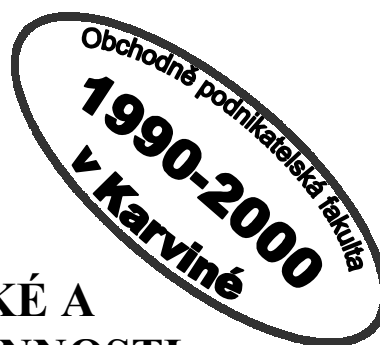


Slezská univerzita v Opavě
Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné



FINANCE V PEDAGOGICKÉ A VĚDECKOVÝZKUMNÉ ČINNOSTI

II

Sborník referátů z mezinárodního semináře kateder financí,
konaného u příležitosti
10. výročí založení Obchodně podnikatelské fakulty Slezské univerzity v Karviné



FAKULTA PODNIKOVÉHO
MANAŽMENTU



KARVINÁ
2000

Recenzovali:

Prof. Ing. Alois Baran, DrSc.

Doc. Ing. Lumír Kulhánek, CSc.

Doc. RNDr. PhDr. Stanislav Polouček, CSc.

Ing. Petra Růčková, Ph.D.

Doc. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal

Editoři: Doc. Ing. Lumír Kulhánek, CSc.
Doc. RNDr. PhDr. Stanislav Polouček, CSc.

ISBN 80-7248-058-8

© OPF SU Karviná

OBSAH

Stanislav Polouček	Úvod.....	5
Firemní finance		7
Jozef Kráľovič	Vzájomné väzby dlhodobých finančných rozhodnutí v dlhodobom finančnom pláne podniku	9
Dana Dluhošová	Metodické postupy při diagnóze finanční pozice podniku	16
Ivana Ficzová	Aplikácia gnostických metód vo finančnej analýze podniku v podmienkach Slovenskej republiky	25
Vladimír Úradníček	K niektorým metódam zdokonaľovania finančného rozhodovania pri investovaní	40
Oľga Miková		
Milan Sochor	Význam riadenia vývoja efektívnosti v slovenských podnikoch	44
Peter Krištofik	Uplatnenie teórií kapitálovej štruktúry v európskych podnikoch a na Slovensku	48
Elena Fetisovová	Vybrané problémy financovania malých a stredných podnikov	55
Finanční trhy		59
Lumír Kulháněk	Globalizace finančních trhů	61
Peter Daniel	Porovnanie dosiahnutej miery efektívnosti kapitálových trhov vybraných asociovaných krajín (SR, ČR, Poľsko, Maďarsko)	72
Anna Polednáková	Vplyv euro na finančné trhy	82
Jindřiška Šedová	Právní rámec finančního systému České republiky	86
Karel Kořený	Emise cenných papírů jako zdroj dlouhodobého financování firem	102
Stanislav Matuszek	Vývoj trhu derivátů: kreditní deriváty	112
Peter Markovič	Finančné deriváty na slovenskom finančnom trhu	123
Milan Třaskalík	CAPM z pohledu manažerů	127

Finanční instituce		131
Viktória Čejková	Dopady globalizace na pojišťovací instituce	133
Petra Růčková	Vybrané aspekty bankopojišťovnictví	146
Stanislav Polouček	Výhody a nevýhody prodeje bank strategickému investorovi	154
Zdeněk Zmeškal	Možnosti aplikace metody value at risk při stanovení kapitálové přiměřenosti komerčních bank	165
Dana Forišková	Systémové řešení – možnost úvěrování	172
Božena Petrjánošová	Finanční deriváty při řízení bankovní rozvahy	177
Mária Klimiková	Reštrukturalizácia bankovníctva v Slovenskej republike	182
Pavel Jiříček	Regulace elektronického platebního styku v České republice a v Evropské unii	190
Mezinárodní finance		197
Roman Dvorčák	Devizový hedging a jeho trendy v procese integrácie SR do OECD a EÚ	199
Anežka Jankovská	Liberalizácia devízovej politiky v procese transformácie a prípravy Slovenskej republiky na vstup do Európskej únie	206
Miroslav Sponer	Význam makroekonomické konvergence a procesu koheze	215
Jaroslav Sedláček	Komparace výsledků alternativních průzkumů vnímání problematik evropské ekonomické integrace	223
František Kalouda		
František Čámský		
Eva Hamplová	Názory českých firem na situaci spojenou se vstupem České republiky do EU	232
Miroslav Sponer		
František Kalouda		
Branislav Mikovíny	Inštitút verejného prísľubu v Slovenskej republike a v niektorých ďalších európskych krajinách	239
Gizela Lénártová	Vývojové tendencie v medzinárodnom zdanení v podmienkach globalizácie ekonomiky	245
Informace o pedagogické, vědecké a výzkumné činnosti kateder financí		251
Aleš Ševčík a kol.	Možnosti analýzy finančního systému	253
Stanislav Polouček a kol.	Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice	262

ÚVOD

V pořadí čtvrté setkání kateder financí organizovala Obchodně podnikatelská fakulta Slezské univerzity v Karviné. Pozvání kolegům v Bratislavě, Banské Bystrici, Brně i Ostravě v roce 2000 bylo spojeno také s tím, že fakulta slaví 10. výročí svého založení. Za tuto relativně krátkou dobu se podařilo v rámci Slezské univerzity vybudovat v Karviné stabilní a perspektivní vysokoškolské pracoviště. Jak o tom svědčí i setkání kateder financí, k jeho aktivitám patří také úzké kontakty s domácími i zahraničními institucemi, stejně jako široká vědeckovýzkumná a publikační činnost.

Na letošním setkání kateder financí, které se uskutečnilo v krásném prostředí Prostřední Bečvy v Beskydech, se podařilo zcela naplnit záměr z posledního setkání v Brně. Po vzájemném poznávání, informacích o výuce jednotlivých předmětů, úvahách o společném vydávání skript a dalších učebních pomůcek a námětech na společné vědeckovýzkumné projekty byl hlavní náplní setkání mezinárodní odborný seminář. Z něho je potom vydáván tento sborník, který je kromě tištěné podoby umístěn také na [www stránkách katedry financí \(www.opf.slu.cz/kfi/\)](http://www.opf.slu.cz/kfi/). Rozdělen je do 5 okruhů tak, jak byl seminář organizován v jednotlivých sekcích. Předpokládáme, že tento jeho charakter bude zachován, i když jednotlivé sekce i jejich odborné zaměření se mohou a pravděpodobně také budou na dalších setkáních měnit.

Změny v organizaci odborných seminářů a setkání zcela jistě vyvolá rozšíření počtu kateder, které mají zájem se jich účastnit. Již na setkání v Brně byl pozorovatel z katedry financí Ekonomické fakulty VŠB-TU v Ostravě a mezinárodního semináře na Prostřední Bečvě se kromě skupiny pracovníků z této katedry zúčastnili i pozorovatelé z katedry peněžnictva Národohospodářské fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislavě. Přestože si rozšíření počtu účastníků vyžádá větší organizační úsilí, rozdělením do sekcí by měl být zachován původní charakter těchto setkání. Zatím se všichni účastníci shodovali v tom, že právě diskuse v menších skupinkách, resp. v početně malých sekcích semináře jsou jejich největším pozitivem.

Stejně jako na všech předcházejících setkáních a seminářích pracovníků kateder financí, i na Prostřední Bečvě vládla po oba dny přátelská, kolegiální a současně pracovně náročná atmosféra (můžete se o tom přesvědčit na výběru fotografií, který je na adrese www.opf.slu.cz/kfi/setkani/index.htm). Poděkování za ni patří všem účastníkům. I proto se všichni těší a připravují na příští setkání, které proběhne na podzim pod patronací katedry financí banskobystrické Univerzity Mateja Bela.

Stanislav Polouček

FIREMNÍ FINANCE

VZÁJOMNÉ VÄZBY DLHODOBÝCH FINANČNÝCH ROZHODNUTÍ V DLHODOBOM FINANČNOM PLÁNE PODNIKU

Jozef Kráľovič

Kľúčové slová

optimálny dividendový model, dlhodobý finančný plán, rentabilita, alternatívne náklady

1. Úvod

Dlhodobé finančné rozhodnutia o rozvoji podniku, jeho kapitálovej štruktúre a dividendovej politike sú obsahom dlhodobého finančného plánu podniku. Sú to rozhodnutia o potrebe kapitálu (projekty rozvoja podniku a ich efektívnosť), o spôsoboch financovania (vlastné a cudzie zdroje), rozhodnutia o štruktúre zdrojov krytia kapitálovej potreby (optimalizácia kapitálovej štruktúry) a rozhodnutia o dividendovej politike.

Východiskom tvorby dlhodobého finančného plánu je formulácia finančných cieľov podniku. Formulované finančné ciele musia byť konzistentné a musia zabezpečiť základný cieľ - rast trhovej hodnoty podniku.

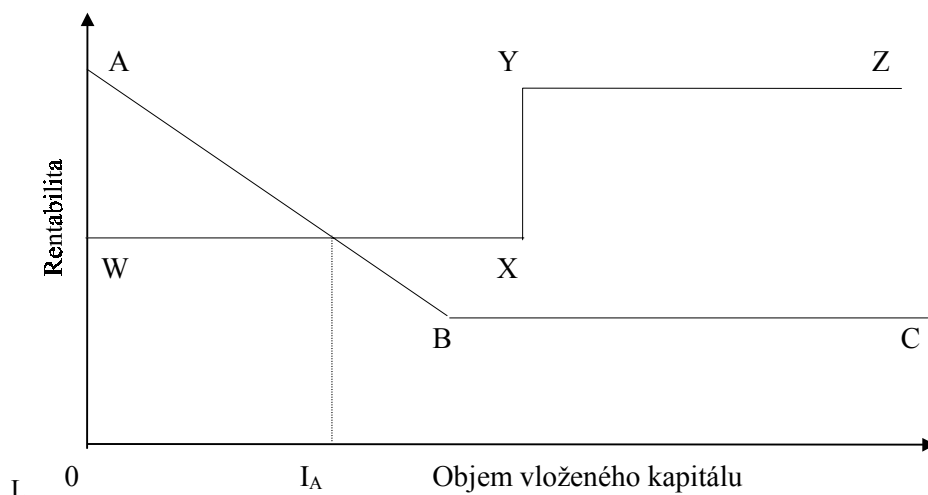
Formulované ciele pre tvorbu finančného plánu by mali zabezpečiť aj žiaduce vzájomné väzby projektov rozvoja podniku s projektom dividendovej politiky, problémami optimalizácie kapitálovej štruktúry a politikou emisie akcií a dlhu. Pritom rast trhovej hodnoty je základným cieľom aj týchto parciálnych častí dlhodobých finančných rozhodnutí.

Ako zabezpečiť žiaduce vzájomné väzby týchto parciálnych častí? Ako formulovať a naplniť tieto čiastkové ciele? Sú oni vôbec konzistentné? Máme v teórii a praxi finančného manažmentu návod na riešenie? Toto sú všetko aktuálne otázky, s ktorými sú a budú konfrontovaní finanční manažéri v našich podnikoch. Dať jednoznačnú odpoveď, či formulovať „návod“ na riešenie týchto otázok je neskutočne náročné.

V teórii finančného manažmentu sú rozpracované mnohé teoretické prístupy (školy), metódy a modely umožňujúce nájsť efektívne riešenie, ale spravidla iba pre danú parciálnu oblasť dlhodobého finančného plánu. Ide najmä o nasledovné teoretické prístupy, metódy a modely: metódy hodnotenia projektov rozvoja podniku a vplyv finančných rozhodnutí na ich ekonomickú efektívnosť, modely optimalizácie kapitálovej štruktúry, teoretické školy a modely dividendovej politiky. Nie sú však riešené ich vzájomné väzby vrátane prístupu k formulácii cieľov zabezpečujúcich rast trhovej hodnoty podniku.

2. Optimálny dividendový model anti-dividendovej školy

Pokúsím sa naznačiť možný prístup k riešeniu daného problému. Východisko bude tvoriť optimálny dividendový model anti-dividendovej školy, ktorého podstatou je hľadanie rovnovážneho bodu medzi rentabilitou spoločnosti a rentabilitou akcionára z alternatívnej investície. Budem formulovať niektoré možné korekcie modelu, ktoré vo väčšej miere umožnia realizovať žiaduce väzby uvedených oblastí dlhodobých finančných rozhodnutí podniku (a. s.) v podmienkach súčasného stavu finančného trhu SR.



- AB - je úsečka, ktorá znázorňuje vývoj rentability spoločnosti z reálnych investícií v závislosti od výšky vloženého kapitálu. V súlade so zákonom o klesajúcich výnosoch z rozsahu bude spoločnosť investovať do reálnych aktív iba do okamihu, keď rentabilita z týchto investícií klesne na úroveň rentability z investícií do cenných papierov.
- BC - úsečka, ktorá znázorňuje vývoj rentability spoločnosti z investovania do cenných papierov v závislosti od výšky vloženého kapitálu. V porovnaní s reálnymi investíciami sa tu predpokladajú konštantné výnosy z rozsahu.
- WX - znázorňujúca vývoj rentability akcionára z alternatívnej investície v závislosti od výšky vloženého kapitálu. Aj pri tejto investícii sa predpokladajú konštantných výnosov z rozsahu.
- YZ - úsečka, znázorňujúca vývoj rentability z alternatívnej investície tých akcionárov, ktorí neplatia žiadne osobné dane (napr. penzijné fondy), v závislosti od výšky vloženého kapitálu. I tu sa vychádza z predpokladu konštantných výnosov z rozsahu.

Podľa modelu spoločnosť bude investovať do rôznych investičných aktivít až do bodu, keď výška rentability akcionára z alternatívnej investície dosiahne úroveň rentability spoločnosti (bod I_A). Ak nie sú v tomto bode vyčerpané všetky vlastné finančné zdroje, môžu sa použiť na výplatu dividend. Ak sa krivka rentability spoločnosti s krivkou nákladov obetovanej príležitosti akcionárov nikde nepretne, dividendy by sa nemali vyplácať.

Model rieši dividendovú politiku iba vo väzbe na projekty rozvoja podniku. Rozhodnutia o kapitálovej štruktúre a rozhodnutia o emisii akcií a dlhu sú iba reziduom. Rovnako súčasný stav finančného trhu (kapitálového trhu) v SR neumožňuje jeho aplikáciu (výnosnosť štátnych dlhopisov dosahuje až 30 %). Odporúčam nasledovné korekcie modelu:

Var. 1 Spoločnosť financuje projekty rozvoja z vlastných zdrojov.

Stanovenie cieľov:

Projekty rozvoja spoločnosti - minimálna výnosnosť - ROE^1 (Return on common equity)

- predpokladá sa kladná hodnota

Kapitálová štruktúra - cieľový dlhový pomer (stanovený využitím teoretických škôl, napr. kompromisná teória, teória U-krivky...)

Korekcia modelu: úsečka BC - výnosnosť ROE

Hodnotenie ekonomickej efektívnosti projektov: výpočet čistej súčasnej hodnoty, alternatívny náklad kapitálu ROE

Var. 2 Spoločnosť financuje projekty rozvoja z vlastných i cudzích zdrojov.

Stanovenie cieľov:

Projekty rozvoja spoločnosti - minimálna výnosnosť - $ROCE^2$ - Return on capital employed

Kapitálová štruktúra - cieľový dlhový pomer

Korekcia modelu: úsečka BC - výnosnosť ROCE

Hodnotenie ekonomickej efektívnosti projektov:

$$^1 \quad ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastné imanie - Prioritné akcie}}$$

$$^2 \quad ROCE = \frac{\text{Čistý zisk} + \text{Úroky}}{\text{Dlhodobé záväzky} + \text{Vlastné imanie}}$$

1. výpočet upravenej čistej súčasnej hodnoty, alternatívny náklad kapitálu ROCE, resp.
2. výpočet čistej súčasnej hodnoty, upravený alternatívny náklad kapitálu vypočítaný z ROCE.

Upravenú čistú súčasnú hodnotu (UČSH) vypočítame:

- a) ak bude projekt financovaný emisiou nových akcií, tak časť získanej hotovosti z projektu odoberú emisné náklady, o ktoré treba znížiť pôvodnú čistú súčasnú hodnotu (ČSH)

$$UČSH = ČSH - \text{emisné náklady}$$

- b) ak bude projekt financovaný dlhom bude pôvodná čistá súčasná hodnota kladne ovplyvnená súčasnou hodnotou (SH) daňového štítu. Výpočet je nasledovný:

$$UČSH = ČSH + SH \text{ daňového štítu}$$

Treba však upozorniť, že podnik môže použiť pri výpočte ekonomickej efektívnosti daňový štít iba vtedy, ak po dobu životnosti projektu bude tvoriť zisk a platiť dane.

- c) rôzne modifikácie uvedených vzťahov podľa konkrétneho rozhodnutia o financovaní projektu (napr.: 50 % z kapitálových výdavkov je výťažok z emisie akcií a 50 % tvorí bankový úver ...)

Na výpočet upraveného alternatívneho kapitálu sú v literatúre odporúčané dva prístupy:

A) Vzorec, ktorý navrhli Miller, M. a Modigliani, F. (M - M):

$$r^* = r \cdot (1 - T^* \cdot L)$$

kde:

- r - upravený alternatívny náklad kapitálu,
- r - alternatívny náklad kapitálu,
- T - daňová sadzba,
- L - príspevok projektu k dlhodobej kapacite podniku.

Vzorec platí presne len pre projekty, ktoré generujú stále rovnaký hotovostný tok a zvyšujú trvalé zadĺženie.

B) Vzorec, ktorý navrhli Milles, J. a Ezzel, R.:

$$r^* = r - L \cdot r_D \cdot T^* \left(\frac{1 + r}{1 + r_D} \right)$$

kde: r_D - úrok z dlhu, vypožičaná sadzba, ostatná symbolika pozri vzorec M - M.

Vzorec platí pri akoľvek profile hotovostných tokov pre firmy, ktoré udržiavajú stály dlhový pomer.

Na hodnotenie projektov môžeme použiť aj ukazovateľ EVA³:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C$$

kde:

EVA - pridaná ekonomická hodnota

NOPAT - čistý prevádzkový zisk

WACC - alternatívny náklad kapitálu

C - investovaný kapitál

Modifikáciu modelu antividendovej školy (Var. 1 a Var. 2) potom možno uskutočniť nasledovne:

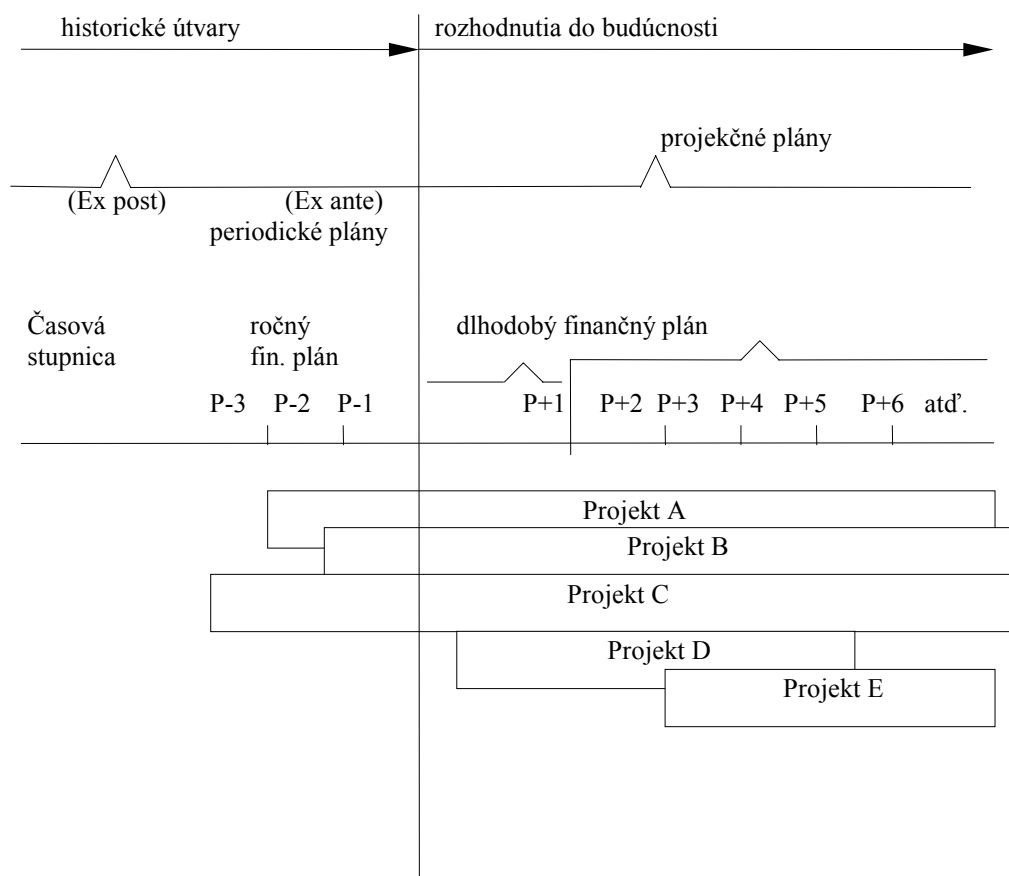
Cieľ pre projekty: ukazovateľ EVA

Úsečka BC: alternatívny náklad kapitálu na úrovni WACC

Pri použití ukazovateľa EVA vplyv finančných rozhodnutí na hodnotenie projektu odporúčam vypočítať pomocou upraveného alternatívneho kapitálu, v tomto prípade WACC^{*} (pozri vzorce, ktoré navrhli Miller, Modigliani a Miles, Ezzel).

Je žiadúce urobiť ešte jednu poznámku: Doteraz sme jednotlivé projekty posudzovali ako „minifirmu“. Nemenej významné je však aj vzájomné prepojenie projektov rozvoja podniku s dlhodobým finančným plánom. Projekty sa musia nevyhnutne integrovať s inými aktivitami a prevádzkami podniku. Vzťah medzi projektami a periodickými finančnými plánmi vyjadruje nasledovný obrázok:

³ Ak je životnosť projektu dlhšia ako 1 rok, treba zohľadniť princíp časovej hodnoty peňazí.



Zabezpečenie prepojenia, previazanosti jednotlivých projektov s dlhodobým finančným plánom je veľmi náročná úloha najmä z hľadiska výberu vhodných metód a modelov tvorby dlhodobého finančného plánu (Pozri: Kráľovič, J.: Finančné plánovanie podniku, ELITA, Bratislava 1998).

3. Záver

Aplikácia uvedených návrhov umožňuje formulovať ciele pre tvorbu dlhodobého finančného plánu tak, aby boli zabezpečené žiaduce väzby medzi projektmi rozvoja podniku, dividendovou politikou a zámermi v oblasti kapitálovej štruktúry. Návrh zohľadňuje špecifické podmienky, v ktorých pôsobia slovenské podniky a najnovšie poznatky z teórie finančného manažmentu.

Abstract

The paper focuses on substance analyses of a long-term financial plan of a firm. Ties among enterprise development project, dividend policy and capital structure are underlined. Dividend models suggestions are necessary to be adjust to these ties and in that way established models allow to formulate long-term goals of financial plan.

Literatúra

- [1] Brealey, R.A., Myers, S.C.: Teorie a praxe firemních financí, Victoria Publishing, Praha 1993.
- [2] Kislingerová, E.: Oceňování podniku, C. H. Beck, Praha 1999.
- [3] Kráľovič, J.: Finančné plánovanie podniku, ELITA, Bratislava 1998.

METODICKÉ POSTUPY PŘI DIAGNÓZE FINANČNÍ POZICE PODNIKU

Dana Dluhošová

Klíčová slova

Finanční analýza, ukazatele, rentabilita, likvidita, aktivita, finanční stabilita.

1. Úvod

Pojem finanční analýza se stal v současné době určitým zaklínadlem, s jehož pomocí se dle mínění některých podnikatelů, manažerů či analytiků podaří vyřešit platební neschopnost podnikatelských subjektů, jejich výrobní, odbytovou a s tím související finanční krizi.

V tomto smyslu je třeba zdůraznit, že finanční analýza je pouze nástroj, s jehož pomocí lze odhalit různé příčiny výše zmíněných problémů, nikoliv však nástroj k odstranění těchto problémů. Finanční analýzu lze tedy hodnotit jako nástroj diagnostiky "finanční kondice" podniku.

Výjimečné postavení finanční situace zvýrazňuje skutečnost, že je "viditelnou částí" podnikové ekonomiky.

Finanční situace je jev a stav velmi komplexní, mnohvrstevný a při analýze se proto soustřeďuje pozornost na hlavní formy jejího projevu. Jsou jimi zejména - schopnost hradit závazky - likvidita, úroveň využití vázaného majetku - aktivita, struktura finančních zdrojů - zadluženost, rentabilita jako komplexní, syntetické vyjádření výkonnosti podniku a u některých právních forem podniku též tržní hodnota.

Pro analýzu a hodnocení současné finanční situace a predikci jejího dalšího vývoje přichází logicky na řadu analýza činitelů, které ji ovlivnily. Velmi početný soubor činitelů lze rozdělit do dvou směrů. První představuje činitele působící na podnik z jeho období (externí činitele) a druhý směr je projevem interních činitelů, které působí ve vnitřním prostředí podniku a mají tedy subjektivní charakter.

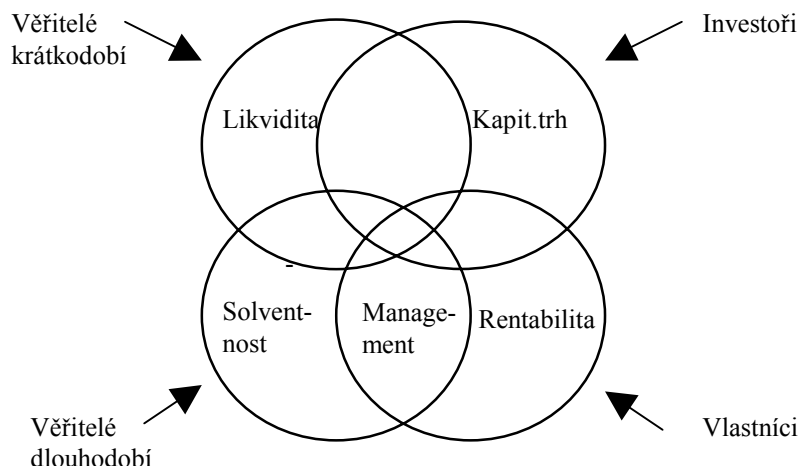
Obsahová náplň a použitá metodologie finanční analýzy je tedy určována potřebami, které vyplývají jak z *interních*, tak *externích* požadavků spjatých hospodářsky, finančně apod. s hodnoceným podnikem.

Interní požadavky na finanční analýzu jsou dány především potřebou efektivního plánování a kontroly. Výsledné varianty těchto procesů jsou vždy spojeny s určitými finančními požadavky a riziky. Jakékoliv úvahy o budoucích aktivitách podniku vyžadují znalost finanční situace a metod finančních důsledků možných cest vývoje.

Externí požadavky na finanční analýzu jsou determinovány především zájmy externích subjektů, kteří se zajímají o finanční situaci podniku, o vývoj výnosnosti a dlouhodobé stability firmy apod. Toto se týká především obchodních partnerů, bankovních ústavů, skutečných či potencionálních majitelů dluhopisů, investorů,

analytiků a burzovních makléřů apod. Je zřejmé, že obsah a náplň finanční analýzy se mění s cíli, které se jejím prostřednictvím sledují. Vzhledem k tomu, že se liší jejich finanční vztah k podniku, mají i různé kritéria při jeho hodnocení a bonita i hodnota podniku je subjektivní záležitostí z hlediska přístupu.

Obr. 1



Finanční situace je ve velké míře výsledkem péče podnikového managementu, jeho schopnosti sladit finanční zdroje a potřeby, schopnosti kompromisu mezi ziskem a rizikem apod.

Je s podivem, že mnohé renomované firmy s dostatkem erudovaných pracovníků v ekonomické sféře pravidelně nevyhodnocují stav svých podniků, nevyužívají jejich účetnictvím zpracovávaná data k hlubším rozborům. Stejně jako jsou nedůsledně využívána účetní data v podnicích, jsou také velmi málo, případně chybně, využívána subjekty, které podnikům a firmám zajišťují cizí zdroje krytí majetku, popř. zajišťují rozvoj firem formou finančního pronájmu. Tím je myšlena nedostatečná znalost bankovních úvěrových pracovníků, pracovníků leasingových společností, kteří mnohdy doporučí úvěrové krytí na mnoha pohledů zpochybnitelné podnikatelské projekty.

Těmto krokům lze předejít využitím metod finanční analýzy, jejíž výsledky je třeba kvalifikovaně posoudit a správně interpretovat. Bez fundovaného posouzení ukazatelů finanční analýzy a bez důsledného rozboru všech vlivů na výsledné číslo nelze očekávat, že analyzovaná jednotka nalezne správnou cestu k nápravě finanční tísně. Provedení finanční analýzy tedy není samospasitelné, nelze ji přisuzovat magické vlastnosti kouzelníka, který změní tento stav.

2. Metodologie finanční analýzy

Finanční analýza nemá přesná, do všech podrobností rozpracovaná pravidla, kterými by se řídila na celém světě stejně. Existují pouze obvyklé postupy, které vycházejí spíše z logiky věci a postupu prací, vycházejících opět z nejčastějších problémů hledaných finančními analýzami. Použité metody a postupy jsou ovlivněny cíli, které provedenou finanční analýzou sledujeme.

V souvislosti s metodickou stránkou finanční analýzy se často vyskytují dva pojmy: ***fundamentální a technická analýza***. Členění analýzy na fundamentální a technickou vzniklo historicky na půdě trhu cenných papírů a teprve později našlo místo i ve finanční analýze.

Vymezení obou přístupů není jednotné ani v zahraniční literatuře (G. Foster, M. Mayer, aj.). V české literatuře se projevuje při klasifikaci postupů finanční analýzy značná nejednotnost. Přispívá k tomu již zmíněná nejednoznačnost pojmů. S určitým zjednodušením lze definovat oba přístupy takto:⁴

Fundamentální finanční analýza a predikce - vyhodnocování údajů o podniku či o jeho akcích mající spíše kvalitativní, verbální povahu. Případné kvantitativní informace se zahrnují do úvah, ale zpravidla se nezpracovávají algoritmizovanými postupy.

Technická finanční analýza a predikce - kvantitativní zpracování ekonomických dat s použitím matematicko-statistických metod a dalších algoritmizovatelných metod s následným kvantitativním i kvalitativním vyhodnocením výsledků zpracování.

Finanční manažeři a analytici by měli používat oba metodické přístupy k analýze a predikcím.

Technická analýza ukáže, které vlivy měly rozhodující váhu při dosahování cílů podniku v minulosti a nakolik ovlivňovaly dosažené výsledky. Může odhadnout i to, jak by se situace podniku vyvíjela v budoucnu, pokud by se nezměnily ani vnější ani vnitřní podmínky, za nichž podnik působí.

Technická analýza se neobejde bez fundamentálních metod. Rozbory založené na rozsáhlých znalostech vzájemných souvislostí mezi ekonomickými a mimoekonomickými jevy, na zkušenosti účastníků ekonomických procesů doplňují technickou analýzu.

