskej ekonomiky môžeme na základe uvedených informácií vnímať mierne optimisticky, čo je pre podnikateľské subjekty čiastočne dobrá správa. Zdôvodnenie prečo je to čiastočne dobrá správa sa nachádza vyššie v texte príspevku. Trend vývoja HDP žiaľ nevytvára až taký veľký priestor na rozvoj, ako to bolo približne pred 10 rokmi (detaily si pozri v tabuľke 2).

Tabuľka 2

% zmena reálneho HDP vo vybraných krajinách za obdobie 2007 - 2016

geo\time	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EU (28 krajín)	3,1	0,4	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,3	1,7	2,2	1,9
Eurozóna	3	0,4	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2	1,8
Belgium	3,4	0,7	-2,3	2,7	1,8	0,1	-0,1	1,6	1,5	1,2
Bulgaria	7,3	6	-3,6	1,3	1,9	0	0,9	1,3	3,6	3,4
Czech Republic	5,6	2,7	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6
Denmark	0,9	-0,5	-4,9	1,9	1,3	0,2	0,9	1,7	1,6	1,7
Germany	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,5	0,5	1,9	1,7	1,9
Estonia	7,7	-5,4	-14,7	2,3	7,6	4,3	1,9	2,9	1,7	2,1
Ireland	5,2	-3,9	-4,6	1,8	3	0	1,6	8,3	25,6	5,1
Greece	3,3	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,4	-0,2	0
Spain	3,8	1,1	-3,6	0	-1	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3
France	2,4	0,2	-2,9	2	2,1	0,2	0,6	0,9	1,1	1,2
Croatia	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	2,2	3
Italy	1,5	-1,1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	0,1	1	0,9
Cyprus	4,8	3,9	-1,8	1,3	0,3	-3,2	-6	-1,5	1,7	2,8
Latvia	9,9	-3,6	-14,3	-3,8	6,4	4	2,6	2,1	2,7	2
Lithuania	11,1	2,6	-14,8	1,6	6	3,8	3,5	3,5	1,8	2,3
Luxembourg	8,4	-1,3	-4,4	4,9	2,5	-0,4	4	5,6	4	4,2
Hungary	0,4	0,9	-6,6	0,7	1,7	-1,6	2,1	4	3,1	2
Malta	4	3,3	-2,5	3,5	1,4	2,6	4,6	8,2	7,1	5,5
Netherlands	3,7	1,7	-3,8	1,4	1,7	-1,1	-0,2	1,4	2,3	2,2
Austria	3,6	1,5	-3,8	1,9	2,8	0,7	0,1	0,6	1	1,5
Poland	7	4,2	2,8	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7
Portugal	2,5	0,2	-3	1,9	-1,8	-4	-1,1	0,9	1,8	1,5
Romania	6,9	8,5	-7,1	-0,8	1,1	0,6	3,5	3,1	3,9	4,8
Slovenia	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3	2,3	3,1
Slovakia	10,8	5,6	-5,4	5	2,8	1,7	1,5	2,6	3,8	3,3
Finland	5,2	0,7	-8,3	3	2,6	-1,4	-0,8	-0,6	0	1,9

Sweden	3,4	-0,6	-5,2	6	2,7	-0,3	1,2	2,6	4,5	3,3
United Kingdom	2,6	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8
Iceland	9,4	1,5	-6,9	-3,6	2	1,2	4,4	1,9	4,1	7,2
Norway	3	0,5	-1,7	0,7	1	2,7	1	2	2	1,1
Switzerland	4,1	2,2	-2,2	3	1,7	1	1,9	2,4	1,2	1,4
Serbia	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	0,8	2,8
Turkey	5	0,8	-4,7	8,5	11,1	4,8	8,5	5,2	6,1	:

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Eurostat

Aj z tabuľky 2 vyplýva, že Slovensko patrí do úspešnejšej skupiny krajín. Tempo rastu nášho HDP nad 3% je jedno z najvyšších. Lídrmi v raste HDP sú Island, Írsko, Malta, Rumunsko a Luxembursko. Hodnotenie trendov HDP by však bolo bez vzájomnej komparácie pomocou ukazovateľa HDP pripadajúceho na obyvateľa skreslené. Vysoké tempo rastu pri veľmi nízkej úrovni HDP na obyvateľa by znamenalo len trochu rýchlejšie doťahovanie sa na výsledky tých najlepších. Určite by sme nemohli krajinu s takýmito charakteristikami vnímať ako veľmi výkonnú. Výkonnosť vybraného súboru krajín môžeme hodnoverne posúdiť až na základe údajov, zobrazených v tabuľke 3.

Tabuľka 3

HDP/obyvateľ vo vybraných krajinách za obdobie 2007-20016

geo/time	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EU (28 countries)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Luxembourg	265	262	255	257	265	260	262	270	269	267
Norway	177	187	172	174	179	186	184	175	160	149
Switzerland	156	158	160	158	161	164	164	163	161	159
United States	152	146	146	145	143	146	145	145	145	144
Ireland	148	134	129	130	131	132	133	137	177	177
Netherlands	138	139	137	134	133	133	134	131	128	128
Iceland	129	129	127	115	114	115	117	118	123	129
Sweden	128	127	123	125	126	127	125	124	124	124
Austria	124	124	126	126	128	131	131	129	128	126
Denmark	123	125	125	129	128	127	128	127	127	125
Finland	119	121	117	116	117	115	113	111	109	109
Belgium	117	116	118	121	120	121	120	120	118	118
Germany	117	117	117	120	123	124	124	125	124	123
United Kingdom	111	109	107	107	105	107	107	108	108	108
Euro area	109	109	109	108	108	107	107	107	106	106
Japan	109	105	103	105	103	106	107	105	105	105
France	108	107	108	108	108	107	109	107	107	105
Italy	107	107	106	104	104	102	99	97	96	96
Cyprus	104	106	105	100	96	91	84	81	81	81
Spain	103	101	101	96	93	91	90	90	90	92
Greece	93	93	94	85	75	72	72	70	68	67
Slovenia	87	90	85	83	83	82	81	83	83	83
Czech Republic	82	84	85	83	83	83	84	86	87	88
Portugal	81	81	82	82	77	75	77	77	77	77
Malta	79	79	81	84	83	84	86	90	93	95
Estonia	69	69	64	65	71	74	75	76	75	74
Slovakia	67	71	71	74	75	76	77	77	77	77
Croatia	61	63	62	59	60	60	59	58	58	59
Lithuania	60	63	56	60	66	70	73	75	75	75
Hungary	60	62	64	64	66	65	67	68	68	67
Latvia	57	59	52	53	57	60	62	64	64	65
Poland	53	55	60	62	65	67	67	68	69	69
Turkey	47	49	48	52	56	59	61	62	63	62

Romania	43	49	50	52	52	54	55	55	57	59
Bulgaria	41	43	44	45	45	46	46	46	47	48
Serbia	33	36	37	36	37	37	38	37	36	36
Albania	23	25	27	29	29	30	29	30	30	30

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Eurostat

V tabuľke 3 sú zvýraznené tie krajiny, ktoré môžeme považovať za výkonnejšie ako je výkon európskej 28. Základná hodnota indexu európskej 28 je 100, pričom výkony ostatných krajín sú vyjadrené na základe vzťahu s uvedenou základňou. Prvotné určenie lídrov vo výkonnosti krajín sa mení. Za lídrov určite nemôžeme označiť Rumunsko a ani Maltu. Najvýkonnejšie krajiny z vybraného súboru sú určite Luxembursko, Nórsko, Švajčiarsko, Írsko, Holandsko, Island, Švédsko, Rakúsko, Dánsko, Nemecko, Belgicko, Fínsko a Veľká Británia. Ide o krajiny s dlhou tradíciou budovania kapitalizmu i demokracie. Je to ich nesporná výhoda a aj kvalita podnikateľského prostredia je vo vymenovaných krajinách výrazne lepšia. Bývalé socialistické krajiny sa spoločne nachádzajú v dolnej časti tabuľky. Slovensko sa síce snaží dostať na úroveň napríklad Francúzska, ale od roku 2013 sa naša vzdialenosť od úspešnejších krajín veľmi nemení. Výkon našej krajiny je na úrovni 77% z výkonu európskej 28. Z týchto faktov vyplýva, že aj napriek niektorým úspechom nie je možné do budúcnosti očakávať zásadne zmeny v legislatíve, smerujúce k výraznejšej podpore podnikateľov. Čo sa však nedá nijako spochybniť, je trend postupného napredovania. Finanční manažéri musia mať pri svojich plánovaných opatreniach a rozhodnutiach na pamäti ešte jeden rozmer HDP, a to jeho štruktúru. Štruktúra HDP prezrádza informácie o prípadnej zraniteľnosti výkonnosti národnej ekonomiky. Vyznačuje dynamicky sa rozvíjajúce odvetvia, odvetvia kde sa len nepatrne zlepšujú dosiahnuté výsledky a takisto odvetvia stagnujúce, alebo zaostávajúce (pozri tabuľku 4).

Tabuľka 4

% zmena reálneho HDP podľa ekonomických činností

Odvetvie/Obdobie	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	1,18	1,03	1,19	1,17	0,86	1,12
B,C,D,E Priemysel spolu	1,04	1,00	0,99	1,14	1,09	1,07
F Stavebníctvo	1,05	1,06	0,88	1,00	1,02	1,00
G,H,I Veľkoobchod a maloobchod, oprava ...	1,00	1,01	0,97	1,04	1,03	1,02
J Informácie a komunikácia	1,03	1,13	0,94	0,92	1,01	1,04
K Finančné a poisťovacie činnosti	1,05	1,01	1,04	1,10	1,12	0,96
L Činnosti v oblasti nehnuteľností	1,05	1,04	1,28	0,73	1,00	1,02
M,N Odborné, vedecké a technické činnosti	0,99	1,05	1,05	1,04	1,00	1,01
O,P,Q Verejná správa, obrana,...	0,96	1,00	1,03	0,94	1,00	1,02
R,S,T,U Umenie, zábava a rekreácia; ostatné	1,08	1,08	1,00	1,03	1,07	1,01

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Slovstat

Na tvorbe HDP Slovenska sa najviac podieľa priemysel, veľkoobchod a maloobchod, stavebníctvo, činnosti v oblasti nehnuteľností a odborné vedecké a technické činnosti. V tabuľke 4 je zachytený vývoj reálneho HDP podľa ekonomických činností, pričom sú zvýraznené tie odvetvia, v ktorých došlo k medziročným úbytkom reálneho výkonu. Pre konkrétny podnik je preto dôležitá informácia o jeho príslušnosti k odvetviu. Najväčší pokrok môžu očakávať práve dynamické odvetvia. Okrem toho by sa finanční manažéri podnikov mali zaujímať aj o dôvody medziročných zmien HDP. Medzi hlavné príčiny rastu/poklesu HDP obvykle patria zmeny v exporte, domácej spotrebe, v štátnych výdavkoch. Tieto zistenia slúžia ako podklad pri úvahách finančných manažérov o aktivitách podnikov, ich zameraní, rozsahu a rozpočtovaní s nimi spojených finančných prostriedkov. Ostatné pozitívne stránky

vývoja národného hospodárstva Slovenska, odvodené od HDP dokladajú nasledovné vybrané údaje (pozri tabuľky 5 a 6).

Tabuľka 5

Vývoj miery inflácie za obdobie 2010-2016

Ukazovateľ	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inflácia meraná HICP v %	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Slovstat

Na základe vyčíslenej miery inflácie môžeme konštatovať, že trend vývoja nášho HDP nie je poznačený zásadnými cenovými výkyvmi. Priemerná cenová úroveň tovarov a služieb sa od roku 2014 skôr znižovala. Toto je však výsledok daný štruktúrou spotrebného koša. Pri stanovovaní cenovej politiky podniku musia finanční manažéri najskôr dbať o zvyklosti v ich odvetví a musia vyhodnotiť podiel podniku na trhu, teda jeho konkurenčné postavenie. Od určenej ceny produkcie totiž závisí úhrada nákladov podniku a v konečnom dôsledku celkový výsledok hospodárenia. Finančný manažment podniku okrem doteraz spomínaných údajov usmerňujú aj informácie, vypovedajúce o ponuke pracovnej sily. Konkrétne máme na mysli trend zamestnanosti/nezamestnanosti, uvedené v tabuľke 6.

Tabuľka 6

Vývoj zamestnanosti/nezamestnanosti za obdobie 2008-2016

Ukazovateľ	geo/time	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlhodobá nezamestnanosť (% aktívneho obyvateľstva)	Czech Republic	2,2	2	3	2,7	3	3	2,7	2,4	1,7
	Germany	3,9	3,5	3,3	2,8	2,4	2,3	2,2	2	1,7
	France	2,8	3,2	3,7	3,8	3,9	4,1	4,4	4,3	4,3
	Italy	3,1	3,5	4,1	4,3	5,7	6,9	7,8	6,9	6,7
	Hungary	3,6	4,2	5,5	5,2	5	4,9	3,7	3,1	2,4
	Austria	1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9
	Poland	2,4	2,5	3	3,6	4,1	4,4	3,8	3	2,2
	Slovakia	6,7	6,5	9,3	9,3	9,4	10	9,3	7,6	5,8
Miera nezamestnanosti (%)	Slovakia	9,6	12,1	14,4	13,6	13,9	14,2	13,2	11,5	9,6

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy Eurostat a Slovstat

Údaje v tabuľke deklarujú, že na Slovensku sa s nástupom krízového obdobia prudko zvýšila miera nezamestnanosti a až v roku 2016 sa situácia dostala na hodnoty obdobia, ktoré predchádzalo kríze. Okrem toho vidíme, že na Slovensku máme problém s dlhodobo nezamestnaným obyvateľstvom. Vo vybranom súbore krajín boli naše výsledky vždy jednoznačne najhoršie, až na rok 2016. V minulom roku majú viac dlhodobo nezamestnaných v Taliansku, čo však súvisí aj s vekovou štruktúrou obyvateľstva. Taliansko má väčší podiel staršej populácie (nad 65 rokov) ako Slovensko. Ak navzájom porovnáme mieru nezamestnanosti a dlhodobú nezamestnanosť môžeme potvrdiť, že v skupine nezamestnaných je väčšina dlhodobo nezamestnaných. Ich podiel sa pohybuje od 54% v roku 2008 až po 60% v roku 2016. Podiel dlhodobo nezamestnaných sa priebežne permanentne zvyšoval, až dosiahol svoj vrchol na úrovni 70% v rokoch 2013 a 2014. Čo sa dá z týchto údajov odvodiť pre potreby finančného manažmentu podniku? Určite treba počítať s tým, že ponuka pracovnej sily sa zmenšovala a bude sa aj naďalej, pretože do nášho regiónu prišli noví investori so zaujímavou ponukou nových pracovných miest. Tento vývoj má dopad na náklady vynakladané na pracovnú silu. Tlaky na zvyšovanie miezd sa budú stupňovať aj vzhľadom k tomu, že sa zmenšila skupina dlhodobo nezamestnaných, u ktorých je odôvodnené predpokladať nižší stupeň vzdelania. Priestor na získanie kvalitnej pracovnej sily už nezostáva príliš veľký.

Ostatné, v príspevku už nerozoberané výsledky národného hospodárstva Slovenska (úrokové sadzby, hrubý dlh verejnej správy, bilanciu zahraničného obchodu atď.) prinášajú pozitívne predpoklady pre finančný manažment podnikov a sú zhmotnené v ratingovom hodnotení, ktorý má podľa ratingových agentúr aktuálny stupeň A+ stabilný výhľad. Informácie zistiteľné z externého prostredia momentálne zlepšujú nálady v ekonomike, čoho dôkazom je rastúci indikátor ekonomického sentimentu. Vo všeobecnosti sa na Slovensku momentálne vytvorili podmienky pre ekonomický rast.