Metody používané ve finančních analýzách lze členit z mnoha pohledů:

Klasifikace metod podle Kovanicové, D., Kovanic, P. [1]

⁴ Kovanicová, D. - Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, díl II. Polygon, Praha 1996

A. Elementární metody:

Analýza stavových (absolutních) ukazatelů:

- analýza trendů (horizontální analýza)
- analýza procentní (vertikální analýza)

Analýza rozdílových a tokových ukazatelů:

- analýza fondů finančních produktů
- analýza cash-flow

Poměrová analýza (poměrové ukazatele)

Analýza soustav ukazatelů:

- pyramidové rozklady (Du Pontův rozklad)
- paralelní soustavy

B. Vyšší metody finanční analýzy:

Podstatnou část této skupiny metod tvoří metody matematicko-statistické:

- Bodové odhady
- Statistické testy
- Korelační koeficienty
- Regresní analýza
- Diskriminační analýza
- Analýza rozptylu aj.

Kromě výše uvedených metod disponuje finanční analýza metodami, které matematická statistika využívá jen částečně nebo jsou založeny na zcela odlišných přístupech (expertní systémy, teorie „fuzzy“ množin aj).

Základní techniky finanční analýzy jsou metody založené na práci s ukazateli. Základnou finanční analýzy je užití poměrových ukazatelů, přičemž absolutní a rozdílové ukazatele hrají určitou doplňkovou úlohu.

3. Grafické zobrazení ukazatelů

Grafické zobrazení ukazatelů tvoří doplněk numerického hodnocení poměrových ukazatelů. Cílem grafické interpretace je poskytnout globální, komplexní

pohled na finanční situaci firmy charakterizovanou několika vybranými ukazateli. K tomuto účelu je velmi vhodná aplikace tzv. **radarových** nebo **paprskových grafů**, které výstižně a na první pohled vypovídají o vývoji finanční pozice firmy buď v čase (srovnání časových období) nebo v rámci odvětví (srovnání s mediánem pro mezipodnikové srovnávání). Princip grafického zobrazení byl inspirován přístupy ke grafickým analýzám firmy Aspekt Killculen, s.r.o., která je aplikuje pro potřeby sektorových analýz.

K prezentaci na principu paprskových grafů jsou zvoleny tyto 4 ekonomické charakteristiky:

1. ziskovost - hlavní předmět zájmu institucionálních investorů hledajících výhodné zúročení svých vkladů,
2. likvidita - identifikátor schopnosti podniku dostát svým závazkům,
3. struktura financování - charakterizující další akceptovatelnost cizích nebo vlastních prostředků,
4. struktura majetku nebo oblast aktivity- charakterizující využití majetku.

Pro analýzu každé z těchto oblastí je nutné vybrat čtyři ukazatele, které vhodným způsobem popisují daný sektor.

Výběr ukazatelů je omezen následujícími podmínkami:

- ukazatel musí být poměrový, neboť relativní čísla jsou vhodnější pro srovnání podniků než čísla absolutní,
- ukazatel musí být ve tvaru: vyšší hodnota ukazatele se rovná lepší hodnocení podniku, to znamená, že pro ukazatele vyjadřující negativní skutečnosti, byla použita převrácená hodnota (z důvodu lepší přehlednosti grafu).

Nezbytnou pomůckou interpretace výsledků analýz jsou definice optimálních hodnot pro ukazatele. U mezipodnikových analýz (sektorových analýz) se používá statistické metody kvartilů, která není náchylná k extrémním hodnotám.

Medián představuje určitou reprezentativní hodnotu platnou pro určitý sektor (obor, odvětví) v případě sektorových či mezipodnikových analýz.

Po splnění základních předpokladů, tj. po definování ukazatelů a určení způsobu výpočtu hodnot, je možno přistoupit ke grafickému zobrazení zvolených charakteristik.

1. krok - příprava dat

Přípravou dat se rozumí tvorba databáze, která obsahuje všechny položky z bilance, výsledovky a jiných externích zdrojů pro tvorbu ukazatelů. Data musí být v databázi rozdělena podle oborů (odvětví) nebo podle časových úseků, která mají být srovnávána. V uvedeném případě jsou srovnávány roční časové úseky.

2. krok - výpočet ukazatelů

Vypočítají se jednotlivé hodnoty pro všech 16 ukazatelů (4 ukazatele pro každý ze čtyř parciálních cílů) podle výpočtových vzorů.

3. krok - tvorba poměrových čísel

Jakmile je známa hodnota ukazatele pro podnik a pro obor (odvětví) je možné vypočítat poměrová čísla, přičemž poměrová čísla jsou dvě. První vyjadřuje poměr ukazatele oboru (odvětví) k sobě samému a tudíž je vždy 100 % a druhé vyjadřuje poměr ukazatele podniku např. k ukazateli oboru (odvětví).

V případě, že je tato hodnota ukazatele pro podnik záporná a pro odvětví kladná, je poměrové číslo podniku na minimu. V opačném případě je to 160 %, což je maximum. Pro každý podnik se vypočítávají všechna poměrová čísla.

4. krok - grafické zobrazení

Základ grafu tvoří 16 poloos, uspořádaných do centrálně symetrické sítě. Každá poloosa je okótována stupnicí od 0 do 160 procent. Na každé poloose jsou zobrazeny dvě hodnoty poměrových čísel pro jeden ukazatel, a to hodnota poměrového čísla pro podnik a hodnota pro obor (odvětví). Hodnota pro obor (odvětví) je brána jako optimum, a proto se nachází v bodě 100 procent. Spojením všech hodnot ukazatelů pro obor (odvětví) vznikne kružnice o poloměru 100 procentních bodů (100%). Hodnota pro podnik je zanesena podle velikosti poměrového čísla. Stejný postup je použit u maxima, které je 160 a všechna poměrová čísla větší než 160 jsou znázorněna jako by byla 160.

----- Rok 1997 — Rok 1998

Rentabilita

Finanční stabilita



Aktivita

Likvidita

V konkrétním případě pro vybraný podnik, při jehož analýze ekonomických údajů bylo použito toto grafické znázornění, se postupuje způsobem, že z databáze vypočtených ukazatelů bylo vybráno **16 ukazatelů** a zpracován graf z hlediska časového vývoje těchto ukazatelů. Etalonem je rok 1997 a graf vyjadřuje srovnání ukazatelů v porovnání roku 1998/97.

Výběr těchto 16 poměrových ukazatelů byl proveden na základě subjektivního posouzení významnosti nebo klíčového postavení pro hodnocení vybraných oblastí. Pro **charakteristiku zadluženosti a dlouhodobé stability** byly vybrány jako klíčové tyto čtyři ukazatele:

1. celková zadluženost
2. úrokové krytí
3. doba splatnosti dluhu
4. stupeň krytí stálých aktiv

Z oblasti **výnosnosti** byly zvoleny:

1. rentabilita vlastního kapitálu
2. rentabilita celkových aktiv
3. rentabilita výnosů (z čistého zisku)
4. rentabilita výnosů z provozního zisku - provozní rentabilita

Ze skupiny ukazatelů **aktivity** tyto čtyři klíčové ukazatele:

1. obrat aktiv
2. doba obratu pohledávek
3. doba obratu zásob
4. doba obratu závazků

Ze skupiny ukazatelů **likvidity** tyto čtyři klíčové ukazatele:

1. celková likvidita
2. pohotová likvidita
3. okamžitá likvidita
4. krytí oběžných aktiv kapitálem

5. Závěr

Hlavní předností grafického zobrazení ukazatelů je **okamžitá komplexní** prezentace výsledků finanční analýzy.

Vzhledem k tomu, že ukazatele jsou voleny a definovány tak, že vyšší hodnota ukazatele znamená vyšší poměrové číslo, platí, že čím dál se nachází křivka podniku od středu grafu, tím lepší je podnik v daných ukazatelích. Spojením hodnot ukazatelů vznikne obrazec, jehož **tvar** a **velikost** na první pohled zprostředkuje jasně a přehledně informace o podniku a jeho pozici ke zvolenému etalonu. Jako etalon se zpravidla používají hodnoty poměrových ukazatelů představující např. medián v odvětví (oboru), plán nebo doporučené hodnoty.

Abstract

This article deals with financial analysis and the frequently used methods fundamental and technical analysis. Calculating and comparing financial ratios is one way of evaluating the financial position of the firm. This is interesting to discuss some ways of using these ratios instead of how to just calculate them.

Which is the most important in this article is the graphic depicting of the main significant ratios by the so called radar or the ray graphs which makes possible immediate global presentation of the results of financial analysis.

Literatura

- [1] KOVANICOVÁ, D. a KOVANIC, P. Poklady skryté v účetnictví. díl II. Praha: Polygon, 1996.
- [2] ZALAI, K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku. Bratislava: Sprint, 1998.
- [3] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční analýza jako nástroj eliminace úvěrových rizik. Doktorská disertační práce. Ostrava: Ekonomická fakulta VŠB - TUO, 1998.
- [4] DLUHOŠOVÁ, D. a LICHNOVSKÁ, M. a RICHTAROVÁ, D. Základy podnikových financí. Ostrava: VŠB - TUO, 1997.

APLIKÁCIA GNOSTICKÝCH METÓD VO FINANČNEJ ANALÝZE PODNIKU V PODMIENKACH SLOVENSKEJ REPUBLIKY

Ivana Ficová, Vladimír Úradníček

Kľúčové slová

gnostická teória neurčitých dát, globálna a lokálna distribučná funkcia

1. Úvod

Tradičná finančno-ekonomická analýza podniku využíva pri spracovávaní dát popisujúcich skúmané javy z kvantitatívnych metód predovšetkým metódy matematickej štatistiky.

Gnostická teória neurčitých dát predstavuje jednu z alternatív matematickej štatistiky slúžiacu na spracovanie dát, ktoré obsahujú neurčitosť a ktorých rozdelenie nie je možné postihnúť štatistickým modelom. Relevantný štatistický model nemusí byť známy alebo nemusí dostatočne vystihovať podstatu javov popísaných skúmanými dátami – napríklad vplyvom nedostatočného počtu disponibilných pozorovaní alebo zníženej kvality dát. Gnostická teória sa vyznačuje prirodzenou robustnosťou k odľahlým dátam (hrubým chybám odhadu) a minimalizuje množstvo informácie stratené vplyvom neurčitosti. Jej autorom je P. Kovanic, ktorý v spolupráci s R. A. Barackom a M. Michajlovom vyvinul program gnostický analyzátor GA5.2, určený pre spracovanie dát na základe gnostickej teórie neurčitých dát. Uvedený program umožňuje skúmať vnútorné zákonitosti dátového súboru (marginálna analýza), ako aj vzájomných závislostí dvoch alebo viacerých dátových súborov v rámci viacrozmernej analýzy (regresné modelovanie).

2. Teoretický základ

Matematická štatistika sa úzko viaže na „susedné“ vedné oblasti, predovšetkým na Eukleidovskú geometriu, Newtonovu mechaniku a Aristotelovskú „čierno-bielu“ logiku. Gnostická teória neurčitých dát je spätá so šiestimi významnými „susednými“ vednými oblasťami:

- s neeukleidovskými geometriami Riemannovho typu,
- s Einsteinovou mechanikou,
- s abstraktnou algebrou,
- s termodynamikou,
- s teóriou a praxou merania,
- s matematickou štatistikou.

Gnostická teória nevnučuje dátam nejaký vopred daný model. Okrem tejto základnej myšlienky sa gnostická teória neurčitých dát vyznačuje nasledujúcimi črtami:

- je teóriou použiteľnou pre malé dátové súbory,
- je robustná voči odľahlým dátam,
- maximalizuje množstvo informácií získaných z dát.

V ďalšej časti príspevku budeme prezentovať využiteľnosť gnostickej teórie neurčitých dát pre účely finančnej analýzy v rámci súboru slovenských podnikov podnikajúcich v oblasti výroby mliečnych výrobkov.

3. Údaje pre analýzu

Na prezentáciu možností ponúkaných gnostickou teóriou neurčitých dát ako jednej alternatívy k zaužívaným štatistickým metódam v oblasti finančnej analýzy podniku sme použili reálne údaje z podnikových účtovných závierok zhromaždených vo Firemnom Monitore Albertina, s.r.o. za obdobie rokov 1996 a 1997. Pre naše účely sme koncipovali výberový súbor mliekárenských podnikov⁵, u ktorých sme uskutočnili marginálnu a regresnú analýzu niektorých ukazovateľov využívaných vo finančnej analýze.

⁵ Podtrieda odboru činnosti podľa OKEČ: 15510 – Prevádzka mliekárni, výroba masla a syrov.

Tab. 1 Vybrané ukazovatele finančnej analýzy

		A tis. Sk	T tis. Sk	HV tis. Sk	ROA %	ROE %	ZADL %
M1	1996	210486	694101	8250	3,92	6,90	10,03
	1997	243888	808929	4909	2,01	3,80	6,19
M2	1996	229784	612234	4277	1,86	5,21	61,87
	1997	243714	693397	4965	2,04	5,81	58,64
M3	1996	132908	240015	-16812	-12,65	-28,73	54,60
	1997	119546	264612	-40949	-34,25	-201,70	147,96
M4	1996	58941	295204	1311	2,22	3,49	25,78
	1997	67061	217381	4215	6,29	10,10	31,79
M5	1996	321638	557508	3366	0,77	1,95	87,20
	1997	325038	464804	41	0,01	0,03	86,34
M6	1996	201516	569710	9941	4,93	9,49	32,15
	1997	224281	618612	11900	5,31	10,26	26,41
M7	1996	211483	393504	-5412	-2,56	-4,40	19,78
	1997	302090	431720	-9323	-3,09	-7,49	50,30
M8	1996	365729	850238	4464	1,22	1,60	13,05
	1997	376034	887256	1793	0,48	0,63	18,94
M9	1996	163947	440288	631	0,38	0,91	47,85
	1997	186111	498259	5150	2,77	6,61	54,42
M10	1996⁶	-	-	-	-	-	-
	1997	187263	498215	13782	7,36	24,16	74,28
M11	1996	-	-	-	-	-	-
	1997	170588	361326	-587	-0,34	-0,69	33,93

⁶ za rok 1996 sme mali k dispozícii len údaje 9 podnikov

Tab. 2 Vybrané ukazovatele finančnej analýzy

		OA	FP	MPK	L3	DOZ dni	DOP dni
M1	1996	3,2976	1,7601	0,0942	1,2586	20,9	34,3
	1997	3,3168	1,8883	0,0555	1,1313	15,7	41,6
M2	1996	2,6644	2,8008	0,2246	1,5322	21,7	76,9
	1997	2,8451	2,8537	0,2254	1,0310	21,2	72,6
M3	1996	1,8059	2,2712	0,1436	0,9080	50,3	81,7
	1997	2,2135	5,8884	-5,2328	0,5433	38,2	52,2
M4	1996	5,0085	1,5698	0,3304	3,3640	15,7	22,9
	1997	3,2415	1,6061	0,2311	2,4636	17,6	20,8
M5	1996	1,7333	2,5432	0,1275	1,6143	29,7	64,4
	1997	1,4300	2,4967	0,1636	1,2786	31,3	57,7
M6	1996	2,8271	1,9237	0,2244	1,1488	20,0	56,0
	1997	2,7582	1,9344	0,2626	1,3524	25,6	54,9
M7	1996	1,8607	1,7183	0,2233	1,2966	35,0	108,4
	1997	1,4291	2,1378	0,1514	1,0272	46,1	134,8
M8	1996	2,3248	1,3073	0,2419	1,6089	24,1	41,5
	1997	2,3595	1,3232	0,2823	1,9743	25,2	38,6
M9	1996	2,6856	2,3624	0,2052	1,6067	16,9	71,4
	1997	2,6772	2,3903	0,1862	1,0767	15,9	78,2
M10	1996	-	-	-	-	-	-
	1997	2,6605	3,2827	0,1071	1,2702	15,9	78,4
M11	1996	-	-	-	-	-	-
	1997	2,1181	2,0179	0,1435	1,2439	63,6	70,3

Legenda:

- A – aktíva
- T – tržby za tovar + tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb
- HV – hospodársky výsledok za účtovné obdobie (čistý zisk)
- ROA – rentabilita celkového kapitálu (čistý zisk/aktíva)
- ROE – rentabilita vlastného kapitálu (čistý zisk/vlastný kapitál)
- ZADL – ukazovateľ zadĺženosti (požičaný kapitál/vlastný kapitál)
- OA – obrátka aktív (tržby/aktíva)
- FP – finančná páka (aktíva/vlastný kapitál)
- MPK – miera pracovného kapitálu ((obežné aktíva-krátkodobé záväzky)/celkový kapitál)
- L3 – celková likvidita ((fin. majetok+krátkodobé pohľ.+zásoby)/krátkodobé záv.)
- DOZ – doba obratu zásob (zásoby/denné tržby)
- DOP – doba obratu pohľadávok (pohľadávky/denné tržby)

4. Metódy a analýza

Na zostavenom súbore podnikov ukážeme možné využitie gnostickej teórie neurčitých dát v dvoch oblastiach: v marginálnej analýze jedného dátového súboru a v regresnom modelovaní. Analýzu sme uskutočnili pomocou gnostického analyzátoru GA5.2 a štatistického softvérového produktu STATISTICA.

Marginálna analýza ukazovateľa ROA v roku 1997

Úlohou finančnej analýzy je sledovanie výkonnosti analyzovaného podniku a jej porovnávanie s výkonnosťou porovnateľných podnikov. Tradičná finančná analýza využíva na zhodnotenie výkonnosti podniku a identifikáciu jeho postavenia v skupine porovnateľných podnikov štatistické charakteristiky (priemery, kvantily) alebo „štandardné hodnoty“. Ich použitie je spochybniteľné vďaka poplatnosti štatistických charakteristík štatistickým predpokladom, a poplatnosti štandardných hodnôt špecifickým podmienkam, za ktorých boli stanovené.

Nástroje marginálnej analýzy používané v **tradičnej finančnej analýze**:

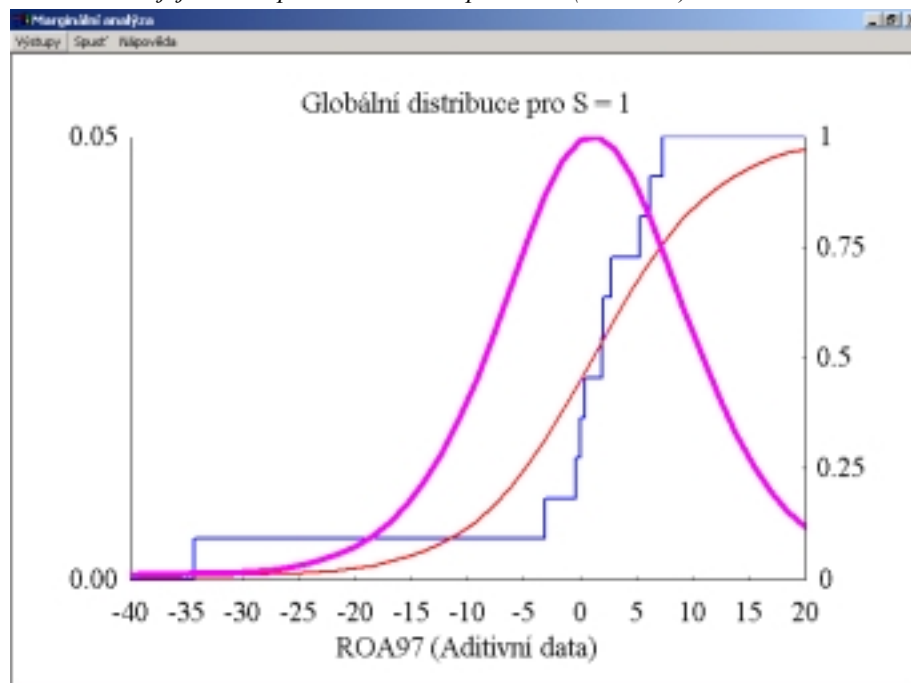
- **štandardné hodnoty** (platia za najmenej presné postupy hodnotenia postavenia podniku, pretože sa stanovujú v určitých historicko-ekonomických podmienkach, pre ktoré sú rigidné),
- **priemery** (sú výhodné len za splnených štatistických predpokladov, sú nerobustné voči odľahlým dátam, a jeden bodový odhad nedokáže postihnúť nerovnomernosti v rozdelení dát),
- **kvantily** (sú výhodné len za splnených štatistických predpokladov, ale predstavujú najlepšie riešenie v rámci tradičných metód, pretože sú robustné voči odľahlým dátam, a s rastúcim stupňom kvantilov lepšie postihujú variabilitu rozdelenia dát).

Nástroje marginálnej analýzy používané v **gnostickej finančnej analýze**:

- **globálna distribučná funkcia – GDF** (využíva sa na charakteristiku homogénneho súboru ako jediného celku, je robustná voči odľahlým dátam a okrajovým zhlukom, má jediný modus),
- **lokálna distribučná funkcia – LDF** (používa sa na charakteristiku lokálnej štruktúry dátového súboru pri ľubovoľnom stupni rozlíšenia bez apriórneho predpokladu o homogenite súboru, jej polymodálnosť umožňuje zhlukovú analýzu súboru dát).

4.1 Využitie globálnej distribučnej funkcie na analýzu celého súboru podnikov

Obr. 1: GDF a jej hustota pre ROA súboru podnikov (rok 1997)

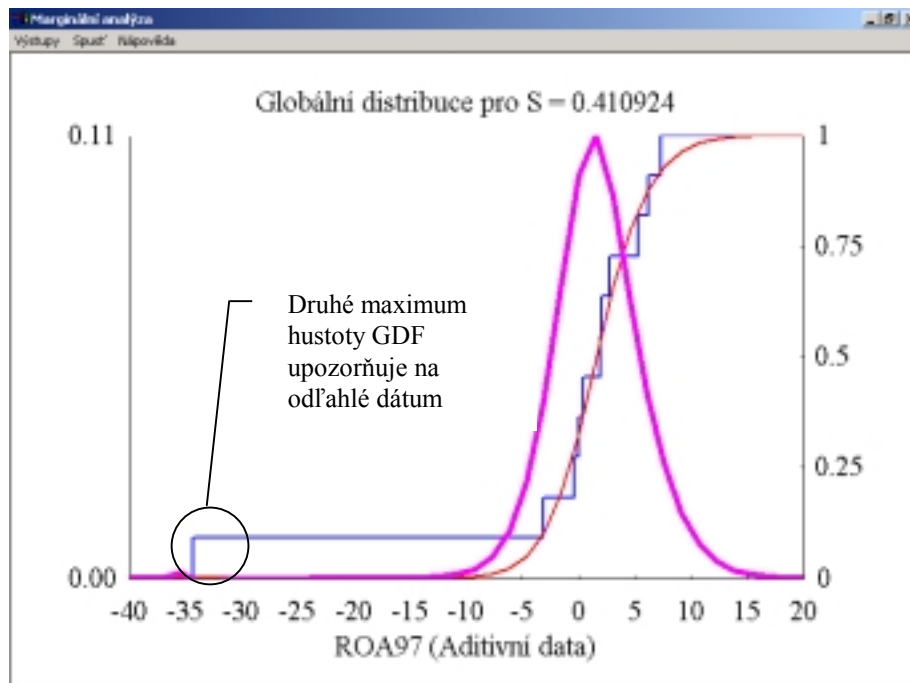


„S“ označuje parameter merítka, t.j. stupeň rozlíšenia dát (charakterizuje rozptýlenie dát). Pre globálnu distribučnú funkciu, narozdiel od lokálnej, existuje optimálna hodnota S. Optimalizáciou globálneho parametra merítka a súčasne optimalizáciou hraníc nosiča dát je možné minimalizovať maximálnu vzdialenosť GDF od hrán empirickej distribučnej funkcie - EDF (Obr. 2). Význam priblíženia hladkej distribučnej funkcie ku skutočným dátam v rámci uvedenej optimalizácie možno dokumentovať tabuľkou porovnávajúcou vybrané gnostické kvantily pred optimalizáciou a po jej uskutočnení.

Tab. 3: Porovnanie vybraných gnostických výstupov

	10 %-ný kvantil	25 %-ný kvantil	75 %-ný kvantil	90 %-ný kvantil	$P(\text{ROA} \leq 0\%) =$
Pred optimalizáciou	-10,982	-4,886	7,171	13,117	0,447
Po optimalizácii	-3,211	-0,800	4,163	6,820	0,325

Obr. 2: GDF a jej hustota po optimalizácii hraníc nosiča dát a parametra merítka



Z Tab. 3 vyplýva, že priblížením GDF k EDF, a teda aj zúžením intervalu nosiča dát, z ktorého ROA pochádza⁷, došlo k posunom „v očakávateľnosti“ určitých úrovní ROA. Pripomínáme, že v mnohých distribučných funkciách používaných v matematickej štatistike (napr. aj v normálnom rozdelení), sa používajú nekonečné nosiče dát netypické pre ekonomické veličiny.

Aj po uskutočnení optimalizácie je ešte dolná hranica nosiča dát hlboko pod 0 % (dolná hranica ROA = - 42,25 %), pričom takmer 33 % podnikov zo skúmaného súboru by malo dosahovať stratu, čo mohlo byť spôsobené výrazne odľahlou hodnotou ROA podniku M3 ($ROA_{M3} = - 34,25 \%$). GDF je unimodálna funkcia, a preto ak sa pre skúmaný súbor dát objavuje druhé maximum hustoty GDF (Obr. 2), prijmeme to za príznak nehomogenity súboru. Priebeh GDF teda dokazuje odľahlosť ROA_{M3} , čím sa uskutočnil test odľahlosti tohto dát. V matematickej štatistike sa odľahlosť dát dokazuje v závislosti na predpokladanom rozdelení dát pri splnení určitých štatistických predpokladov, ktorých platnosť je však ťažké dokázať (napr. v ekonomickej oblasti je ťažké dokázať nezávislosť dát v rámci malého súboru). Okrem toho štatistické testovanie odľahlosti dát sa vyznačuje nízkou citlivosťou, a preto musí byť odľahlosť dát značná, aby bola potvrdená.

⁷ z nereálneho intervalu $(-\infty, +\infty)$ na reálny interval $(-42,25, +199)$ - pre skúmaný súbor dát

Odľahlá hodnota ROA podniku M3 môže značne skresliť zhodnotenie výkonnosti niektorého iného podniku v súbore. Pri použití tradičného aritmetického priemeru, by mohol byť podnik M5 ($ROA_{M5} = 0,01 \%$) hodnotený ako „výborný“ z hľadiska rentability celkového kapitálu v porovnaní s priemernou rentabilitou ($= -1,037 \%$). Gnostické postupy však potláčajú vplyv odľahlej hodnoty ROA_{M3} , a pri porovnaní podniku M5 s robustnou strednou hodnotou ($= 1,738 \%$) sa už podnik M5 javí ako podpriemerný.

ROA pre pôvodný súbor (11 podnikov)

Tab. 4: Štatistické výstupy

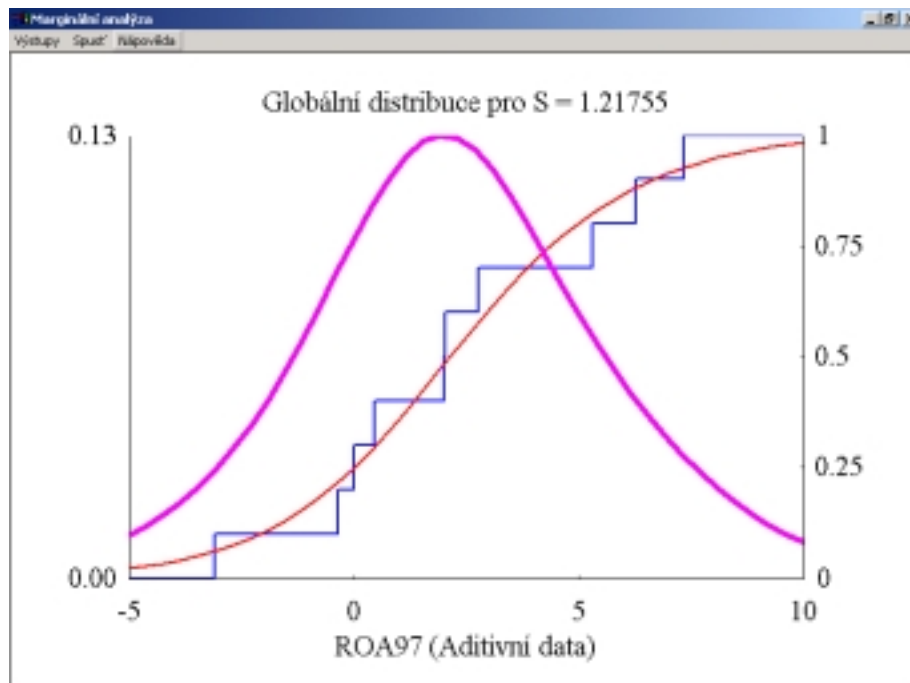
Modus	Medián	Priemer	Smerod. odchýlka	10 %-ný kvantil	25 %-ný kvantil	75 %-ný kvantil	90 %-ný kvantil
-----	2,010	-1,037	11,441	-3,090	-0,340	5,310	6,290

Tab. 5: Gnostické výstupy

Modus	Medián distribúcie	Robustná stredná hodnota	Robustná str. kvadr. chyba	10 %-ný kvantil	25 %-ný kvantil	75 %-ný kvantil	90 %-ný kvantil
-42,548	1,602	1,738	10,038	-3,095	-0,800	4,163	6,820

Priebeh GDF dokázal odľahlosť hodnoty ROA_{M3} voči ostatným dátam v skúmanom súbore, preto v záujme dosiahnutia neskreslených výsledkov môžeme tento údaj pri analýze vypustiť. Vypustením odľahlého dáta a následnou optimalizáciou parametra merítka nadobúda GDF hladký priebeh (Obr. 3), čo poukazuje na homogenitu súboru.

Obr. 3: Po vypustení odláhlého dáta a následnej optimalizácii parametra merítka



ROA pre homogénny súbor (10 podnikov)

Tab. 6: Štatistické výstupy

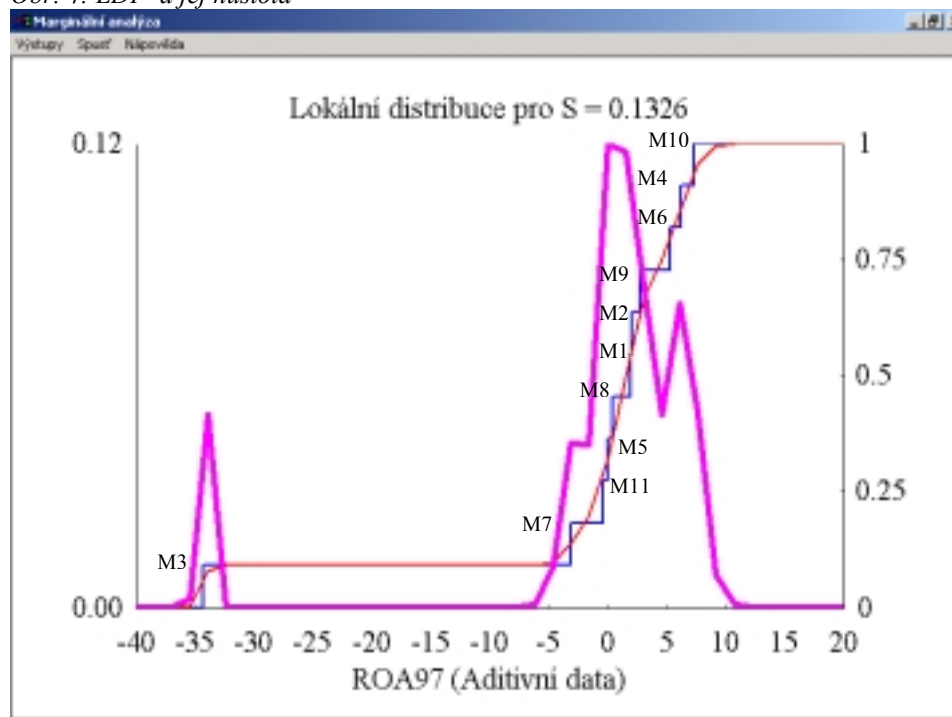
Modus	Medián	Priemer	Smerod. odchýlka	10 %-ný kvantil	25 %-ný kvantil	75 %-ný kvantil	90 %-ný kvantil
-----	2,025	2,284	3,258	-1,715	0,010	5,310	3,258

Tab. 7: Gnostické výstupy

Modus	Medián distribúcie	Robustná stredná hodnota	Robustná str. kvadr. chyba	10 %-ný kvantil	25 %-ný kvantil	75 %-ný kvantil	90 %-ný kvantil
2,008	2,156	2,219	1,653	-2,094	0,013	4,396	6,695

4.2 Využitie lokálnej distribučnej funkcie na identifikáciu jednotlivých zhlukov v rámci skupiny porovnateľných podnikov

Obr. 4: LDF a jej hustota



Znižovaním hodnoty parametra merítka sa LDF neobmedzene približuje k EDF a jej hustota identifikuje odľahlé dáta alebo zhluky v rámci súboru. Stupeň rozlíšenia zhlukov závisí od hĺbky zamýšľanej analýzy. Znížením parametra merítka pre LDF v rámci súboru dát ROA97 na hodnotu $S = 0,1326$ môžeme rozoznať zhluky podnikov (zhluk1 = M10, M4, M6 a zhluk2 = M9, M2, M1, M8, M5, M11, M7) a odľahlú hodnotu ROA_{M3} (Obr. 4). Vzhľadom na to, že napriek vyššiemu rozlíšeniu, zostali dáta v zhluk1 (ako aj dáta v zhluk2) vzájomne nerozlíšené⁸, môžeme predpokladať, že správanie podnikov v rámci jednotlivých zhlukov má niečo spoločné. Tento poznatok, ktorý sme získali spracovaním kvantitatívnych údajov, sa môže ďalej použiť na určenie kvalitatívnych rozdielov medzi jednotlivými zhlukmi (za predpokladu existencie dodatočných informácií o kvalitatívnych charakteristikách daných podnikov).

⁸ Ak abstrahujeme od jemného porušenia hladkého priebehu hustoty LDF v bode M7

Regresná analýza ROE v závislosti od doby obratu pohľadávok v roku 1996

Cieľom tejto časti nášho príspevku je posúdiť, ktoré pomerové ukazovatele sú determinujúce pre ukazovateľ rentability vlastného kapitálu (ROE) a ukázať nevyhnutnosť použitia robustných metód pri regresnom modelovaní.

Skúmanie pomerových ukazovateľov, ktoré sú determinujúce pre modelovanie vývoja ukazovateľa rentability vlastného kapitálu (ROE) v sledovanej skupine podnikov sme rozdelili na dve parciálne časti. V našom príspevku uvádzame výstupy prvej časti. Jej cieľom bolo skonštruovanie jednoduchého regresného modelu vývoja závislosti ukazovateľa ROE a zdôvodnenie nevyhnutnosti použitia robustných metód pri regresnom modelovaní finančno-ekonomických ukazovateľov v podmienkach Slovenska. Druhá časť je zameraná na identifikovanie, konštrukciu a verifikáciu viacrozmerného regresného modelu, ktorý je možné aplikovať na predikčné účely.

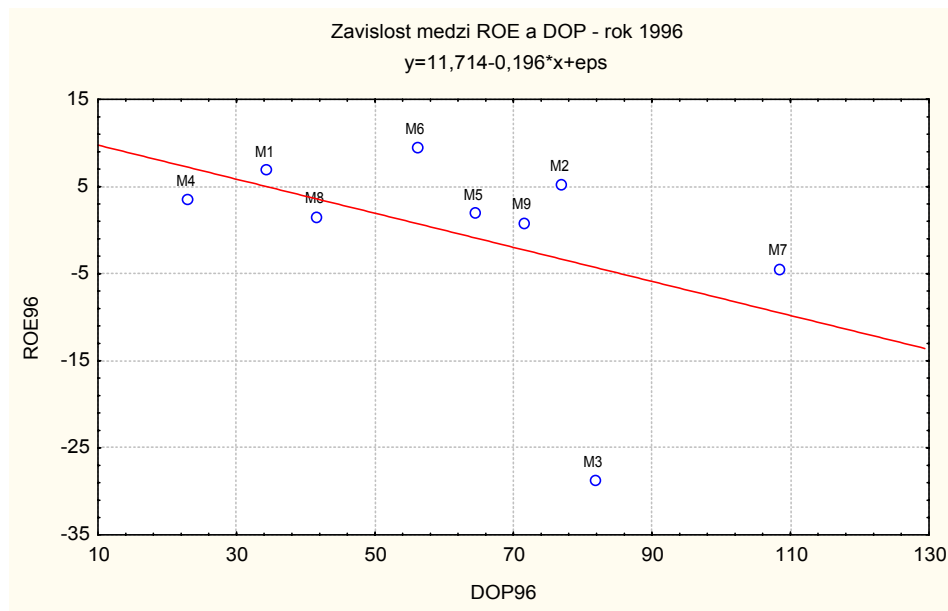
Z množiny pomerových ukazovateľov, ktoré sme uviedli v úvode nášho príspevku, sme eliminačnou metódou identifikovali pre potreby nášho skúmania exogénnu premennú - dobu obratu pohľadávok. Pomocou programu STATISTICA sme získali nasledovné odhady parametrov klasického lineárneho regresného modelu a odhady jeho základných štatistických charakteristík:

Tab. 8: MNŠ odhady parametrov lineárneho regresného modelu

Regression Summary for Dependent Variable: ROE96						
R= ,45684572 R ² = ,20870801 Adjusted R ² = ,09566630						
F(1,7)=1,8463 p< ,21637 Std.Error of estimate: 10,777						
	St. Err.	St. Err.				
	BETA	of BETA	B	of B	t(7)	p-level
Intercept			11,71400	9,610407	1,21889	,262364
DOP96	-,456846	,336217	-,19553	,143898	-1,35878	,216372

Ako vyplýva z Tab. 8 sú odhady jednotlivých parametrov a model ako celok štatisticky nevýznamné na všetkých bežných hladinách významnosti. Ilustruje to aj nasledujúci graf 1.

Graf 1: Závislosť medzi ROE a DOP – 9 podnikov mliekarenského priemyslu, rok 1996



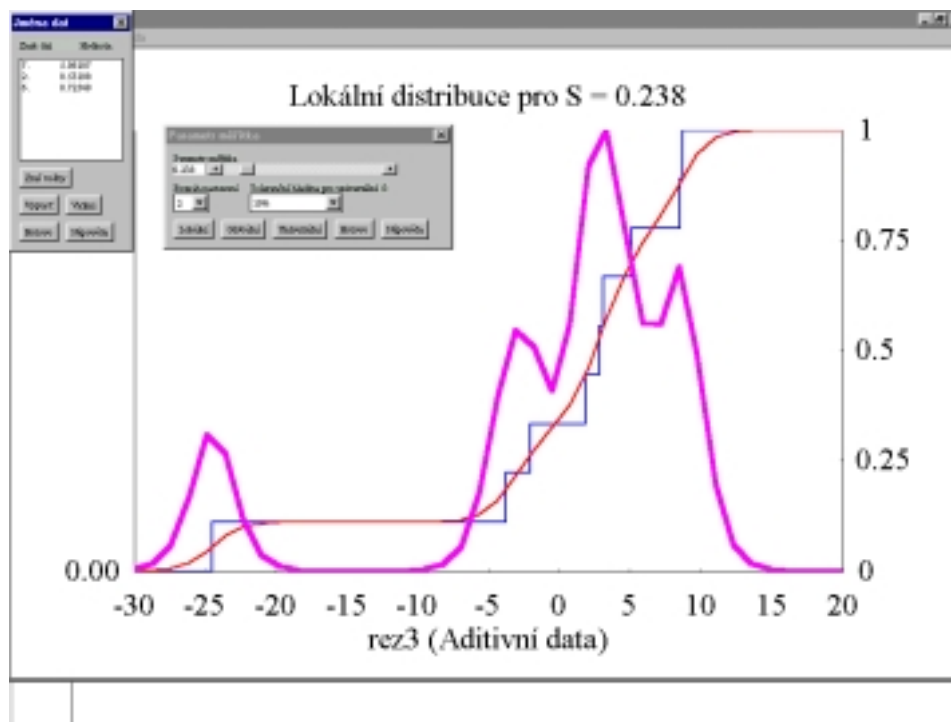
Gnostický analyzátor GA5.2 umožňuje okrem klasickej metódy najmenších štvorcov aplikovať na riešenie regresnej úlohy tri gnostické kritériálne funkcie (váženú vierohodnosť, maximálnu vierohodnosť a maximálnu kvadratickú vierohodnosť). Je zrejmé, že v uvedenom prípade poskytuje klasická metóda najmenších štvorcov absolútne nevyhovujúce výsledky. Je to spôsobené vysokou variabilitou v skúmanom súbore mliekarenských podnikov, ktorá je znásobená značne odľahlým dátom podniku M3 (outlier).

Marginálna analýza lokálnej distribučnej funkcie vektora reziduí predchádzajúceho modelu (viď Obr. 5) nám identifikovala dva hlavné zhluky podnikov:

Zhluk A tvorili podniky – M2, M6, M7 ;

zhluk B – M1, M4, M5, M8, M9 a priradili sme k nemu aj outliera M3.

Obr. 5: Lokálna distribúcia vektora reziduí



Použitím filtrácie zhluku A sme klasickou metódou najmenších štvorcov získali lineárny regresný model:

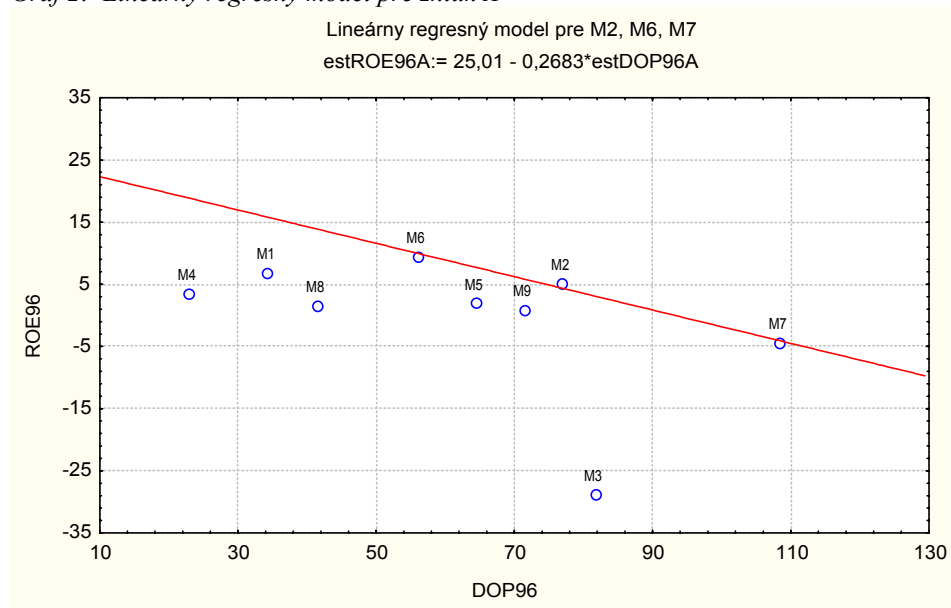
$$\text{est ROE}_{96A} = 25,01 - 0,2683 * \text{est DOP}_{96A} .$$

Z grafu 2 na nasledujúcej strane je zrejmé, že tento model s vysokou presnosťou kopíruje realitu.

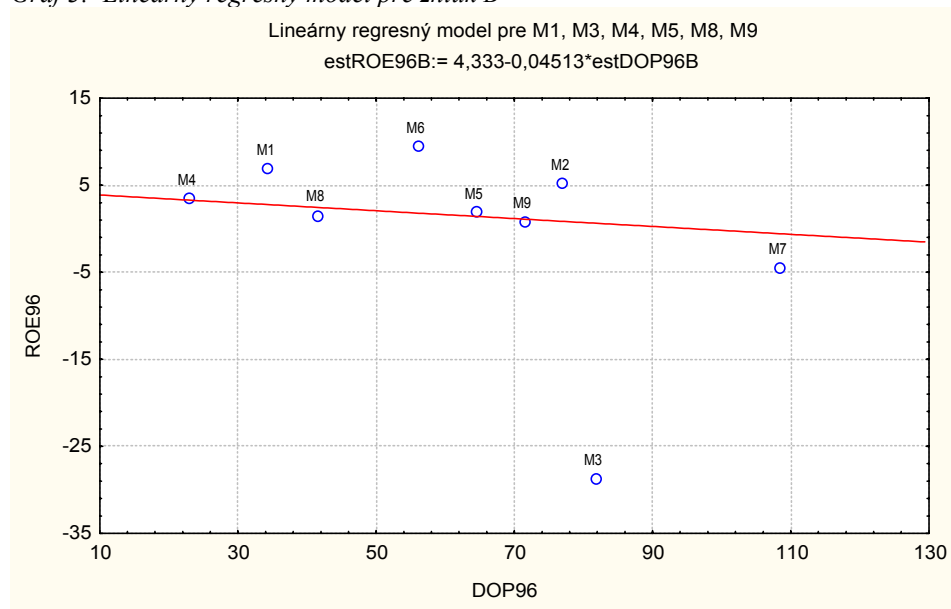
Odľahlá hodnota podniku M3 determinuje v prípade zhluku B nemožnosť použitia metódy najmenších štvorcov pre odhady parametrov regresného modelu. Práve v uvedenom prípade sú vhodné gnostické kritériálne funkcie. Metódou váženej vierohodnosti sme získali odhad optimálnej hodnoty parametra merítka ($S = 0,1718$), ktorý zabezpečuje potrebnú robustnosť odhadu, a tým znižuje váhu a vplyv odľahlých bodov na výsledný model. Uvedenú hodnotu parametra merítka sme zadali ako počiatočnú pri ďalších dvoch gnostických metódach. Kritériom vhodnosti modelu nám bol ukazovateľ priemeru absolútnych reziduí. Pomocou neho bol pre zhluk B odhadnutý regresný model:

$$\text{est ROE}_{96B} = 4,333 - 0,04513 * \text{est DOP}_{96B} . \text{ (graf 3)}$$

Graf 2: Lineárny regresný model pre zhhluk A



Graf 3: Lineárny regresný model pre zhhluk B



Oba zostrojené modely vystihujú mimoriadne kvalitne všetky objekty s výnimkou podniku M3. Táto skutočnosť implikuje potrebu prechodu k viacrozmernému modelu, ktorý bude predmetom nášho ďalšieho skúmania.

5. Záver

Pre transformujúce sa ekonomiky (vrátane SR) sú typické nasledujúce charakteristiky:

- rýchlo sa meniace prostredie,
- rôzne tempo rozvoja,
- neplatnosť princípov odvodených v trhovom prostredí vyspelých ekonomík,
- veľké odchýlky od „štandardných“ hodnôt ukazovateľov ai.

Tieto skutočnosti a samotný charakter ekonomických veličín vyvolávajú potrebu osobitných prístupov v oblasti finančnej analýzy podniku. Na základe prezentovaných črt gnostickkej teórie neurčitých dát a možností jej využitia v oblasti finančnej analýzy podniku môžeme konštatovať, že gnostická analýza je za daných podmienok vhodnou alternatívou tradičnej analýzy.

Abstract

The traditional financial analysis of enterprise applies especially statistical techniques. The information resulting from using statistical methods, however, is relevant only when specific statistical assumptions are met which isn't always the case of economic data. This paper discuss the gnostical theory of uncertain data (as one alternative to the statistical techniques) which enables prepare data containing uncertainty and fitting no statistical model. We present the viability of gnostical methods in the terms of financial analysis of enterprise – particularly in marginal analysis and regression analysis. Due to its characteristics (small data files application, robustness to outliers, maximization of gained information) the gnostical theory is a useful tool of the financial analysis in countries under the process of transformation.

Literatúra

- [1] Kovanicová, D. – Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, díl II: Finanční analýza účetních výkazů. Polygon, Praha, 1995, str. 218-496.
- [2] Kovanicová, D. – Kovanic, P.: Poklady skryté v účetnictví, díl III: Finanční řízení rozvoje podniku. Polygon, Praha, 1996, str. 195-224.
- [3] Kovanic, P. – Barack, R. A. – Michajlov, M.: Gnostický analyzátor GA5.2 (Uživatelská příručka). Konsorcium GNOSTICS, Praha, 1994, str. 4-105.
- [4] databáza Albertina - Firemný Monitor 10/1999.

K NIEKTORÝM METÓDAM ZDOKONALOVANIA FINANČNÉHO ROZHODOVANIA PRI INVESTOVANÍ

Oľga Miková

Kľúčové slová

časová hodnota peňazí, čistá súčasná hodnota, sieťová analýza, kladný a záporný peňažný prúd

1. Úvod

Moderná teória financií jednoznačne doporučuje v metodike hodnotenia efektívnosti investičných projektov používať **časovú hodnotu** peňazí a ďalej doporučuje **oddeľovať** investičné a finančné rozhodnutia. Druhé doporučenie oddeľovať investičné a finančné rozhodnutie vychádza dôsledne z predpokladu existencie dokonalého trhu, kde sa argumentuje tým, že zdroje financovania sú irelevantné a skutočne dobrý investičný projekt (teda investičný projekt s kladnou čistou súčasnou hodnotou) musí získať zdroje na financovanie.

2. Metódy zdokonalovania finančného rozhodovania

V reálnom svete nedokonalých finančných trhov sa do prepočtov efektívnosti investičných projektov premietajú aj vplyvy financovania, hlavne vplyv štruktúry finančných zdrojov. Je to napríklad cez výpočet **upravenej** čistej súčasnej hodnoty (metóda APV). Sú tiež prepracované modely tvorby kapitálových rozpočtov v podmienkach limitovaných alebo inak obmedzených finančných zdrojov, čo už samotné dokazuje, že v reálnom ekonomickom živote nie sú podmienky dokonalých trhov.

Možnosti zdokonaľovania investičného a finančného rozhodovania spočívajú tiež v aplikáciách modelov **sieťovej analýzy**, hlavne pri veľkých investičných projektoch alebo pri projektoch, ktoré sa vzájomne prelínajú a dopĺňujú, kde spravidla ide o určitý investičný súbor. Modely sieťovej analýzy treba používať ako techniku rozhodovania, ktorá umožní zohľadniť riziká projektu a prijatie korekčných opatrení, s cieľom prijať optimálne rozhodnutie.

Pri analýze východiskovej siete takéhoto investičného projektu či investičného súboru vystupujú určité obmedzenia a formulujú sa optimalizačné kritéria.

Ako **obmedzenia** vystupujú obvykle:

- maximálna doba realizácie celého investičného projektu,
- obmedzenia dané finančnými zdrojmi, ktoré sú k dispozícii v jednotlivých obdobiach a celkovo za celý projekt.

Základné **optimalizačné** kritéria predstavujú obvykle:

- **minimalizácia doby realizácie** pri daných finančných zdrojoch,
- **maximalizácia efektu** z vložených zdrojov pri danej dobe realizácie projektu.

V minulosti sa sieťová analýza používala hlavne na minimalizáciu doby realizácie investičného projektu. Išlo hlavne o časovú štruktúru činností spojených s realizáciou investičného projektu a určenie **kritickej cesty**.

Rozvinutím a spresnením ďalších obmedzení sa môže určiť nákladová analýza týchto činností, s cieľom minimalizovať náklady investičnej činnosti. a následne zdrojová analýza, s cieľom minimalizovať vynakladané finančné zdroje.

V súčasnosti je zaujímavá možnosť využiť tieto metódy z hľadiska kritéria maximálneho efektu vložených prostriedkov.

V prípade, že ide o veľký investičný projekt, ktorý je súborom viacerých objektov alebo o určitý ucelený investičný súbor, je možnosť pri posudzovaní efektívnosti, zobrať do úvahy nielen vynaložené náklady, ale aj už v priebehu realizácie investičného projektu dosahované čisté výnosy.

V rámci realizácie investičného projektu možno úlohu formulovať takto:

Rozložiť vynakladanie finančných zdrojov na celý investičný projekt v čase tak, aby sa pri rešpektovaní zadaných obmedzení dosiahol **maximálny finančný efekt**.

K vyčísleniu finančného efektu z investície možno pristupovať dvoma spôsobmi.

Prvý prístup vychádza z bežného chápania sieťovej analýzy a formuluje finančný efekt ako rozdiel medzi sumou čistého zisku za obdobie realizácie investičného projektu a sumou postupne uskutočňovaných finančných vkladov. V danom kladnom aj zápornom peňažnom prúde treba pracovať s faktorom času. Modelovo:

V prvom kroku sa vytvorí východisková sieť investičného projektu na základe určených parametrov ako trvanie realizácie, finančné vklady a čistý výnos z jednotlivých objektov a urobí sa časová analýza projektu (vrátane kritickej cesty a jej variantov minima a maxima).

Druhým krokom je vyčíslenie výsledku diskontovaných kladných a záporných peňažných prúdov pre jednotlivé čiastkové objekty. Oba peňažné prúdy sa diskontujú k určitému momentu, obvykle k momentu zahájenia celého projektu. Ako úroková miera pre diskontovanie sa volí požadovaná miera výnosu.

Kladný peňažný prúd predstavuje čisté dôchodky, ktoré sa začnú ziskávať po dosiahnutí jednotlivých čiastkových výsledkov projektu. Začiatkom ziskovania dôchodku je moment jeho ukončenia a doba, po ktorú budú kladné peňažné prúdy vznikať je vzdialenejšia od zahájenia projektu alebo rovnaká ako čas ukončenia celého projektu.

Záporný peňažný prúd sú náklady všetkých činností, ktoré končia v určitom uzli a kde sa začína dosahovať určitý čiastkový výsledok podniku. Doba vynakladania

začína v začiatkoch celého projektu a končí v momente, kde príslušný čiastkový projekt začína prinášať výsledky.

Tretím krokom je potom korekcia termínu realizácie a dokončenia jednotlivých objektov, aby sa dosiahol maximálny efekt z vložených finančných zdrojov - maximálna čistá súčasná hodnota projektu.

Tento prístup spočíva, zjednodušene, len v optimalizácii termínov (času) vynakladania finančných zdrojov počas realizácie rozsiahleho investičného projektu.

Druhý prístup zahŕňa aj uvažovanie o korekčných opatreniach v súvislosti s komerčnou životaschopnosťou investičného projektu. To znamená, že treba prispôbiť model reálnym ekonomickým podmienkam a precizovať predpoklady, ktoré sú v predchádzajúcom prípade zjednodušene zamerané len na optimalizáciu termínov vynakladania finančných zdrojov.

Do modelu treba zaradiť hlavne nasledovné skutočnosti:

- namiesto predpokladu, že termínom vynaloženia finančných zdrojov na určitý investičný projekt je moment ukončenia jeho realizácie, zahrnúť do modelu aj predpokladaný spôsob čerpania finančných zdrojov v priebehu fungovania daného objektu. Tento priebeh sa môže určiť buď ako stochastická veličina alebo deterministicky,
- upustiť od predpokladu, že zadaný termín ukončenia investičného projektu zodpovedá trvaniu kritickej cesty z časovej analýzy. To rozšíri možnosti manévrovania z hľadiska kritéria maximalizácie efektu vložených zdrojov,
- prípadné úpravy časového priebehu jednotlivých činností spájať s ich nákladmi, pričom možno uvažovať aj variantné zdroje financovania, a ich dopad na čisté výnosy investičného projektu.

3. Záver

Možnosti zdokonaľovania investičného a finančného rozhodovania spočívajú tiež v aplikáciách modelov **sieťovej analýzy**, hlavne pri veľkých investičných projektoch alebo pri projektoch, ktoré sa vzájomne prelínajú a dopĺňujú, kde spravidla ide o určitý investičný súbor.

Abstract

The net present value method belongs to the most used methods of investment valuation. Besides it the method of net analyses has been often used nowadays. However this method is not used only to search a critical path but also as a component of cost analyses and resources analyses.

Literatúra

- [1] Brealey, R. A. - Myers, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha, Victoria Publishing 1993.
- [2] Valach, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé finanční investice. Praha, VŠE 1994.
- [3] Vlachynský, K. - Magdolenová, M.: Matematické metody vo financiách podnikov. Bratislava, ES VŠE Bratislava 1984.
- [4] Vlachynský, K. a kol.: Podnikové financie. Bratislava, Súvaha 1999.

VÝZNAM RIADENIA VÝVOJA EFEKTÍVNOSTI V SLOVENSKÝCH PODNIKOKH

Milan Sochor

Kľúčové slová

riadenie, likvidita, rentabilita, majetok

1. Úvod

Turbulencia, neistota a silná konkurencia na trhu sa nemôže neprejavovať aj v podnikoch. Motív týchto zmien je jediný – prežiť, a prežiť znamená byť úspešný a dosahovať zisk. Dnešný trh je predovšetkým dynamický a globálny. V jeho vývoji má hlavné slovo zákazník, ktorý má stále vyššie nároky. Dnes na trhu EÚ nie je zárukou úspechu vyrábať lacné, štandardné výrobky vo veľkých sériách. Úspešní sú tí, ktorí dokážu vyrábať presne to, čo chce zákazník – individuálne výrobky vysokej kvality za nízke ceny.

Najnovšie poznatky z oblasti riadenia ukazujú, že najväčšiu budúcnosť majú veľké firmy, ktoré disponujú silným kapitálom, mohutnou vedecko – výskumnou základňou, celosieťovými distribučnými sieťami a pod. Tieto podniky ovládajú stále viac celé dianie svetovej ekonomiky, aj jednotlivých národných ekonomík. No neznamená to, že malé a stredné podniky nemajú v ekonomike svoje miesto. Ak chcú však prežiť, musia sa aj tieto podniky usilovať o svoj rast. Nejde vždy len o rast počtu zamestnancov, alebo rast podielu na trhu, ale predovšetkým o rast tržieb a o rast ukazovateľov efektívnosti.

Ak majú slovenské podniky stanoviť správnu stratégiu pre vstup na trh EÚ, tak musia tieto zásadné zmeny zobrať na zreteľ, ako aj dôsledky, ktoré z týchto zmien vyplývajú pre ich riadenie.

Komplexné riadenie ekonomiky podniku zahŕňa tri základné okruhy činností.

Jedná sa o:

- riadenie majetku,
- riadenie rentability,
- riadenie likvidity.

2. Riadenie majetku

Riadenie majetku sa sústreďuje hlavne na štruktúru majetku, štruktúru jeho zdrojov krytia a na výnosnosť majetku. Jedná sa o činnosť s dlhou odozvou na jednotlivé riadiace zásahy. Z hľadiska bezprostredného rizika ohrozenia existencie podniku je riadenie majetku relatívne málo rizikové. Podnik môže aj dlhšiu dobu existovať so značne nepriaznivou štruktúrou majetku bez toho, aby bola jeho existencia priamo ohrozená. Negatívne dôsledky sa však prejavujú dlhodobo a môžu byť obrovské. Pre riadenie majetku existuje celý rad kritérií parciálnej efektívnosti. Súhrnné hodnotenie úspešnosti riadenia majetku vo forme ekonomických ukazovateľov však nie je. Nepriamo sa dá hodnotiť podľa trhovej ceny majetku, či podľa jeho výnosnosti. Okrem vlastnej úspešnosti riadiacich zásahov sa však do týchto ukazovateľov premieta aj množstvo externých vplyvov.

Je zrejmé, že vzhľadom na dlhodobý charakter môžu chybné rozhodnutia v štruktúre a vývoji aktív, za dlhšie časové obdobie vyvolať dlhodobé finančné problémy vo vývoji likvidity. Preto je nutné posudzovať zámery vo vývoji aktív z pohľadu dlhodobého zaistenia likvidity.

Pre financovanie a riadenie štruktúry aktív boli z praktických skúseností odvodené niektoré pravidlá. Jedná sa predovšetkým o :

Zlaté pravidlo financovania, ktoré požaduje, aby zdroje, ktorými sú jednotlivé zložky majetku kryté, boli podniku k dispozícii minimálne na obdobie, počas ktorého je príslušná zložka majetku v podniku viazaná.

Zlaté bilančné pravidlo, ktoré požaduje, aby dlhodobo viazaný majetok bol financovaný kapitálom, ktorý má podnik trvalo, alebo dlhodobo k dispozícii. Krátkodobo viazaný majetok môže byť financovaný aj kapitálom, ktorý má podnik k dispozícii len krátkodobo.

3. Riadenie rentability

Riadenie rentability sa zameriava predovšetkým na ekonomiku prevádzkovej činnosti. Odozva na riadiace zásahy má vo väčšine prípadov strednodobý charakter. Z hľadiska bezprostredného rizika ohrozenia existencie podniku je stredne rizikové, pretože po určitú kratšiu dobu podnikový organizmus prežije aj negatívne výsledky, stratu z hospodárenia. Negatívne dôsledky sa prejavujú zhruba v ročnom horizonte. Riadenie rentability operuje predovšetkým s pojmami výkonov, výnosov a nákladov.

Základným kritériom úspešnosti riadenia rentability je dosahovaný zisk a z neho odvodené ukazovatele. No ako objektívna miera ekonomického zdravia je zaťažený celým radom vplyvov, ktoré vyplývajú z užíwanej sústavy účtovníctva, a preto nie je vždy celkom objektívny. Výška zisku sa v podnikoch ovplyvňuje predovšetkým spôsobom ocenenia podnikových aktív. Ich nadhodnotenie znamená automaticky zvýšenie sumy vykázaného zisku, naopak podhodnotenie podnikových aktív jeho

zníženie a tým vytvorenie skrytej rezervy. Ďalej môže ísť o spôsob časového rozlíšenia nákladov, voľba spôsobu odpisovania investičného majetku a iné.

Ak by v podniku nastali problémy s rentabilitou, existujú rôzne možnosti na jej obnovenie. Môže ísť napríklad o obmedzenie všetkých výdavkov, ktoré nie sú bezprostredne nutné pre redukovaný chod podniku. Ďalej je potrebná realizácia rýchlych realizačných opatrení ku zníženiu nákladov a strát, prispôbenie mzdových nákladov, zníženie cien nakupovaných surovín a materiálu, redukcia organizačnej štruktúry pracovísk a počtu pracovníkov, ktorá vedie k úspore fixných nákladov. A napokon je nutné vytýčenie novej, pokrízovej stratégie podniku a obnovenie pozitívneho smeru myslenia a uvažovania.