Doteraz rozoberané údaje z národného hospodárstva sú pre manažovanie podnikov síce dôležité, ale tieto informácie nestačia, musia sa pre potreby finančných manažérov doplniť o podklady z analýzy odvetvia. Odvetvie vytvárajú podnikateľské subjekty s podobnými charakteristikami a ak chceme precizovať poznatky o finančnej situácii podnikov, nezaobídeme sa bez komparácie s porovnateľnými subjektmi. Iba neskreslené zhodnotenie jednotlivých parametrov finančnej situácie, bez deformácií plynúcich zo subjektívneho vnímania ekonomickej reality, môže hodnoverne splniť svoju úlohu vo finančnom manažmente podniku.

Existuje viacero možností porovnania podnikových výsledkov v kontexte s odvetvím. Môžeme hovoriť o vzájomnej horizontálnej a vertikálnej komparácii výkazov (v takomto prípade je potrebné vytvoriť odvetvovú súvahu a výkaz ziskov a strát)¹, o porovnávaní relatívnych ukazovateľov podniku s celým odvetvím alebo odvetvovými podnikmi patriacimi do rovnakej veľkostnej kategórie. Prípadne sa podnik môže zaujímať o výsledky najvýznamnejších konkurentov a až potom posudzuje svoju finančnú kondíciu pre potreby finančného manažmentu. Porovnanie podniku s vybranými spoločne porovnateľnými podnikmi alebo typickou úrovňou dosahovanou v jeho odbore podnikania je spojené s viacerými úskaliami. Finančný analytik musí zodpovedne vyriešiť najmä nasledujúce úlohy:

1. určiť skutočne vecne porovnateľné podniky, to znamená vybrať adekvátny súbor porovnateľných podnikov,
 2. správne kvantifikovať odvetvové veličiny, najmä v súvislosti s možnou rôznorodou metodikou účtovania a vykazovania výsledkov.
1. Rozsiahlu, denne aktualizovanú databázu podnikov (spracovanú v tlačenej podobe pod názvom „Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností“ a v elektronickej podobe na stránke www2.cribis.sk), vhodnú pre komparáciu finančných výsledkov podniku s odvetvím nám ponúka spoločnosť CRIF – Slovak Credit Bureau, s.r.o., informačný portál CRiBiS.sk Univerzálny register momentálne obsahuje viac ako 750 tisíc aktívnych subjektov so sídlom na Slovensku. Finančné výsledky podnikov sú pre potreby porovnania usporiadané v prvom rade podľa kódu podnikateľskej aktivity SK NACE a ďalej na základe veľkosti podnikov prostredníctvom hodnoty majetku alebo hodnoty obratu.
 2. Finančná situácia jednotlivých odvetví je charakterizovaná prostredníctvom viacerých štatistických charakteristík (dolný kvartil, medián, horný kvartil, priemer, „mentálny obraz“) vybraných relatívnych ukazovateľov a základných štrukturálnych (podielových) ukazovateľov.
 - *priemery* (Avg) síce patria medzi najčastejšie používané metódy štatistického spracovania dát, ich široké využívanie však obmedzuje nevýhoda – citlivosť na

¹ Položky odvetvových výkazov vytvoríme ako súčet - napr. položka „Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb“ za odvetvie je definovaná ako súčet všetkých Tržieb z predaja vlastných výrobkov a služieb jednotlivých spoločností odvetvia. Tento princíp platí nielen pre položky výkazu ziskov a strát, ale aj pre položky súvahy. Analogicky sa teda podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitáli odvetvia chápe ako súčet vlastného kapitálu všetkých podnikov odvetvia delený súčtom celkového kapitálu všetkých podnikov odvetvia.

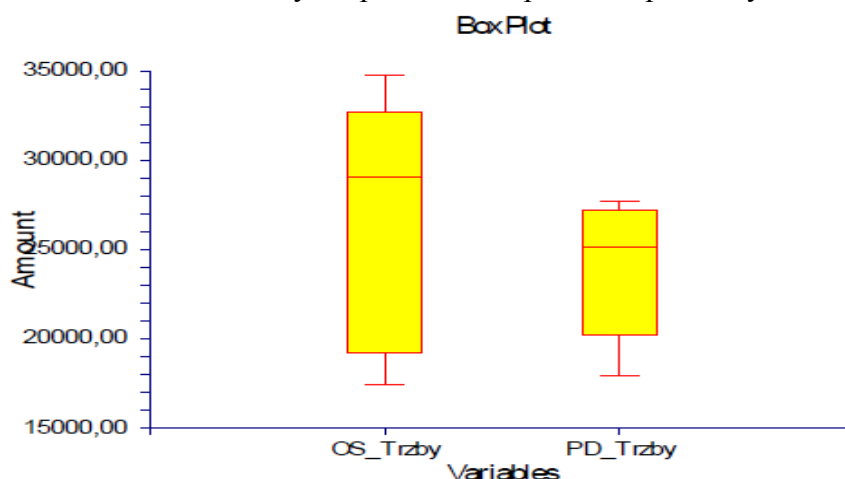
extrémne hodnoty (vznikajú viditeľné rozdiely pri porovnaní priemernej hodnoty a mediánu, resp. „mentálneho obrazu“), výsledné hodnoty v odvetví sú vyčíslené ako jednoduchý aritmetický priemer hodnôt ukazovateľov zo všetkých podnikov v odvetví,

- v praxi sa osvedčili najmä *kvantily* – odhady parametrov polohy a z nich najmä:
 - ✓ *medián* (Me) – prostredný člen radu hodnôt usporiadaných podľa veľkosti,
 - ✓ *dolný kvartil* (DK) – vymedzuje prvú štvrtinu hodnôt ukazovateľov zastúpených v súbore,
 - ✓ *horný kvartil* (HK) – vymedzuje poslednú štvrtinu hodnôt ukazovateľov
- „*mentálny obraz*“ charakterizuje odvetvie jednou hodnotou, s ktorou je možné porovnať hodnoty konkrétnych podnikov. Východiskom je zostavenie skôr spomínaných agregovaných účtovných výkazov z výkazov všetkých podnikov v odvetví. Z takéhoto normovaného tvaru výkazu sa potom vyčísľuje podiel jednotlivých zložiek majetku na celkovom majetku, jednotlivých zložiek zdrojov financovania majetku na celkovom vlastnom imaní a záväzkoch, jednotlivých zložiek výkazu ziskov a strát na celkových výnosoch.

Odvetvové výsledky sa dajú zobrazit' pomocou grafov, čím sa veľmi sprehladni a aj obohatiť ich výpoveď. Z grafického zobrazenia máme na mysli hlavne krabicový graf. Dôkazom nášho tvrdenia je nasledovná ukážka.

Obrázok 2

Grafické zobrazenie tržieb obchodných spoločností a poľnohospodárskych družstiev



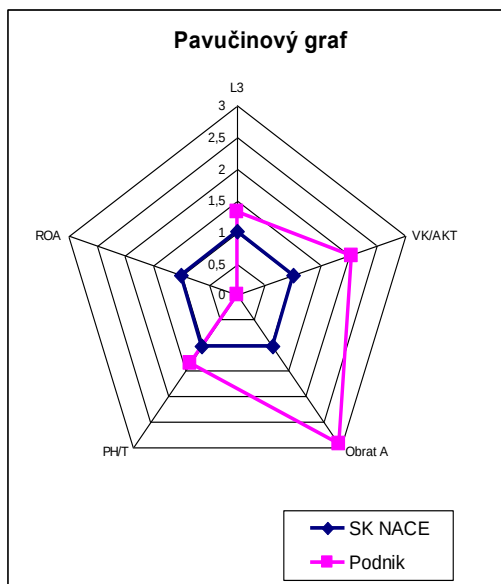
Zdroj: http://www.pulib.sk/elpub2/FM/Kotulic11/pdf_doc/01.pdf

Graf naznačuje rozptýlenosť údajov vybranej skupiny subjektov (obchodných spoločností a poľnohospodárskych družstiev). Vidíme či sú hodnoty týchto podnikov symetrické, teda súmerné, vyvážené, alebo naopak asymetrické. Z ukážky vyplýva, že v oboch skupinách podnikov sú hodnoty tržieb asymetrické. Rozptyl tržieb 2. štvrtiny podnikov je oveľa väčší ako všetkých ostatných. Krabica (box) obsahuje 50% hodnôt tržieb vykazovaných v obchodných spoločnostiach a poľnohospodárskych družstvách a je mediánom rozdelená na 2 časti. Mediánové hodnoty tržieb sú v zobrazených súboroch podnikov umiestnené v hornej časti krabicky, čo znamená malý rozptyl tržieb v 3. štvrtine podnikov. U poľnohospodárskych družstiev sú medzi tržbami 3. štvrtiny z nich veľmi malé rozdiely. Dolná hrana boxu je určená 1. kvartilom s početnosťou 0,25, v boxe je naznačený 2. kvartil (medián) a hornú hranu boxu vymedzuje 3. kvartil s kumulovanou relatívnou početnosťou 0,75. Antény znázorňujú minimálnu a maximálnu hodnotu tržieb vybraných súborov podnikov. V našej ukážke chýbajú odľahlé a extrémne hodnoty tržieb, čiže medzi obchodnými spoločnosťami

a poľnohospodárskymi družstvami sa nenašiel žiaden podnik s mimoriadnymi hodnotami. Pomocou pavučinového grafu sa zasa dajú vzájomne porovnávať viaceré finančné výsledky, tak ako nám to ukazuje graf 1.

Graf 1

Komparácia vybraných finančných výsledkov podniku s relevantným odvetvím



Zdroj: vlastné spracovanie

Jedna pavučina zobrazuje úroveň vybraných finančných výsledkov podniku a druhá zasa finančné výsledky odvetvového súboru podnikov, prípadne konkurencie. Do grafu sa na pavučiny môžu zaznačiť údaje aj viacerých podnikov, ale týmto postupom sa nesmie narušiť prehľadnosť grafu. Z grafu 1 je zjavné v ktorých parametroch podnik zaostáva a v ktorých naopak je lepší. Zobrazovanie pomocou pavučinového grafu komplikujú rozdielne jednotky finančných výsledkov, čo sa dá vyriešiť. Napríklad odvetvové výsledky tvoria základňu rovnú hodnote 1 a výsledky porovnávaných podnikov kvantifikujeme v podobe ich podielu z odvetvových výsledkov. Finančnými výsledkami odvetvia sa zaoberáme kvôli tomu, že pomocou nich dokážeme hodnotiť podnikové výsledky bez akýchkoľvek skreslení. Uvedme si príklad. Zvyšovanie rentability aktív je síce pozitívny trend, no ak sa týmto zvyšovaním podnik snaží len odpútať od skupiny najhorších odvetvových podnikov, náš prvotný dojem sa mení. Hodnotenie rentability nadobúda úplne iný rozmer.

3 Záver

Súčasná doba kladie čoraz väčšie nároky na prácu finančných manažérov, od ktorých sa očakáva flexibilita, pohotová reakcia na vyskytujúce sa problémy v podnikateľskej praxi, rozsiahle odborné znalosti, znalosť legislatívy, odolnosť voči stresovým situáciám a mnoho ďalších zručností a schopností. Ich prácu komplikuje spleť väzieb a vzťahov s okolitým prostredím a aj v rámci samotného podniku. Vnútorne prostredie si podnik svojim usporiadaním a rozhodnutiami manažérov dokáže formovať sám, no okolie nie. Z uvedeného vyplýva, že čitateľný vplyv vnútorného prostredia vo finančných výsledkoch podniku odráža úroveň plnenia manažérskych povinností. Pôsobenia vonkajšieho prostredia na podnik je dôležité predvídať a rovnako významné je včas si pripraviť taktiku na odvrátenie prípadných ohrození jeho dlhodobej existencie. Ponúkané príležitosti sa zasa majú čo najlepšie využiť a zúročiť. Na záver môžeme konštatovať, že výzvy kladené pred finančných manažérov uľahčuje prekonávať práve analýza podniku bližšieho no i vzdialenejšieho prostredia.

Správne fungujúci podnikový manažment nerieši prípadné problémy izolovane, naopak, pri výskyte závažných zmien vo vonkajšom prostredí sa týmto zmenám prispôsobuje celý podnikový systém vzájomne prepojených prvkov.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0066/17 „Manažment finančnej výkonnosti podniku v post-krízovom prostredí vybraných krajín EÚ“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Baumöhl, E., Výrost, T. (2010). Stock market integration: Granger causality testing with respect to nonsynchronous trading effects. In Finance a úvěr : Czech journal of economics and finance. – Praha: UK Praha, Fakulta sociálních věd, 2010. - ISSN 0015-1920. - Roč. 60, č. 5 (2010), s. 414 - 425.

Blažek, L. (2011). Faktory konkurencieschopnosti podniku (Factors of a company's competitiveness). In Aktuálne problémy podnikovej sféry 2011. Bratislava: Ekonóm, pp. 33-44. ISBN 978-80-225-3200-6.

Dufrenot, Gilles; Gente, Karine; Monsia, Fredia (2016). Macroeconomic imbalances, financial stress and fiscal vulnerability in the euro area before the debt crises: A market view globalization and its socio-economic consequences, 16th international scientific conference proceedings, PTS I-V. Pages: 1119-1127.

Harc, M., Basarac Sertic, M. (2016). The influence of the business environment on the SMEs employment in the 28. Edited by: Bacher, U; Barkovic, D; Dernoscheg, KH; et al. Conference: Conference on Interdisciplinary Management Research XII Location: Opatija, Croatia Date: MAY 20-22, 2016.

Horváthová, S., Mokrišová, M., Šuhányiová, A. (2014). Analysis of cost of Equity Models in calculating EVA of Slovak Businesses. In International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM2014, www.sgemsocial.org, SGEM2014 Conference Proceedings, September 1-9, 2014, Book 2, Vol. 2, 35-42 pp. ISBN 978-619-7105-26-1 / ISSN 2367-5659.

Kundeliene, K., Stankevicius, E. (2016). Analytical modelling of globalization impact on VAT gap level variation in EU countries Edited by: Klietnik, T. Conference: 16th International Scientific Conference on Globalization and its Socio-Economic Consequences Location: Rajec Teplice, Slovakia Date: OCT 05-06, 2016.

Mura, L., Buleca, J., Hajduová, Z., Andrejkovič, M. (2015). Quantitative Financial Analysis of Small and Medium Food Enterprises in a Developing Country In Transformations in Business & Economics [elektronický zdroj] : International Journal of Scholarly Papers. - Vilnius: Kaunas Faculty of Humanities Vilnius University, 2015. - ISSN 1648-4460. - Vol. 14, no. 1 (2015), pp. 212-224 online.

Pera, J. (2016). Evaluation Of The Macroeconomic Stability Of Central And Eastern European Countries With A View Toward Their Membership In The European Union. Multidimensional Risk Analysis. Comparative economic research-central and eastern Europe. Volume: 19, Issue: 3, Pages: 69-92.

Terek. M. (2017). Regional incomes structure analysis in Slovak Republic on the basic of EU-SILC data In Scientific annals of economics and business [elektronický zdroj]. - Iasi: University of Iasi, 2017. - ISSN 2501-3165. - Vol. 64, no. 2 (2017), pp. 171-185.

Vilamová, Š., Miklošik, A., Kozel, R., Samolejová, A., Piecha, M., Weiss, E., Janovská, K. (2015) Regression analysis as an objective tool of economic management of rolling mill In Metalurgija. - Zagreb: Croatian Metalurgical Society, 2015. - ISSN 0543-5846. - Vol. 54, no. 3 (2015), pp. 594-596.

Zalai, K. a kol. (2016). Finančno-ekonomická analýza podniku, 9 prepracované a rozšírené vydanie. (*Financial and economical company analysis*). Bratislava, 2016. ISBN 978-80-89710-22-5.