4. Riadenie likvidity

Riadenie likvidity sa stále viac dostáva do popredia pozornosti. Sústreďuje sa na pohyb peňazí. Odozva na riadiace zásahy je mnohokrát bezprostredná. Z hľadiska ohrozenia existencie podniku ide o činnosti vysoko rizikové, negatívne dôsledky sa môžu prejaviť bezprostredne a veľmi rýchlo, môžu ohroziť samotnú existenciu podniku. Riadenie likvidity operuje s pojmami príjmov a výdavkov, peňažného toku. Základným kritériom úspešnosti riadenia likvidity je likvidita podniku, teda dostatok finančných prostriedkov pre zaistenie bezporuchového chodu podniku.

Je potrebné predovšetkým sledovať časový vývoj hlavných bilančných položiek. Z vývoja bilancie vyplýva ohrozenie budúcej likvidity z nasledujúcich javov "bujnenia" a "poklesu". Môže ísť napríklad o :

- Rastúci obežný majetok

Rast zásob hotových výrobkov signalizuje viaznúci predaj. Zvýšenie cien materiálov a miezd, predlžovanie dodávkových a výrobných cyklov spôsobuje vyššiu viazanosť finančných prostriedkov v zásobách. V podniku stúpa úrokové zaťaženie a neúmerne sa zvyšujú úvery.

- Klesajúce vlastné zdroje

Ak klesá hospodársky výsledok za bežné obdobie, znižuje sa hospodársky výsledok minulých období. Klesajú rezervné fondy a iné rezervy.

- Klesajúci podiel vlastných zdrojov

Ak sa zvyšuje podiel cudzích zdrojov na celkových pasívach, podnik nestačí kryť svoje rozvojové potreby z vlastných zdrojov a vytváraného zisku a stále viac sa zadlžuje.

- Znižuje sa pomer vlastných zdrojov k stálým aktívam

Ak sa zvyšujú stále aktíva, ak hmotný majetok rastie rýchlejšie ako dosahované tržby. Klesá využitie a výnosnosť stálych aktív. Preto novo investované stále aktíva majú nižšiu výnosnosť, ako doterajšie stále aktíva.

Takýmto diagnostikovaním krízového vývoja je možné odhaliť mnohé hroziace riziká v podnikoch.

5. Záver

Aj keď som v príspevku vymedzil tri okruhy činností pre komplexné riadenie ekonomiky podniku samostatne, je zrejmé, že všetky tri okruhy sú vzájomne previazané a vzájomne sa výrazne ovplyvňujú.

Ak sa chcú slovenské podniky uplatniť na trhu EÚ, nesmú podceňovať riadenie celkového ekonomického vývoja, lebo aj za priaznivého stavu charakteristických ukazovateľov sa môžu objaviť tendencie, ktoré môžu budúci dobrý vývoj ohroziť.

Abstract

Proceeding of property and its structure influences receipts, yields and costs. Profit forms critical basis for financial source together with sources that are a result of property structure changes. A liquidity of an enterprise and sufficient financial sources make possible changes in a volume of property and its structure.

Literatúra

- [1] Košturiak, J.: Podnik v roce 2001.
- [2] Souček, Z.: Strategie úspěšného podniku.

UPLATNENIE TEÓRIÍ KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY V EURÓPSKÝCH PODNIKOV A NA SLOVENSKU

Peter Krištofik

Kľúčové slová

kapitálová štruktúra, náklady kapitálu

1. Úvod

Kapitálová štruktúra podniku, ktorá vyjadruje zloženie a pôvod jednotlivých zdrojov financovania podnikových potrieb, bola a je predmetom bohatého teoretického i praktického výskumu už mnoho desiatok rokov. Podstatou tohto výskumu bolo nájsť tzv. „optimálnu kapitálovú štruktúru“ a zistiť, akým spôsobom kapitálová štruktúra prispieva k zvyšovaniu hodnoty podniku. Výsledky skúmaní, ich vypovedacia schopnosť i praktická použiteľnosť boli značne rôznorodé a v konečnom dôsledku znamenali vznik a postupne formovanie významnejších i menej dôležitých teórií kapitálovej štruktúry.

Empirické výskumy, ktoré buď dokazovali alebo vyvracali jednotlivé teoretické koncepty kapitálovej štruktúry, však boli aplikované predovšetkým na podmienky amerických podnikov, aj keď ich testovanie sa uskutočnilo s väčším či menším úspechom aj na skupinách európskych a ázijských podnikov. Dôležité je v tejto súvislosti poukázať na to, či existujú reálne možnosti uplatnenia týchto teórií v podmienkach Slovenska na základe existencie predpokladov, za ktorých vznikli a porovnať ich s podnikmi v krajinách EÚ.

2. Všeobecné trendy v oblasti kapitálovej štruktúry a stručný náčrt základných teórií

Skôr než bude možné skúmať a analyzovať kapitálovú štruktúru v krajinách EÚ a na Slovensku v porovnaní s existujúcimi modelmi a teóriami kapitálovej štruktúry, je potrebné zdôrazniť niektoré všeobecné aspekty kapitálovej štruktúry vo svete [Megginson, 1997]. Analýza týchto aspektov môže dať čiastočnú odpoveď na otázku, čo je vlastne súčasná teória schopná vysvetliť a poskytnúť určitý návod na posúdenie užitočnosti rozličných teórií kapitálovej štruktúry:

1. Kapitálová štruktúra „rešpektuje“ národné princípy.
2. Kapitálová štruktúra „rešpektuje“ charakter odvetvia.
3. V rámci odvetví existuje nepriama úmera medzi ziskovosťou a zadlžením.
4. Dane ovplyvňujú kapitálovú štruktúru, nie sú však rozhodujúce.
5. Ukazovatele zadlženia sú v nepriamej úmery k predpokladaným nákladom finančných ťažkostí
6. Rastúce zadlženie znamená pre existujúcich vlastníkov „dobré správy“ a naopak.

7. Zmeny v transakčných nákladoch emisie majú len malý vplyv na kapitálovú štruktúru.
8. Kapitálová štruktúra je podstatne ovplyvnená vlastníckou štruktúrou.
9. Podniky uprednostňujú určitú cieľovú kapitálovú štruktúru, ktorú sa snažia udržať [resp. vrátiť sa k nej).

Uvedené aspekty sa snažili vysvetliť početné teórie kapitálovej štruktúry, ktoré možno v stručnosti charakterizovať nasledovne:

Modiglianiho a Millerova (MM) teória nákladov kapitálu. Náklady kapitálu ako determinant hodnoty, ktorá je funkciou kapitálovej štruktúry boli základným konceptom tejto teórie. Pred revolučnou MM teóriou sa na hodnotenie kapitálovej štruktúry využívali dva prístupy: tzv. NI (net income) a NOI (net operating income) prístup. MM teória stávala na princípoch druhého z nich, pričom jej príspevok spočíva v dodaní vedeckého charakteru do tohoto čisto intuitívneho prístupu a v zabudovaní arbitrážneho mechanizmu. MM teória nákladov kapitálu teda vložila určitý teoretický rámec do oblasti, kde predtým žiadny neexistoval. Na druhej strane, hlavné nedostatky MM teórie spočívajú v nereálnosti predpokladov a východísk. Tieto nedostatky odhalili neskoršie empirické výskumy v oblasti skúmania nákladov kapitálu. Ako diskutabilný možno označiť aj záver, že podstatný vplyv vo finančnom rozhodovaní má investičné rozhodovanie (alokácia kapitálu) a spôsoby získavania kapitálu (finančné rozhodovanie) sú alebo irelevantné – verzia MM teórie bez existencie daní ako jedného zo základných predpokladov – alebo sú triviálne – korigovaná verzia tejto teórie [1963] upravená o vplyv daní.

Teórie kapitálovej štruktúry „post MM“ obdobia. Modifikácie a vylepšenia MM teórie vyústili do dvoch zaujímavých, ale koncepcne nezávislých smerov:

1. reformulácie a vytvoreniu novej teórie bankrotu odvodennej od MM teórie založenej výlučne na nákladoch bankrotu [napr. Scott, 1977; Kim, 1978 a ďalší]; a
2. presunu MM teórie do prostredia všeobecnej rovnováhy [Hamada, 1969 a 1972]

Napriek tomu, že strategické východiská oboch smerov boli podobné, t.j. oba spočívali na modifikáciách pôvodných predpokladov Millera a Modiglianiho, ich závery boli kategoricky odlišné. Hamadov prístup teóriu výrazne generalizoval a z ekonomického hľadiska presunul z prostredia čiastkovej rovnováhy na podmienky celkovej rovnováhy. Jej nedostatkom je, že nenachádza vysvetlenie tých skutočností, ktoré nedokázali vysvetliť Miller a Modigliani. To neplatí pre kompromisnú teóriu, ktorá bola síce oveľa menej komplexná, podarilo sa jej však vysvetliť niektoré fakty, ktoré boli MM teóriou ignorované resp. nevysvetlené.

Informačná asymetria a kontrakčná teória. Kontrakčná teória [Jensen a Meckling, 1976] je založená na predpoklade, že existuje konflikt záujmov medzi záujmovými skupinami v podniku. Tento konflikt má pôvod v rozdielnom zdieľaní rizika a výnosov, čo potom naopak ovplyvňuje vzťahy medzi akcionármi a manažérmi. Na základe vysvetlenia charakteru správania sa jednotlivých skupín v podnikoch možno kontrakčnú teóriu v podnikových financiách označiť ako logickú a v určitom smere pokrokovú. V mnohých prípadoch však ponúka vysvetlenie diametrálne odlišného správania sa skupín rovnakým spôsobom. Inak povedané, komplexný pohľad na empirický výskum uvedenej teórie ju odhaľuje ako značne protirečivú.

V súvislosti s kontrakčnou teóriou vznikli niektoré teórie (tzv. ad hoc teórie), z ktorých najznámejšie sú hypotéza disponibilného cash-flow [Jensen, 1986] a hypotéza poradia preferencií [Myers, 1984 resp. Myers a Majluf, 1984]. Prvá z nich tvrdí, že v prípade ponechania príliš veľkého množstva disponibilnej hotovosti v rukách manažérov, používajú ju neefektívne a ne hospodárne (nákup luxusných tovarov pre potreby manažérov, výplata rôznych odmien a pod. alebo na investovanie do projektov so zápornou NPV). V hypotéze poradia preferencií je určená hierarchia vo vzťahu k jednotlivým spôsobom financovania, ktorá vychádza z rizikovosti týchto spôsobov z pohľadu manažérov.

Vedeckým zhrnutím a zovšeobecnením predchádzajúcich dvoch hypotéz je organizačná teória kapitálovej štruktúry [Myers, 1990]. Všetky finančné rozhodnutia v podniku sa podľa organizačnej teórie orientujú na maximalizáciu bohatstva podniku ako finančný cieľ podniku. Inak to nie je ani v prípade rozhodnutia o spôsobe financovania. Každé rozhodnutie sa prejaví v organizačnej bilancii zmenou hodnoty bohatstva podniku a v rámci neho aj jednotlivých jeho zložiek, pričom dochádza k presunu hodnoty medzi investormi a manažérmi (zamestnancami).

Organizačná teória kapitálovej štruktúry vo svojich záveroch podporuje zvyšovanie zadĺženia podniku z dôvodu zvýšenia disciplíny v riadení podniku a z dôvodu zábrany voči investovaniu do projektov so zápornou čistou súčasnou hodnotou. Dlh má takisto charakter určitého záväzku, ktorý „núti“ podnik rozdeľovať hotovosť investorom.

3. Hodnotenie kapitálovej štruktúry v podmienkach slovenských a európskych podnikov

Podmienky slovenskej ekonomiky v období transformácie na trhové hospodárstvo sa často označuje ako „neštandardné“. Toto označenie sa netýka len oblasti makroekonomickej, ale silný vplyv neštandardných podmienok sa prejavuje aj v podnikovej sfére. To podmieňuje aj použitie rôznych modelov financovania a z toho vyplývajúcej kapitálovej štruktúry podnikov tak, ako ich uvádza súčasná moderná teória podnikových financií. Problémy aplikácie uvedených modelov spôsobuje mnoho faktorov. Veľké množstvo týchto faktorov má subjektívny charakter, a preto ich nie je možné z externého hľadiska posúdiť a prípadne zovšeobecniť. Medzi objektívne faktory, ktoré ovplyvňujú existujúce spôsoby financovania a tým aj kapitálovú štruktúru podnikov patria:

1. systém financovania podnikov,
2. štruktúra cudzích zdrojov,
3. úrokové miery,
4. systém podnikovej kontroly a vlastnícka štruktúra,
5. hospodárska politika vlády.

Systém financovania podnikov znamená určenie hlavných zdrojov kapitálu (predovšetkým cudzieho kapitálu) pre financovanie činnosti podnikov. Konkrétne systémy vychádzajú z tradičných spôsobov financovania v jednotlivých krajinách. V USA a Veľkej Británii prevláda systém financovania prostredníctvom kapitálového trhu. Z toho vyplýva, že podniky získavajú vlastný kapitál emisiou akcií a cudzí kapitál emisiou dlhopisov. Tieto cenné papiere sa postupne inovovali, zdokonaľovali a

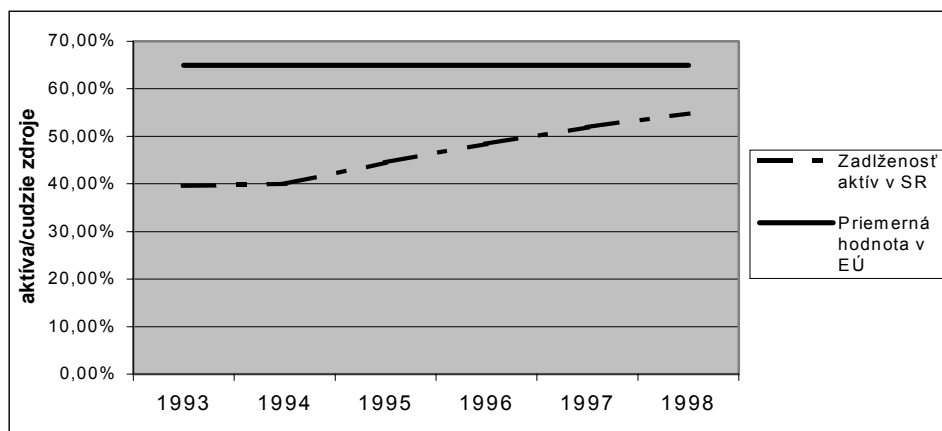
v súčasnosti umožňujú ponúkať podnikom široké spektrum zdrojov rôzneho charakteru, ktoré môžu byť častokrát „šité na mieru“ pre potreby daného podniku. Systém financovania podnikov v kontinentálnej Európe je založený na financovaní prostredníctvom finančných sprostredkovateľov, kde dôležitú úlohu zohrávajú predovšetkým banky. V oblasti cudzích zdrojov preto v európskych podnikoch dominuje predovšetkým bankový úver. Pre úplnosť treba spomenúť ešte systém financovania prostredníctvom priemyselných skupín, ktorý sa uplatňuje v Japonsku a Južnej Kórei, jeho aplikácie v našich podnikoch však nie sú reálne.

Uvedená charakteristika systémov financovania zaraďuje slovenské podniky k podnikom, ktoré sú financované prostredníctvom finančných sprostredkovateľov.

Súčasná ponuka zdrojov v tejto oblasti je však na Slovensku príliš málo variabilná (v súčasnosti predovšetkým z časového hľadiska, keď prevládajú zväčša krátkodobé zdroje, ktoré nie je možné používať na rozvojové investičné projekty), a aj objem poskytovaných zdrojov nie je vzhľadom k dopytu dostatočný. Kapitálový trh, ktorý by v tomto smere mohol pôsobiť ako miesto na doplnenie zdrojov je prakticky nefunkčný. Práve v nízkej variabilite zdrojov, ktorá neumožňuje akceptovať predovšetkým východiská teórie poradia preferencií, je možné vidieť príčiny, pre ktoré nie je možné aplikovať túto teóriu v slovenských podnikoch.

Pri hodnotení kapitálovej štruktúry na Slovensku sa v praxi často uvádza, že podniky sú príliš zadĺžené. Uvedené hodnotenie nemožno akceptovať, pretože miera zadĺženia je v porovnaní s podnikmi v európskych krajinách, kde sa dosahujú hodnoty ukazovateľa zadĺženosť aktív v dlhodobom priemere viac ako 65 %, relatívne nízka. Vývoj tohto ukazovateľa v slovenských podnikoch je znázornený v tabuľke:

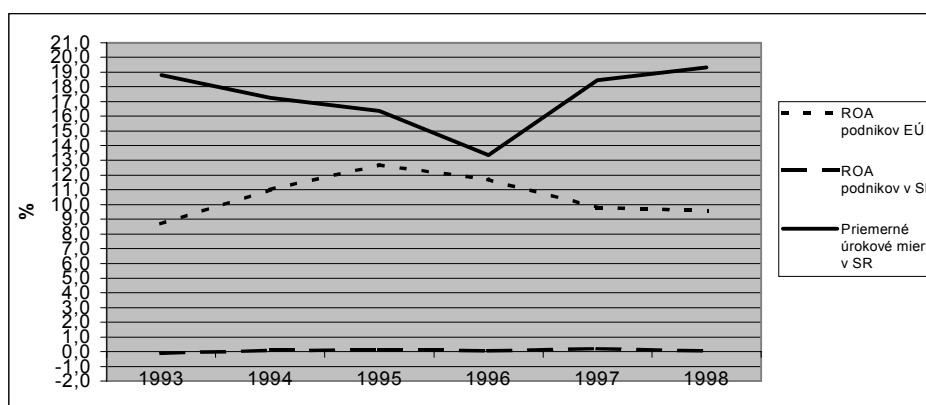
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Zadĺženosť aktív podnikov SR [v %]	39,6	40,02	44,55	48,41	51,97	54,8



Problémom v oblasti zloženia a pôvodu kapitálu je štruktúra cudzích zdrojov. Cudzie zdroje, ktoré pochádzajú z minulosti, boli v mnohých prípadoch použité neefektívne. Keďže ich použitím nedošlo k zvyšovaniu rentability v podniku, nebolo a nie je možné tvoriť prostriedky na ich splácanie.

Vysoké úrokové miery, ktoré sú spôsobené nielen vysokým dopytom po cudzích zdrojoch, ale aj ich pomerne vysokou rizikovosťou vo vzťahu k úverovej bonite žiadateľov o úver, sú spolu s vyššie uvedenou štruktúrou cudzích zdrojov príčinami, pre ktoré nie je možné v slovenských podnikoch aplikovať ani statickú teóriu kapitálovej štruktúry. Priemerné náklady kapitálu sú totiž neúmerne vysoké vo vzťahu k výnosnosti investícií. Ich výška je ovplyvnená práve úrokovými mierami cudzieho kapitálu, ktoré v súčasnosti nepodporujú investičnú činnosť. Aby sa v slovenských podnikoch mohli uplatniť závery statickej teórie o miere zadĺženia a optimálnej kapitálovej štruktúre, musela byť dodržaná podmienka, za ktorej môže platiť druhé tvrdenie MM teórie kapitálovej štruktúry, že úroková miera každého dodatočného cudzieho kapitálu je nižšia ako výnosnosť celkových aktív. Pri súčasnej úrovni úrokových mier je splnenie tejto podmienky neuskutočniteľné. Nasledujúci prehľad znázorňuje výnosnosť aktív v podnikoch SR (priemyselné podniky s hodnotou aktív vyššou ako 150 mil. Sk), nefinančných podnikov v krajinách EÚ a úroveň úrokových mier na Slovensku v porovnateľnom období.

		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Podniky Európskej únie	ROA%	8,7	11,0	12,7	11,7	9,8	9,6
Podniky v SR	ROA%	-0,1	0,1	0,12	0,06	0,21	0,05
Úrokové miery v SR	%	18,80	17,25	16,35	13,36	18,43	19,32



Určitým riešením uvedeného problému je prijímanie lacnejších zahraničných úverov resp. emisia eurobondov. Tu však môže dôjsť k výraznému zdraženiu vplyvom nejistej situácie na devízovom trhu SR a nestability kurzu slovenskej koruny. Okrem toho je aj prístup k zahraničným zdrojom obmedzený bonitou žiadateľa o úver a možnosťami získať záruky (vyžadujú sa predovšetkým štátne záruky).

4. Záver

Aplikácia informačnej ekonómie, teórie asymetrických informácií a teórie podnikovej kontroly na oblasť kapitálovej štruktúry kladie dôraz na vzťah medzi

jednotlivými záujmovými skupinami v podniku tak, ako to bolo uvedené na príklade teórie poradia preferencií resp. na organizačnej teórii kapitálovej štruktúry. Pre ich možné uplatnenie vo finančnom rozhodovaní sa požaduje dôsledné *oddelenie vlastníctva a riadenia podniku*. Privatizačné metódy použité na Slovensku mali za následok, že vlasníkmi podnikov sa stali ich manažéri a došlo k zlúčeniu vlastníctva a riadenia. Existenciu asymetrických informácií a miesto pre uplatnenie spomínaných teórií možno čiastočne predpokladať iba vo vzťahu medzi podnikom a finančným sprostredkovateľom ako poskytovateľom cudzieho kapitálu.

Zdražovanie cudzieho kapitálu má na svedomí aj *hospodárska politika vlády* a v rámci toho niektoré opatrenia ako napríklad plošné zavedenie dovoznej prirážky

Ako je možné vidieť, je veľmi problematické uplatniť ktorúkoľvek zo štandardných a preverených metód finančného rozhodovania v podmienkach slovenských podnikov. Náčrt (ne)možnosti ich aplikácie zdôrazňuje potrebu štandardizácie ekonomických podmienok a tvorbu stabilného ekonomického prostredia pre činnosť slovenských podnikov.

Abstract

The paper surveys the basic concepts of the capital structure theory. For each concept a brief overview is provided. These theories are then compared with reality in financial decision-making in the field of capital structure in Slovak firms and these in European Union. Some purposes for inapplicability of these theories in Slovakia are shown.

Literatúra:

- [1] Daniel, P.: Informačná asymetria vo finančnom riadení podniku. In: Aktuálne problémy finančného manažmentu podnikov na Slovensku. Zborník z odborného semináru FINEX, Banská Bystrica, 22.9.1998, 2. časť, ss. 23-37.
- [2] Hamada, R.: Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. Journal of Finance, vol. 24, 1969, ss. 13-31.
- [3] Hamada, R.: The Effect of the Firm Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. Journal of Finance, vol.27, 1972, ss. 435-452.
- [4] Jensen, M.C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. The American Economic Review, vol. 76, No. 2, May 1986.
- [5] Jensen, M. – Meckling, W.:Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, vol. 3, ss. 305-360.
- [6] Kim, H.: A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. Journal of Finance, vol.33, 1978, ss. 45-64.
- [7] Lazonick, W. – Dore, R. – de Jong, H.W. – Admiraal, P.H.: The Corporate Triangle: The Structure and Performance of Corporate Systems in a Global Economy. Blackwell, Publ., Oxford, UK, 1997.
- [8] Megginson, W.L.: Corporate Finance Theory. Addison-Wesley, USA, 1997.

- [9] Miller, M.: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, vol. 32.
- [10] Modigliani, F. – Miller, M.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, vol. 48, 1958.
- [11] Modigliani, F. – Miller, M.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction. *The American Economic Review*, vol. 53, 1963.
- [12] Myers, S.C. – Majluf, N.S.: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, June 1984.
- [13] Myers, S.C.: Still Searching for Optimal Capital Structure. In: Kopcke, RW. – Rosengren, E.S.: Are the Distinctions Between Debt and Equity Disappearing? Proceedings of a conference of Federal Reserve Bank, Boston, USA, 1989.
- [14] Scott, J.: Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, vol. 32, 1977, ss. 1-19.
- [15] Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republike za roky 1993-1998. Bankové a zúčtovacie centrum Slovenska, a.s.
- [16] Úradníček, V.: Analýza postavenia firmy na trhu. In: Sedláček, J. – Hamplová, E. – Úradníček, V.: Finanční analýza. Brno, ESF MU, 1998

VYBRANÉ PROBLÉMY FINANCOVANIA MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV

Elena Fetisovová

Kľúčové slová

malé a stredné podniky, problémy s financovaním, úvery, podpora podnikania

1. Úvod

Štáty Európskej únie, ktoré sa zastrešujú rozvoj malých a stredných podnikov (MSP) v Európskej asociácii MSP - venujú vývoju týchto podnikov a ich financovaniu mimoriadnu pozornosť.

Transformácia slovenskej ekonomiky je nemysliteľná bez vzniku a rozvoja tohto sektora podnikov, aj keď systém do ktorého sú slovenské malé a stredné podniky začlenené svojim postavením je vo všeobecnosti podkapitalizovaný. Navyše vznik, etablovanie sa na trhu a zabezpečenie rastu MSP je v prvých rokoch najrizikovejšie, zabezpečiť to pri všeobecnom nedostatku kapitálu je veľmi obtiažny.

2. Štruktúra MSP na Slovensku

Hlavným kritériom klasifikácie MSP je počet zamestnancov:

- malý podnik od 1 - 49 zamestnancov (mikropodniky do 9 zamestnancov),
- stredný podnik od 50 - 249 zamestnancov.

Podľa správy o stave malého a stredného podnikania v SR za rok 1998 bola štruktúra MSP nasledovná:

- fyzických osôb bolo zaregistrovaných 295 801 a právnických osôb 51 494,
- registrované fyzické osoby sa členia na živnostníkov (počet 263 733), slobodné povolania (v počte 12 946) a samostatne hospodáriaci roľníci (19 112),
- v rámci právnických osôb je 49 031 malých podnikov vrátane 3 754 živnostníkov zapísaných v obchodnom registri a 2 463 stredných podnikov.

3. Financovanie MSP

V malých a stredných podnikoch pretrvávajú problémy s nedostatkom finančných zdrojov. Špecifické problémy financovania MSP spočívajú v nízkom vybavení vlastným kapitálom a táto skutočnosť vyvoláva aj sťažený prístup k úverovým zdrojom.

Banky sú opatrné pri poskytovaní úverov, vyžadujú záruky, ktoré tieto podniky nie sú schopné poskytnúť (nemajú dostatočné množstvo majetku na zabezpečenie úverov), vysoké úrokové miery a inflácia majú tiež nepriaznivý dopad na ich finančnú situáciu. Navyše pre väčšinu MSP je anonymný kapitálový trh uzavretý. Banky v SR v súčasnosti dosahujú vysoké straty a nie sú schopné poskytovať takmer žiadne úvery. Z objemu 400 mld. úverov poskytnutých bankami SR je viac ako 1/3 klasifikovaných.

Problémy v tzv. štandardnom financovaní MSP vyvolali nutnosť vzniku systému finančnej podpory, ktorá pomáha prekonávať jednu z hlavných bariér ich rozvoja - práve nedostatok kapitálu.

Finančná podpora sa zabezpečuje prostredníctvom špecializovaných inštitúcií financovania vo forme úverových, záručných programov, kapitálových vstupov do MSP a iné formy.

Najvýznamnejšou formou podpory rozvoja MSP je poskytovanie úverov za zvýhodnených podmienok. Z pohľadu pôvodu finančných zdrojov tvoria len jeden zo spôsobov financovania, ale pre MSP majú mimoriadny význam.

Podporný efekt týchto úverov spočíva v cene úveru (sú poskytované pri nižších úrokových sadzbách s možnosťou odkladu splátok), v dlhodobosti a ochote prevziať na seba vyššie riziko. V súčasnosti na Slovensku k tejto skupine patria programy:

- Malá pôžičková schéma,
- Podporný úverový program,
- Program mikropôžičiek.

Zdrojmi týchto úverov sú predovšetkým prostriedky Programu PHARE.

Ďalej sú známe:

- Americký úverový program (ktorého sa zúčastňuje Poľnobanka a Slovensko-americký podnikateľský fond),
- úverové linky zo zahraničia (Európskej investičnej banky, japonskej EXIM banky, Európskej banky pre obnovu a rozvoj, Medzinárodnej finančnej korporácie).

Významným úverovým programom je Podporný úverový program, na ktorom participujú - EÚ (prostredníctvom programu PHARE), štátny rozpočet a komerčné banky. Pôsobí ako revolvingový fond. Úroková miera je 2,5 % nad diskontnú sadzbu NBS (v súčasnosti 11,3 %).

Veľmi úspešným programom je Program mikropôžičiek, ktorý sa realizuje cez NARMSP (Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania) prostredníctvom Regionálnych poradenských a informačných centier (RPIC). Hlavným cieľom programu je riešiť prístup malých a stredných podnikateľov (do 10 zamestnancov) v regiónoch k malým úverom od 50 000,- do 500 000,- Sk.

Slovenská záručná a rozvojová banka, š. p. ú. (SZRB) zabezpečuje finančnú podporu MSP formou:

- poskytovanie záruk za úvery (13 záručných programov),
- nenávratných finančných príspevkov na úhradu úrokov za úvery prijímané od komerčných bánk,
- táto špecializovaná finančná inštitúcia s postupnou transformáciou na typ rozvojovej banky poskytuje MSP dva druhy zvýhodnených úverov (pod názvom Podpora a Rozvoj). Pri prvom druhu sú zdroje zo štátneho rozpočtu a komerčných bánk, je poskytovaných pri 10,5 % úrokovej miere. Program Rozvoj sa realizuje v spolupráci s nemeckou bankou Kreditanstalt für Wiederaufbau, je poskytovaný pri úrokovej miere 13,5 %.

Novou aktivitou SZRB spolu so Všeobecnou úverovou bankou (VÚB) je projekt na poskytovanie záruk na hypotekárne úvery (záruky sa budú vzťahovať nielen na istinu, ale aj na úroky).

Vo vyspelých krajinách je rozvinutý ďalší zdroj financovania MSP - rizikový kapitál. Tento progresívny spôsob financovania sa na Slovensku realizuje prostredníctvom fondov:

- Slovensko-americký podnikateľský fond (kapitálový vklad od 10 do 80 mil. Sk, priame investície do rastu firiem),
- Seed Capital Company riadi fond štartovacieho kapitálu, z ktorého sa vykonávajú investície pre MSP do výšky 5 000 000,- Sk, buď formou kapitálových vstupov, resp. konvertibilného úveru.

Od roku 1996 pôsobí v oblasti rizikového revitalizačného kapitálu Slovenský postprivatizačný fond (výška investície je od 15 do 90 mil. Sk na 10 rokov). Vystupuje ako model budúceho kapitálového financovania pre krajiny strednej a východnej Európy. Je to súbor účtov, založených medzinárodnými dohodami, na ktorých sú prostriedky od EÚ-PHARE, EBOR a tzv. Fondového manažéra (dve írské firmy pôsobiace v oblasti rizikového kapitálu).

4. Záver

Finančné problémy podnikov v SR a ešte výraznejšie v MSP vyústili do nutnosti reštrukturalizácie podnikovej sféry a bankového sektora a v neskoršej fáze k jeho privatizácii. Môže byť však diskutabilné, či privatizácia bánk napomôže rozvoju MSP - teda či budú privatizované banky viac úverovať MSP. Úspešnosť tohto kroku bude tiež podmienená systémovými zmenami zameranými hlavne na podporu malého a stredného podnikania. Musí existovať dostatočne účinný systém štátnej podpory prístupu ku kapitálu, ktorý by pomáhal zvýšenej alokácii bankových úverov pre tento sektor. Veľmi výrazne môžu celú situáciu tiež ovplyvniť také faktory ako je výška rozpočtového deficitu a spôsob jeho financovania.

Abstract

Small and medium-sized enterprises have many problems with obtaining financial resources. The paper focuses on one possible solution - funds on support of enterprises. Conditions under which a support can be obtained are generally analysed.

Literatúra

- [1] Vlachynský, K. a kol.: Podnikové financie. Bratislava, Súvaha 1999.
- [2] Fetisovová, E.: Financie malých a stredných podnikov. Bratislava, Ekonóm 1998.
- [3] Správa o stave malého a stredného podnikania.
- [4] Denníky - Hospodársky denník, Hospodárske noviny.
- [5] Týždenníky - Trend a Ekonóm.

FINANČNÍ TRHY

PROJEVY GLOBALIZACE FINANČNÍCH TRHŮ⁹

Lumír Kulháněk

Klíčová slova:

Finanční trhy, globalizace, mezinárodní pohyb kapitálu, mezinárodní finanční trhy, finanční deriváty, burzovní a OTC trhy derivátů

1. Úvod

Globalizace je v posledních letech nejen jedním z nejvýznamnějších procesů probíhajících ve světové ekonomice, ale také jedním z nejfrekventovanějších pojmů v odborné literatuře i denním tisku. Z původně ekonomického termínu se stala také politicky spornou otázkou a diskuse o globalizaci se značně polarizovala. Zatímco většina ekonomů, představitelů mezinárodních institucí i firem pohlíží na globalizaci jako na problém efektivní alokace zdrojů, projev zákonitého ekonomického vývoje a vítá ji jako příležitost k zvýšení celkového blahobytu¹⁰, veřejná diskuse směřuje k dimenzi rozdělení a k otázkám důsledků globalizace pro národní suverenitu. Protože se globalizace zvláště zřetelně a mimořádně intenzivně projevuje ve finančním sektoru, je cílem tohoto příspěvku analyzovat její hlavní projevy v oblasti finančních trhů s důrazem na vývoj mezinárodních kapitálových toků.

2. Vznik a formování globálních finančních trhů

Globalizace představuje obecně rostoucí integraci světového obchodu se zbožím, službami i kapitálem (výrobními faktory) a je v posledních letech považována za hlavní zdroj ekonomického růstu a strukturálních změn¹¹. Nové příležitosti, které přináší, tzn. především přístup k trhům, transfer technologií, růst produktivity a vyšší životní úroveň, jsou však doprovázeny mnohdy vyšší nestabilitou, volatilitou i dalšími „nevítanými“ změnami. Na finančních trzích v této souvislosti probíhají významné a dramatické změny, které podstatným způsobem ovlivňují jejich charakter, metody obchodování i chování účastníků finančních trhů. Aniž bychom usilovali o všeobecně

⁹ Tento text vznikl v rámci grantu GAČR č. 402/00/0312 „Komparace vývoje bankovního sektoru ve světě a v České republice v 90. letech“

¹⁰ Mnohdy jsou však i v této souvislosti připomínána rizika. Světová banka například průvodní dopis k zaslání shrnutí World Development Report 1999/2000 uváděla následujícím výrokem svého viceprezidenta J. Stiglitze „Globalization is like a giant wave that can either capsize nations or carry them forward. Successful localization, however, creates a situation where local entities and other groups in society – the crew of the boat if you will – are free to exercise individual autonomy but also have incentives to work together.“ [World Bank, 2000].

¹¹ Viz např. Polouček [1999, s. 6].

akceptovatelnou definici globalizace, je možno vymezit minimálně tři její charakteristické prvky. Jsou představovány (a) růstem mezinárodního obchodu se zbožím a službami v relaci k hrubému domácímu produktu, (b) neúměrným růstem soukromých mezinárodních kapitálových toků a (c) vyšší mobilitou výrobních faktorů, především výrobního faktoru informace a znalosti.

V odborné veřejnosti existuje široký konsensus, že hnacími motory globalizace obecně i globalizace finančních speciálně jsou inovace, rozvoj technologií, liberalizace a deregulace. Je třeba přitom zdůraznit, že přicházely do finančního sektoru do značné míry nezávisle na sobě, avšak navzájem velmi často násobily své účinky. Po své liberalizaci finanční trhy reagovaly na stejné faktory jako celé finanční odvětví, pro které je příznačný dramatický pokles transakčních a telekomunikačních nákladů, nákladů na sběr informací, potřeba financování deficitů státních rozpočtů a běžných účtů platební bilance a nutnost zajišťování proti různým finančním rizikům.

Rozvoj technologií, ztělesňovaný zlevněním a zlepšením počítačové komunikace, umožnil na finančních trzích prakticky nepřetržité obchodování. Nové technologie, kvalitní informační systémy a používání počítačových obchodních systémů na finančních trzích, které umožnily podstatně zvýšit rychlost obchodů, však také podstatně ovlivnily vznik nových finančních produktů a instrumentů, které lze obchodovat přes národní hranice.¹² Průběh liberalizace a deregulace přitom nesporně stimulovala a sledovala politika významných mezinárodních organizací, zejména OECD, MMF a GATT/WTO. Významným aspektem globalizace finančních trhů se stal rovněž přechod 11 zemí Evropské unie k 3. stupni Hospodářské a měnové unie (EMU) k 1. lednu 1999. Tato podstatná změna institucionálního rámce pro fungování finančních trhů z hlediska národního i mezinárodního přináší jak řadu bezprostředních, tak i potenciálních efektů pro evropské i světové finanční trhy.¹³ Z hlediska globalizace finančních trhů pak nesporně může urychlit proces transformace dosud národně segmentovaných evropských finančních trhů do největšího finančního trhu s jednotnou měnou na světě.¹⁴

Dalšími významnými faktory, které doprovázejí globalizaci finančních trhů, jsou institucionalizace, sekuritizace a finanční inovace. Sekuritizace umožňuje firmám i dalším subjektům získávat finanční prostředky místo od bank přímo na finančních trzích a vede k růstu objemu nabídky finančních aktiv, která lze obchodovat na mezinárodních finančních trzích. Rozvoj finančních derivátů umožnil firmám lépe strukturovat rizika spojená se sekuritizací svých dluhů a poskytl nové možnosti k realizaci záměrů jak institucionálním investorům, tak spekulantům a arbitrážérům. Trend institucionalizace se

¹² Tyto skutečnosti se na druhé straně projeví především v růstu volatility kurzů obecně a měnových kurzů zřejmě nejvíce. Právě vysoká volatilita však přinesla zvýšené riziko, na což finanční trhy reagovaly širokou nabídkou finančních derivátů.

¹³ Reálné ekonomické dopady lze spatřovat především ve dvou oblastech. Kapitálové trhy v durové oblasti se prohloubí a nabídnou zlepšené předpoklady financování prostřednictvím finančních trhů. Zvětšením měnové oblasti a odpadnutím devizových rizik se pak může také měnová politika orientovat na evropské požadavky a udržování úrokových sazeb dlouhodobě na nižší úrovni než na současných segmentovaných finančních trzích v národních měnách.

¹⁴ Podrobněji. Kulhánek [1998].

pak projevuje především tím, že subjekty držící úspory investují relativně v menší míře do cenných papírů reprezentující primární pohledávky za konečnými uživateli fondů a více do cenných papírů reprezentujících sekundární pohledávky za finančními institucemi, které potom samy investují finanční prostředky do primárních dokumentů. Typickými produkty tohoto procesu jsou euronotes nebo depozitní certifikáty nebankovních institucí.

Vzhledem k tomu, že globalizace postupně integruje finanční trhy ve světě do mezinárodního globálního finančního trhu, je jejím zákonitým důsledkem rostoucí cenová propojenost a závislost¹⁵ jednotlivých finančních trhů z hlediska teritoriálního, obsahového i funkčního. Soudobé finanční trhy nemůžeme charakterizovat jako trhy úplně segmentované, na druhé straně však ani jako trhy úplně integrované. Jestliže však reálné světové kapitálové trhy jsou vymezovány jako mírně či zčásti segmentované nebo mírně či zčásti integrované, pak pro ekonomické subjekty stále existují příležitosti získat finanční prostředky na některých kapitálových trzích mimo lokální kapitálový trh při nižších nákladech a analogicky existují příležitosti investovat na nich při vyšších výnosech.

Původní segmentovaná struktura národních finančních trhů z 60. let se začala v průběhu 70. let a zejména pak v 80. letech prudce měnit, i když je nutno poznamenat, že přesun od uzavřených národních finančních trhů ke globálnímu finančnímu trhu je procesem, který mnohdy probíhá pozvolně jako série nepřítli nápadných událostí. Prvním globálním trhem se stal v polovině 70. let devizový trh.¹⁶ V 80. letech se začaly postupně integrovat národní finanční trhy v procesu globalizace se současným prudkým nárůstem mezinárodních finančních toků, který je jedním z klíčových projevů globalizace světové ekonomiky i v 90. letech. K rozsáhlým mezinárodním tokům soukromého kapitálu do rozvíjejících se ekonomik Asie a Latinské Ameriky se přitom v tomto období navíc přidaly i toky kapitálu do tranzitivních ekonomik.

Trh obligací a úvěrů se stal globálním v podstatě v 80. letech, naproti tomu trh akcií není globalizován dodnes, i když i v této oblasti lze zaznamenávat neustálý vývoj směrem k vytvoření globálního akciového trhu. V jeho rámci je možno například již v současnosti sledovat některé "zprvu nenápadné" změny se silným potenciálem globalizace světových trhů derivátů a akcií¹⁷ již v relativně blízké budoucnosti.

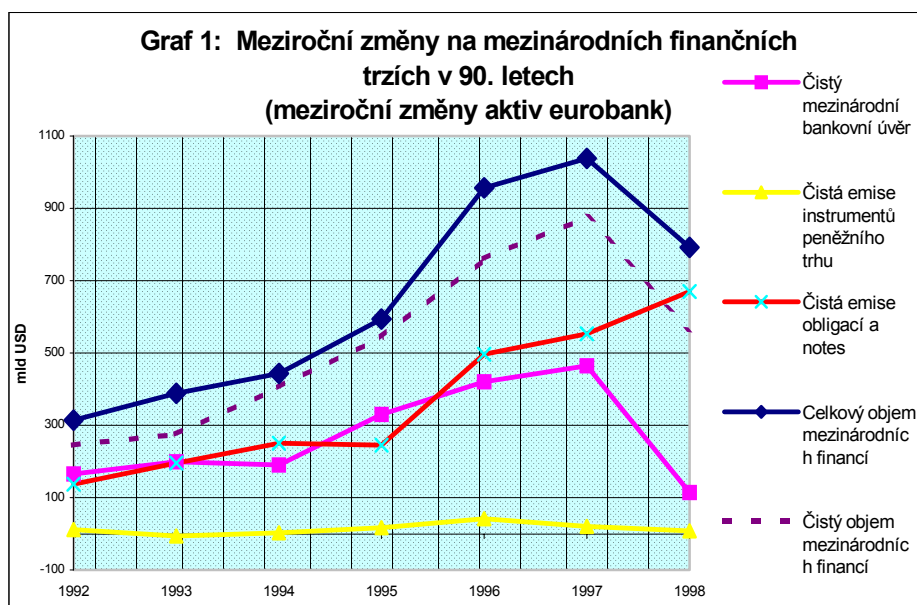
¹⁵ Blake [1995] v této souvislosti upozorňuje především na „vzájemnou závislost (globalizaci) všech tří světových center“. [Revenda a kol., 1997], [Musílek, 1996], zdůrazňuje internacionalizaci finančních trhů, která představuje „dlouhodobý proces srůstání jednotlivých národních finančních trhů v globální finanční trh.“

¹⁶ Devizový trh je dodnes jediným skutečně pravým globálním trhem. Jeho vývoj není v následujícím textu analyzován.

¹⁷ Cestu ke globálnímu elektronickému burzovnímu obchodnímu systému pro deriváty předznamenávají např. projekt multilaterálního elektronického obchodního systému GLOBEX či vytvoření aliance CBOT–EUREX. První významnější odezvu akciových trhů na změny v oblasti trhů derivátů představuje dohoda o vytvoření nového systému NASDAQ–EUROPE, který propojí v budoucnu Evropu, Severní Ameriku a Japonsko i východní Asii. Vytvoří tak první elektronický globální mimoburzovní organizovaný akciový trh.

3. Mezinárodní kapitálové toky jako projev globalizace finančních trhů

Nejviditelnějším projevem globalizace finančních trhů je mezinárodní pohyb kapitálu a rozvoj obchodování s finančními deriváty¹⁸. V oblasti vývoje mezinárodních finančních trhů lze v 90. letech zaznamenat další prudký nárůst mezinárodních kapitálových toků, představovaných jak přímými zahraničními investicemi a portfoliovými investicemi, tak soukromými dluhovými toky (bankovními půjčkami) a toky oficiální rozvojové pomoci. Bez ohledu na to, že účinky přílivu zahraničního kapitálu na domácí ekonomiku nejsou jednoznačné, a přes vznik rozsáhlých finančních krizí ve světové ekonomice v 90. letech¹⁹, rozsah mezinárodních finančních transakcí v průběhu 90. let trvale roste (viz meziroční změny v grafu 1). Celkový objem mezinárodních financí přitom dosáhl na konci roku 1998 již hodnoty 9801 mld. USD.



Jak je zřejmé z tabulky 1, čistá zásoba mezinárodních finančních aktiv přitom dosahuje v současnosti již 8345 mld. USD. Rozhodující podíl na celkovém i čistém objemu mezinárodních financí představuje i nadále mezinárodní mezibankovní úvěr. Velikost přírůstků mezinárodních financí v průběhu 90. let se až do roku 1997 neustále zvyšovala, meziroční změna objemu mezinárodních financí v tomto roce již překročila úroveň 1000 mld. USD. V souvislosti s krizovým vývojem v jihovýchodní Asii i v

¹⁸ V tomto aspektu globalizace finančních trhů úzce souvisí s finančními inovacemi, neboť za základní druhy finančních inovací jsou považovány jednak finanční deriváty, jednak automatizace bankovních operací.

¹⁹ K příčinám vzniku těchto finančních krizí v české literatuře viz například Frait [1998].

dalších oblastech se hodnoty meziročních změn v roce 1998 oproti roku 1997 snížily, meziroční změny čisté emisí obligací a notes však rostly dál až na úroveň 670,3 mld. USD. V tomto ohledu tedy nadále přetrvává trend zvyšování podílu emise obligací a notes na celkovém objemu mezinárodních financí a po odečtení duplicit i na čistém objemu mezinárodních financí. S ohledem na vyšší tempo rozvoje financování prostřednictvím mezinárodního trhu krátkodobých i dlouhodobých dlužnických cenných papírů²⁰, které je podporováno dlouhodobými vlivy, lze usuzovat na relativní pokles významu mezinárodního bankovního úvěru. Tím lze předpokládat také omezení jeho rozhodujícího podílu na mezinárodních kapitálových tocích.

Tabulka 1: Vývoj mezinárodních finančních trhů (aktiva eurobank v mld. USD)

Složky mezinárodních financí	Meziroční změny							Stav ke konci r. 1998
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Čistý mezinárodní bankovní úvěr	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5485,0
Čistá emise instrumentů peněžního trhu	12,1	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	183,8
Čistá emise obligací a notes	137,9	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4121,6
Celkový objem mezinárodních financí	314,9	388,7	443,6	593,1	957,3	1038,3	792,7	9801,1
Čistý objem mezinárodních financí ¹	245,0	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8345,0
¹ Celkový objem po odečtení duplicit. Pramen: Bank for International Settlements: 69th Annual Report. Basel 1999, p. 121.								

Ještě dynamičtější rozvoj zaznamenaly v uplynulém období mezinárodní kapitálové toky do rozvíjejících se ekonomik (emerging markets). Jejich objem se z 20 mld. USD na počátku 80. let do současnosti více než zesateronásobil, i když v souvislosti s krizovým vývojem v jihovýchodní Asii i dalších regionech byly v letech 1997-98 pochopitelně zaznamenány rovněž v této oblasti poklesy.

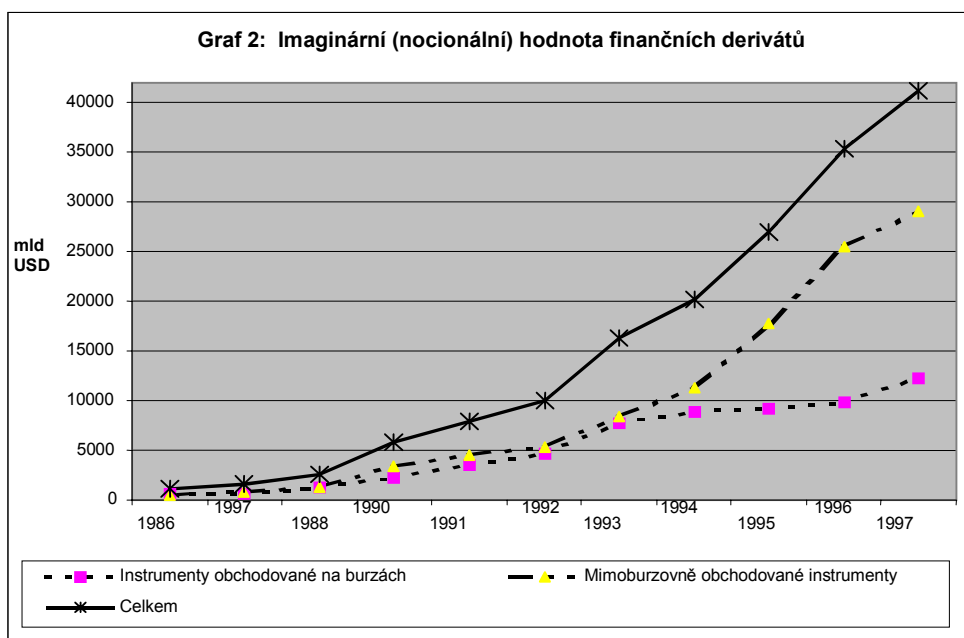
4. Obchodování s finančními deriváty jako projev globalizace finančních trhů

Soudobý rozvoj obchodování s finančními deriváty je v oblasti finančních trhů nesporně nejdynamičtější, přičemž lze zaznamenat také významné posuny ve struktuře těchto finančních instrumentů. Současně je pro evoluci finančních derivátů příznačné

²⁰ Z těchto důvodů podíl obligací a notes dále vzrostl a v r. 1998 již činil 49,5 % oproti 44 % v předchozím roce.

rovněž hledání a relativně velmi rychlá implementace nových forem i nového obsahu investičních vztahů. Mnohé z nich jsou přitom výrazně orientovány již na globální finanční trhy a globální finanční investování. Z obsahového hlediska lze za charakteristické střednědobé trendy považovat: konsolidaci burzovních trhů a intenzifikaci konkurence, rozvoj nových produktů na trzích OTC, modernizaci obchodních systémů a rozvoj možností individuálního investování, zejm. přes Internet.

Rychlý růst objemu obchodování s finančními deriváty v průběhu 90. let dokumentuje vývoj imaginární (nacionální) hodnoty finančních derivátů v grafu 2. Je z něj zřejmý rovněž mnohem rychlejší růst kontraktů s finančními deriváty na OTC trzích, který probíhá od poloviny 90. let. Jestliže v první třetině 90. let byly tyto objemy řádově shodné, na konci 90. let již nacionální hodnota kontraktů obchodovaných na OTC trzích dosahuje prakticky 2,5 násobku nacionální hodnoty derivátů obchodovaných na termínových a opčních burzách.



4.1. Vývoj na burzovních trzích finančních derivátů

V oblasti burzovního obchodování s finančními deriváty došlo v 90. letech k řádovému zvýšení nacionální hodnoty kontraktů na šestinásobek v roce 1998 oproti roku 1990. Vlivem regionálních finančních krizí rovněž došlo k výraznému pohybu investičních kapitálových toků od finančních derivátů s rizikovými podkladovými aktivy k instrumentům s kvalitními a vysoce likvidními bazickými aktivy, představovanými

především státními cennými papíry vyspělých ekonomik. Současně s tím v 90. letech rovněž dále rostla intenzita konkurence mezi jednotlivými burzovními trhy, specificky se tato tendence projevila v Evropě, kde se země EU připravovaly na zavedení euro a poté na stabilizaci a konsolidaci euro jako podkladového aktiva pro finanční deriváty. Kromě toho burzovní trhy derivátů čelily dalšímu rapidnímu růstu trhů OTC a nabídce nových inovačních produktů na těchto OTC trzích. Proto se zejména ve druhé polovině 90. let stala příznačnou snaha termínových a opčních burz ve světě nabídnout investorům jednak rozšířené služby a lepší informační zázemí, jednak implementovat modernější obchodní systémy s dokonalejším terminálovým přístupem.

Tabulka 2: Vývoj na trzích finančních derivátů

Finanční deriváty (A) obchodované na burzách a (B) mimoburzově obchodované									
(mld. USD)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
(A)	2290,2	3518,8	4632,5	7771,2	8862,9	9188,6	9879,6	12202,2	13549,2
úrokové futures	1454,5	2156,7	2913	4958,8	5777,6	5863,4	5931,2	7489,2	7702,2
úrokové opce	599,5	1072,6	1385,4	2362,4	2623,6	2741,8	3277,8	3639,9	4602,8
měnové futures	16,9	17,9	24,9	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
měnové opce	56,5	62,8	70,9	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
futures na akc.	69,1	76	79,7	110	127,7	172,4	195,9	211,5	321
opce na akciový	93,7	132,8	158,6	229,7	238,4	329,3	378	776,5	866,5
(B)	3450,3	4449,4	5345,7	8474,6	11303,2	17712,6	25453,1	29035,0	...
úrokové swapy	2311,5	3065,1	3850,8	6177,3	8815,6	12810,7	19170,9	22291,3	...
měnové opce	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	1197,4	1559,6	1823,6	...
ost. swapové	561,3	577,2	634,5	1397,6	1572,8	3704,5	4722,6	4920,1	...
Čelkem	5740,5	7968,2	9978,2	16245,8	20166,1	26901,2	35332,7	41237,2	...
Pramen: BIS, 69 th Annual Report. Basel 1999.									

Z údajů o vývoji světového trhu burzovních derivátů za rok 1998 (tabulka 2) je zřejmé, že noční hodnota expandovala na 13549 mld. USD při vysokých, avšak nerovnoměrných ročních tempech růstu.²¹ Z hlediska struktury jednotlivých instrumentů si udržely své dominantní postavení úrokové deriváty. Rekordního růstu objemu však dosáhly kontrakty na akciové indexy a podíl těchto instrumentů se tak zákonitě zvýšil. Významného růstu futures a opcí na akciové indexy bylo dosaženo zejména zavedením nových zajímavých produktů na akciové indexy, například opcí a futures na indexy DJ Stoxx a MSCI. V oblasti měnových burzovních derivátů naproti tomu došlo k výraznému

²¹ Nejvyšší roční tempo růstu (67,8 %) bylo zaznamenáno v roce 1993, nejnižší (3,7 %) v roce 1995.

poklesu ročních temp růstu obchodování a absolutnímu poklesu objemu v letech 1994, 1995 a 1998. V důsledku toho se zákonitě dále snížil nízký podíl měnových derivátů na celkovém objemu kontraktů na termínových a opčních burzách²² v průběhu desetiletí.

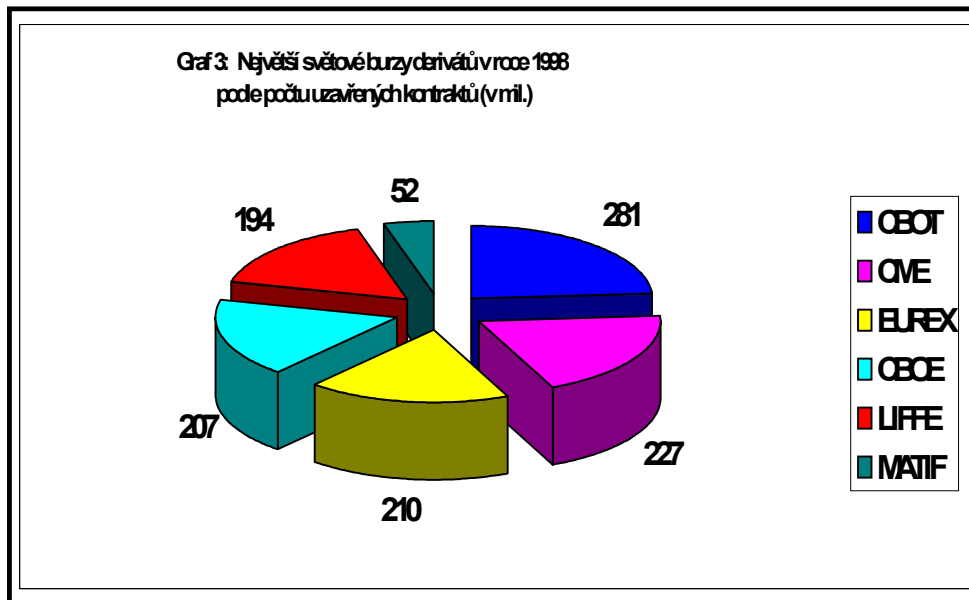
Zajímavý byl i vývoj na jednotlivých derivátových burzách a aktivita investorů na těchto burzách. K jejímu posouzení je vhodné použít nikoliv agregované nocionální hodnoty o vývoji na derivátových trzích, ale počty kontraktů uzavřených na jednotlivých burzách. Z údajů v grafu 3 je zřejmé, že největší světovou burzou derivátů nadále zůstává CBOT s 281 milióny kontraktů a růstem o 16 % v roce 1998 oproti roku 1997. Taktéž CME zůstává na druhém místě s 227 milióny kontraktů a růstem o 13 %. K změně a velkému překvapení došlo na třetím místě, které nyní zaujal EUREX (dříve DTB) s 210 milióny kontraktů²³ a ohromujícím meziročním růstem o 87 %²⁴. Důvodem proč došlo k propadu LIFFE a MATIF na další místa může být skutečnost, že EUREX jako přímá evropská konkurenční burza nabízí investorům velmi technologicky i uživatelsky pokročilý a výhodný elektronický systém s nižšími transakčními poplatky. Svůj podíl měla i očekávání podpisu alianční dohody mezi CBOT a EUREX v říjnu 1999, na jejímž základě se propojí dvě ze tří největších světových burz derivátů a bude vytvořen nový duální obchodní systém²⁵ pro všechny produkty nabízené na obou původních burzách.

²² Tuto skutečnost lze vysvětlit jednak opatrností a obavami investorů s blížícím se zavedením euro, redukcí nebo úplným zánikem některých evropských kontraktů a taktéž menší aktivitou na měnových burzovních trzích východní Evropy, kde se obchoduje s kontrakty o nižší nominální hodnotě.

²³ Další místa obsadily CBOE (207 mil. kontraktů a 11 % růst), LIFFE (194 mil. kontraktů a pokles o 7 %) a MATIF (52 mil. kontraktů, pokles o 31 %).

²⁴ Možným vysvětlením je změna nocionálních hodnot některých evropských kontraktů, např. nominální hodnota kontraktu na německé dluhopisy Bund se snížila z 250 tis. DEM na 100 tis. EUR.

²⁵ Obchodní systém bude tvořit jednak nový plně elektronický systém na platformě stávajícího počítačového systému EUREX, jednak tradiční systém typu "floor trading" (open outcry), který je ještě nyní používán na CBOT (a tvoří kolem 95 % objemu obchodů CBOT). Všechny komponenty systému, zejména elektronický systém CBOT – Project A, budou plně adaptovány a integrovány do jednotného celku už v prvním pololetí roku 2000 a k zahájení obchodování dojde s velkou pravděpodobností na pozdním roku 2000.



Z hlediska globalizace finančních trhů lze odvodit hypotézu, že vytvoření aliance CBOT–EUREX předznamenává nebo přímo tvoří cestu ke globálnímu elektronickému burzovnímu obchodnímu systému pro deriváty a významně přispěje k další globalizaci finančních trhů. Důvodem je skutečnost, že se v tomto případě jedná o daleko významnější a rozsáhlejší burzovní trh ve srovnání s dosavadními trhy a systémy, např. ve srovnání s obchodním systémem GLOBEX (projekt MATIF a CME). Téměř s jistotou lze proto v této souvislosti očekávat reakci nejvýznamnějších OTC trhů a pochopitelně i významných světových termínových a opčních burz, zejména londýnské a tokijské LIFFE a TIFFE. Tyto kroky pak dále zvýší vzájemnou propojenost finančních trhů v globálním měřítku.

4.2. Vývoj obchodování s deriváty na trzích OTC

Ostré a nekompromisní konkurenční prostředí, ve kterém probíhá soudobé obchodování na derivátových trzích má mnohé pozitivní dopady. Z hlediska procesů propojených s globalizací finančních trhů je zřejmě nejvýznamnější skutečnost, že podporuje zavádění inovací, a to jak na burzovních, tak meziburzovních derivátových trzích. Souběžně s tím však lze zaznamenat enormní expanzi právě na OTC trzích. Nocionální hodnota mimoburzovní obchodovaných derivátových instrumentů dosáhla v roce 1997 téměř devítinásobku hodnoty roku 1990, přičemž rozhodující podíl si udržely úrokové swapy (viz také údaje v tabulce 2).

Vyjdeme-li z kvantitativní analýzy údajů o stavu OTC trhů finančních derivátů v roce 1998 z hlediska nominálních hodnot expozic hlavních bank a dealerů deseti

nejvyspělejších zemí, který byl zveřejněn ve zprávě BIS za rok 1998,²⁶ můžeme konstatovat, že celková odhadovaná nocionální hodnota pozic v kontraktech, upravena proti dvojímu započtení stejných kontraktů, na konci roku 1998 byla přibližně 80 biliónů USD, což představuje růst o 11 % oproti hodnotě na konci června 1998. Tento růst²⁷ vede k dalšímu zvýšení tržního podílu OTC na celkovém trhu finančních derivátů na přibližně 86 %. Struktura derivátových kontraktů obchodovaných na OTC trzích se v současnosti výrazně nemění a největší složku dále představují úrokové deriváty (62,3 %).²⁸ Růst i menší změna struktury mimoburzovní obchodovaných finančních derivátů je zřejmě výsledkem působení řady faktorů, počínaje dopady a zkušenostmi investorů z ruského a asijského trhu a konče aférou kolem LTCM v USA²⁹. Významným faktorem však byl rovněž růst trhu se samotnými podkladovými akciovými instrumenty, který byl v uplynulém desetiletí zaznamenán.

5. Závěr

Růst mezinárodních kapitálových toků v podmínkách globalizace finančních trhů a změny ve struktuře těchto toků v 80. a 90. letech vedly k tomu, že se v současnosti v podstatě obnovil vztah mezi zeměmi dovážejícími a vyvážejícími kapitál, který existoval v období zlatého standardu. Proto jsou v souvislosti s globalizací mnohdy hledány analogie s vývojem světové ekonomiky a jejími parametry v období do první světové války.³⁰ I tehdy existovaly kromě jiného i negativní účinky rozsáhlých kapitálových toků, např. cyklus typu "boom+bust", či krize zemí dovážejících kapitál.