Alena Tóthová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: alena.tothova@euba.sk

Finančná výkonnosť podnikateľských subjektov Slovenskej republiky v období rokov 2007-2016

Financial Performance of Slovak Business Entities in the Period 2007-2016

Daniela Tučníková

Abstract

The aim of the paper is to analyze the financial performance of entrepreneurial subjects of the Slovak economy over the last ten years. Analysis covers all results in realm of solvency, asset efficiency, financial structure and performance. The analysis has shown that the results of the financial performance of business entities vary significantly depending on the position of the subject in the analyzed database. The results of the subject at the median position show a relatively good level. They note that this entity is able to pay its liabilities, it is pre-capitalized. This is an enterprise that is not extremely indebted, the rate of funding by foreign capital oscillates around the 60%. It is able to generate resources to settle liabilities, but this ability is not sufficient. It manages the transformation process efficiently, profitably. The results of the subject in the upper quartile position show a significantly better level compared to the median enterprise, on the contrary, the results of the subject at the lower quartile position are considerably worse. Regardless of the position of the business entity in the analyzed database, most of the results presenting the financial condition have the same development trend. The worst results were reported by business entities in years 2009 and 2010, when the impact of the financial crisis was reflected in them. Conversely, the best results were reported in the last year (years), which is directly tied up to the recovery of the economy.

JEL classification: G30, G39

Keywords: financial performance, financial ratios, Slovak business entities

1 Úvod

Výkonnosť podnikateľského prostredia sa rovnako ako výkonnosť ekonomiky permanentne mení. Prívlastky „malá“, „otvorená“, „proexportne orientovaná“, ktoré sa so slovenskou ekonomikou spájajú, bezprostredne vplyvajú na výsledky podnikateľských subjektov. Obdobie posledných desiatich rokov je obdobím, ktoré bolo zasiahnuté finančnou a hospodárskou krízou i následným ekonomickým oživením. Cieľom príspevku je analyzovať finančnú výkonnosť podnikateľských subjektov slovenskej ekonomiky v tomto cyklickom období. Analýza prierezovo pokrýva všetky ťažiskové oblasti, t. j. reflektuje výsledky v oblasti platobnej schopnosti, efektívnosti využívania majetku, finančnej štruktúry a výkonnosti.

2 Objekt a metodika výskumu

Objektom skúmania sú podnikateľské subjekty pôsobiace v Slovenskej republike. Analýza ich finančného zdravia a výkonnosti vychádza z údajov spracovaných spoločnosťou CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o. Prezentované údaje nepokrývajú podnikateľskú sféru ako celok. Do spracovania sú zahrnuté len individuálne účtovné závierky podnikateľských subjektov účtujúcich v sústave podvojného účtovníctva zostavené podľa slovenských predpisov. Individuálne a ani konsolidované účtovné závierky podnikateľských subjektov vykazujúcich podľa medzinárodných štandardov IFRS neboli do spracovania zahrnuté, keďže takto vykazujúce subjekty aplikujú odlišné účtovné pravidlá a oceňovacie princípy. Pohľad na

podnikateľskú sféru je teda mierne zúžený. Vzhľadom na malý počet subjektov vykazujúcich podľa IFRS by ich vylúčenie zo spracovania nemalo viesť k výraznému skresleniu výsledkov za podnikateľskú sféru ako celok. Za účelom zvýšenia kvality prezentovaných výsledkov sa účtovné závierky vstupujúce do spracovania podrobujú kontrole formálnej správnosti vykazovania i logickej kontrole vo väzbe na ich ekonomickú interpretáciu. Analýze je podrobené obdobie posledných desiatich rokov, t. j. obdobie rokov 2007 – 2016. Ide o interval, ktorý zachytáva obdobie pred krízou, krízové i pokrízové roky.

V najaktuálnejšom, t. j. poslednom sledovanom roku 2016 bolo analyzovaných 157 670 podnikateľských subjektov. V porovnaní s východiskovým rokom 2007, kedy počet analyzovaných subjektov činil len 69 200, ide o 128% rast. Počet podnikateľských subjektov plynulo medziročne rástol. Najvyššiu medziročnú dynamiku na úrovni 24% zaznamenal rast v rokoch 2008 a 2010. Výnimkou v rastovej trajektórii bol len rok 2011, kedy počet podnikateľských subjektov medziročne poklesol o 6%. Databáza podrobená analýze má v každom sledovanom roku dostatočnú početnosť, aby výsledky poskytli reprezentatívne závery.

Tabuľka 1

Početnosť analyzovanej databázy

Ukazovateľ	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Podnikateľské subjekty	počet	69 200	85 753	88 574	109 730	103 090	119 429	144 226	144 779	154 432	157 670
Index vývoja (reťazový)	koef.	1,10	1,24	1,03	1,24	0,94	1,16	1,21	1,00	1,07	1,02

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Poznámky: Reťazový index vývoja je zaokrúhlený na dve desatinné miesta matematicky.

Štruktúrna analýza databázy podnikateľských subjektov (viď tabuľka 2) preukazuje, že najväčšie zastúpenie z hľadiska právnej formy majú spoločnosti s ručením obmedzeným. Ich počet v sledovanom období zaznamenal 134% nárast. Spomedzi všetkých právnych foriem je ich podiel jednoznačne najväčší. Osciluje okolo úrovne 90% a je relatívne stabilný. Druhé najväčšie zastúpenie majú podnikateľské subjekty s právnou formou akciových spoločností. V porovnaní so spoločnosťami s ručením obmedzeným je však ich zastúpenie výrazne nižšie. Napriek tomu, že ich počet za sledované obdobie vzrástol o približne 16%, podiel v analyzovanej databáze sa plynulo medziročne znižoval. Poklesol z úrovne 5,22%, ktorú dosahoval v roku 2007, na úroveň 2,67% v roku 2016. Zvyšné právne formy majú v štruktúre veľmi malé zastúpenie. V roku 2016 ich spoločný podiel činil 5,39%. V rámci nich najväčšie zastúpenie patrí kategórii „iné subjekty“, ktorej podiel v roku 2016 činil na celkovej databáze 2,24%. V porovnaní s predchádzajúcimi rokmi ide o jej najväčší podiel v štruktúre. Dôvodom tejto skutočnosti, ktorá sa vymyká dlhodobej vývojovej trajektórii, je veľmi dynamický, až 222% medziročný rast počtu subjektov v tomto roku. Naopak, vo všetkých rokoch majú stabilne najnižšie zastúpenie podnikateľské subjekty s právnou formou štátnych podnikov. Ich podiel má klesajúci trend, zastúpenie v štruktúre postupne klesá z úrovne 0,03% v roku 2007 na úroveň 0,01% v roku 2016.

Tabuľka 2

Štruktúra analyzovanej databázy

Podnikateľské subjekty	štat. char.	m. j.	Roky									
			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
štátne podniky	podiel	%	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01
	index vývoja	koef.	0,46	1,11	0,86	1,06	1,11	0,76	1,19	1,16	1,05	0,78
a.s.	podiel	%	5,22	4,64	4,22	3,83	3,54	3,32	3,03	2,91	2,82	2,67
	index vývoja	koef.	1,08	1,10	0,94	1,12	0,87	1,09	1,09	0,98	1,03	0,96
s.r.o.	podiel	%	89,30	90,09	91,07	91,29	91,95	92,01	92,27	91,83	91,70	91,94
	index vývoja	koef.	1,12	1,25	1,04	1,24	0,95	1,16	1,20	1,01	1,07	1,02
FO v OR	podiel	%	0,47	0,42	0,34	0,32	0,30	0,25	0,44	0,93	1,04	1,01
	index vývoja	koef.	0,72	1,11	0,85	1,16	0,87	0,96	2,13	2,14	1,19	0,99
ostatné FO	podiel	%	2,21	2,21	1,88	1,76	1,63	1,60	1,53	1,35	1,43	1,46
	index vývoja	koef.	0,72	1,24	0,88	1,16	0,87	1,14	1,14	0,90	1,13	1,03
družstvá	podiel	%	1,41	1,39	1,30	1,76	1,59	1,96	1,94	2,21	2,28	0,67
	index vývoja	koef.	1,00	1,23	0,96	1,68	0,85	1,43	1,18	1,16	1,10	0,30
iné subjekty	podiel	%	1,38	1,22	1,17	1,03	0,97	0,84	0,78	0,74	0,71	2,24
	index vývoja	koef.	0,99	1,10	0,99	1,09	0,89	1,00	1,10	0,97	1,02	3,22

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Poznámky: index vývoja (reťazový) je zaokrúhlený na dve desatinné miesta matematicky.

Právna forma „**FO v OR**“ (**fyzické osoby zapísané v obchodnom registri**) zahŕňa právne formy: podnikateľ - fyzická osoba - zapísaná v obchodnom registri, samostatne hospodáriaci roľník zapísaný v obchodnom registri, slobodné povolanie - fyzická osoba podnikajúca na základe iného ako živnostenského zákona zapísaná v obchodnom registri.

Právna forma „**ostatné FO**“ (**ostatné fyzické osoby**)“ zahŕňa právne formy: podnikateľ - fyzická osoba - nezapísaný v obchodnom registri, samostatne hospodáriaci roľník nezapísaný v obchodnom registri, slobodné povolanie - fyzická osoba podnikajúca na základe iného ako živnostenského zákona, zahraničná osoba, fyzická osoba s bydliskom mimo územia SR.

Právna forma „**družstvá**“ zahŕňa právne formy: európske družstvo, družstvo, výrobné družstvo, spotrebné družstvo, iné družstvo, záujmová organizácia družstiev.

Právna forma „**iné subjekty**“ zahŕňa právne formy: verejná obchodná spoločnosť, komanditná spoločnosť, spoločný podnik, nadácia, nezisková organizácia, európske zoskupenie hospodárskych záujmov, európska spoločnosť, spoločenstvá vlastníkov pozemkov, bytov a pod., rozpočtová organizácia, príspevková organizácia, verejnoprávna inštitúcia, zahraničná osoba, právnická osoba so sídlom mimo územia SR, doplnková dôchodková poisťovňa, združenie (zväz, spolok, spoločnosť, klub ai.), podnik alebo hospodárske zariadenie združenia, organizačná jednotka združenia, stavovská organizácia - profesná komora, záujmové združenie právnických osôb, obec (obecný úrad), mesto (mestský úrad), medzinárodné organizácie a združenia.

Finančné výsledky podnikateľských subjektov dosahované v jednotlivých rokoch analyzovaného obdobia sú prezentované vybranými finančnými pomerovými ukazovateľmi. Pomerové ukazovatele sú vyberané spôsobom, aby pokryli všetky ťažiskové oblasti podnikovej činnosti (platobnú schopnosť, efektívnosť využívania majetku, finančnú štruktúru a výkonnosť), ktoré sa v konečnom dôsledku prejavujú v trhovej hodnote podnikov. Toto tvrdenie deklarujú mnohé empirické štúdie. Štúdia (Baba, BU., Abdul-Manaf, KB., 2016) zaoberajúca sa vplyvom finančných ukazovateľov na hodnotu podniku potvrdila, že ROE, ROA a prevádzková rentabilita majú na hodnotu podniku významný vplyv. Rovnaké výsledky priniesla aj štúdia (Purnamasari, NEP., Purnamasari, I., Gautama, BP., 2016), ktorej realizácia bola zúžená len na ropný a plynárenský priemysel. Potvrdila, že ziskovosť výrazne ovplyvnila cenu akcií týchto spoločností, zatiaľ čo platobná schopnosť nemala negatívny vplyv. Dôležitosťou likvidity a rentability sa zaoberal ďalší výskum (Goldmann, K., 2017),

ktorý priniesol záver, že z krátkodobého hľadiska zohráva likvidita dôležitejšiu úlohu ako rentabilita. Dôvodom je skutočnosť, že v prípade, ak spoločnosť nie je zisková z krátkodobého hľadiska, ale vykazuje dobrú likviditu, má potenciál pre ďalší vývoj a pre zlepšenie výkonnosti. Z dlhodobého hľadiska je však dôležitejšia rentabilita, pretože jej nedostatok v dlhodobom horizonte bude mať za následok nedostatok likvidity. Na zaujímavú skutočnosť poukázala štúdia (Dinca, MS., Barbuta-Misu, N., Madaleno, M., Dinca, G., Deari, F., 2017) analyzujúca úroveň ukazovateľov rentability – ROE a ROA v stavebných spoločnostiach z ôsmich krajín Európskej únie. Priniesla zistenie, že spoločnosti zo západných krajín Európskej únie vykazujú vyššiu ROE v porovnaní s východnými krajinami EÚ, avšak pri ROA to platí naopak. Keďže mnohé štúdie potvrdili, že rentabilita významne vplýva na trhovú hodnotu podniku, predmetom ďalších štúdií sa stala analýza, ako možno ovplyvniť rentabilitu prostredníctvom riadenia zásob. Štúdia (Shin, HJ., Wood, CC., Jun, MJ., 2016) skúmajúca tento vplyv, t. j. že excelentnosť v riadení zásob zlepšuje rentabilitu v dlhodobom horizonte priniesla záver, že kratšia doba obratu zásob má priaznivý vplyv na rentabilitu tržieb. Hlbšia analýza (Elsayed, K., Wahba, H., 2016) vzťahu doby obratu zásob a výkonnosti podniku však priniesla zistenie, že doba obratu zásob negatívne ovplyvňuje výkonnosť podniku v počiatočnom štádiu jeho rastu a v štádiu zrelosti, naopak pozitívne ovplyvňuje výkonnosť podniku v štádiu rýchleho rastu alebo v štádiu oživenia. Rastúci tlak na trvalo udržateľné podnikanie viedol k tomu, že akciové trhy vytvorili indexy, ktoré investorom ponúkajú možnosť uprednostňovať trvalo udržateľné spoločnosti. Výskum (Santis, P., Albuquerque, A., Lizarelli, F., 2016), ktorý bol v tejto súvislosti realizovaný, nezistil žiadne dôkazy o rozdieloch v hospodárskej a finančnej výkonnosti medzi spoločnosťami realizujúcimi a nerealizujúcimi aktivity trvalo udržateľného rozvoja. Naopak, výskum ukázal, že ďalšie charakteristiky ako napr. odvetvová klasifikácia majú väčší vplyv na finančnú výkonnosť spoločností ako ich investície do udržateľných iniciatív.

Úroveň výsledkov podnikateľských subjektov je prezentovaná tromi štatistickými charakteristikami – mediánom, dolným kvartilom a horným kvartilom. Použitie všetkých troch štatistických charakteristík umožňuje analyzovať výsledky podnikateľských subjektov plošnejšie ako keby bol použitý len medián.

3 Finančné výsledky podnikateľského subjektu na pozícii mediánu

Úroveň výsledkov prezentovaná štatistickou charakteristikou medián je úrovňou, ktorú dosahuje prostredný podnik v analyzovanej databáze. V ďalšom texte je zjednodušene označovaný aj ako mediánový podnik.

Platobná schopnosť ako jedna stránka finančného zdravia podnikateľských subjektov je prezentovaná ukazovateľmi likvidity – likviditou 2. a 3. stupňa. V prípade mediánového podniku dosahujú vo všetkých analyzovaných rokoch oba ukazovatele hodnotu vyššiu ako 1, čo svedčí o platobnej schopnosti. Mediánový podnik disponuje objemom krátkodobého majetku, ktorým je schopný pokryť všetky krátkodobé záväzky. Rešpektuje zlaté bilančné pravidlo. Z hľadiska likvidity má vytvorený bezpečnostný vankúš v podobe ČPK. Z hodnôt ukazovateľa likvidity 2. stupňa zároveň vidieť, že na splatenie všetkých krátkodobých záväzkov postačuje tomuto podniku objem zdrojov viazaný v krátkodobom finančnom majetku a pohľadávkach. V porovnaní s východiskovým rokom, dosahujú v roku 2016 oba ukazovatele likvidity vyššie hodnoty, čo umožňuje konštatovať, že platobná schopnosť mediánového podniku sa zlepšila.