Kvalita mnoha procesů je však v současnosti zcela jiná než na přelomu 19. a 20. století. V důsledku globalizace finančních trhů je proto nutno jak ze strany účastníků trhu, tak finančních a měnových autorit věnovat zvýšenou pozornost jak makroekonomickým, tak mikroekonomickým aspektům a dopadům procesu globalizace finančních trhů. S tím souvisí i diskuse k problematice existujícího systému řízení rizika, modelům rizika, interním kontrolním procedurám institucí, otázkám optimální regulace a dohledu a rovněž tržní transparency. Jedině na tomto základě bude možno minimalizovat náklady a maximalizovat výhody, které přináší soudobá globalizace finančních trhů.

²⁶ Tabulka ve zprávě obsahuje hlavní kategorie OTC derivátů, tj. kontrakty na úrokové sazby, měny, akciové a komoditní aktiva.

²⁷ Na růstu se především podílely kontrakty na úrokové sazby (+18 %) akciové instrumenty (+17 %), v menší míře kontrakty na měny (+ 4 %) a na komodita (+ 8 %).

²⁸ Následují měnové derivátové produkty (22,4 %), deriváty na akciové bazické aktiva (1,8 %), komoditní aktiva (0,5 %) a ostatní druhy OTC derivátů - např. kreditní (12,9 %).

²⁹ Tyto události se odrazily nejvíce na segmentu představovaném úrokovými deriváty, kde k největším nárůstům došlo v derivátech denominovaných v DEM (+42 %), JPY (+36 %) a SFR (+25 %). Nasvědčuje to růst významu německého trhu (obdobně jak na trhu burzovních derivátů).

³⁰ Srv. také IMF [1997].

Abstract

The paper results from the main globalization factors, analyses the most important tokens of the globalization process in financial markets during elapsed period. The development and the changes in the structure of international capital flows in the 90th, namely the main trends on the financial derivative markets and the most important changes in these world's exchange and OTC markets, are examined in detail.

Literatura

- [1] Blake, D. [1995]: Analýza finančních trhů. Praha, Grada Publishing 1995.
- [2] Goldstein, M., Mussa, M. [1993]: The Integration of World Capital Markets.- IMF Working Paper 93/95. Washington, IMF 1993.
- [3] Hrvolová, B., Pavlíková, M., Daniel, P. [1999]: Analýza finančních trhů. Finanční radca, 1999, č. 1-2, s. 8-308.
- [4] Frait, J. [1998]: Kapitálové toky a finanční krize. In: Varadzin, F., Frait, J. (Red.): Globální finanční trhy a jejich regulace. Sborník. Ostrava, VŠB-TUO 1998, s. 2-27.
- [5] IMF [1997]: World Economic Outlook May 1997: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, IMF 1997.
- [6] Kulhánek, L. [1998]: Vliv zavedení euro na evropské a světové finanční trhy. In: Varadzin, F., Frait, J. (Red.): Globální finanční trhy a jejich regulace. Sborník. Ostrava, VŠB-TUO 1998, s. 108-117.
- [7] Kulhánek, L. [1999]: Globalizace finančních trhů. In: Polouček, S. a kol.: Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice (Institucionální výzkum na léta 1999-2003). Závěrečná zpráva za rok 1999. Karviná, OPF SU 1999.
- [8] Musílek, P. [1996]: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Praha, VŠE 1996.
- [9] Polouček, S. [1999]: Charakteristika globalizace finančního sektoru. In: Polouček, S. a kol.: Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice (Institucionální výzkum na léta 1999-2003). Závěrečná zpráva za rok 1999. Karviná, OPF SU 1999.
- [10] Polouček, S. a kol. [1999]: Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice (Institucionální výzkum na léta 1999-2003). Závěrečná zpráva za rok 1999. Karviná, OPF SU 1999.
- [11] Revenda, Z. a kol. [1997]: Peněžní ekonomie a bankovníctví. Praha, Management Press 1997.
- [12] Varadzin, F., Frait, J. (Red.) [1998]: Globální finanční trhy a jejich regulace. Sborník. Ostrava, VŠB-TUO 1998.
- [13] World Bank [2000]: Entering the 1st Century. World Development Report 1999/2000 Summary. Washington, The World Bank 2000.

POROVNANIE DOSIAHNUTEJ MIERY EFEKTÍVNOSTI AKCIOVÝCH TRHOV V SR, ČR, MAĎARSKU A POĽSKU

Peter Daniel

Kľúčové slová

kapitálový trh, efektívnosť kapitálového trhu

1. Úvod

Famova hypotéza efektívneho kapitálového trhu – EMH - založená na spôsobe absorpcie informácií prostredníctvom trhu [Fama, 1970], [Fama, 1991] je dnes na jednej strane už klasickou teóriou, na druhej strane do určitej miery je aj teóriou prekonanou. Uplatnenie tejto teórie predpokladá okrem iného normálne rozdelenie výnosov z cenných papierov a homogenitu investičného horizontu účastníkov trhu. Už v predchádzajúcom období sme sa pokúsili preukázať nereálnosť naplnenia predpokladu normality rozdelenia výnosov [Daniel - Úradníček, 1999]. Nehomogenita investičných horizontov je tiež typickým znakom väčšiny trhov. Pre slovenský trh sme ju preukázali v citovanej práci [Daniel - Úradníček, 1999]. Citovaná práca vysvetľuje princípy teórie fraktálnej efektívnosti kapitálového trhu. Autori pracujú na rozšírení tejto analýzy tak, aby zahŕňala nie len slovenský kapitálový trh, ale všetky kapitálové trhy krajín V4.

Nakoľko príprava takejto komplexnej analýzy je časovo náročným procesom, je potrebné k nemu pristupovať po jednotlivých krokoch. Prvým krokom je zistenie “medzinárodnej prepojenosti” akciových trhov krajín V4. Predkladaná práca analyzuje vývoj burzových indexov krajín V4 a skúma do akej miery sú akciové trhy v SR, ČR, Maďarsku a Poľsku prepojené v piatich rôznych časových horizontoch (4-, 30-, 90-, 180- a 360-dňový investičný horizont). Myšlienka analýzy nehomogénnych časových horizontov sa v posledných rokoch dostáva opäť do popredia a venujú sa jej viacerí autori [Matuszek, 1999], [Daniel - Úradníček, 1999], [Liška, 1998].

Predkladaná analýza hodnotí vzájomnú prepojenosť štyroch akciových trhov krajín V4 spolu, aj segmentovane, podľa jednotlivých časových horizontov. Analýza zároveň ponúka porovnanie s úrovňou prepojenosti vybraných trhov cenných papierov v rámci Európskej únie. Analýza čiastočne nadväzuje na predchádzajúce práce autora, v ktorých bol analyzovaný vývoj beta koeficientov na slovenskom trhu akcií v rokoch 1993-1994 [Daniel, 1994] a úroveň informačnej efektívnosti slovenského trhu akcií v rokoch 1993-1998 [Daniel, 1998], ako aj na prácu autorskej dvojice Daniel – Úradníček, ktorá analyzovala úroveň Petersovej fraktálnej efektívnosti trhu na báze diferencovaných investičných horizontov [Peters, 1994, str. 19-20] na slovenskom trhu akcií v rokoch 1993-1999 [Daniel - Úradníček, 1999], [Daniel - Úradníček, 2000].

2. Teoretický základ

Predkladaná analýza kapitálových trhov na Slovensku, v Českej republike, v Maďarsku a v Poľsku je založená na poznaní, že na trhu musia vzájomne kooperovať investori s rôznymi investičnými horizontami tak, aby bola ich vzájomným dopĺňaním sa zabezpečená dostatočná likvidita trhu. Na týchto pozíciách stojí najmä teória Edgara E. Petersa z prvej polovice 90-tych rokov – teória fraktálnej efektívnosti trhu – FMH [Peters, 1994]. Princípy uvedenej teórie sú vysvetlené okrem iného aj v statiach [Daniel - Úradníček, 1999], [Daniel - Úradníček, 2000]. Peters okrem iného charakterizuje trh cenných papierov ako súbor účastníkov s rôznymi časovými horizontmi, od krátkodobých špekulačných (ku ktorým sa viažu viac metódy technickej analýzy) až po dlhodobé investičné (pre ktoré sú dôležitejšie metódy fundamentálnej analýzy) [Peters, 1994, str. 49]. Len také trhy, na ktorých uvedené skupiny účastníkov trhu spolupracujú, dokážu zabezpečiť likviditu pre všetkých.

V predloženej analýze budú vykonané testy tesnosti závislosti medzi správaním sa účastníkov trhu s rovnakým časovým horizontom vo všetkých štyroch skúmaných krajinách. Porovnáme teda 4-denných investorov na slovenskom, českom, maďarskom a poľskom trhu a zistíme možnosť ich vzájomnej kooperácie. To isté spravíme pre ďalšie časové horizonty. Do úvahy budeme brať len investície do portfólia indexov SAX, PX-50, WIG a BUX.

3. Údaje

Údaje pre analýzu akciových trhov krajín V4 boli čerpané z denných údajov hodnôt (1) slovenského akciového indexu SAX, publikovaného Burzou cenných papierov v Bratislave, (2) českého akciového indexu PX-50, publikovaného Burzou cenných papierov v Prahe, (3) poľského akciového indexu WIG, publikovaného varšavskou burzou a (4) maďarského akciového indexu BUX, publikovaného budapeštianskou burzou. Použité údaje zahŕňajú celé obdobie doterajšieho publikovania každého z indexov, končiac dňom 29. 10. 1999 (pre indexy SAX, PX-50 a WIG), resp. dňom 1. 11. 1999 pre index BUX. Sledované obdobia a počty analyzovaných hodnôt indexov sú uvedené v tabuľke č. 1:

Tabuľka č. 1:

Počty analyzovaných údajov za jednotlivé indexy:

Por.	Krajina	Názov indexu	Prvý deň analýzy	Posledný deň analýzy	Počet pozorovaní
1	SR	SAX	14. 9. 1993	29. 10. 1999	1493
2	ČR	PX-500	7. 9. 1993	29. 10. 1999	1378
3	Poľsko	WIG	4. 1. 1993	29. 10. 1999	1547
4	Maďarsko	BUX	2. 1. 1991	1. 11. 1999	2216
SPOLU:					6634

Pre analýzu vzájomnej závislosti investorov s jednotlivými investičnými horizontami bolo použité kratšie obdobie, pretože bolo potrebné akceptovať, že spočiatku neboli indexy zverejňované denne. Pre korelačnú analýzu boli preto použité údaje z obdobia 5. 1. 1995 – 29. 10. 1999. Do úvahy boli brané všetky obchodné dni, kedy prebehli obchody na všetkých štyroch burzách súčasne, t.j. pre korelačnú analýzu slúžilo celkom 1108 údajov za každú burzu (spolu 4432 údajov).

4. Metodika a analýza

Analýze boli podrobené údaje z denných hodnôt akciových indexov SAX, PX-50, WIG a BUX tak, ako je to uvedené v tabuľke č. 1. Postup analýzy indexov a ich vzájomnej závislosti bol je charakterizovaný jednotlivými krokmi tak, ako je uvedené nižšie:

- 1) výpočet priemerného výnosu 4-denných investícií do portfólia jednotlivých indexov – výpočet z pôvodných hodnôt, t.j. SAX – 1493 hodnôt, PX-50 – 1378 hodnôt, WIG – 1547 hodnôt a BUX – 2216 hodnôt;
- 2) výpočet priemernej rizikovosti 4-denných investícií do portfólia jednotlivých indexov z pôvodných hodnôt (rizikovosť meraná smerodajnou odchýlkou);
- 3) výpočet variačného koeficientu 4-denných investícií do portfólia jednotlivých indexov z pôvodných hodnôt;
- 4) opakovanie analýzy podľa bodu 1 až 3 pre 30-denné, 90-denné, 180-denné a 360-denné výnosy a riziká investícií do portfólia jednotlivých indexov;
- 5) výpočet koeficientu determinácie (R^2) pre vzájomné závislosti 4-denného výnosu do indexového portfólia jednotlivých indexov (závislosti medzi krajinami);
- 6) rovnaký výpočet ako v bode 5 pre ostatné investičné horizonty (30, 90, 180 a 360 dní);
- 7) testovanie autokorelácie v pôvodných hodnotách indexov;
- 8) porovnanie s charakteristikami kapitálových trhov vabraných krajín EÚ.

Výsledky analýzy podľa bodov 1-4 sú zhrnuté v tabuľke č. 2, ktorá obsahuje priemerné výnosy, riziká a variačné koeficienty investícií do portfólia jednotlivých indexov pri rozličných časových horizontoch.

Tabuľka č. 2:

Výnosy a riziká investovania do portfólia jednotlivých indexov:

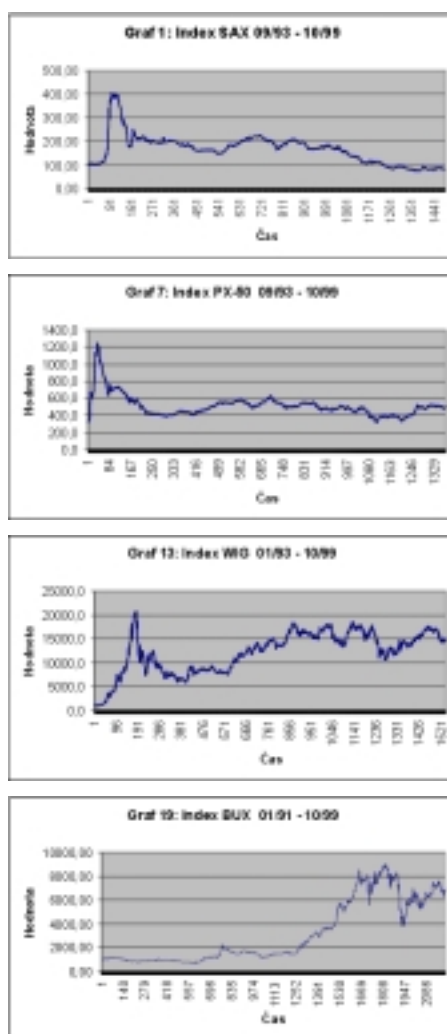
INDEX:	Charakteristika:	4-denný horizont	30-denný horizont	90-denný horizont	180-denný horizont	360-denný horizont
SAX	Priemerný výnos	100,02	101,77	104,94	93,74	84,76
	Priemerné riziko	3,95	28,25	55,13	33,36	35,00
	Variačný koeficient	0,04	0,28	0,53	0,36	0,41
PX-50	Priemerný výnos	100,16	100,94	98,65	96,81	94,57
	Priemerné riziko	3,92	21,03	18,61	24,19	24,17
	Variačný koeficient	0,04	0,21	0,19	0,25	0,26
WIG	Priemerný výnos	100,68	108,11	132,05	152,38	146,90
	Priemerné riziko	5,72	29,04	105,67	208,20	97,63
	Variačný koeficient	0,06	0,27	0,80	1,37	0,66
BUX	Priemerný výnos	100,32	103,41	111,09	125,05	164,46
	Priemerné riziko	3,38	13,76	26,20	46,34	88,11
	Variačný koeficient	0,03	0,13	0,24	0,37	0,54

Údaje v tabuľke dokumentujú, že 4-denné investičné horizonty prinášajú približne rovnakú mieru zhodnotenia investícií na všetkých štyroch trhoch. Výnosy 30-denných investícií sú významne vyššie len vo Varšave. Od horizontu 90-dní vyššie vidíme už výrazné rozdiely medzi trhami, keď trhy v SR a ČR sa javia až na jednu výnimku (SR na 90 dní) ako stratové, kým trhy v Poľsku a Maďarsku bez výnimky ako ziskové.

Miera primeranosti rizika (podiel smerodajnej odchýlky a priemerného výnosu, vyjadrený ako variačný koeficient) je tiež pre 4-denné a 30-denné horizonty približne rovnaká, kým pre dlhšie investičné horizonty sa významne odlišuje a dokazuje,

že z výnosných trhov (teda vyjmúc stratové trhy) je pre 90-denné investície najbezpečnejšia Budapešť (variačný koeficient 0,24), najmenej bezpečná Bratislava (0,53); pre 180- ako aj pre 360-denné investície je bezpečnejšia Budapešť ako Varšava.

Nasledujúce grafy č. 1, 7, 13 a 19 ukazujú vývoj hodnôt jednotlivých indexov. V ústne prednesenom príspevku na seminári boli prezentované aj grafy 2-6, 8-12, 14-48 a 20-24, ktoré zobrazovali vývoj výnosov podľa investičných horizontov, avšak vzhľadom k racionálnemu rozsahu príspevku boli z tejto publikovanej state vynechané:



V ďalšom postupe analýzy sú vyčíslené koeficienty determinácie v korelačnej matici pre každý typ investičného horizontu (4 dni, 30 dní, 90 dní, 180 dní a 360 dní). Každá z matic znázorňuje vzájomné závislosti slovenského, českého, poľského a maďarského trhu pre investorov, operujúcich na trhu s daným časovým horizontom. Matice ukazujú spočiatku na veľmi slabé alebo pomerne slabé závislosti (pri kratších časových horizontoch), kým s predžováním časových horizontov sa situácia o málo zlepšuje. Je nevyhnutné si uvedomiť, že uvedené koeficienty determinácie slúžia len na predbežnú orientáciu, neboli bližšie testované a slabé korelácie v skutočnosti nemusia byť slabé. Až ďalšia analýza (napríklad možného časového posunu medzi reakciami trhov a pod.) by ukázala, či ide o závislosti reálne a štatisticky významné. Vyššia korelácia medzi tržmi pri dlhších časových horizontoch sa zdá byť prirodzeným javom, nakoľko pre dlhodobých investorov malé výkyvy výnosov neznamenaajú natoľko významné zmeny správania.

Autokorelácia bola testovaná len pri údajoch o pôvodných hodnotách indexov. Zisťovanie autokorelácie prvého stupňa pomocou Durbin-Watsonovho testu preukázalo pravdepodobnú prítomnosť silnej pozitívnej autokorelácie pri hodnote d blízkej nule ($d=0,17147$). Sériová korelácia reziduí dosiahla hodnotu 0,9935. Uvedené testy potvrdzujú pôvodnú domnienku o závislosti investičných rozhodnutí na historických cenách (zatiaľ preukázateľne silná závislosť rozhodnutia na kurze cenných papierov v predchádzajúci obchodný deň).

Výsledky merania závislosti medzi jednotlivými tržmi v rámci jednotlivých investičných časových horizontov sú zhrnuté v tabuľkách 3-8:

Tabuľka č. 3:

Korelačná matica pôvodných hodnôt burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,3114	1,0000		
WIG	0,0647	0,2033	1,0000	
BUX	0,2384	0,0274	0,7817	1,0000

Tabuľka č. 4:

Korelačná matica 4-denných investícií do burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,1806	1,0000		
WIG	0,0125	0,1334	1,0000	
BUX	0,0111	0,2574	0,1865	1,0000

Tabuľka č. 5:

Korelačná matica 30-denných investícií do burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,0784	1,0000		
WIG	0,0783	0,3090	1,0000	
BUX	0,0619	0,4012	0,4466	1,0000

Tabuľka č. 6:

Korelačná matica 90-denných investícií do burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,2879	1,0000		
WIG	0,2227	0,3776	1,0000	
BUX	0,3087	0,2755	0,5938	1,0000

Tabuľka č. 7:

Korelačná matica 180-denných investícií do burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,5505	1,0000		
WIG	0,6670	0,7035	1,0000	
BUX	0,6012	0,3733	0,6236	1,0000

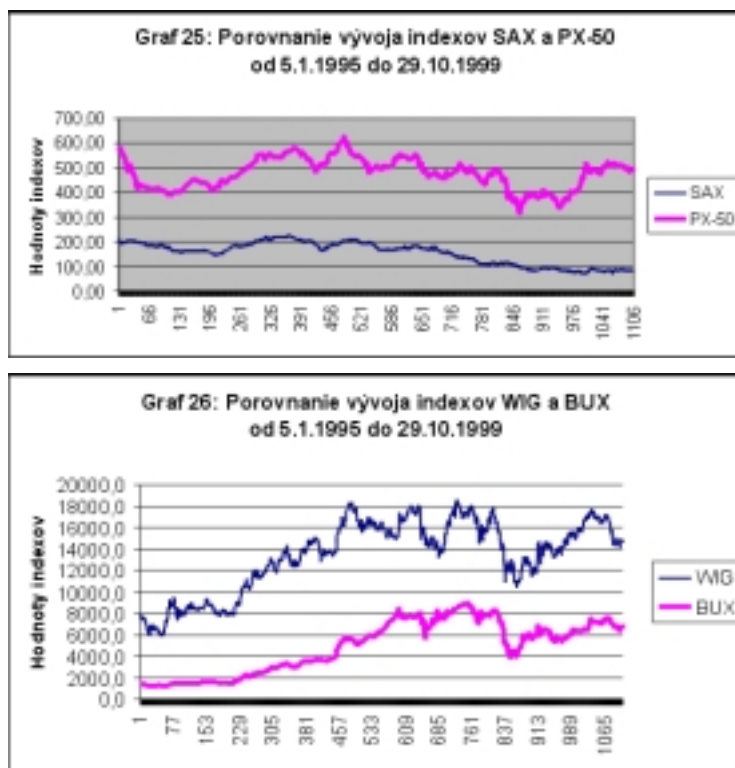
Tabuľka č. 8:

Korelačná matica 360-denných investícií do burzových indexov:

	SAX	PX-50	WIG	BUX
SAX	1,0000			
PX-50	0,6428	1,0000		
WIG	0,8142	0,7316	1,0000	
BUX	0,8012	0,5133	0,7224	1,0000

Z pôvodných denných hodnôt indexov vykazujú stredne silnú závislosť len trhy v Budapešti a Varšave ($R^2 = 78,17\%$). Pri 4-denných a 30-denných investíciách

nevidíme žiadne významnejšie závislosti medzi trhmi. Pri 90-denných investíciách sa už objavuje takmer 60%-ná závislosť opäť medzi Budapešťou a Varšavou. Dlhšie – 180-denné – investície vykazujú väčšinou viac ako 60%-né závislosti (s výnimkou vzťahu Prahy k Bratislave a k Budapešti). Pri najdlhšom – 360-dennom - časovom horizonte vidíme, že väčšina trhov je na sebe stredne silne závislá, opäť však s výnimkou vzťahu Praha – Budapešť a Praha – Bratislava. Najvyššiu závislosť voči ostatným trom trhom ako celku vykazuje jednoznačne Bratislava.



Nasledujúca tabuľka ukazuje pre porovnanie závislosti trhov vo vybraných krajinách EÚ. Túto tabuľku môže čitateľ porovnať predovšetkým s tabuľkou č. 3:

Tabuľka č. 9:

Korelačná matica vybraných trhov EÚ od januára 1990 do decembra 1996:

Priemerná korelácia = 60%

	Nemecko	Veľká Británia	Francúzsko	Taliansko	Španielsko	Holandsko
V.Británia	55,9%					
Francúzsko	69,2%	68,2%				
Taliansko	53,0%	40%	48,4%			
Španielsko	62,2%	58,8%	72,1%	58,7%		
Holandsko	72,8%	73,6%	80,4%	49,9%	69,4%	
Švédsko	52,5%	45,9%	53,9%	47,8%	73,5%	56,9%

Zdroj: [Freimann, 1998, str. 37]

5. Záver

Na záver môžeme konštatovať to, že na európskych trhoch je miera závislosti národných trhov o poznanie vyššia – trhy dosiahli vyšší stupeň vzájomnej integrácie aj v priemere, t.z. pri zohľadnení všetkých časových investičných horizontov. V krajinách V4 je zatiaľ táto prepojenosť viditeľná len pri najdlhšom investičnom horizonte (360 dní). To bráni efektívnej komunikácii investorov s heterogénnymi investičnými horizontami a znižuje celkovú likviditu trhov krajín V4.

V závere príspevku by som rád vyjadril poďakovanie za účinnú pomoc pri jeho príprave pani Mgr. Ing. Oľge Dlugopolskej z Burzy cenných papierov v Bratislave, a.s. za poskytnuté informácie a pánovi doktorovi Vladimírovi Úradníčkovi z Katedry matematiky Fakulty financií UMB v Banskej Bystrici za pomoc pri štatistickej analýze údajov.

Abstract

This paper shows mutual correlations among the four stock markets within the V4 countries – Slovakia, Czech Republic, Poland and Hungary – represented by four major stock indices – SAX (in Bratislava), PX-50 (in Prague), WIG (in Warsaw) and BUX (in Budapest). All the above mentioned markets are shown to be less integrated than compared markets of the EU countries – UK, France, Italy, Spain, Netherlands, Sweden and Germany. We can see that Hungarian and Polish stock markets are correlated to each other more than Czech market to Slovak market (and vice versa). The Bratislava stock market shows the highest level of dependency (in 12-months investment horizon).

There are significant differences, if we analyze the market as a whole (ignoring existence of various investment horizons) and/or market segmented with respect to different time

length of speculators' and investors' horizons. We supposed speculations for 4-days and 30-days horizons, while investment for 180-days and 360-days horizons. Three-months horizon (90-days) is supposed to be medium – the border between speculation and investment. Long-term investors are more close to each other in all four examined markets than short-term speculators.

Literatúra:

- [1] Daniel, P.: Analýza informačných tokov na Burze cenných papierov v Bratislave. Doktorská dizertačná práca. Masarykova univerzita v Brne, Ekonomicko-správná fakulta, máj 1998
- [2] Daniel, P.: Investment Risk in the Slovak Capital Market. In: Financial Management – Forms and Methods Applied in Slovak and Czech Republics, Poland and Hungary. Proceedings of the international seminar, High Tatras, Slovakia, October 1994, pp. 42-57
- [3] Daniel, P. – Úradníček, V.: Non-traditional Methods of Investment Analysis – Fractal Efficiency of the Slovak Capital Market. In: The Future of Banking After the Year 2000 in the World and in the Czech Republic, IV. (Banking and Short-Term Prognoses of the Economic Development). Proceedings from the International Conference. Silesian University Opava, School of Business Administration, Karviná, Czech Republic, October 20-21, 1999, pp. 264-273
- [4] Daniel, P. – Úradníček, V.: Verifikácia hypotézy fraktálnej efektívnosti trhu v podmienkach slovenského akciového trhu. In: Acta Facultatis Aerarii Publici. Zborník vedeckých prác. Fakulta financií UMB, Banská Bystrica, 2000 (v tlači)
- [5] Fama, E. F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, vol. 25(1), May 1970, pp. 383-423
- [6] Fama, E. F.: Efficient Capital Markets II. The Journal Of Finance, vol. 46(5), December 1991, pp. 1575-1617
- [7] Freimann, E.: Economic Integration and Country Allocation in Europe. Financial Analysts Journal, vol. 54, No. 5, September/October 1998, p. 32-41
- [8] Krištofík, P.: Prehľad indexov kapitálového trhu v zahraničí. In: Indexy kapitálového trhu. Zborník z odborného semináru. Fakulta financií UMB, Banská Bystrica, 6. 12. 1996
- [9] Liška, V.: Obchody s cennými papírmi a komoditami. Skriptum, ČVUT, Praha, 1998
- [10] Matuszek, S.: Genesis and Inception of the Modern Portfolio Theory. In: The Future of Banking After the Year 2000 in the World and in the Czech Republic, IV. (Banking and Short-Term Prognoses of the Economic Development). Proceedings from the International Conference. Silesian University Opava, School of Business Administration, Karviná, Czech Republic, October 20-21, 1999, pp. 296
- [11] Peters, E. E.: Fractal Market Analysis – Applying Chaos Theory to Investment and Economics. John Wiley and Sons, 1994, pp. 20-49
- [12] Roy, A. D.: Safety First and the Holding of Assets. Econometrica, vol. 20, July 1952

VPLYV EURO NA FINANČNÉ TRHY

Anna Polednáková

Kľúčové slová

Peňažný trh, trh obligácií, trh akcií, trh derivátov, euro.

1. Úvod

Prvého januára 1999 vznikla nová spoločná mena členských krajín Európskej menovej únie. V tejto súvislosti sa vynára viacero otázok: Aká bude nová mena? Bude stabilná, alebo bude spojená s rizikom? Ako ovplyvní nová mena finančné trhy? Ako ovplyvní európsku politiku?

Vo svojom príspevku sa zameriam na problematiku vplyvu eura na finančné trhy, a to predovšetkým na:

- peňažný trh,
- trh obligácií,
- trh akcií,
- menový trh,
- trh derivátov.

2. Peňažný trh

Štart Európskej menovej únie a začiatok zavedenia euro signalizuje štart jednotného európskeho peňažného trhu s jednotnou krátkodobou úrokovou mierou. Jedným z efektov začiatku eura bude transparentnejší finančný trh, ako i vylúčenie menových rizík.

V rámci menovej únie bude existovať jedna oficiálna (krátkodobá) úroková miera a rozdiely v bežnej úrokovej miere sa, ktoré boli medzi krajinami sa odstránia zavedením eura po 1.1. 1999. Novou peňažnou referenčnou úrokovou mierou pre novú menu bude EURIBOR. Je to úroková miera za ktorú sú termínové depozity denominované v eure obchodované vo vnútri Európskej menovej únie. Je kótovaná najdôležitejšími bankami o 11.00 bruselského času. Táto referenčná úroková miera plní významnú úlohu po štarte menovej únie, ako nástupca vo vzťahu ku kontinentálnym európskym úrokovým mieram, ktoré sú široko využívané pri pohotových ako i termínových kontraktoch, ako napríklad LIBOR, FIBOR, PIBOR, AIBOR a podobne. V tejto súvislosti si kladú viacerí bankári otázku, ktorá z týchto krátkodobých úrokových mier bude prevládať. Dnes ešte nie je celkom jasné, ktorá z týchto úrokových mier bude viac používaná na peňažnom trhu. Signály naznačujú, že i napriek znižujúcej sa dôvere

Londýna, bude LIBOR ešte dlho patriť k dominantným referenčným úrokovým mieram. Jeho rival EURIBOR bude možno menej presnou úrokovou mierou na získanie prostriedkov hlavných bánk, no má silné politické pozadie, ktoré tvoria členské krajiny menovej únie.

3. Trh obligácií

Príchod Európskej menovej únie vytvorí druhý najväčší trh s obligáciami na svete. Elimináciou menového rizika, a výnosových rozdielov medzi krajinami, dôjde k situácii, že účastníci týchto trhov budú mať lepšie podmienky pre obchodovanie s obligáciami medzi krajinami. Harmonizácia trhových zvyklostí bude ďalej pomáhať integrácii do jedného veľkého a efektívneho trhu, kde bude zabezpečená vysoká likvidita a štandardizácia produktov, ktoré budú obchodované na tomto trhu. Vysoká integrácia trhu obligácií povedie k znižovaniu transakčných nákladov (vrátane bid-ask spreadu), a tiež spôsobí rast veľkosti emisií. Toto všetko bude mať dopad na efektívnosť trhu s obligáciami.

Významnú úlohu na trhu obligácií bude zohrávať úverový rating. Spoločnosti, ktoré sa tešia pozornosti na lokálnom trhu, môžu mať problémy s prístupom, alebo získaním prostriedkov na trhu s obligáciami EMU. Preto bude nevyhnutné, aby účastníci tohto trhu mali úverový rating.

4. Trh akcií

Akcelerujúca integrácia trhov s akciami Európskej menovej únie, je vnímaná ako sieť elektronických systémov. V dlhšom časovom horizonte, globálne elektronické systémy budú vytvorené pre najlikvidnejšie akcie. Lokálne akcie, na druhej strane budú obchodované na viac konkurenčných národných burzách. Koncentrácia a integrácia búrz cenných papierov, bude znamenať rapidný rast efektívnosti, transparentnosti trhu a likvidity trhu na Európskom trhu akcií. Nielen náklady obchodovania, ale tiež náklady spojené s vyrovnaním kontraktov budú podstatne nižšie. Týmito opatreniami, Európsky trh s akciami bude atraktívny tak pre emitentov ako i investorov, a stane sa tak obávaným konkurentom takým trhom ako sú akciové trhy v New Yorku a Tokiu.

Na akciových trhoch, súkromní investori budú silne inklinovať k investovaniu do akcií na týchto trhoch, nakoľko tu nebude menové riziko. Eliminácia dodatočných nákladov súkromných investorov nakupujúcich zahraničné akcie, bude súčasne podporovať investovanie medzi krajinami.

5. Menový trh

Prvého januára vznikla nová mena euro. Ako predpokladajú experti, euro bude z dlhodobého hľadiska stabilnou menou. Je to dané skutočnosťou, že euro-zóna, ktorá je rozlohou taká veľká ako USA, bude mať silnú centrálnu banku. Odborníci zároveň nevyklúčujú, že z krátkodobého hľadiska môže mať euro na menových trhoch vyššiu volatilitu (ako je to v súčasnosti) v závislosti od toho, či budú subjekty chcieť

držať túto menu alebo nie. Vo vzťahu k americkému doláru sa predpokladá, že mu euro bude konkurovať, ale nie okamžite.

Pri konverzii národnej meny na euro musíme používať fixné konverzné pomery a pravidlá, ktoré boli prijaté 31.12. 1998 ministrami financií jednotlivých krajín a následne zverejnené. V tejto súvislosti sa nebudú používať bilaterálne kurzy. Ak chceme konvertovať jednu menu na inú menu, musíme použiť princíp, ktorý sa nazýva triangulácia. Všetky bilaterálne konverzie sa tak skladajú z dvoch výpočtov. Množstvo jednotiek jednej meny je najskôr konvertované na euro a potom konvertované z eura na inú menovú jednotku.

Dopad eura na pohotovú menovú kurz je priamy. Všetky krížové menové transakcie v menách EMU sa rušia. Krížové kurzy zahraničná mena/mena EMU budú nahradené krížovým kurzom zahraničná mena/EUR.

Termínové kontrakty, ktoré zahŕňujú dve meny EMU, budú po 1. januári 1999 tieto meny konvertované na euro v konštantnom výmennom pomere. Nové termínové kontrakty, ktoré vzniknú po tomto termíne budú denominované predovšetkým v eure a obmedzí sa uzatváranie kontraktov v jednotlivých národných menách.

6. Trh derivátov

Finančné deriváty sú produkty, ktorých hodnota je odvodená od hodnoty podliehajúcich aktív, od menových kurzov, úrokových mier alebo burzových indexov. K základným typom derivátov patria forwardy, futurity, opcie a swapy. Vo všetkých prípadoch ide o obchodovanie s právami na dohodnuté budúce plnenia.

Dopad zavedenie eura na deriváty, ako sú menové swapy a menové opcie je ďalekosiahly, napriek pohotovému a termínovému menovému obchodom. Po prvé, môžeme očakávať zmeny v ich charaktere, v prípade krížových EMU/EMU menových swapov a EMU/EMU menových opcií, ktoré existovali pred začiatkom Európskej menovej únie. Po druhé, pre existujúce menové opcie typu zahraničná mena/ mena EMU sa bude meniť základná cena ako dôsledok nahradenia menou euro.

V prípade úrokového swapu nebude mať zavedenie eura dopad na fixné platby. Fixná úroková miera zostane po zavedení eura nezmenená. Pohyblivé úrokové miery sa môžu zmeniť, ak bude nahradená referenčná úroková miera LIBOR referenčnou úrokovou mierou pre euro- EURIBOR.

V prípade menovo-úrokových swapov, meny krajín EMU budú konvertované na euro spolu so zmenami zvolených referenčných úrokových mier.

V prípade menových opcií, ktoré budú znieť na meny krajín EMU a ktoré budú expirovať po 1.1. 1999, budú premenené na euro/euro opcie. Obe meny budú navzájom neodvolateľne fixované. Pre menové opcie typu zahraničná mena/ mena EMU bude základná cena opcie prispôbena euru vo vzťahu k pohotovej cene.

7. Záver

So vznikom EMU existujúce futuritné kontrakty v národných menách a úrokové miery budú nahradené jedným kontraktom v eure. Euro bude mať vplyv na rozpätie platieb, ktoré budú konvertované na euro.

Volatilita na finančných trhoch bude závisieť od dôveryhodnosti celého procesu vytvorenia Európskej menovej únie a ale tiež na budúcnosti menových autorít (ako napríklad Európskej centrálnej banke), čo je v súčasnosti veľmi zložité predikovať.

Abstract

The paper indicates some impacts of the inception of new currency Euro on world's financial markets, especially on European ones. In the sphere of money market, the question of referential rates of interest EURIBOR and LIBOR, is discussed. As for as capital market is concerned, the growth of width and depth of those markets in Europe is stated. The final part of the paper describes the impacts of establishing Euro on selected types of financial derivatives, especially on currency options and currency swaps.

Literatúra

- [1] Polednáková, A.: Aktuálne otázky novej európskej meny. Bratislava, Biatec 1999,č.3.
- [2] Polednáková A: Vplyv eura na finančné deriváty. Bratislava, Biatec 1999,č.4.
- [3] Financial Times 1999; Financial market and Euro, Ing Barings; Trend 1999.

PRÁVNÍ RÁMEC FINANČNÍHO SYSTÉMU ČR

Jindřiška Šedová

Klíčová slova

Finanční trhy, instituce, právnická osoba, právní způsobilost, závazkové vztahy.

1. Úvod

Finanční trhy v České republice patří k nejdynamičtěji se rozvíjejícím oblastem národního hospodářství. České finanční trhy vykazují oproti vyspělým tržním ekonomikám určitá specifika. Ta vyplývají ze zvláštní formy vzniku, která souvisí zejména s kupónovou privatizací. Rozvoj finančních trhů tvoří integrální součást transformačního procesu ČR, který směřuje k vytvoření moderního tržního hospodářství. Nabízí se proto otázka, co je považováno za obsahovou náplň transformace. Dnes jsou bez zásadnějších výhrad za ni považovány systémové, strukturální a institucionální změny ekonomiky.

Cílem příspěvku je analyzovat právní úpravu, která je samostatným problémem vývoje finančního trhu. Filosofie prvních zákonů na počátku 90. let vycházela z rakouských a německých právních norem, které tam existovaly v 70. letech a vyznačovaly se silným státním dirigismem. Jejich funkční zaměření a podíl na fungování finančního systému ČR je často podrobován kritice nebo přinejmenším vyvolávají otázky týkající se jejich opodstatněnosti. V příspěvku jsou popsány skutečnosti, které významným způsobem ovlivnily formování právního rámce finančního systému a současně je zobrazena specifická úprava hlavních finančních institucí.

2. Transformace ekonomiky ČR a institucionální změny

Výše bylo uvedeno, že proces transformace předpokládá systémové změny. Za základní systémové změny jsou považovány privatizace státního vlastnictví, liberalizace vnějších ekonomických vztahů, liberalizace cen a vnitřní směnitelnost. Postupně nabývá na váze i sociální dimenze transformace. "V obecné rovině jde o hledání optimální interakce mezi hospodářskou politikou a sociální politikou, respektování toho, že každá oblast má svou vlastní dynamiku, své vlastní vnitřní zdroje a vlastní kontinuitu, a že mechanismus a vnitřní logika trhu automaticky nevede k sociálnímu pokroku."³¹

Vedle systémových změn je proces transformace doprovázen vznikem nezbytných institucí a organizací, tj. institucionálními změnami. O tom, že tyto změny mají nezastupitelné místo v průběhu transformace není již pochyb. Problémy však

³¹ Lašek, J.: Strukturální a institucionální aspekty transformace ekonomiky ČR. Acta oeconomica pragensia č. 5/99, s. 59.

nastávají, pokud si položíme otázku, co jsou to instituce, jaký je obsah tohoto pojmu, co ovlivňuje jejich vývoj a jakou skutečnou úlohu hrají v procesu transformace.

2.1. Ekonomické a právní vymezení pojmu instituce

Ekonomická terminologie pojem “instituce” velice často používá, přitom je jeho obsah chápán velice volně. Dále budu vycházet z definování tohoto pojmu ekonomem D.C. Northem. Podle něho představují instituce v nejobecnější podobě souhrn pravidel, společností akceptovaných způsobů chování, jejímž cílem je vytvořit omezení pro chování vyplývající z principu maximalizace osobního užitku. Na ně navazuje celý souhrn právních norem a organizačního zajištění. Ve svém souhrnu vymezují strukturu stimulů jednotlivých společností a především ekonomik.³²

Instituce se rozlišují na instituce formální a neformální. *Formální instituce* mají za cíl omezovat množinu přípustných způsobů jednání, a tak usnadňovat směnu mezi ekonomickými subjekty. Jsou jimi např. soudy, parlament, různé orgány státní správy, orgány regulující finanční trh atd. *Neformálními institucemi* se rozumí různé zvyklosti a mravy, které podobně jako formální instituce omezují množinu přípustných jednání jednotlivců. Na rozdíl od formálních institucí nejsou nikde kodifikovány. Nejsou výsledkem vědomých aktů vlády, parlamentu či jiných orgánů státní moci, ale jsou produktem dlouhodobého politického, ekonomického a kulturního vývoje. Neformální instituce bývají považovány za morální a duchovní ukotvení formálních institucí.

Právní terminologie chápe pojem “instituce” jako skutečnosti³³, které jsou závislé na mezilidských vztazích, lidském jednání a životních formách člověka. Označuje tyto skutečnosti jako “institucionální skutečnosti. Mezi institucionální skutečnosti řadí existenci státu, náboženství, církve, společenských skupin a zařízení, životních zvyklostí, věd, víceméně stabilizovaných společenských nebo individuálních vzorů chování. Ke skutečnostem závislejícím na člověku lze řadit také znalosti, řeč, kulturní skutečnosti a jiné. Lidské jednání a jeho smysl je jedním v sociální struktuře institucí. Je spjato se systémem pravidel existujících zčásti ve formě pouhých institucionalizovaných zvyklostí, zčásti představovaných vazbami vytvořenými normativními regulativy.

Jednou z významných institucionálních skutečností je *právní osoba*. V odborných právních kruzích je teoretická povaha právní osoby nejistá.³⁴

³² North, D. C.: Vývoj ekonomické výkonnosti v čase. Politická ekonomie 94/4. In: Lašek, J.: Strukturální a institucionální aspekty transformace ekonomiky ČR. Acta oeconomica pragensia č. 5/99, s. 59.

³³ “Člověk je konfrontován s rozličnými druhy skutečností. Jsou to především materiální procesy, které jsou předmětem systematického zkoumání přírodních věd. Vedle toho existují skutečnosti, které jsou závislé na mezilidských vztazích, lidském jednání a životních formách člověka. Tyto skutečnosti označujeme jako “institucionální skutečnosti”. In: Weinberger, O.: Norma a instituce. Úvod do teorie práva. Acta universitatis brunensis. Iuridica No. 153. Brno, Masarykova univerzita 1995, s. 62.

³⁴ “Právní osoba je výraz velmi mnohoznačný, a to proto, poněvadž struktura pojmu je nejasná, pramení v různých a rozdílných hlediscích, mnohdy nesrovnatelných a nejasných”. In: Knapp, V.: Tvorba práva a její současné problémy. Praha, Linde 1998, s. 377-378.

V současnosti převládá pragmatický přístup k pojmu právnické osoby. Právní normy stanovují, které bytosti jsou v daném právním řádu osobami. Z charakteru jednotlivých subjektů, které zákon za právnické osoby považuje, lze vyčlenit společné prvky, které nám umožní vymezit pojem právnické osoby *de lege lata*. Vyjasníme-li si, které subjekty považuje naše právo za právnické osoby, zjistíme, že pro praxi³⁵ mají největší význam právnické osoby podle obchodního práva, tj. obchodní společnosti, taxativně vyjmenované v § 51 obchodního zákoníku, a družstva (§ 222 odst. 1 obch. zák.).

Obecně pak platí, že právnické osoby jsou podle našeho platného práva charakterizovány dvěma navzájem souvisejícími obecnými znaky:

- *vlastním majetkem*
- *právní způsobilostí*,³⁶ a to především majetkoprávní způsobilostí.

Jakým způsobem mohou být uskutečňována jednání jménem právnických osob, určují právní normy. Z nich plyne:

- úprava právního jednání právnické osoby prostřednictvím svých orgánů,
- komu náleží funkce orgánů právnické osoby,
- jak jedná právnická osoba prostřednictvím svých orgánů,
- požadavek likvidace před zánikem právnické osoby, pokud celého majetku nenabývá právní nástupce, event. pokud zákon nestanoví jinak.

Právnické osoby jsou dále charakterizovány personálním a reálným statutem. *Personální status* právnické osoby je dán povinně názvem a právní formou, ve které vznikla. *Reálný status* je pak obligatorně dán jejím sídlem. Každá právnická osoba ztělesňuje institucionalizovanou strukturu a představuje určitý systém zájmů.³⁷ Každé právnické osobě odpovídá příslušný *system účelů a preferencí*, čili každá osoba představuje určitou zájmovou jednotku. Tyto znaky charakterizující právnické osoby jsou dány nejen tehdy, jde-li o subjekty soukromoprávní, ale i subjekty veřejnoprávní, pokud jednají ve věcech majetkoprávních.³⁸

Právní postavení právnických osob a právní vztahy související s jejich podnikáním jsou upraveny především v obchodním zákoníku. I když je obchodní zákoník zákonem soukromoprávním, při definování pojmu podnikatel staví na kritériích převážně veřejnoprávních.³⁹

Základním pramenem obchodního práva je obchodní zákoník. Vedle toho je pramenem obchodního práva i občanský zákoník jako jeho všeobecný a subsidiární základ. Dále je to celá řada zvláštních zákonů, které upravují právní postavení podnikatelských subjektů nebo jejich obchodní závazkové vztahy. Jsou jimi např. živnostenský zákon, zákon na ochranu spotřebitele, zákon o konkurzu a vyrovnaní,

³⁵ Pozn.: Spektrum právnických osob podle našeho práva je široké a nesourodé.

³⁶ Knapp, V.: Tvorba práva a její současné problémy. Linde Praha 1998, s. 397:

“Z hlediska právně teoretického představuje právnická osoba takovou entitu, které právní řád přiznává subjektivitu ve smyslu práva, i když není lidským individuem”.

³⁷ Pozn.: Jedná-li člověk jako orgán právnické osoby, pak má jednat podle jejích účelů.

³⁸ In: Knapp, V.: Tvorba práva a její současné problémy. Praha, Linde 1998, s. 397.

³⁹ Z toho plyne, že právní rámec postavení podnikatelů je významně determinován i předpisy práva veřejného.

zákony upravující cenné papíry a další zákony⁴⁰ speciálně upravující některé kategorie podnikatelských subjektů.

Pramenem obchodního práva jsou i normy mimoprávní, které tvoří podpůrné prameny. Jde zejména o obchodní zvyklosti a ve vazbě na soutěžní právo dobré mravy hospodářské soutěže. Uvedené mimoprávní normy se stávají pramenem obchodního práva na základě příslušných ustanovení obchodního zákoníku.

Z hlediska zkoumání institucionálních změn je vhodné si připomenout, že kromě právnických osob mohou vystupovat v ekonomickém systému mimoprávní institucionální osoby, jejichž fungování se opírá o mimoprávní normy. Jakmile je však právní řád uzná za osoby právnické, tj. stanoví pro ně příčítací právní normy, stanou se osobami ve smyslu práva.

2.2. Vliv institucí na hospodářský vývoj

V posledních letech probíhá diskuse na téma vlivu institucí na hospodářský vývoj a o možnostech vývoj institucí urychlit a regulovat. V této diskusi jsou zdůrazňovány tři důležité momenty:

- instituce ovlivňují množinu alternativních způsobů jednání, dostupných ekonomickým subjektům a spoluurčují relativní náklady a výnosy jednotlivých činností. Tím ovlivňují hospodářskou prosperitu zemí.
- je třeba rozlišovat instituce formální a neformální.
- vývoj institucí je pouze v omezené míře určován vládou či ostatními orgány státní moci a do značné míry se vyvíjí jako důsledek interakce různých ekonomických subjektů, které sledují partikulární a mnohdy i protichůdné zájmy.
- z hodnocení vlivu institucí na hospodářskou prosperitu vyplývá, že instituce v nerozvinutých zemích jsou orientovány zejména na aktivity zaměřené na obchodování a přerozdělování, včetně například aktivit černého trhu, zatímco instituce v rozvinutých zemích podporují především ziskovost výrobních aktivit. Z tohoto pohledu je odlišná role institucí jedním ze základních rozdílů mezi nerozvinutými a vyspělými zeměmi. V rozvojových zemích zvyšují investice náklady tržní směny a podporují tak činnosti orientované na krátkodobý zisk, kde není potřeba velkých investic do fixního kapitálu. Naproti tomu ve vyspělých zemích podporují dlouhodobě orientované podnikání a investice do fixního kapitálu, které naopak přispívají k rychlému hospodářskému růstu.
- Při formování institucionálního rámce hrají významnou úlohu ideologické představy o společnosti.
- Ukazuje se, že institucionální rámec, který tržní ekonomiku omezuje, je velice různorodý. Liší se podle místa i času.
- Konvergence institucionálního rámce probíhá jen velmi pomalu tam, kde se prohlubuje ekonomická integrace jednotlivých národních ekonomik. Obzvláště to

⁴⁰ Pozn.: Jedná se zejména o zákon o bankách, zákon o investičních společnostech a investičních fondech, zákon o Burze cenných papírů Praha, a.s., zákon o pojišťovnictví, zákon o stavebním spoření aj.

platí tehdy, máme-li zájem zaručit, aby tento proces nelikvidoval národní či regionální zvláštnosti.

- Pokud chceme důsledněji analyzovat vliv institucí na hospodářskou výkonnost ekonomiky, je třeba rozlišovat mezi institucemi formálními a neformálními.
- Zatímco formální instituce lze měnit velice rychle, např. přijetím zákona o zřízení příslušné instituce parlamentem, neformální instituce jsou mnohem stabilnější a mění se velice pomalu.⁴¹ Neformální instituce nelze jednoduše přenášet z jedné země do druhé.

V posledních deseti letech byla v České republice přetvořena celá institucionální struktura. Vývoj probíhá směrem od institucionální struktury typické pro nerozvinuté a plánované ekonomiky k institucionální struktuře typické pro vyspělé tržní ekonomiky.

3. Ekonomické a právní vymezení pojmu finanční systém

3.1. Ekonomická charakteristika finančního systému

Význam finančního systému spočívá v tom, že vytváří významné podmínky pro plynulé fungování ekonomiky, ekonomickou rovnováhu a hospodářský růst. Poskytuje efektivní nástroje, které zprostředkovávají vztahy mezi subjekty nabízejícími peněžní fondy a subjekty kupujícími kapitál.

Finanční systém je institucionální mechanismus, který byl společností vytvořen proto, aby produkoval a poskytoval finanční služby a alokoval finanční zdroje. Zahrnuje finanční instituce poskytující finanční služby, zákazníky těchto institucí a orgány státního dohledu a regulace, které dbají o dodržování určitých stanovených pravidel. V rámci finančního systému lze rozlišit finanční sektor, který zahrnuje finanční instituce poskytující jeden či více druhů finančních služeb.⁴²

Finanční instituce jako ekonomický pojem je definována jako podnik, jehož hlavními aktivy jsou finanční aktiva – např. akcie, obligace a půjčky a jenž vytváří a prodává finanční služby. Finanční instituce přijímají depozita, poskytují půjčky nebo nakupují investiční cenné papíry na finančních trzích. Nabízejí také široké spektrum jiných finančních služeb – pojištění, penzijní plány, správu cenností, mechanismus platebního styku a převod a správu fondů.

⁴¹ Jonáš, J.: Trpký plod spontánního vývoje. Ekonom 4/1999, s. 23

„Odlišná dynamika změn formálních a neformálních institucí taktéž vysvětluje, proč není možné přenést strukturu institucí, které se ukázaly být jako ekonomicky prospěšné v jedné zemi, do jiné země a doufat, že takto bude přenesena i lepší hospodářská výkonnost.“

⁴² In: Sůvová, H., Pavelka, F., Degen, Z., Němcová, L., Nálevková, L.: Specializované bankovníctví. Praha. Bankovní institut, 1997, s.12.

Dříve, než-li bude popsána finanční instituce jako právní kategorie, zmíním se o významných charakteristikách finančního systému a finančních institucích, které nám usnadní pochopit současnou platnou právní úpravu finančních institucí v ČR, neboť se v ní v jisté míře zobrazují.

V současné době rozeznáváme několik typů finančních systémů, jejichž odlišnosti jsou dány:

- * úlohou finančních trhů ve společnosti,
- * úlohou vlády a veřejného sektoru,
- * tradicemi v oblasti smluvního práva a řešení sporů,
- * úrovní ekonomického rozvoje a
- * velikostí domácího trhu.

V naší odborné literatuře členění finančních systémů vyúsťuje do dvou extrémních případů:

1. *finanční systém založený na trhu*
(Je charakterizován těmito vlastnostmi: trh hraje hlavní roli v získávání úspor, alokací nového kapitálu, restrukturalizací současného kapitálu a v řízení podniků.)
2. *finanční systém založený na bankách*
(Je postaven na dlouhodobých vztazích mezi věřitelem a dlužníkem – klientem, kterému jsou často nabízeny další služby. Speciálním případem tohoto systému je finanční systém založený na univerzálních bankách.)

Zmíněné typy finančních systémů se vzájemně liší jak svojí strukturou, tak i svým fungováním.

Srovnání struktury:

Úloha vlády	FS 1	převaha vlivu tržního mechanismu
	FS 2	větší víra ve vládní intervence
	FS 2a	větší víra ve vládní intervence
Cíle CB	FS 1	detailní mikroregulace zajišťující podmínky konkurence
	FS 2	menší význam konkurence, větší míra přímých zásahů (řízení úvěrů)
	FS 2a	dominují makroekonomické cíle
Otevřenost	FS 1	velmi otevřený
	FS 2	regulace poskytuje ochranu před zahraniční konkurencí
	FS 2a	žádná regulativní ochrana, ale systematické odolávání pronikání zahraniční konkurence
Informace	FS 1	vysoká ochrana informací, úloha ratingových agentur
	FS 2	více soukromých informací, trhy méně rozvinuté a méně informativní
	FS 2a	nejrozvinutější soukromé informační systémy
Konflikt zájmů	FS 1	existuje, ale je zde zároveň právní ochrana
	FS 2	existuje, právní ochrana je však méně přísná
	FS 2a	potenciálně nejvíce vyjadřovaný, právní ochrana méně přísná
Řešení konfliktů	FS 1	řešení přes soudy
	FS 2	konflikty řešeny dvoustranným jednáním a monitorováním
	FS 2a	řešení přes soudy je vzácné a okrajové
Řízení podniků	FS 1	přes akciový trh a vlastnickou kontrolu, bankrot je nejvyšším druhem sankce
	FS 2	banky provádějí monitorování, ale přímo se neúčastní
	FS 2a	dominují dlouhodobé vztahy a silná kontrola přes vlastnictví akcií a dluhy podniků

Upraveno podle: Sůvová, H., Pavelka, F., Degen, Z., Němcová, L., Nálevková, L.:
Specializované bankovnínictví. Bankovní institut. Praha. 1997, s. 18

Pozn.: FS 1 - finanční systém založený na trhu
FS 2 - finanční systém založený na bankách
FS 2a - finanční systém založený na universálních bankách

Obdobným způsobem je možné vymezit výrazné odlišnosti ve fungování jednotlivých typů finančního systému. Rozdíly pozorujeme zejména při sledování těchto kritérií: úspory z rozsahu aktivit, úspory z nabídky produktů a služeb, konkurence, inovace časový horizont, riziko, internacionalizace a možnost pronikání zahraničních subjektů. Při porovnání uvedených systémů nalezneme u každého z nich mnohé přednosti, ale i nedokonalosti. Zkušenosti z aplikování těchto systémů ukazují, že jejich opodstatnění je vázáno na určité podmínky. Především jde o podmínky, které se váží k rozvinutosti trhů s cennými papíry, k silné či slabší domácí bankovní základně univerzálních bank apod.

Při důslednějším analyzování jednotlivých systémů dospějeme k poznání, že se v jednotlivých systémech uplatňuje odlišná úloha státu a práva. Právní zakotvení základních prvků těchto systémů je odlišné co do forem, tak i intenzity, s níž se angažuje na vytváření institucionálního rámce finančního systému.

Hlavní trendy ve vývoji finančních institucí, které se ve větší či menší míře promítají do právního rámce finančního trhu:

- * rychlý rozvoj počtu a pestrosti finančních služeb,
- * deregulace bankovních činností, nové formy regulace bankovních činností,
- * propojování finančních institucí do větších subjektů – fúze a akvizice spolu se zánikem malých bank,
- * mezinárodní spolupráce v oblasti regulace finančních institucí a trhů,
- * rychlé zavádění nových informačních technologií ve finančních službách,
- * rostoucí konkurence mezi finančními institucemi, které nabízejí stejné či podobné finanční služby,
- * zvyšování rizika neúspěchu jednotlivých institucí při rostoucí úloze trhu a snižující se regulaci ve finančním sektoru,
- * zvýšená pozornost státu týkající se solidnosti a rovnoprávnosti služeb poskytovaných jednotlivým skupinám ve společnosti,
- * v evropských bankovních systémech je zřetelná tendence k univerzálnímu bankovníctví (zejm. na národních trzích)
- * propojování bankovních činností s pojišťovnictvím,
- * pokles významu devizových obchodů k rámci bankovních činností v západoevropském bankovním sektoru,
- * ústup státní intervence na úvěrových trzích.

3.2. Právní rámec finančního systému ČR

Právní rámec českého finančního systému tvoří soubor právních norem, které upravují

1. právní postavení finančních institucí,
2. instrumentů finančního systému,
3. závazkové vztahy vznikající mezi subjekty finančního systému.

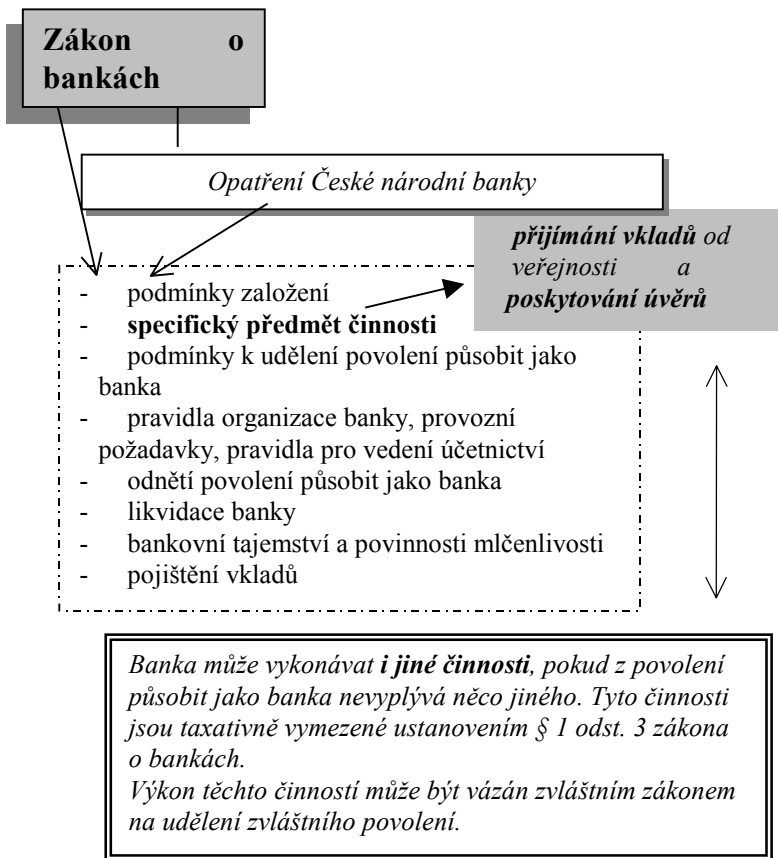
3.3 Právní postavení finančních institucí

Speciální zákony upravující postavení finančních institucí vycházejí z právní koncepce, která je založena na tzv. institucionalizovaném pojetí bankovního práva, pojistného práva, burzovního práva apod.⁴³ Tyto zákony upravují specifika postavení jednotlivých finančních institucí ve srovnání s právní úpravou právnických osob (především akciovou společností) v obchodním zákoníku. Těžiště právní úpravy těchto zákonů je položeno na zakotvení specifik institucionálního rámce finančních subjektů, méně pozornosti je věnováno jejich obchodním závazkovým vztahům.⁴⁴

V následujícím textu se pokusím schematicky znázornit specifickou zákonnou úpravu hlavních finančních institucí v ČR. Výběr institucí není proveden z hlediska systematického třídění, s kterým se setkáváme v ekonomické literatuře. To by předpokládala znázornění daleko většího souboru institucí a jim odpovídajících zákonů, což je nad rámec možností tohoto příspěvku. Proto jsem provedla takový výběr, na jehož základě bych mohla alespoň reprezentativně zdůraznit obecnější tendence, které se v právní úpravě finančních institucí objevují.

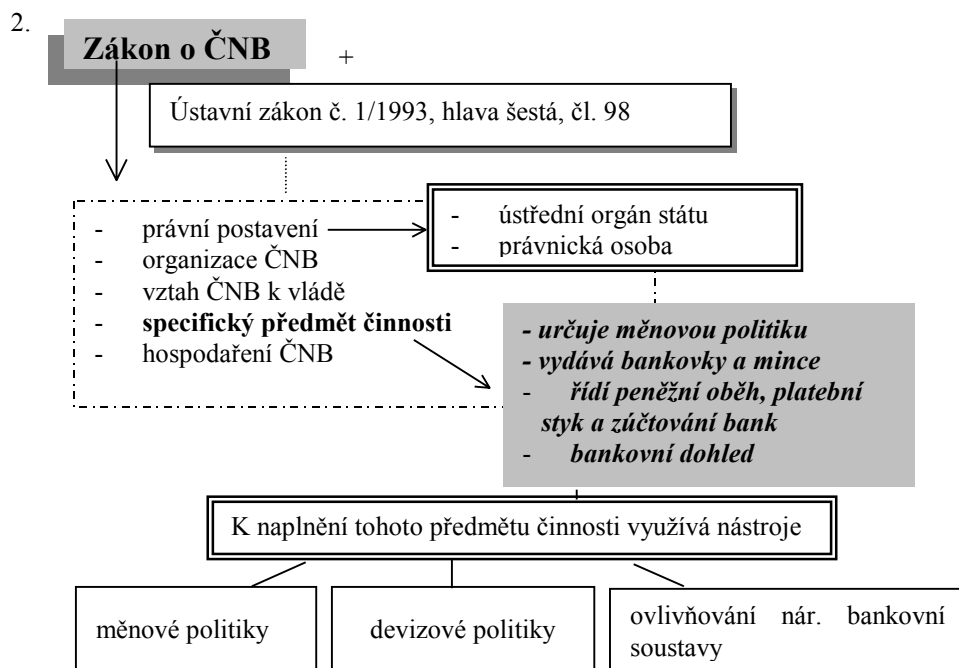
⁴⁴ Úprava obchodních závazkových vztahů finančních institucí je v rozhodující míře obsažena v obchodním zákoníku, občanském zákoníku a v zákoně o cenných papírech.