Tabuľka 3

Ukazovatele likvidity subjektu na pozícii mediánu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele likvidity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likvidita 2. stupňa (bežná)	koef.	1,15	1,14	1,12	1,12	1,15	1,18	1,33	1,24	1,34	1,41
Likvidita 3. stupňa (celková)	koef.	1,34	1,32	1,32	1,3	1,34	1,37	1,52	1,41	1,52	1,59

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Efektívnosť využívania majetku ako ďalšia stránka finančného zdravia podnikateľských subjektov je prezentovaná ukazovateľmi aktivity – dobou obratu zásob, inkasa pohľadávok, splatnosti záväzkov a obratom aktív. Doba obratu zásob na nulovej úrovni resp. úrovni blízkej nule svedčí o tom, že mediánový podnik nedisponuje zásobami. Kladné hodnoty ďalších dvoch ukazovateľov, doby splatnosti pohľadávok a záväzkov, ukazujú, že pohľadávkami a záväzkami disponuje. V roku 2016 trvá mediánovému podniku inkaso všetkých pohľadávok v priemere necelých 55 dní. Inkaso len krátkodobých pohľadávok z obchodného styku je kratšie, trvá v priemere necelých 33 dní. Hodnoty oboch ukazovateľov možno považovať za štandardné. Pri pohľade na platobnú disciplínu mediánového podniku možno vidieť, že splácanie všetkých záväzkov mu trvá približne 139 dní, zatiaľ čo splácanie krátkodobých záväzkov z obchodného styku je značne kratšie, trvá približne 18 dní. Pri oboch ukazovateľoch, inkase pohľadávok i splatnosti záväzkov vidieť v porovnaní s východiskovým rokom zlepšenie prejavujúce sa skrátením jednotlivých lehôt. Posledný ukazovateľ zo skupiny ukazovateľov aktivity – obrat aktív informuje, že mediánový podnik z 1€ investovaného v aktívach vyprodukuje 94 eurocentov tržieb. V porovnaní s východiskovým rokom sa úroveň efektívnosti využitia aktív mediánového podniku zhoršila.

Tabuľka 4

Ukazovatele aktivity subjektu na pozícii mediánu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele aktivity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob	deň	0,32	0	0,01	0	0	0	0	0	0	0
Doba splatnosti pohľadávok	deň	61,87	59,06	66,9	66,42	62,65	63,97	64,51	61,12	55,67	54,51
Doba splatnosti krátkodobých pohľadávok z obchodného styku	deň	43,2	36,1	41,16	41,75	39,99	40,51	40,34	38,38	34,06	32,46
Doba splatnosti záväzkov	deň	142,03	142,26	163,28	163,05	155,89	165,24	165,35	161,2	147,82	139,18
Doba splatnosti krátkodobých záväzkov z obchodného styku	deň	36,99	31	34,28	33,31	28,78	29,68	29,58	25,11	19,81	18,16
Obrat aktív	koef.	1	1,01	0,94	0,94	0,94	0,88	0,79	0,95	0,96	0,94

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Ďalšiu oblasť výsledkov v podobe informácií o štruktúre zdrojov financovania podnikateľských subjektov, charaktere zadĺženia a schopnosti vysporiadať sa s ňou prezentujú ukazovatele zadĺženosti. Úroveň ukazovateľa celkovej zadĺženosti umožňuje konštatovať, že mediánový podnik financuje v roku 2016 približne 56% aktív z cudzích zdrojov, čo v rámci sledovaného obdobia predstavuje najnižšiu mieru jeho zadĺženia. Informáciu o miere zadĺženia poskytuje aj ukazovateľ pomer vlastného imania k záväzkom, ktorý je definovaný v Obchodnom zákonníku ako ukazovateľ, prostredníctvom ktorého sa posudzuje, či podnikateľský subjekt sa nachádza v kríze alebo nie. Konfrontácia dosiahnutého pomeru

mediánovým podnikom s pomerom stanoveným Obchodným zákonníkom na úrovni 4:100 pre zadefinovanie „spoločnosti v kríze“ pre rok 2016 umožňuje konštatovať, že podnikateľský subjekt na pozícii mediánu nie je v kríze v zmysle znenia Obchodného zákonníka. Úverová zadlženosť vykazujúca nulové hodnoty vo všetkých rokoch analyzovaného obdobia ukazuje, že mediánový podnik nedisponuje úverovým kapitálom. Veľmi nízke hodnoty dlhodobej zadlženosti ukazujú, že zadlženosť je krátkodobého charakteru. Úroveň ukazovateľa úrokové krytie dosahuje vo všetkých rokoch kladné hodnoty, čo svedčí o schopnosti mediánového podniku tvoriť EBIT na krytie ceny cudzieho kapitálu. Zaujímavý je jeho vývoj v posledných troch rokoch, kedy schopnosť pokryť nákladové úroky EBITom výrazne rastie. Zlepšenie schopnosti vysporiadať sa so zadlženosťou sa prejavuje aj v úrovni tokového zadlženia, ktoré v posledných troch rokoch výrazne pokleslo. Úroveň dosahovaná v roku 2016 tlmochí, že mediánový podnik je schopný produkovať bilančný CF, z ktorého uhradí všetky cudzie zdroje za necelých 9 rokov.

Tabuľka 5

Ukazovatele zadlženosti subjektu na pozícii mediánu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele zadlženosti	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadlženosť aktív	%	62,13	62,5	63,74	65,37	64,03	63,59	58,66	62	58,51	56,43
Pomer VI k záväzkom	koef.				0,55	0,58	0,59	0,72	0,62	0,72	0,78
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	0,07	0,05	0,08	0,05	0,04	0,02	0	0,01	0,01	0,01
Úverová zadlženosť aktív	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úrokové krytie	koef.	5,9	3,94	1,31	1,93	2	1,74	1,98	21,22	43,38	48,29
Tokové zadlženie	rok	10,46	11,16	19,66	17,89	18,16	22,75	20,88	12,56	10,33	8,94

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Poznámka: pomer VI k záväzkom v rokoch 2007 až 2009 nebol kvantifikovaný.

Síce v poradí poslednou, avšak veľmi dôležitou oblasťou, ktorá determinuje existenciu podnikateľských subjektov ako takú, je výkonnosť. Miera transformácie vstupov na výstupy je prezentovaná prostredníctvom vybraných ukazovateľov rentability.

Tabuľka 6

Ukazovatele rentability subjektu na pozícii mediánu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele rentability	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita vlastného imania	%	3,67	2,34	0	0,12	0,11	0	0	4,31	7,22	7,57
Rentabilita aktív - hrubá	%	1,13	0,74	0	0,05	0,05	0	0	2,28	3,46	3,74
Prevádzková rentabilita tržieb	%	2,7	2,1	0,89	1,18	1,07	0,91	1,02	3,82	4,75	4,97
Podiel NVH v tržbách	%	2,36	1,79	0,64	0,98	0,94	0,84	1,03	4,02	4,99	5,05
Podiel PH v tržbách	%	17,63	16,52	14,76	14,51	13,9	13,11	12,64	19,32	20,89	22,01
Podiel EBITDA v tržbách	%	5,41	4,95	3,21	3,44	3,22	2,65	2,78	6,99	7,91	8,35

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Výsledky dosiahnuté v roku 2016 mediánovým podnikom umožňujú konštatovať, že vykazuje výkonnosť na relatívne dobrej úrovni. Vlastný kapitál zhodnocuje na úrovni 7,57%. Hrubú ziskovosť aktív dosahuje na úrovni 3,74%. Rentabilitu tržieb kvantifikovanú

z prevádzkového zisku vykazuje na úrovni takmer 5%, z EBITDA na úrovni 8,35%. Okrem úrovne jednotlivých ukazovateľov možno pozitívne hodnotiť ich vývoj v posledných rokoch, ktorý zaznamenal relatívne významnú dynamiku.

4 Finančné výsledky podnikateľského subjektu na pozícii horného kvartilu

Snaha o detailnejšiu analýzu výsledkov dosiahnutých podnikateľskými subjektmi viedla k použitiu ďalšej štatistickej charakteristiky, a to horného kvartilu. Úroveň výsledkov prezentovaná touto štatistickou charakteristikou je úrovňou, ktorú dosahuje podnik na pozícii 75 percentilu. Ide o podnik, ktorý zdola ohraničuje štvrtinu najlepších podnikov. V tejto súvislosti je preto nevyhnutné mať na zreteli charakter ukazovateľov, t. j. či je žiaduci ich rast resp. pokles. Pre zjednodušenie bude v ďalšom texte tento podnik označovaný aj ako hornokvartilový podnik.

V prípade hornokvartilového podniku dosahujú oba ukazovatele likvidity v každom roku hodnotu vyššiu ako 4, čo svedčí o skutočnosti, že na uhradenie krátkodobých záväzkov potrebuje menej ako jednu štvrtinu krátkodobého majetku. Oba ukazovatele prekračujú horné hranice intervalu odporúčaných hodnôt čo vedie k zamysleniu, či veľmi dobrá situácia v oblasti platobnej schopnosti nepôsobí na pokles výkonnosti. V porovnaní s východiskovým rokom dosahujú v roku 2016 oba ukazovatele ešte vyššie hodnoty, čo umožňuje konštatovať, že platobná schopnosť hornokvartilového podniku sa zlepšovala.

Tabuľka 7

Ukazovatele likvidity subjektu na pozícii horného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele likvidity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likvidita 2. stupňa (bežná)	koef.	4,18	4,45	4,6	4,54	5,11	5,69	8,12	4,7	5,09	5,3
Likvidita 3. stupňa (celková)	koef.	4,52	4,84	5,01	4,97	5,55	6,19	8,67	5,04	5,34	5,63

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Obdobne ako pri mediánovom podniku, doba obratu zásob na nulovej úrovni svedčí o tom, že ani podnik na pozícii horného kvartilu nedisponuje zásobami. Rozdiely v porovnaní s mediánovým podnikom však vidieť vo všetkých ďalších ukazovateľoch aktivity. Hornokvartilovému podniku trvá v roku 2016 inkaso všetkých pohľadávok približne 16 dní. Inkaso len krátkodobých pohľadávok z obchodného styku je výrazne kratšie, trvá necelé 4 dni. V porovnaní s mediánovým podnikom sa výrazne zlepšila nielen platobná disciplína jeho obchodných partnerov, ale i jeho samotného. Splácanie všetkých záväzkov mu trvá približne 50 dní. Splácanie len krátkodobých záväzkov z obchodného styku netrvá ani 2 dni. Rovnako ako pri mediánovom podniku, i v prípade hornokvartilového podniku vidieť pri ukazovateľoch inkasa pohľadávok i splatnosti záväzkov v porovnaní s východiskovým rokom zlepšenie prejavujúce sa v podobe skrátenia jednotlivých lehôt. Úroveň obratu aktív informuje, že hornokvartilový podnik z 1€ investovaného v aktívach vyprodukuje viac ako 2€ tržieb. Výnimkou je len rok 2013, kedy sa obrat aktív nachádza relatívne tesne pod úrovňou hodnoty 2.

Tabuľka 8

Ukazovatele aktivity subjektu na pozícii horného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele aktivity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob	deň	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Doba splatnosti pohľadávok	deň	21,3	18,46	21,35	20,81	18,71	19,66	19,23	18,75	15,9	16,38
Doba splatnosti krátkodobých pohľadávok z obchodného styku	deň	8,05	4,08	4,64	4,36	3,92	4,32	4,5	4,73	3,36	3,64
Doba splatnosti záväzkov	deň	57,34	52,56	57,91	57,32	53,68	53,99	53,61	58,57	53,05	49,99
Doba splatnosti krátkodobých záväzkov z obchodného styku	deň	6,33	4,07	4,88	4,54	3,74	3,68	3,43	3,25	2,04	1,85
Obrat aktív	koef.	2,14	2,23	2,04	2,09	2,13	2,04	1,92	2,05	2,05	2,02

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Úroveň ukazovateľa celkovej zadlženosti umožňuje konštatovať, že hornokvartilový podnik financuje v roku 2016 necelých 18% aktív z cudzích zdrojov, pričom miera financovania aktív cudzím kapitálom ani v jednom zo sledovaných období neprekročila hranicu jednej pätiny. V prípade hornokvartilového podniku nielen ukazovateľ úverovej zadlženosti, ale aj dlhodobej zadlženosti vykazuje počas sledovaného obdobia nulové hodnoty, čo vypovedá o absencii financovania úverovými i dlhodobými cudzími zdrojmi. Schopnosť znášať zadlženosť prezentovaná ukazovateľom tokového zadlženia tlmočí, že hornokvartilový podnik je schopný splatiť z bilančného CF všetky svoje záväzky za takmer 1,7 roka. Ukazovateľ úrokového krytia vykazuje na pozícii horného kvartilu extrémne hodnoty, ktoré sú nahradené skratkou Inf.

Tabuľka 9

Ukazovatele zadlženosti subjektu na pozícii horného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele zadlženosti	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadlženosť aktív	%	19,69	18,97	19,17	19,48	17,86	16,15	11,64	19,48	18,5	17,93
Pomer VI k záväzkom	koef.				4,31	4,82	5,64	7,93	4,21	4,46	4,64
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úverová zadlženosť aktív	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úrokové krytie	koef.	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf
Tokové zadlženie	rok	2,21	2,09	2,61	2,58	2,57	2,89	2,88	2,14	1,79	1,69

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Poznámka: pomer VI k záväzkom v rokoch 2007 až 2009 nebol kvantifikovaný.

Pri hornokvartilovom podniku preukazujú všetky ukazovatele rentability veľmi dobré výsledky. V porovnaní s mediánovým podnikom sú výrazne lepšie o čom svedčí skutočnosť, že hornokvartilový podnik v roku 2016 dosahuje zhodnotenie vlastného kapitálu vyššie ako 32%, hrubú ziskovosť aktív cez 18%. Vysokú úroveň dosahuje i rentabilita tržieb kvantifikovaná nielen z prevádzkového zisku, ale aj z ostatných výsledkov majúcich podobu EBITDA, pridanej i novovytvorenej hodnoty. Všetky ukazovatele rentability, s výnimkou rentability vlastného kapitálu, v roku 2016 dosahujú v porovnaní s východiskovým rokom vyššiu mieru efektívnosti transformačného procesu.

Tabuľka 10

Ukazovatele rentability subjektu na pozícii horného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele rentability	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita vlastného imania	%	38,16	37,06	24,8	28,16	27,08	23,63	20,76	30,64	33,58	32,71
Rentabilita aktív - hrubá	%	13,32	13,29	8,97	9,54	9,23	8,13	7,84	16,63	18,68	18,08
Prevádzková rentabilita tržieb	%	12,86	12,56	10,01	10,24	9,98	9,52	9,82	16,41	18,76	18,98
Podiel NVH v tržbách	%	12,41	12,02	10,04	10,41	10,29	10,03	10,56	17,06	19,41	19,42
Podiel PH v tržbách	%	42,2	41,73	41,06	40,62	40,77	39,9	38,5	46,26	48,27	49,22
Podiel EBITDA v tržbách	%	21,05	21,43	18,63	18,65	18,57	17,28	17,57	24,98	26,74	27,4

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

5 Finančné výsledky podnikateľského subjektu na pozícii dolného kvartilu

Detailnejšia analýza výsledkov dosiahnutých podnikateľskými subjektmi bola realizovaná aj použitím štatistickej charakteristiky dolného kvartilu. Úroveň výsledkov prezentovaná touto štatistickou charakteristikou je úrovňou, ktorú dosahuje podnik na pozícii 25 percentilu. Ide teda o podnik, ktorý zhora ohraničuje štvrtinu najhorších podnikov. Obdobne ako pri použití horného kvartilu i tu je nevyhnutné zohľadňovať charakter ukazovateľov. Pre zjednodušenie bude v ďalšom texte tento podnik označovaný aj ako dolnokvartilový podnik.

Pri pohľade na ukazovatele likvidity dolnokvartilového podniku možno vidieť výsledky, ktoré nie sú uspokojivé. Likvidita tretieho stupňa sa vo všetkých rokoch sledovaného obdobia nachádza pod úrovňou 1, čo svedčí o podkapitalizácii minimálne $\frac{1}{4}$ podnikateľských subjektov. Hodnota celkovej likvidity na úrovni 0,75 v roku 2016 zároveň vypovedá, že na vysporiadanie $\frac{1}{4}$ krátkodobých záväzkov má podnik viazané prostriedky v dlhodobom majetku.

Tabuľka 11

Ukazovatele likvidity subjektu na pozícii dolného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele likvidity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likvidita 2. stupňa (bežná)	koef.	0,49	0,43	0,4	0,4	0,41	0,42	0,48	0,46	0,5	0,53
Likvidita 3. stupňa (celková)	koef.	0,73	0,67	0,63	0,62	0,64	0,64	0,7	0,67	0,72	0,75

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Kladná hodnota doby obratu zásob pri dolnokvartilovom podniku vypovedá o skutočnosti, že minimálne $\frac{1}{4}$ podnikateľských subjektov disponuje zásobami. V dolnokvartilovom podniku trvá v roku 2016 obrátka zásob necelých 15 dní. V porovnaní s východiskovým rokom došlo k skráteniu tejto lehoty na približne polovicu. Zlepšenie preukazujú aj všetky ďalšie ukazovatele aktivity. Dolnokvartilovému podniku trvá inkaso všetkých pohľadávok takmer 162 dní, inkaso len krátkodobých pohľadávok z obchodného styku je kratšie, trvá približne 83 dní. Zlepšilo sa i splácanie záväzkov, ktoré i napriek tomu trvá viac ako 2 roky, zatiaľ čo splácanie len krátkodobých záväzkov z obchodného styku trvá necelých 78 dní. Síce lepšiu, no napriek tomu stále veľmi nízku úroveň dosahuje využitie aktív.

Tabuľka 12

Ukazovatele aktivity subjektu na pozícii dolného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele aktivity	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob	deň	31,94	28,27	30,65	28,18	26,8	25,11	22,02	18,44	15,68	14,92
Doba splatnosti pohľadávok	deň	173,51	187,01	211,45	212,3	191,16	202,97	208,5	186	165,72	161,64
Doba splatnosti krátkodobých pohľadávok z obchodného styku	deň	98,67	90,29	104,4	106,36	99,97	104,44	108,08	99,34	86,5	83,2
Doba splatnosti záväzkov	deň	684,88	732	885,31	932,34	880,82	958,68	931,27	938,25	865,14	737
Doba splatnosti krátkodobých záväzkov z obchodného styku	deň	134,62	128,22	144,98	139,76	121,73	128,95	128,72	102,59	84,68	77,66
Obrat aktív	koef.	0,07	0,08	0,08	0,07	0,08	0,07	0,04	0,17	0,19	0,2

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Úroveň ukazovateľa celkovej zadlženosti poukazuje na veľmi vysokú mieru zadlženia dolnokvartilového podniku. V roku 2016 približne 93% jeho aktív je financovaných cudzími zdrojmi, pričom tieto majú prevažne krátkodobý charakter. Rovnako ako pri predchádzajúcich podnikoch i pri tomto podniku absentuje financovanie úverovými zdrojmi. Záporné úrokové krytie vypovedá o neschopnosti produkovať zdroj na krytie ceny cudzieho kapitálu.

Tabuľka 13

Ukazovatele zadlženosti subjektu na pozícii dolného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele zadlženosti	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadlženosť aktív	%	93,46	95,1	97,54	98,29	98,1	98,2	96,77	97,49	95,27	93,22
Pomer VI k záväzkom	koef.				0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,05	0,07
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	3,49	3,39	3,23	2,57	2,18	1,9	1,58	1,61	1,59	1,91
Úverová zadlženosť aktív	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úrokové krytie	koef.	-Inf	-Inf	-Inf	-Inf	-Inf	-Inf	-Inf	-7027	-215,5	-75,79
Tokové zadlženie	rok	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf	Inf

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

Poznámka: pomer VI k záväzkom v rokoch 2007 až 2009 nebol kvantifikovaný.

V dolnokvartilovom podniku takmer všetky ukazovatele rentability nadobúdajú záporné hodnoty, čo vypovedá o neefektívnosti transformačného procesu. Táto neefektívnosť sa prejavuje vo výsledkoch tohto procesu na rôznych úrovniach – jednak na úrovni celkového hrubého i čistého výsledku hospodárenia, prevádzkového výsledku, výsledku v podobe EBITDA i novovytvorenej hodnoty. Jediný kladný medzivýsledok je vykazovaný na úrovni pridanej hodnoty.

Tabuľka 14

Ukazovatele rentability subjektu na pozícii dolného kvartilu za roky 2007 – 2016

Ukazovatele rentability	m. j.	Roky									
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita vlastného imania	%	-14,94	-24,03	-64,69	-55,28	-52,13	-50,78	-31,41	-34,43	-23,76	-19,22
Rentabilita aktív - hrubá	%	-3,86	-5,73	-9,34	-7,91	-8,06	-7,45	-6,48	-3,32	-2,21	-1,9
Prevádzková rentabilita tržieb	%	-16,54	-21,05	-36,75	-33,26	-31,5	-30,43	-31,76	-10,53	-7,25	-6,07
Podiel NVH v tržbách	%	-23,21	-27,38	-44,51	-39,49	-36,24	-35,55	-36,4	-13,29	-9,78	-9,09
Podiel PH v tržbách	%	0,74	-0,21	-6,27	-4,79	-4,3	-5,09	-6,37	2,71	3,75	4,45
Podiel EBITDA v tržbách	%	-9,85	-13	-25,96	-23,72	-21,67	-21,85	-22,88	-4,32	-2,75	-1,75

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Cribis

6 Záver

Výsledky prezentujúce finančnú kondíciu podnikateľských subjektov sa výrazne líšia v závislosti od pozície daného subjektu v analyzovanej databáze. Výsledky subjektu nachádzajúceho sa na pozícii mediánu vykazujú relatívne dobrú úroveň. Umožňujú konštatovať, že tento podnik je platobne schopný, prekapitalizovaný. Vzhľadom na obchodnými partnermi, odberateľmi aj dodávateľmi, má dobre riadené. Ide o podnik, ktorý nie je extrémne zadlžený, miera financovania cudzím kapitálom osciluje okolo hranice 60%. Nedisponuje úverovými zdrojmi, zadlženosť má krátkodobý charakter. Je schopný generovať zdroje na vysporiadanie záväzkov, avšak táto schopnosť nie je dostačujúca. Transformačný proces riadi efektívne, t. j. ziskovo.

Výsledky podnikateľského subjektu nachádzajúceho sa na pozícii horného kvartilu vykazujú v porovnaní s mediánovým podnikom značne lepšiu úroveň. Umožňujú konštatovať, že ide o nadštandardne platobne schopný podnik, ktorý na uhradenie krátkodobých záväzkov potrebuje menej ako ¼ prostriedkov viazaných v krátkodobom majetku. Transakcie s obchodnými partnermi vysporiadava vo veľmi krátkej lehote. Na financovanie aktív používa v značnej miere vlastné zdroje, financovanie cudzím kapitálom neprekračuje hranicu 20%. Rovnako ako mediánový podnik ani on nedisponuje úverovými zdrojmi. Dosahuje vysokú mieru efektívnosti transformačného procesu, čo sa prejavuje schopnosťou generovať dostatok zdrojov na úhradu záväzkov v relatívne krátkom čase.

Výsledky podnikateľského subjektu nachádzajúceho sa na pozícii dolného kvartilu vykazujú v porovnaní s mediánovým podnikom značne horšiu úroveň. Vypovedajú, že ide o platobne neschopný podnik, podnik podkapitalizovaný s relatívne dlhou lehotou vysporiadania transakcií súvisiacich s obchodným stykom. Napriek tomu, že ide o extrémne zadlžený podnik – miera financovania cudzím kapitálom prekračuje hranicu 90%, nedisponuje úverovými zdrojmi. Transformačný proces riadi neefektívne, nie je schopný zhodnotiť vstupy dostatočnou mierou, čo sa prejavuje vo výsledkoch na rôznych úrovniach transformácie.

Bez ohľadu na pozíciu podnikateľského subjektu v analyzovanej databáze však možno konštatovať, že väčšina výsledkov prezentujúcich finančnú kondíciu má rovnaký trend vývoja. Najhoršie výsledky vykazovali podnikateľské subjekty v rokoch 2009 a 2010, kedy sa v nich prejavil vplyv finančnej krízy. Naopak, najlepšie výsledky boli vykazované v poslednom roku (rokoch), čo je bezprostredne naviazané na oživenie ekonomiky.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/2016 „Dopad vývoja globálnej ekonomiky a trendov smerovania hospodárstva eurozóny na finančné riadenie podnikateľských subjektov pôsobiacich v SR.“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Baba, BU, Abdul-Manaf, KB. (2016). Financial Ratios and Firm's Value: Evidence from Malaysia. *Advanced Science Letters*. Vol. 22, Issue 5-6, pp. 1415-1418. ISSN: 1936-6612.

Dinca, MS, Barbuta-Misu, N., Madaleno, M., Dinca, G, Deari, F. (2017). Integrated Analysis of EU Construction Companies' Financial Performances. *Journal of Construction Engineering and Management*. Vol. 143, Issue 6. ISSN: 0733-9364.

Elsayed, K., Wahba, H. (2016). Reexamining the relationship between inventory management and firm performance: An organizational life cycle perspective. *Future Business Journal*. Vol. 2, Issue 1, pp. 65-80. ISSN: 2314-7210.

Goldmann, K. (2017). Financial Liquidity and Profitability Management in Practice of Polish Business. *Financial Environment and Business Development*. Vol. 4, pp. 103-112. ISSN: 2364-5067.

Purnamasari, NEP, Purnamasari, I., Gautama, BP. (2016). The Influence of Financial Performance on Stock Price in Indonesian Oil and Gas Companies. *Proceedings of the 2016 Global Conference on Business, Management and Entrepreneurship*. Vol. 15, pp. 152-155, ISSN: 2352-5428.

Santis, P., Albuquerque, A., Lizarelli, F. (2016). Do sustainable companies have a better financial performance? A study on Brazilian public companies. *Journal of Cleaner Production*. Vol. 133, pp. 735-745. ISSN: 0959-6526.

Shin, HJ., Wood, CC., Jun, MJ. (2016). Does Effective Inventory Management Improve Profitability? Empirical Evidence from U.S. Manufacturing Industries. *International Journal of Information Systems and Supply Chain Management*. Vol. 9, Issue 3, pp. 26-45. ISSN: 1935-5726.

Zalai, K. et al. (2016). *Financial-economic enterprise analysis*. Bratislava: Sprint 2, 2016. ISBN 978-80-89710-22-5.

Daniela Tučníková

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: daniela.tucnikova@euba.sk

Efektívnosť finančnej správy a dlhodobá udržateľnosť daňových príjmov

Effectiveness of financial management and long-term sustainability of tax revenues

Katarína Vavrová

Abstract

Paper concerns the issue of assessment of reforms in effectiveness of financial management in the Slovak Republic. The objective of this paper is based on an analysis of theoretical cognitive research assessing tax administration reform in the Slovak Republic. We dedicate to ensuring of financial projects in program UNITAS. We also focus on the effectiveness of tax administration, we compare Slovak republic with selected countries of European Union in areas such as: expenses for Financial Administration, number of employees tax authorities on number of population, structure of employees by education and age, the number of tax returns filed. In the UNITAS program we therefore focus strongly on the changes summarized in the above-mentioned areas.

JEL classification: H 25

Keywords: tax administration, tax reform, effectiveness of tax administration

1 Úvod

Pomer daní k HDP je v Slovenskej republike na vzostupe, ale v porovnaní s ostatnými členskými štátmi EÚ je daňový príjem Slovenskej republiky naďalej relatívne nízky. Dane ako podiel na HDP vzrástli od roku 2010 o 4 percentuálne body približne na hodnotu 32 % v roku 2016. Odvody sú najväčším zdrojom daňových príjmov (43 % z celkových daňových príjmov v roku 2016), za ktorými nasledujú dane z produkcie a dovozu (34% a skladajú sa z povinných jednostranných platieb, v peňažnej alebo naturálnej podobe, ktoré vyberá verejná správa alebo Inštitúcie Európskej únie z titulu výroby a dovozu výrobkov a služieb, zamestnávania pracovných síl, vlastníctva alebo používania pôdy, budov alebo iných aktív používaných vo výrobe. Tieto dane sa platia bez ohľadu na to, či bol vytvorený zisk). Zlepšeniami vo výbere daní sa výrazne znížila daňová medzera Slovenska pri výbere DPH. Výpadky príjmov z DPH v roku 2015 boli približne o 7 percentuálnych bodov nižšie než v roku 2012. Napriek tomu sú tieto výpadky na úrovni 30 %, čo je jedna z najvyšších mier v Európskej únii a predstavujú viac než dvojnásobok priemeru Európskej únie, z čoho vyplýva, že dodržiavanie predpisov v rámci DPH je naďalej veľkou výzvou (CASE, 2016). Stále lepší výber DPH od roku 2012 je výsledkom niekoľkých opatrení, spomedzi ktorých treba spomenúť najmä kontrolný výkaz DPH. Ministerstvo financií odhaduje, že efektívna sadzba DPH vzrástla v druhom štvrtroku 2016 na 14,9 % z hodnoty 12% v roku 2012, čím sa v roku 2015 oproti roku 2012 získali dodatočné príjmy vo výške 0,9% HDP. V poslednom čase bolo vyvinuté úsilie zlepšiť kvalitu služieb pre daňovníkov. Platenie daní bolo ešte viac uľahčené zavedením elektronického podávania daňového priznania a platby DPH. Kvalita služieb je dôležitá aj z medzinárodného hľadiska. Ako uvádzajú Sedliačiková, Šatanová a Foltínová (2012), jednou z najdôležitejších realít je globalizácia.

Rámec zdaňovania je predmetom pomerne častých zmien. Napríklad na rok 2017 vláda predĺžila platnosť a zvýšila špeciálny odvod spoločností pôsobiacich v regulovaných odvetviach, pri ktorom sa predpokladalo, že v roku 2016 skončí. Toto opatrenie by sa dalo vnímať aj ako súčasť snahy o zníženie neprimeraných príjmov vyplývajúcich z neefektívne regulovaných sieťových odvetví. Bankový odvod, ktorého platnosť mala takisto uplynúť, bol predĺžený do roku 2020. Sadzba DPPO bola znížená z 22% na 21%, čím došlo k zvráteniu

nárastu, ktorý nadobudol platnosť len dva roky predtým. Vopred spomenuté zmeny sú len príkladom častých zmien v oblasti zdaňovania. Viacerí autori poukazujú na vplyv daní a verejnej správy na rozvoj podnikania a opačne (Harumová, 2012) a (Dobrovič et al., 2016).

Finančná správa sa naďalej zameriava na zlepšovanie dodržiavania predpisov vo výbere daní, hlavne DPH a to najmä prostredníctvom auditu. Približne 80 % všetkých auditov sa týka oblasti DPH a pochádza predovšetkým z kontrolných výkazov DPH. Počínajúc rokom 2017 umožní tzv. super zaistovací príkaz daňovým orgánom pri podozrení na daňový podvod skonfiškovať v rámci prevencie aktíva daňovníkov. Od roku 2017 sa obdobie, počas ktorého môžu auditovaní daňovníci spochybniť nestrannosť daňových auditorov, skráti na 15 dní. V roku 2017 finančná správa zároveň plánuje riešiť vysoký počet podvodných registračných pokladní a rozšíriť využívanie virtuálnych registračných pokladní. Postupne sa skúmajú neauditované činnosti, aby sa zabezpečilo dodržiavanie daňových predpisov. Kontrolné činnosti a krížová kontrola sú v súčasnosti základnými kameňmi stratégie dodržiavania predpisov, no stále zjavne chýba holistický prístup k auditovaniu daňovníkov. Finančné úrady by mali motivovať daňovníkov (Alm and Torgler, 2011).

V roku 2017 však finančná správa plánuje vypracovať *index daňovej spoľahlivosti*, čo je nástroj na identifikáciu a rozlišovanie medzi daňovníkmi plniacimi si daňové povinnosti a daňovníkmi neplniacimi si daňové povinnosti, ktorý umožňuje prijať preventívne i nápravné opatrenia. Celkovo možno konštatovať, že pokrok v oblasti elektronickej verejnej správy prostredníctvom plánu elektronickej komunikácie a zriadenia call centra pre daňovníkov pravdepodobne prispievajú k zlepšeniu služieb pre daňovníkov, k čomu napomôže aj plán administratívy reorganizovať Úrad pre vybrané daňové subjekty. Efektívnosť správy možno hodnotiť aj v súvislosti makroekonomických veličín. Fundamentálnu závislosť makroekonomických veličín a časovú koreláciu medzi európskymi trhmi skúmala ďalšia štúdia (Connor and Suurlaht, 2013). Spojené analytické centrum, ktoré v sebe spája analytické kompetencie a kompetencie v oblasti vymáhania právnych predpisov, má pomôcť realizovať lepšiu a rýchlejšiu výmenu informácií a zlepšiť úsilie na boj proti daňovým podvodom.

2 Ciele a metódy

Prostredníctvom dostupných zdrojov sa objasňuje problematika reformy daňovej správy v Slovenskej republike. Hlavným cieľom príspevku je prostredníctvom teoretických poznatkov a výskumu zhodnotiť spomínanú reformu v oblasti daňovej správy, ktorej cieľom bol jednotný výber v oblasti daní, cieľ a poistných odvodov. Vymedzenie najdôležitejších zmien, cieľov a prínosov, ktoré reforma priniesla. Taktiež sa venujeme efektívnosti daňovej správy, pričom Slovenskú republiku porovnávame s vybranými krajinami V4 prostredníctvom vybraných ukazovateľov. Následne sa zmienime o udržateľnosti výberu daní.

Metódu *komparácie* sme využívali hlavne pri porovnávaní Slovenskej republiky s vybranými krajinami Európskej únie a hlavne s krajinami V4. Použitá bola aj *metóda E-filling*, ktorá predstavuje priemer za daň z príjmov pre fyzické osoby, daň z príjmov pre právnické osoby a daň z pridanej hodnoty ako podiel elektronicke podaných priznaní. Súčasťou príspevku sú aj *grafické metódy*, ktoré sú prehľadné a ľahko interpretovateľné. Grafy sú ilustrované hlavne v oblasti efektívnosti daňovej správy, pričom sme porovnávali Slovensko s ostatnými krajinami, grafické zobrazenie využívame pri prehľade podania elektronicke daňových priznaní, pri výdavkoch Finančnej správy. Súčasť tvoria aj tabuľky, v ktorých ilustrujeme metodiku a postup daňových reforiem, implementáciu programov UNITAS, harmonogram aktivít programu UNITAS, ciele a prínosy programu UNITAS, daňovo-odvodový systém a schémy medzi ktoré patrí štruktúra orgánov Finančnej správy,

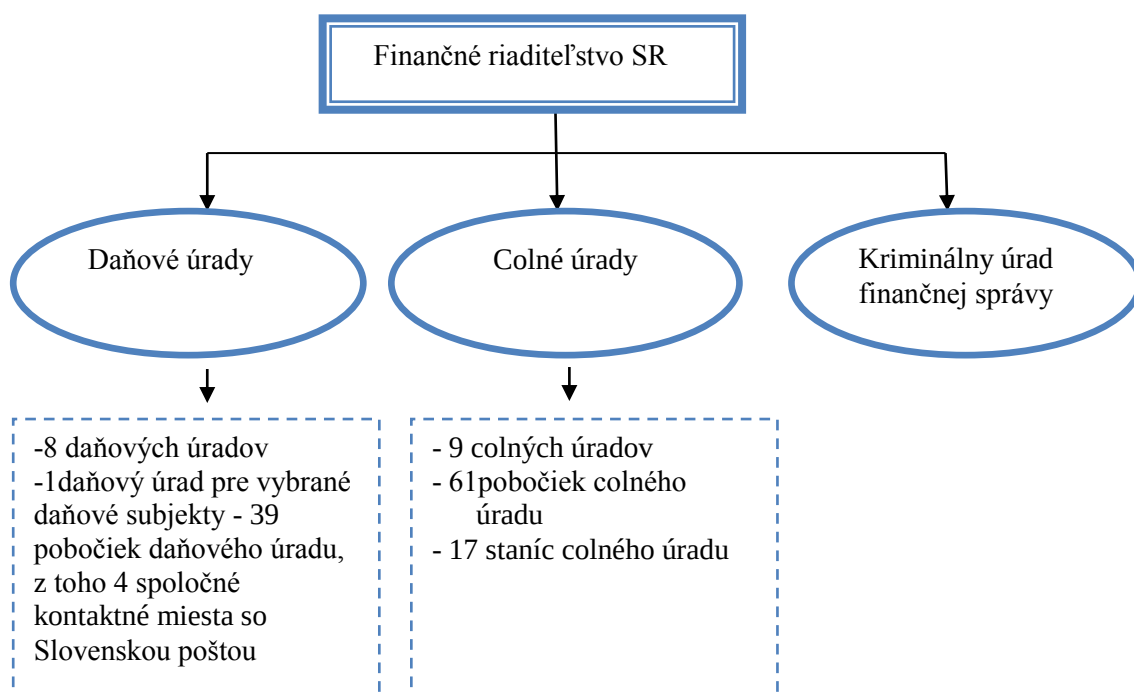
organizačná štruktúra Finančného riaditeľstva, konceptuálny návrh informačného systému Finančnej správy, Karta vyrovnaných výkonov, špecifikácia elektronických služieb.

3 Stav riešenej problematiky v oblasti manažmentu finančnej správy

Predmetom činnosti finančnej správy je vykonávanie úloh stanovených zákonom č. 333/2011 Z. z., zákonom č. 479/2009 Z. z., zákonom č. 652/2004 Z. z. o orgánoch štátnej správy v colníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a inými všeobecne záväznými právnymi predpismi ako aj medzinárodnými zmluvami, ktorými je Slovenská republika viazaná. V súčasnosti štruktúru finančnej správy tvorí Finančné riaditeľstvo Slovenskej republiky, 8 daňových úradov a Daňový úrad pre vybrané daňové subjekty s pobočkami a kontaktnými miestami, 9 colných úradov s pobočkami a stanicami a Kriminálny úrad finančnej správy (viď. Obrázok 1).

Obrázok 1

Štruktúra orgánov finančnej správy



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z údajov dostupných na internete: Bozsik, Sándor. 2014. *Komparatívna analýza Finančnej správy Maďarska a Slovenska*. In: Mladá veda/ Young Science, [online]. č. 2, 2014 [cit. 2017-14-03]. s. 119. URL: <http://www.mladaveda.sk/casopisy/04/04_2014_14.pdf>.

Daňové úrady - medzi hlavné činnosti daňových úradov patrí vykonávanie správy daní a kontrola vyberania a platenia správnych poplatkov. Na základe zákona je zriadených 8 daňových úradov v sídlach VÚC. V Bratislave sídli Daňový úrad pre vybrané daňové subjekty, ktorý má pôsobnosť na celom území Slovenskej republiky.

3.1 Princípy uplatňované v daňovej správe

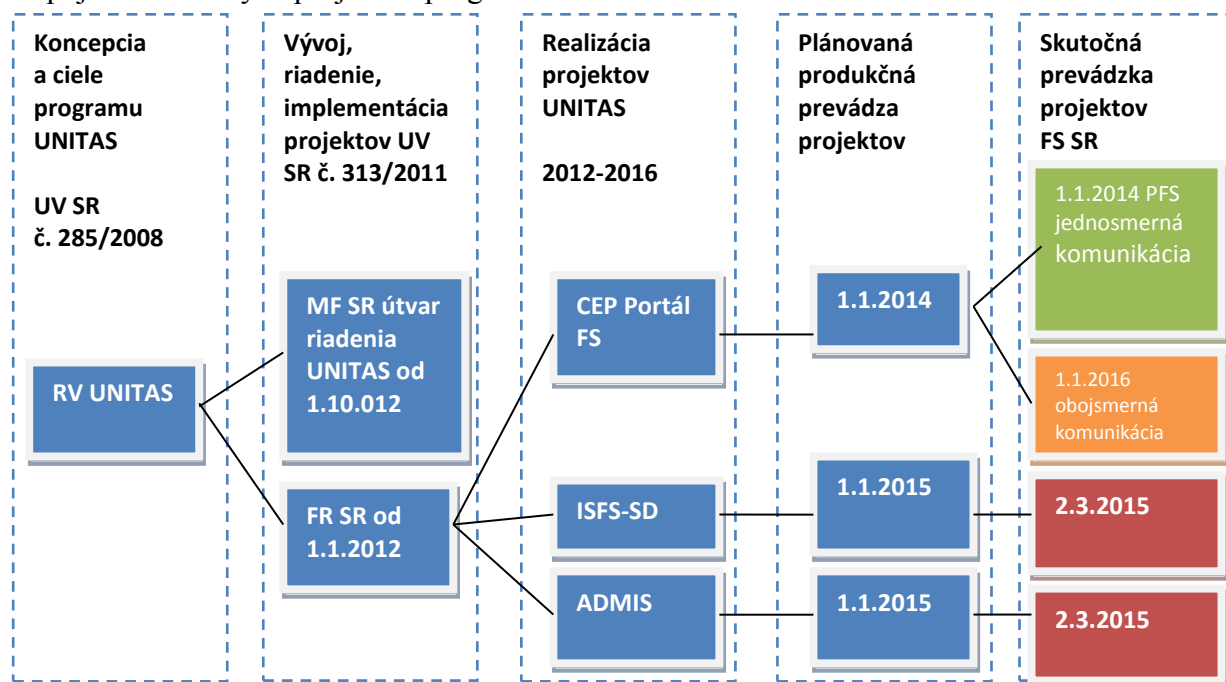
Tradičné princípy sú uplatniteľné pre daňovú a colnú správu a slúžia ako hlavné východiská pri formulovaní návrhov už čiastočne prevedenej reformy. Tieto princípy môžeme zhrnúť do šiestich základných bodov, ktoré sú v súlade s prístupom medzinárodných organizácií ako je Svetová banka, Medzinárodný menový fond, Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj a ktoré rešpektuje i predkladaný návrh, Daňová reforma predstavuje súhrn zmien v existujúcom daňovom systéme (alebo tvorba úplne nového systému), s presne

vymedzenými cieľmi, ktoré sú realizované na základe kompromisu politických a ekonomických rozhodnutí, ktoré sú zapracované do novelizovaných alebo nových legislatívnych noriem štátu účinnosťou od určitého, presne vymedzeného dátumu. Komplexnosť a úspešnosť daňových reforiem závisí predovšetkým od toho, z akých východísk daňoví experti a politici právneho a ekonomického zamerania sú ochotní a schopní pri príprave a realizácii daňovej reformy vyjsť.

- *vládny návrh zákona o orgánoch štátnej správy v oblasti daní, poplatkov a colníctva*
- predkladaným návrhom sa realizovala prvá fáza reformy daňovej a colnej správy s výhľadom zjednotenia výberu daní, cla a poistných odvodov, a to spojenie daňovej a colnej správy na úrovni riaditeľstiev – vytvorením Finančného riaditeľstva Slovenskej republiky. Vytvorila sa finančná správa, avšak zostali zachované daňové a colné úrady. Uvedeným krokom sa predíde nárazovému prerušeniu ustálených procesov, čo by mohlo nežiaduco pôsobiť na riadnu funkčnosť finančnej správy a negatívne ovplyvniť prístup relevantných subjektov k tejto správe.

Schéma 1

Prepojenie kľúčových projektov programu UNITAS



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z NKÚ.

Vysvetlivky CEP – centrálny elektronický priečinok, ISFS-SD – integrovaný systém Finančnej správy, ADMIS- administratívny systém finančnej správy, RV – realizačný výbor, PFS – projekty finančnej správy

3.2 Kľúčové vecné zmeny

Všetky opatrenia programu UNITAS sledujú globálny cieľ, ktorým je vytvorenie zákaznícky orientovaného, efektívneho a účinného systému, ktorý pokrýva všetky colné, daňové a poistno-odvodové povinnosti. UNITAS prináša zmeny, ktoré môžeme zhrnúť do nasledujúcich oblastí:

1. Optimalizácia systému riadenia a organizovania.
2. Optimalizácia procesov.
3. Elektronizácia.
4. Riadenie zmien a kvality interných výkonov.

5. Riadenie ľudských zdrojov.

Hlavné dôvody integrácie daňovej a colnej správy sú:

- Zmiernenie alebo odstránenie administratívnych bremien na strane povinných osôb a jednoduchšia a komfortnejšia komunikácia subjektov s jedným kontaktným miestom.
- Dosiahnutie úspor na základe kombinácie rovnakých resp. podobných procesov a odstránenie duplicitných procesov, vďaka centralizácii podporných služieb a využitie synergických efektov – pomocou efektívnej spolupráce je možné zdieľať pracovnú záťaž a znižovanie nákladov na chod samotnej inštitúcie.
- Zvýšenie účinnosti na základe integrácie procesov výberu, kontroly a služieb, lepšia správa pohľadávok štátu prostredníctvom možnosti ich vzájomného započítania a silnejšieho postavenia pri konkurzoch.

Zjednotenie s cieľom, či už z pohľadu klienta alebo samotnej verejnej správy boli všetky činnosti vykonávané účinne, jednoducho a efektívne. Súčasťou optimalizácie týchto procesov je ich automatizácia a štandardizácia (OECD 2015).

Hlavné prínosy optimalizácie procesov pre klienta :

- maximalizácia elektronickej komunikácie,
- zjednodušenie právnych predpisov,
- skvalitnenie metodologickej podpory, zvýšenie konzistentnosti prístupu voči klientom,
- proaktívna komunikácia zo strany finančnej správy voči klientom,
- spracovanie platieb vykonávané štátom s minimálnym zapojením subjektov,
- redukcia krokov potrebných na splnenie povinností,
- zavedenie jednotného pohľadu na finančné zúčtovanie klienta voči štátu.

Hlavné prínosy optimalizácie procesov pre verejnú správu

- zdieľaním dát o klientoch sa zvyšuje transparentnosť a dodržiavanie zákona,
- na základe zjednotenia procesov sa odstraňuje prekrývanie a duplicita činností,
- jednotný pohľad na klienta a výmena údajov medzi organizáciami povedú k nižším únikom,
- zefektívnenie, zjednodušenie a sprehľadnenie systému výberu, čím sa podporí tvorba úspor verejných financií.

Hlavné zmeny v procesoch z pohľadu klienta:

- centralizácia služieb pre verejnosť,
- zjednotenie a zjednodušenie formulárov pre povinné subjekty,
- zavedenie jednotného identifikátora fyzických a právnických osôb

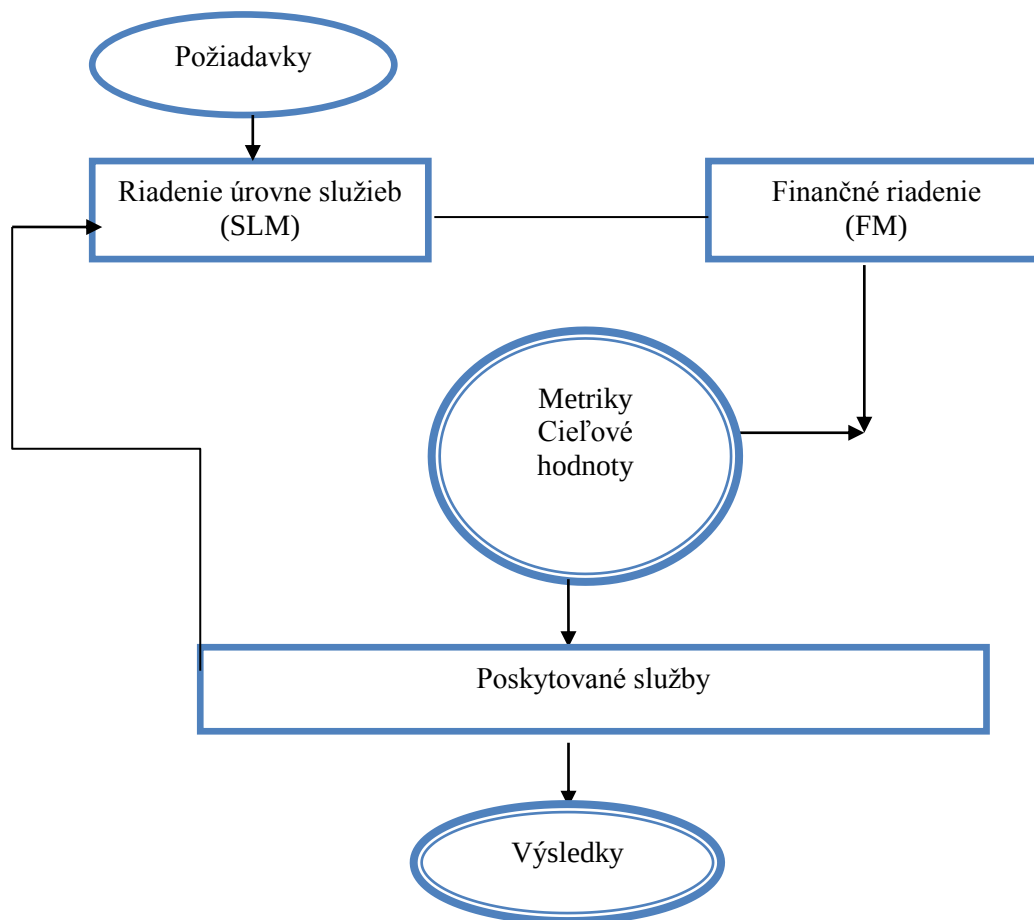
3.3 Riadenie zmien a kvality interných výkonov finančnej správy

Na zabezpečenie kvality výkonov, služieb je potrebné nepretržite reagovať na meniace sa okolie, či už v oblasti legislatívy alebo iných zmien. Aby mohla Finančná správa Slovenskej republiky adekvátne reagovať na tieto zmeny boli **zavedené nástroje** ako sú: **riadenie zmien a projektov, riadenie úrovne služieb, riadenie rizík, tvorba koncepcií, neustále zlepšovanie procesov, meranie výkonnosti a karta vyrovnaných výkonov**. Podrobnejšie sa budeme zaoberať len vybranými nástrojmi.

Riadenie úrovne služieb (Service Level Management) v skratke SLM., zahŕňa monitoring a riadenie kvality služby na základe definovaných indikátorov kvality, ktoré patria medzi základné kľúčové indikátory výkonnosti v organizácií. Tieto indikátory vyjadrujú požadovanú výkonnosť (kvalita, hospodárnosť, efektívnosť). Používajú sa na všetkých úrovniach riadenie organizácie, najmä v strategickom riadení, riadenia podľa cieľov a v riadení služieb.

Schéma 2

Životný cyklus procesov riadenia úrovne služieb

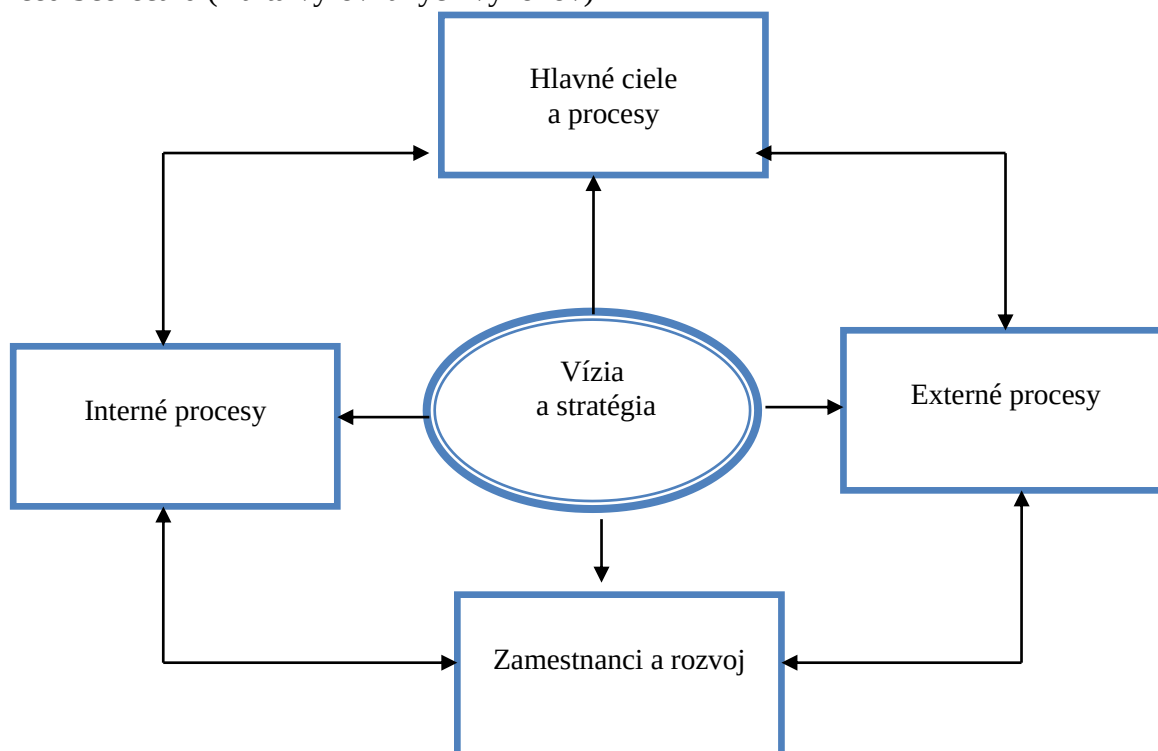


Zdroj: vlastné spracovanie podľa MFSR.2010. *Koncepcia reformy daňovej colnej správy s výhľadom zjednotenia výberu daní, cla a poisťných odvodov*. [cit.2017-03-20]. Bratislava, 2010, s 68. Dostupné na internete: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7270>>.

Ďalším nástrojom, ktorým sa budeme podrobnejšie zaoberať je **Meranie výkonnosti a karta vyrovnaných výkonov**. Balance Scorecard (BSC) v preklade systém vyvážených ukazovateľov, alebo karta vyrovnaných výkonov je systém strategického riadenia a merania výkonnosti organizácie vyvinutý americkými konzultantmi Robertom S. Kaplanom a Davidom P. Nortonom v 90. rokoch 20. storočia. Ciele a ukazovatele BSC sa odvíjajú od vízie, poslania a stratégie podniku a vyjadrujú jeho výkon zo štyroch hľadísk, a to finančného, zákazníckeho, interných procesov, učenia a rastu. Táto metóda bola pôvodne zameraná na strategické riadenie organizácie, ale postupne sa tiež rozvinula na úroveň operatívneho riadenia a predstavuje tak ucelený systém plánovania a riadenia. Dosiahnutie strategických cieľov je podmienené dosahovaním tzv. Kritických faktorov úspechu v skratke KFÚ (Tarišková, 2013).

Schéma 3

Balanced Scorecard (Karta vyrovnaných výkonov)



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov dostupných na stránke UNITAS jednotný výber daní, cla a odvodov.[cit.2017-03-20].Bratislava,2010. Dostupné na internete: <<http://www.unitas.gov.sk/Default.aspx?CatID=4772>>.

Inovácie v oblasti podnikových manažérskych princípov a procesov poskytujú dlhodobý rozvoj a sú zdrojom dramatických zmien konkurenčnej pozície podniku na trhu. Kontrolná skupina Národného kriminálneho úradu Slovenskej republiky pozitívne hodnotila v súlade s koncepciou rozvoja Finančnej správy na roky 2014 až 2020 bola pre meranie jej výkonnosti vypracovaná *Karta vyrovnaných výkonov*, a to ako jeden zo schválených spôsobov hodnotenia a monitorovania plnenia strategických cieľov. Na základe podmienok Finančnej správy boli pre jednotlivé procesy v Karte vyrovnaných výkonov definované tieto činnosti : *hlavné procesy*, ktoré sú zamerané na zabezpečenie plnenia príjmov do štátneho rozpočtu prostredníctvom výberu daní a ciel, *interné procesy*, ktoré majú za úlohu zefektívňovať vnútornú organizáciu a štruktúru, *externé procesy* sú zodpovedné za zlepšovanie poskytovania služieb klientom (daňovým subjektom) a *činnosti v oblasti rozvoja a zamestnancov*, ktoré sú zamerané na realizáciu rozvojových zámerov organizácie, vrátane zabezpečovania odborného rastu zamestnancov v organizácii.

4 Výsledky práce v oblasti merania efektívnosti finančnej správy v rámci štátov EÚ

Ako sme uvádzali, že a meranie efektívnosti daňovej správy v jednotlivých krajinách Európskej únie musíme v prvom rade poznať predpoklady modernej efektívnej správy daní. Daňová správa by mala byť efektívna v zmysle zabezpečovania vysokej úrovne dodržiavania predpisov zo strany daňových poplatníkov a účinná v tom zmysle, že administratívne náklady by mali byť nižšie v porovnaní so získanými príjmami zabezpečených výberom. Okrem toho daňový systém predstavuje jedno z hlavných rozhraní medzi občanom a štátom v ktorejkoľvek krajine, čiže spôsob, akým sú dane spravované môže ovplyvniť nielen politickú budúcnosť dnešnej vlády, ale tiež zásadnejšie dôveru verejnosti voči vláde. Daňová správa tak

môže zohrávať rozhodujúcu úlohu pri formovaní hospodárskeho rozvoja. Ako dobre funguje daňová správa závisí do značnej miery na prostredí, v ktorom pôsobí, pričom povaha daňovej štruktúry a právneho systému sú faktormi, ktoré na daňovú správu v značnej miere pôsobia. Ďalšími faktormi môžu byť štruktúra a povaha hospodárstva a využívanie elektronických služieb.

4.1 Efektívnosť daňovej správy v rámci štátov EÚ

Na **meranie efektívnosti daňovej správy** v jednotlivých krajinách Európskej únie by sa mali v prvom rade analyzovať predpoklady modernej efektívnej správy daní. Moderná správa daní podľa pokynov OECD by sa mala zamerať na najlepší pomer medzi kvalitou služieb a cenou cez zefektívňovanie procesov a spájanie výberu daní, cieľ a odvodov. Taktiež by sa mala zvyšovať transparentnosť v oblasti výkonu s dôrazom na hodnotenie a monitorovanie cieľov, budovanie analytických jednotiek, prehlbovanie využívaných analytických metód a zvyšovanie ich zrozumiteľnosti pre verejnosť, hodnotiť výkonnosť zamestnancov, elektronizácia a rozvíjanie procesov a produktov na pomoc daňovníkom k smerom samotnému vybaveniu ich daňových náležitostí, zlepšovanie kvality a rozsahu online služieb, zjednodušenie platenia a administrácie daní daňovníkov. S problematikou efektívnosti úzko súvisí aj dopad neštandardných nástrojov centrálnych bánk na vývoj verejných správ a preto je v centre záujmu viacerých vedeckých štúdií (Rogers et al., 2015) a (Neely, 2015) a výkon v oblasti riadenia kvality (Minárová et al., 2015).

Prvým aspektom efektívnej daňovej správy je kritérium realizovania spoločného výberu daní. Efektívnosť daňovej správy nie je možné merať prostredníctvom jedného komplexného ukazovateľa vzhľadom na nejednotnosť výberu daní. Jedným z relatívnych ukazovateľov efektívnosti daňových správ na národnej úrovni je *počet zamestnancov v správe daní prepočítaný na obyvateľa krajín*. Z tohto aspektu sa budeme zameriavať na efektívnosť daňovej správy Slovenskej republiky s krajinami Európskej únie a hlavne komparáciu s krajinami V4 (Slovensko, Poľsko, Maďarsko, Česko). Ďalším významným faktorom pre efektívnosť daňovej správy je *administrácia daní*. Pre ilustráciu efektívnosti daňových správ zobrazujeme niekoľko tabuliek v danej oblasti.

4.2 Vývoj a štruktúra výdavkov Finančnej správy Slovenskej republiky

Napriek zlúčeniu colnej a daňovej správy výdavky sa v posledných rokoch neznížili, naopak vzrástli. Od reformy daňovej a colnej správy výdavky vzrástli na sumu 89 miliónov €, pričom v roku 2015 predstavovali výdavky hodnotu 286 miliónov €, čo je viac ako trojnásobné zvýšenie výdavkov. Na raste výdavkov sa významne podieľali bežné výdavky a taktiež investície do informačných systémov.

Tabuľka 1

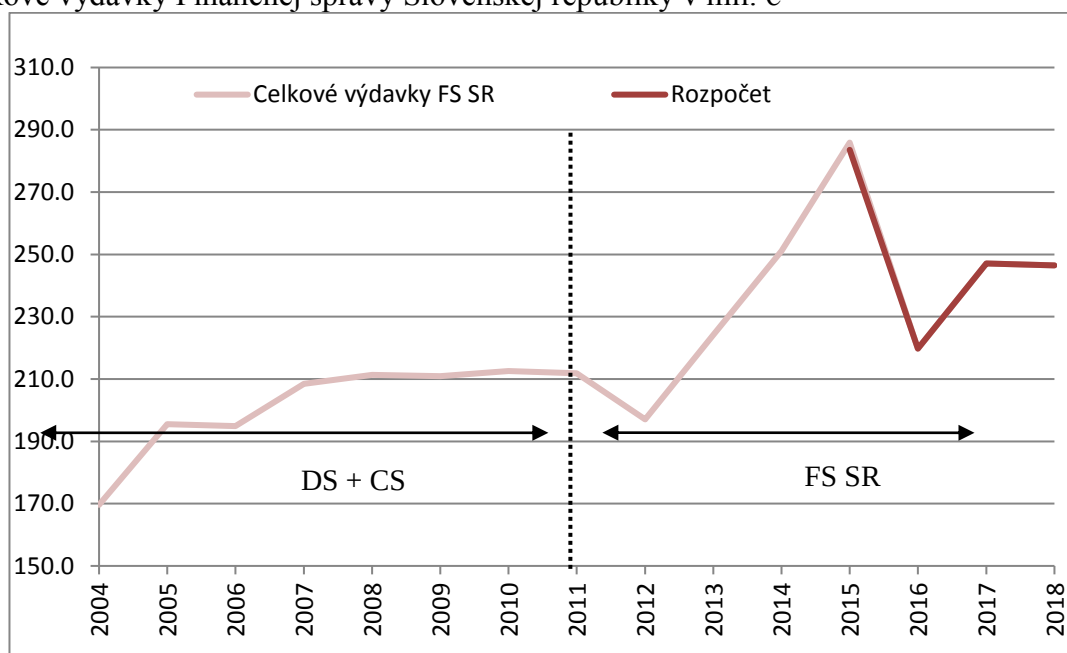
Výdavky Finančnej správy Slovenskej republiky v mil. eur

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Osobné výdavky	152	139	140	153	160	166	159
2. Výdavky na tovary a služby	47	50	41	41	49	66	47
3. Prevádzkové výdavky (1+2)	199	189	181	194	209	232	206
4. Kapitálové výdavky	12	19	13	29	40	49	11
5. Celkové výdavky (3+4)	211	208	194	223	249	281	217

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z MFSR

Graf 1

Celkové výdavky Finančnej správy Slovenskej republiky v mil. €



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z MF SR. Vysvetlivky: DS - daňová správa, CS – colná správa, FS SR – Finančná správa SR.

Ako vidieť na základe grafu, výdavky po reforme daňovej a colnej správy, ktorá sa začala v roku 2012 začali výrazne rásť. K rastu výdavkov vo významnej miere prispeli výdavky na mzdy, v posledných rokoch výrazne prispievajú k nárastu hlavne kapitálové výdavky a nákupy tovarov a služieb. Najvyššie náklady v každom roku predstavujú osobné výdavky. Nárast výdavkov je taktiež zapríčinený nákladmi v oblasti zavádzania informačných systémov a elektronizácií.

4.3 Finančná správa v súvislosti s informačnými technológiami

Slovensko na základe priemeru za roky 2012 a 2013 vynakladalo značné finančné prostriedky do oblasti informačných technológií. Podiel týchto výdavkov predstavuje viac ako 20 %, čo je najviac zo všetkých porovnávaných krajín. Ani tieto výdavky nepriniesli výrazný efekt, ktorý by viedol k poklesu nákladov. Skúsenosti krajín OECD naznačujú, že dlhodobovo vyššie výdavky v oblasti informačných technológií by mali viesť k menšiemu podielu administratívnych nákladov a k lepšiemu využívaniu elektronických služieb.

Tabuľka 2

Medzinárodné porovnanie využívania e-služieb a výdavkov na IT (stav k roku 2015)

	<i>Metóda e-filing</i>	<i>Podiel IT výdavkov</i>	<i>Zamestnanosť</i>	<i>Administratívne náklady</i>	<i>Index nákladov výberu dane</i>
Slovensko	30%	17,9%	796	0,18 %	1,43%
OECD priemer	77 %	11,3 %	1657	0,19 %	0,89 %
<i>Rakúsko</i>	88,7 %	26,8 %	1132	0,16%	0,67 %
<i>Maďarsko</i>	72,7%	6,5%	555	0,42 %	0,40 %
<i>Slovinsko</i>	99,3 %	10,6 %	871	0,27 %	0,89 %
<i>Izrael</i>	65,0 %	2,9 %	1579	0,18 %	0,94 %
<i>Holandsko</i>	98,7 %	15,5 %	804	0,32 %	0,95 %

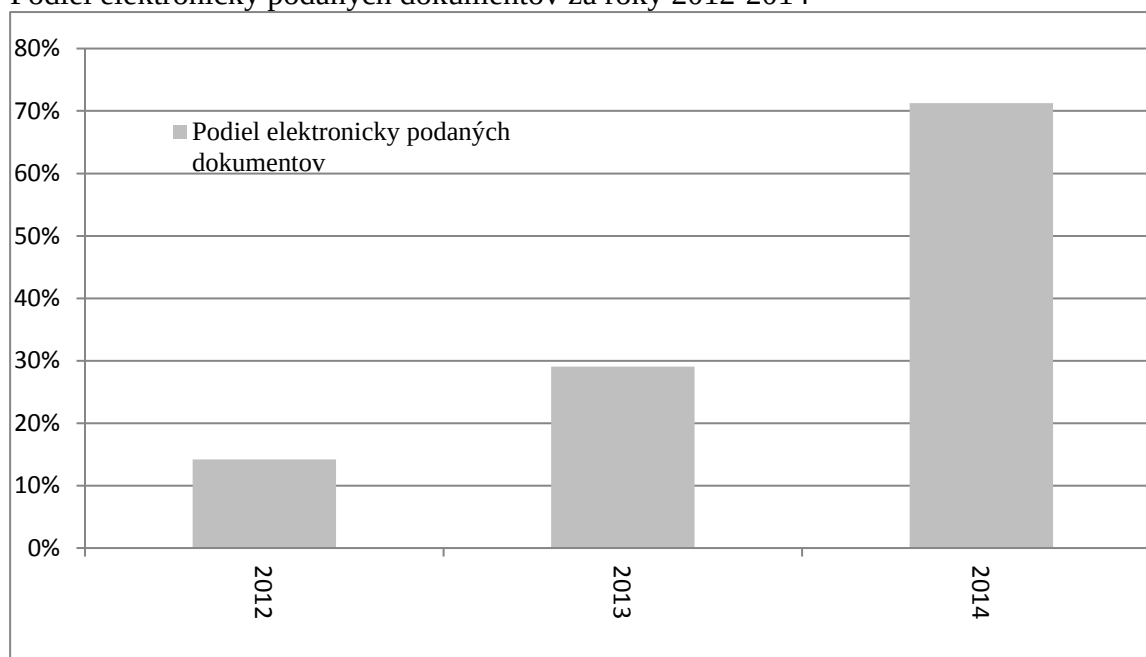
<i>Španielsko</i>	98,0 %	-	2081	0,11 %	0,67 %
<i>Belgicko</i>	83,0 %	4,5 %	573	0,30 %	1,17 %
<i>Estónsko</i>	97,7 %	-	1343	0,14 %	0,40 %

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z OECD Tax Administration 2015.

E-filing predstavuje priemer za daň z príjmov pre fyzické osoby, daň z príjmov pre právnické osoby a daň z pridanej hodnoty ako podiel elektronicky podaných priznaní. Zamestnanosť predstavuje počet obyvateľov na jedného zamestnanca finančnej správy, ktoré predstavujú daňové a podporné funkcie. Administratívne náklady predstavujú v našej tabuľke percentuálne zobrazenie pre daňové a podporné funkcie. Priemer elektronicky podaných priznaní na Slovensku za rok 2013 predstavovalo 30 %, čo je najmenej zo sledovaných krajín. Slovensko sa nachádzalo pod priemerom OECD, ktorý predstavuje 77 %. Slovensko vynakladalo značné finančné prostriedky v oblasti informačných technológií, pričom priemer OECD predstavoval 11,3 %. Viac výdavkov do informačných technológií vynaložili len Rakúsko (26,8%). Na jedného zamestnanca finančnej správy pripadá najnižší počet obyvateľov v Maďarsku, Belgicku a nasleduje Slovensko (796 obyvateľov na jedného zamestnanca finančnej správy. Priemer OECD predstavuje 1657 obyvateľov na jedného zamestnanca, čo je takmer dvojnásobný počet. Najvyššie administratívne náklady sú v Maďarsku. Slovensko dosahuje takmer totožnú hodnotu ako je priemer OECD. Index nákladov výberu dane na Slovensku predstavuje najvyššiu hodnotu 1,43 % k pomeru sledovaných krajín, pričom priemer OECD je stanovený na hodnotu 0,89 %.

Graf 2

Podiel elektronicky podaných dokumentov za roky 2012-2014



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov získaných z MFSR.

Ako vidieť podľa grafu v roku 2012 bol podiel elektronicky podaných dokumentov 12%. Od vzniku Finančnej správy začal prudko narastať podiel elektronicky podaných dokumentov, keď v roku 2013 už predstavoval hodnotu takmer 30 %, čo je výrazný nárast oproti predchádzajúcemu roku. V roku 2014 predstavoval tento podiel hodnotu 71%. Daňové priznania, ktoré sú podávané elektronickou formou zjednodušujú dobrovoľné plnenie

daňových povinností. Aj napriek tomu Finančná správa Slovenskej republiky v medzinárodnom meradle zaostáva a je podpriemerná v rámci štátov OECD.

5 Diskusia

Rozpočet na roky 2016 - 2018 stanovuje ambicióznou cieľovú hodnotu deficitu verejnej správy na rok 2016 - 2017 vo výške 1,93% hrubého domáceho produktu (HDP). Tomu zodpovedá medziročný pokles štrukturálneho deficitu (metodika Európskej komisie) v roku 2016 o 0,5% HDP, čím by mal dosiahnuť úroveň 1,7% HDP. V prípade dodržania fiškálnych cieľov by európske pravidlá v rámci preventívneho mechanizmu Paktu stability a rastu mali byť za rok 2017 splnené. NBS však upozorňuje na viaceré riziká rozpočtu na budúce obdobia. V prípade materializácie najpravdepodobnejších rizík by deficit mohol dosiahnuť úroveň 2,5% HDP (rizikový scenár NBS), čomu zodpovedá úroveň štrukturálneho deficitu 2,3% HDP. Takáto úroveň by teda bola výrazne vzdialená cieľu 0,5% HDP, ktorý by mal platiť už o rok neskôr. K hodnoteniu udržateľnosti verejných financií využíva Európska komisia niekoľko kompozitných ukazovateľov. Hodnotiaca správa Európskej komisie pre Slovenskú republiku poukazuje na potrebu proreformných politík zvyšujúcich potenciál slovenskej ekonomiky a efektívnosť sociálnych systémov v odozve na výzvy spojené so starnutím populácie. Zároveň by sa mali udržať verejné financie v takej kondícii, aby sa vytvárali úspory pre krytie nákladov budúcich období bez ohrozenia potenciálneho ekonomického rastu. Z hľadiska dlhodobého hodnotenia fiškálnej udržateľnosti verejných financií sa NBS zamerala na ukazovateľ S2 (*ukazovateľ* dlhodobej udržateľnosti), ktorý indikuje potrebu takej zmeny primárnej bilancie, ktorá rešpektuje rozpočtové ohraničenie v čase vrátane nákladov spojených so starnutím populácie. S2 ukazovateľ má dve zložky: zložku označovanú ako počiatočná rozpočtová pozícia (Initial budgetary position, IBP) a zložku vyjadrujúcu potrebu dodatočného zlepšenia vyplývajúcu zo starnutia populácie. IBP v podstate vyjadruje priestor na zlepšenie primárnej bilancie na takú úroveň, aby budúca úroveň dlhu bola stabilná a neexplodovala do neudržateľných úrovní.

6 Záver

Hodnotiaca analýza v rámci Finančnej správy v roku 2016 vykonaná jednotlivými odbornými útvarmi v súlade s realizovanými aktivitami vyplývajúcimi z Koncepcie rozvoja finančnej správy na roky 2014 – 2020 sprostredkovala výsledky v zlepšovaní procesov organizácie, zvyšovaní kvality a výkonnosti vo všetkých oblastiach jej činnosti, v príprave na realizáciu ďalších reformných zmien súvisiacich so zámermi v oblasti zjednotenia výberu daní a cla, cieľovo s výberom poistných odvodov. Finančná správa (FS) v roku 2016 realizovala aktivity smerujúce k zapojeniu sa do možnosti čerpania finančných prostriedkov z eurofondov v rámci programového obdobia 2014 – 2020, a to prostredníctvom Operačného programu Efektívna verejná správa a Operačného programu Integrovaná infraštruktúra. Na zabezpečenie zefektívnenia výberu daní a cla bol zo strany FS navrhnutý národný projekt, ku ktorému sa v roku 2016 pripravovala súvisiaca projektová dokumentácia. V zmysle schváleného Systému riadenia výkonnosti FS bolo v roku 2016 realizované monitorovanie a hodnotenie výkonnosti jednotlivých úradov finančnej správy a sekcie inšpekcie a vnútornej kontroly. Systém riadenia výkonnosti FS je založený na definovaní ukazovateľov výkonnosti vo väzbe na strategické ciele a zámery FS schválené v Koncepcii rozvoja finančnej správy na roky 2014 - 2020 a zároveň zohľadňuje aktuálne potreby a požiadavky FS. Monitorovanie a hodnotenie ukazovateľov výkonnosti poskytuje v priebehu kalendárneho roka prehľad o plnení ukazovateľov jednotlivými zložkami FS, o dosahovaní cieľových hodnôt, o prijímaných opatreniach zameraných na dosahovanie požadovanej výkonnosti, ako aj na hodnotenie poradia úspešnosti daňového úradu a colného úradu. Ukazovatele výkonnosti boli jednotlivými odbornými útvarmi plnené a požadované hodnoty boli dosiahnuté. V prípadoch,

ak nebolo možné dosiahnuť požadované plnenie, boli počas roku 2016 analyzované dôvody ich neplnenia a boli prijímané opatrenia na ich splnenie. FS aj v roku 2016 využívala iniciatívu zamestnancov prispievajúcich do Databázy podnetov, ktorá je jedným z nástrojov strategického a koncepčného riadenia vo FS. Získavanie podnetov a návrhov v oblasti zlepšovania procesov, zmeny legislatívy, metodických postupov a pod. je veľmi dôležité a poukazuje na to, že zamestnancom ide o zlepšovanie chodu FS. Databáza podnetov je zároveň potrebným zdrojom získavania spätnej väzby od zamestnancov na už realizované zmeny vo FS. Na hromadnú e-mailovú adresu bolo za obdobie roku 2016 zaslaných 36 námetov, z čoho 23 bolo podnetov. Predložené podnety sa týkali technickej oblasti, legislatívnej oblasti, metodických pokynov a vzdelávania. Podnety zamestnancov, ktoré boli schválené, sú implementované v praxi.

Poznámka (Funding acknowledgement)

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0184/16 Eliminácia medzinárodného dvojitého zdanenia podnikateľských subjektov a jej vplyv na rozvoj podnikania a investovania v SR.

Použitá literatúra (References)

- Alm, J. and Torgler, B. (2011). Do ethics matter? Tax compliance and morality. *Journal of Business Ethics*. Vol. 101, pp. 635-651. ISSN: 0167-4544.
- Connor, G. and Suurlaht, A. (2013). Dynamic Stock Market Covariances in the Eurozone. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 37, pp. 353–370. ISSN: 0261-5606.
- Dobrovič, J. and Korauš, A. and Dančišinová, L. (2016). Sustainable economic development of Slovakia: Factors determining optimal tax collection. *Journal of Security and Sustainability Issues, International Entrepreneurial perspectives and Innovative Outcomes*. Vol.5, p.533-544. ISSN 2029-7017.
- Harumová, A. (2002). Vplyv daní na rozvoj podnikateľskej sféry. *Ekonomický časopis*. Vol. 2, pp. 277-292. ISSN 0013-3035.
- Mcluskey, W. (2012). *A primer on Property Tax*. London, 2012. 394 s. ISBN 978-1- 4051-2649-6.
- Minárová, M. and Malá, D. and Sedliačiková, M. (2015). Emotional Intelligence of Managers. 4th *Conference on Business, Economics and Management (WCBEM)*. Ephesus, Turkey, pp. 1119-1123. ISSN 2212-5671.
- Neely, C. J. (2015). The large - scale asset purchases had large international effects. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 52, pp. 101–111. ISSN 1682-7678.
- Rogers, J. H., Scotti, C. and Wright, J. H. (2014). Evaluating asset - market effects of unconventional monetary policy: a cross-country comparison. *Journal Economic Policy*. Vol. 29, (80), pp. 749–799. ISSN 0266-4658.

Sedliačiková, M. and Šatanová, A. and Foltínová, A. (2012). Finančný controlling v teórii a praxi malých a stredných podnikov. *Ekonomický časopis / Journal of Economics*. Vol. 60, No. 9, pp. 949-966. ISSN 0013-3035.

Tarišková, N. (2013). Balanced Scorecard v riadení ľudských zdrojov. *Praktikum*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2013. s. 6. ISBN 978-80-225-3689-9.

OECD(2015), *Tax Administration: Comparative Information on OECD and Other Advanced Emerging Economies*, OECD Publishing, Paris. s.24. ISBN 978-92-64-2321-0.

UNITAS jednotný výber daní, cla a odvodov. Dostupné na internete: <<http://www.unitas.gov.sk/Default.aspx?CatID=4772>>.

MFSR.2010. *Koncepcia reformy daňovej colnej správy s výhľadom zjednotenia výberu daní, cla a poistných odvodov*. [cit.2017-03-20].Bratislava, 2010, s. 73 URL: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7270>>.

Katarina Vavrová

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-mail: katarina.vavrova@euba.sk

Názov

PODNIKOVÉ FINANČIE VO VEDE A PRAXI 2017: Zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií

Title

SCIENCE AND PRACTICE OF CORPORATE FINANCE 2017: Proceedings of Scientific Papers of Department of Corporate Finance

Vydalo/Published by

Vydavateľstvo [Publishing House] EKONÓM
Dolnozemska cesta 1
SK-852 35 Bratislava
Slovak Republic

Rozsah/Pages

197 strán/pages

Rok vydania/Year of publication

2017

Náklad/Printings

50 kusov/pieces

ISBN 978-80-225-4436-8