1.

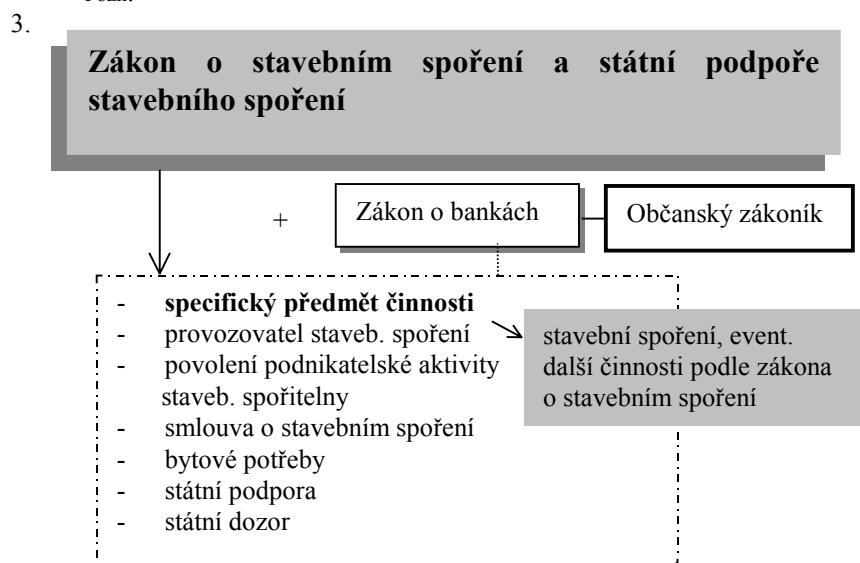


Pozn.

⁴⁵ Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.



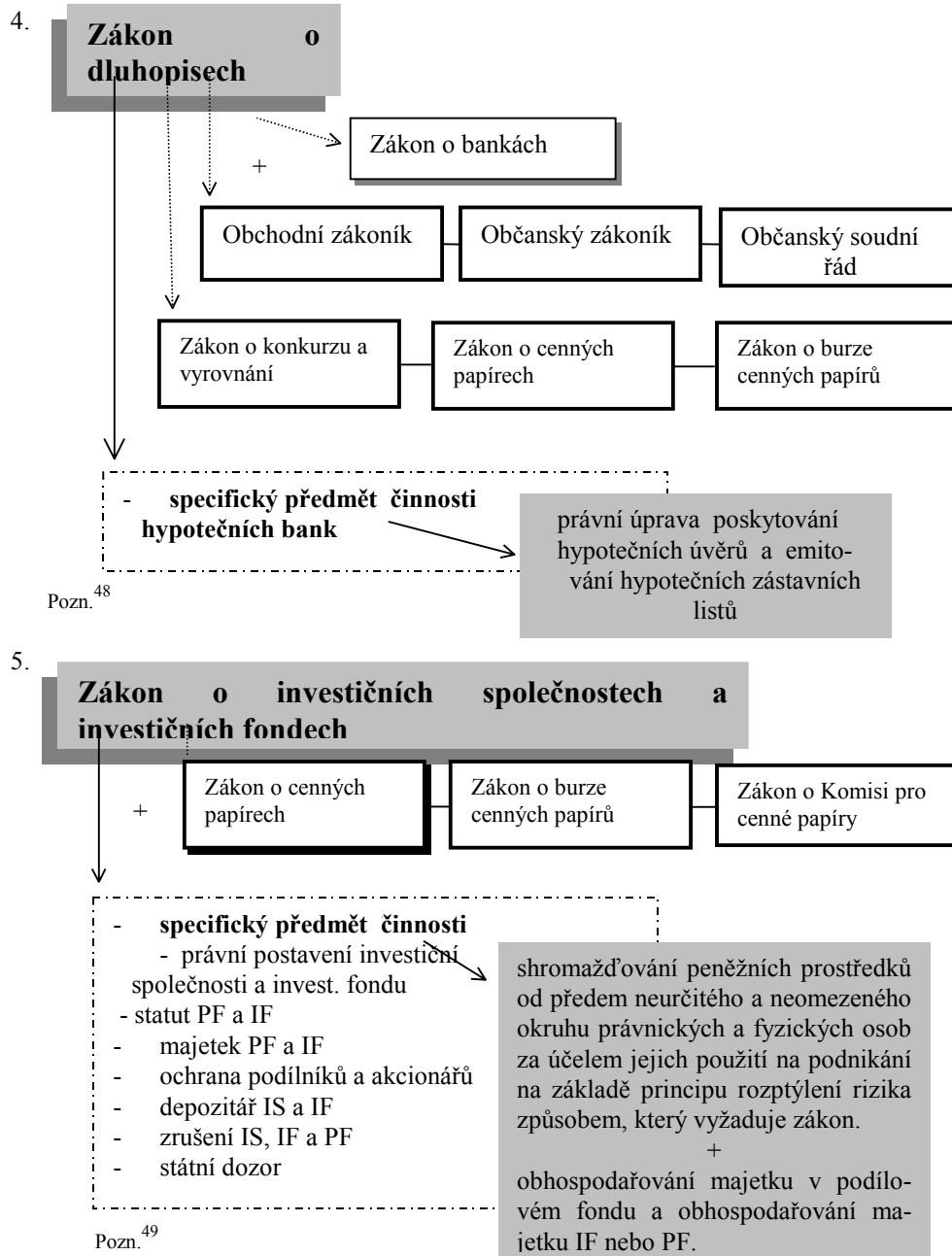
Pozn.⁴⁶



Pozn.⁴⁷

⁴⁶ Zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB, ve znění pozdějších novel.

⁴⁷ Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření a státní podpoře stavebního spoření, ve znění pozdějších novel.



⁴⁸ Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších novel.

⁴⁹ Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších novel.

6.

Zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem

Občanský zákoník

+

- právní postavení penzijního fondu
- **specifický předmět činnosti penzijních fondů** →
- statut a penzijní plán
- státní příspěvky
- nároky z penzijního připojištění
- hospodaření penzijního fondu
- státní dozor

shromažďování peněžních prostředků od účastníků penzijního připojištění a státu poskytnutých ve prospěch účastníků

+

nakládání s těmito prostředky

+

vyplácení dávek penzijního připojištění

Pozn⁵⁰

7.

Zákon o pojišťovnictví

Občanský zákoník

+

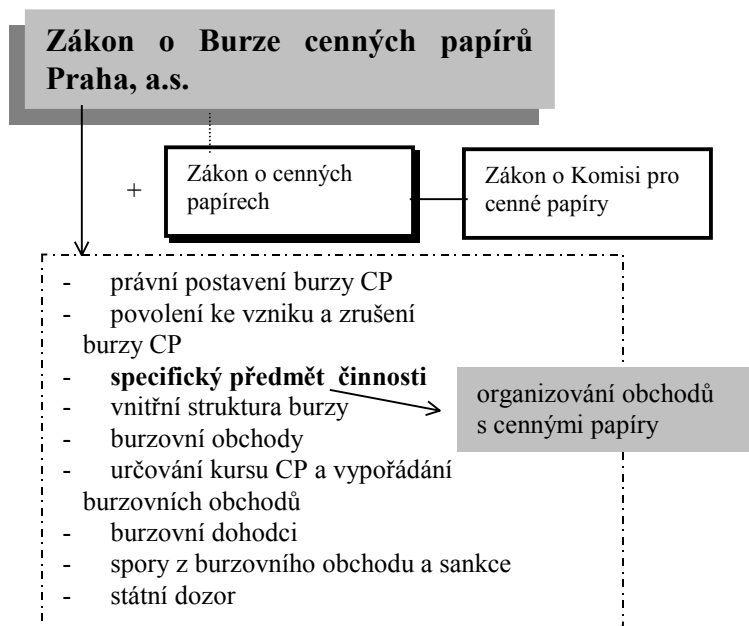
- právní postavení pojišťoven
- **specifický předmět činnosti pojišťoven** →
- podmínky provozování pojišťovací, zajišťovací a zprostředkovatelské činnosti
- technické rezervy, solventnost, odpovědný pojistný matematik a audit
- státní dozor

provozování pojišťovací činnosti nebo zajišťovací činnosti a činnosti s nimi související

⁵⁰ Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem, ve znění pozdějších novel.

⁵¹ Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví.

8.



Pozn.⁵²

4. Závěr

K zvláštnostem právní úpravy všech zmíněných institucí ve srovnání s právními osobami obecně upravenými v obchodním zákoníku patří zpravidla specifický předmět činnosti, dále specifika v podmínkách vzniku a zániku, v organizaci, hospodaření a provádění státního dozoru. Kromě toho jsou zákonem upravovány u některých institucí další právní skutečnosti v návaznosti na hlavní předmět činnosti a na něj navazující činnosti odlišné co do druhu i rozsahu. Obchody jednotlivých finančních institucí nejsou v těchto zákonech zpravidla zobrazeny. Úpravu chování těchto subjektů musíme hledat v okruhu jiných zákonů, především v občanském zákoníku, občanském soudním řádu, obchodním zákoníku, zákoně o cenných papírech, zákoně o konkursu a vyrovnání, trestním zákoně aj.

Abstract

Development of financial markets creates an integral part of the Czech transformation process. In the process of this transformation, system changes,

⁵² Zákon č. 214/1992 Sb., o Burze cenných papírů Praha, a.s., ve znění pozdějších předpisů.

institutional changes and structural changes are made. This contribution deals with the institutional changes in the area of the financial system. It tries to catch forming of the legal framework. It starts from the common economic and legal determination of the institution notion and from the influence on the economic development. Further a specification of financial institutions is made and it continues by a characterisation of the legal framework. It is described as a collection of legal norms which define legal status of financial institutions, instruments of the financial system and engagement relationships among members of the financial markets. The form of the paper corresponds to the requirements of teaching process, because the systematically sorted lecture notes from legal disciplines still are missing.

Literatura

- [1] Black, M.A.: *Blackův právní slovník*. Victoria publishing. Praha. 1965.
- [2] Bičovský, J., Holub, M.: *Občanský zákoník*. Linde Praha, 1995.
- [3] Dědič, J., Kříž, R., Štenglová, I.: *Akciové společnosti*. C.H.Beck Praha, 1997.
- [4] Chlumský, J.: Institucionální pohled na integraci ČR do světové ekonomiky. *Acta oeconomica pragensia*, č. 5, 1999.
- [5] Jirkůvová, M., Masrek, K., Tomíčková, S.: *Banky, bankovní služby, burza*, Iuridica Brunensia Brno, 1995.
- [6] Ježek, T.: Prosperita země stojí a padá s důvěrou ve finanční trh. *Právo* 2.4.1997.
- [7] Jonáš, J.: Trpký plod spontánního vývoje. *Ekonom* č. 4, 1999.
- [8] Knapp, V.: *Tvorba práva a její současné problémy*. Linde Praha 1998.
- [9] Klaus, V.: *Ekonomická teorie a realita transformačních procesů*. Praha 1995.
- [10] Lašek, J.: Strukturální a institucionální aspekty transformace ekonomiky ČR. *Acta oeconomica pragensia*, č. 5, 1999.
- [11] Liška, P.: *Zákon o bankách*. C.H.Beck Praha, 1999.
- [12] Madar, Z.: *Slovník českého práva*. Linde Praha. 1984.
- [13] North, D. C.: Vývoj ekonomické výkonnosti v čase. *Politická ekonomie*, č. 4, 1994.
- [14] Ovečková, O. a kol.: *Slovník obchodního práva*. CODEX, Praha 1996.
- [15] Pelikánová, I., Koblíha, I.: *Komentář k obchodnímu zákoníku I.- V.* Linde Praha, 1994.
- [16] Sůvová, H., Pavelka, F., Degen, Z., Němcová, L., Nálevková, L.: *Specializované bankovnínictví*. Bankovní institut, Praha, 1997.
- [17] Švejnar, J.: Vláda musí dát svým občanům právní řád a jistotu, že je nenechá okrádat. *Hospodářské noviny* 27.3.1997, s. 7.
- [18] Weinberger, O.: Norma a instituce. Úvod do teorie práva. *Acta universitatis brunensis*. Iuridica No. 153. Masarykova univerzita Brno, 1995.

Zákony:

- [1] Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.
- [2] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.
- [3] Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví
- [4] Zákon č. 214/1992 Sb., o Burze cenných papírů Praha, a.s., ve znění pozdějších předpisů.

- [5] Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.
- [6] Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření a státní podpoře stavebního spoření, ve znění pozdějších předpisů.
- [7] Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem, ve znění pozdějších předpisů.
- [8] Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů
- [9] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- [10] Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

EMISE CENNÝCH PAPÍRŮ JAKO ZDROJ DLOUHODOBÉHO FINANCOVÁNÍ FIREM

Karel Kořený

Klíčová slova:

emise akcií a dluhopisů, emitent, primární kapitálový trh, manažer emise, prospekt cenného papíru, patron emise, ručitel emise, underwriting, initial public offering (IPO), fáze primární emise, podpora emise, náklady na emisi

1. Úvod

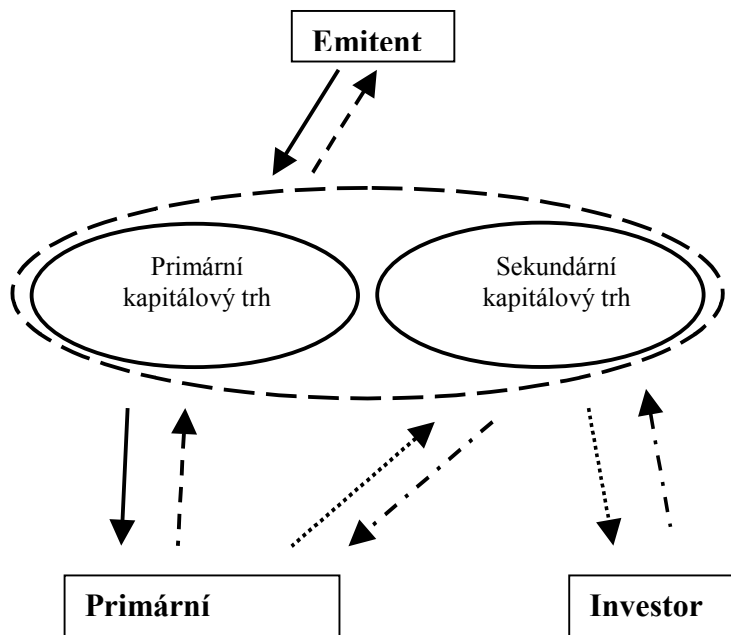
Tento článek popisuje význam a fáze primárních emisí akcií a dluhopisů jako zdroje financování malých i velkých podniků. Zdůrazňuje také rizika, která postupuje emitent při získávání finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu.

2. Primární kapitálový trh

Jednou z hlavních funkcí kapitálového trhu je **funkce zdroje financování**. To znamená, že na kapitálovém trhu se setkává poptávka po kapitálu s nabídkou finančních zdrojů a dochází zde k přesunu kapitálu od vypůjčovatele (investora) k dlužníkovi (emitentovi). Tento přesun se odehrává ve dvou etapách, které se navzájem liší použitými metodami, subjekty a způsoby kontaktu.

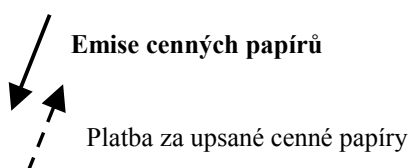
Schéma č. 1:

Primární a sekundární kapitálový trh

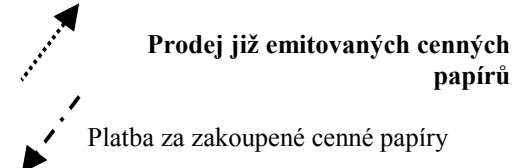


Vysvětlivky ke schématu č. 1:

Úpis cenných papírů:



Obchodování na sekundárním kapitálovém trhu:



Primární kapitálový trh slouží jako místo, prostřednictvím kterého firmy emisí dlouhodobých cenných papírů (akcií a dluhopisů) získávají finanční zdroje pro financování svých podnikatelských potřeb. Primární kapitálový trh reprezentují instituce, které zprostředkovávají emisi cenných papírů (zprostředkovatelé) od emitenta k investorovi ochotnému cenné papíry emitenta odkoupit (primárnímu investorovi).

Sekundární kapitálový trh je trhem již vydaných cenných papírů a reprezentují ho burza cenných papírů a mimoburzovní organizátoři trhu s cennými papíry.

Primární a sekundární kapitálový trh se navzájem ovlivňují - existují mezi nimi tyto vazby:

1. Sekundární kapitálový trh pomáhá správně ocenit cenné papíry nově emitované na primárním kapitálovém trhu. Sekundární kapitálový trh tak umožňuje správně stanovit **emisní kurz**. Prosperující akciové společnosti tímto způsobem vyšším emisním kurzem zhodnotí vyšší tržní ocenění dříve vydaných cenných papírů.
2. Primární investor je motivován ke koupi na primárním kapitálovém trhu tím, že může tyto nové cenné papíry budou veřejně obchodovatelné a bude je moci prodat na sekundárním kapitálovém trhu. Sekundární kapitálový trh tak poskytuje **motivaci** primárnímu investorovi.
3. Sekundární kapitálový trh poskytuje **likviditu** primárnímu kapitálovému trhu. Primární investor může dříve emitované cenné papíry prodat na sekundárním kapitálovém trhu a získá tak hotovost, kterou může opět použít na nákup nově emitovaných cenných papírů.

3. Emitenti cenných papírů

Prvotním impulsem k emisi nových cenných papírů je potřeba emitenta opatřit si další finanční prostředky.

Nejvýznamnějšími emitenty jsou velké korporace – **akciové společnosti**. Ty využívají kapitálový trh jako místo, na kterém si opatřují dlouhodobé finanční zdroje emisí akcií nebo dluhopisů. Díky objemu získávaného kapitálu je pro ně emise cenných papírů spojena s nižšími náklady než financování prostřednictvím bankovních úvěrů a půjček.

Dalším významným emitentem (pouze dluhopisů) je **stát**. Emise státních dluhopisů má určitá specifika vyplývající z postavení státu jako subjektu kapitálového trhu:

- emise státních dluhopisů podle zákona o dluhopisech nepodléhá povolení Komisi pro cenné papíry;
- burza cenných papírů zařazuje státní dluhopisy na hlavní trh bez procesu kotace;
- státní dluhopisy jsou považovány za velmi málo rizikové (téměř bezrizikové) cenné papíry.

Poněkud vyšší riziko je spojováno s dluhopisy komunálními. **Municipality** využívají emisí dluhopisů jako alternativního zdroje financování poměrně často. Protože emise dluhopisů je vhodným nástrojem až od určité výše (několika set miliónů korun v ČR), jako emitenti komunálních dluhopisů připadají v úvahu pouze ty obce, jejichž rozpočet tak velké množství finančních prostředků účelně využije a v době splatnosti bude generovat dostatek hotovosti na úhradu celého dluhu. Komunální dluhopisy může vydávat také banka, která z výtěžku jejich prodeje poskytne obci úvěr a která za emisí těchto dluhopisů ručí svým majetkem. Banka zde vlastně vystupuje v modifikované roli zprostředkovatele.

Banky vstupují na primární kapitálový trh jako emitenti akcií i dluhopisů. Pro banky je kapitálový trh významným nástrojem posilování vlastních i cizích zdrojů financování. V České republice byly banky jedněmi z mála emitentů, kteří úspěšně emitovali akcie (při zvyšování základního jmění). Vedle státu jsou banky také nejčastějšími emitenty dluhopisů.

Specifickou skupinou emitentů jsou **akciové společnosti, které vstupují poprvé na kapitálový trh** s nabídkou svých veřejně obchodovatelných akcií (tzv. **going public**). Výsledek tohoto vstupu silně ovlivňuje budoucnost firmy, její další rozvoj i cenu cizích zdrojů financování (úrokové sazby úvěrů, kupónovou sazbu dluhopisů). Protože se jedná o **první veřejnou nabídku** (initial public offering – IPO), investice do těchto akcií na primárním trhu je spojena se značným rizikem, které podstupují primární investoři (viz tabulka č. 1).

Tabulka č. 1: Příklady zahraničních IPO

Datum	IPO	Cena úpisu	Cena 1D	Zhodnocení (%)	Cena v 5/99	Zhodnocení (%)
9/98	Fritz Nols Ges. AG	52,15	47,04	- 9,8	36,80	- 29,40
10/98	Swisscom	340,00	376,5	10,70	574,00	68,80
11/98	MB Software AG	31,70	36,30	14,50	119,50	277,00
12/98	XOOM.COM	14,00	34,44	146,00	52,88	277,70
12/98	Internet America	13,00	14,78	13,70	28,19	116,80
1/99	Marketwatch.com	17,00	97,50	473,50	62,50	267,60
2/99	Perot Systems	16,00	43,50	171,90	39,88	149,30
2/99	Prodigy communications	15,00	28,50	90,00	35,88	139,20
2/99	U.S. Laboratories	6,00	5,50	-8,30	4,88	-18,70
2/99	Vialog Corp.	8,00	5,38	-32,80	4,50	-43,80
2/99	Utimaco	65,00	219,00	236,90	224,00	244,60

Ceny v USD

Cena 1D Cena na veřejném trhu 1 den po uvedení na trh

Zdroj: Hospodářské noviny, 10. 3. 1999

4. Emise cenných papírů

4.1. Fáze primární emise akcií a dluhopisů

Primární emise probíhá v těchto fázích:

- a) úvodní fáze,
- b) příprava emise,
- c) prodej emise,
- d) podpora emise.

V **úvodní fázi** se emitent rozhoduje vydat cenné papíry. Vyhledává proto manažera emise (zpravidla formou výběrového řízení) a uzavírá s ním mandátní smlouvu o zprostředkování emise akcií nebo dluhopisů.⁵³⁾ Některé společnosti využívají služeb pouze jedné investiční banky (nebo obchodníka s cennými papíry), která zajišťuje pro emitenta vydání jednotlivých emisí a poskytuje další finanční služby.

V další, **přípravné fázi** provádí manažer emise pečlivé šetření (due diligence) emitenta s cílem zjistit jeho současnou i očekávanou finanční situaci a další informace důležité pro správné ohodnocení emitovaných cenných papírů a nastavení parametrů emise. Součástí této fáze je i vypracování návrhu emisních podmínek a návrhu prospektu cenného papíru, zajištění povolení příslušných regulačních orgánů a registrace emise. V této fázi vystupují emitent a manažer emise vůči investorům pasivně (o emisi se dosud mezi investory „neví“).

Často již v průběhu druhé fáze dochází k **fázi prodejní** - tvorbě emisního syndikátu⁵⁴⁾ a zahájení prodejní kampaně.⁵⁵⁾ Manažer emise se téměř vždy stává hlavním manažerem emisního syndikátu. V den emise dochází k přesunu finančních prostředků na účet emitenta a primární investoři se stávají majiteli emitovaných cenných papírů.

Podpora emitovaných cenných papírů má vytvořit dodatečnou poptávku po čerstvě emitovaných akciích a zabránit tak propadu kurzu po uvedení emise na veřejný trh v důsledku snahy primárních investorů co nejdříve emitované akcie prodat. Jsou-li cenné papíry emitenta (většinou akcie) uváděny poprvé na burzu, může manažer emise plnit i roli tzv. patrona emise.⁵⁶⁾

S emisí cenných papírů souvisí také **administrace emise**. Administrátor (z povahy činnosti jde většinou o banku) zajišťuje pro emitenta vyplácení výnosů

⁵³⁾ V českých podmínkách tomu mnohdy bývá obráceně: investiční banka (obchodník s cennými papíry) oslovuje potenciální emitenty, přesvědčuje je o výhodách emisí akcií a dluhopisů a nabízí jim své služby manažera emise

⁵⁴⁾ pokud je tato forma umístění emise emitentem zvolena

⁵⁵⁾ Tato prodejní kampaň má v případě IPO zvláštní rysy a bývá velmi intenzivní, protože často rozhoduje o úspěchu emise (jak se o tom mohli přesvědčit i někteří čeští emitenti).

⁵⁶⁾ Zavedení institutu „patrona emise“ chystá i pražská burza jako součást podpory umisťování primárních emisí na veřejném trhu. Blíže také v kap. 4.

z emitovaných cenných papírů investorům, splacení jmenovité hodnoty dluhopisu v době zralosti, příp. obhospodařuje tzv. zajišťovací fond (viz emisní podmínky – kap. 5).

4.2. Role manažera emise

Manažer emise hraje při emisi akcií a dluhopisů klíčovou roli. K jeho úkolům patří:

- a) dodává know-how,
- b) propůjčuje své dobré jméno (goodwill),
- c) připravuje emisi technicky i organizačně,
- d) zastupuje investory i emitenta,
- e) vytváří emisní syndikát,
- f) ručí za emisi (underwriting),
- g) zajišťuje podporu kurzu po uvedení na veřejný trh,
- h) zajišťuje administraci emise,
- i) „dohlíží“ na emitenta (patron emise).⁵⁷⁾

Manažerem emise bývá investiční banka nebo obchodník s cennými papíry se sítí poboček a disponující dostatečnými znalostmi jak technik umísťování emisí cenných papírů, tak znalostmi kapitálového trhu.

Úspěch a podmínky umístění emise u investorů může významně zvýšit, je-li emise primárním investorům zprostředkována manažerem emise, který se těší dobrému jménu. Investiční banky a obchodníci s cennými papíry proto velmi dbají na svou pověst, protože si uvědomují její vysokou tržní hodnotu.⁵⁸⁾ Zvláště to platí při uvádění nových emisí cenných papírů (IPO) a emisích v zahraničí.

Manažer emise je **prostředníkem mezi emitentem a investory**. Zastupuje investory v očích emitenta a emitenta při jednání s primárními investory. Sladuje jejich zájmy s cílem dosáhnout takových emisních podmínek, které by byly výhodné jak pro emitenta, tak pro investory.

Významnou je manažerova role **ručitele emise**. Ručitel emise se zavazuje, že sám odkoupí neumístěnou část emise, a tím zajišťuje naplnění cíle emise – získání potřebných finančních prostředků pro emitenta. Díky tomuto závazku se přenáší riziko neumístění celé emise z emitenta na manažera emise. Cenu tohoto rizika nejlépe ilustruje tabulka č. 2, která zachycuje náklady spojené s underwritingem (kompenzace ručitelů) a další náklady spojené s emisí. Vyplývá z ní, že náklady na underwriting jsou největší nákladovou položkou při emisi akcií.

⁵⁷⁾ Patron emise má opodstatnění hlavně v případě první veřejné nabídky – IPO.

⁵⁸⁾ dokáží ji také velmi dobře zpeněžit.

Tabulka č. 2:
Náklady na emise akcií v USA za období 1971-75

[v %]

Rozsah emise v mil. USD	Ručené hotovostní nabídky ⁷⁾			Ručené emise s právy ⁷⁾		
	Kompenzace ručitelů	Další výlohy	Celkové náklady	Kompenzace ručitelů	Další výlohy	Celkové náklady
0,5 – 0,99	7,0	6,8	13,7	3,4	4,8	8,2
1 – 1,99	10,4	4,9	15,3	6,4	4,2	10,5
2 – 4,99	6,6	2,9	9,5	5,2	2,9	8,1
5 – 9,99	5,5	1,5	7,0	3,9	2,2	6,1
10 – 19,99	4,8	0,7	5,6	4,1	1,2	5,4
20 – 49,99	4,3	0,4	4,7	3,8	0,9	4,7
50 – 99,99	4,0	0,2	4,2	4,0	0,7	4,7
100 – 500	3,8	0,1	4,0	3,5	0,5	4,0
Průměr	5,0	1,2	6,2	4,3	1,7	6,1

Zdroj: Brealey, R.A., Myers, S.C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Victoria Publishing, Praha 1992.

Podstatným faktorem při ručení je také kapitálová síla manažera emise (kapitálově silný manažer je schopen sám odkoupit podstatnou část emise a není tak závislý na ostatních členech emisního syndikátu).

Role manažera emise však nemusí končit úspěšným umístěním emise a časově omezenou podporou kurzu. Investoři investují do budoucnosti firmy a ocení i určitý „patronát“ nad emitentem⁵⁹⁾. **Patron emise** má nejčastěji dvě hlavní funkce:

- a) zajišťuje likviditu emise⁶⁰⁾, tím patron snižuje obavy investorů, že nebudou moci v případě potřeby prodat nakoupené cenné papíry.
- b) přebírá závazek bdít nad dodržováním informačních povinností emitenta (snižuje tím nejistotu investorů vyplývající z nedostatku informací).

4.3. Prospekt cenného papíru

Základním informačním dokumentem o nové emisi je prospekt cenného papíru. Slouží investorům k posouzení efektivnosti a rizik při nákupu cenného papíru. Prospekt cenného papíru musí obsahovat:⁶¹⁾

- a) základní údaje o emitentovi,
- b) údaje o finanční situaci emitenta,
- c) údaje o předmětu podnikání emitenta,

⁵⁹⁾ hotovostní nabídka – emise cenných papírů, které jsou nabízeny všem investorům emise s právy – emise, které jsou nabízeny současným akcionářům (emise s předkupními právy)

⁶⁰⁾ podobně jako funkce tvůrce trhu (market maker) na trhu SPAD pražské burzy

⁶¹⁾ podle § 74 zákona o cenných papírech

d) údaje o cenném papíru (emisní podmínky).

V emisních podmínkách je stanoveno, jaký druh cenného papíru je emitován, v jaké formě (na doručitele, na řad nebo na jméno) a podobě (listinná nebo zaknihovaná). Jsou popsána práva spojená s emitovaným cenným papírem, omezení převoditelnosti, předkupní a výměnná práva.

Součástí emisních podmínek je i stanovení jmenovité hodnoty cenného papíru. Podle české legislativy může být jmenovitá hodnota dluhopisu minimálně 1.000 Kč (a násobky 1 tisíce Kč). U akcií není jmenovitá hodnota nijak limitována, většina českých emitentů emitovala akcie s jmenovitou hodnotou 1.000 Kč nebo 100 Kč.

Podstatným parametrem emise je dále stanovení **emisního kurzu**. Dluhopisy se většinou emitují za jmenovitou hodnotu (emisní kurz 100 %). U akcií vychází emisní kurz z ocenění firmy na kapitálovém trhu – z kurzu dříve emitovaných akcií této firmy např. na burze. Není-li kurz k dispozici (společnost dosud své akcie neobchodovala na veřejném trhu nebo kurz nemá vypovídací schopnost), je stanovení emisního kurzu obtížnější.

V České republice se v tomto případě většinou emitují akcie za jmenovitou hodnotu. Je to dáno tím, že česká legislativa (obchodní zákoník, ale i např. podmínky přijetí cenného papíru k obchodování na hlavním a vedlejším trhu burzy) vyžaduje určitou minimální výši základního jmění.⁶²⁾

Jestliže se akciové společnosti podnikatelsky nedaří, kurz jejich akcií se ocitá pod jmenovitou hodnotou a tím se jí velmi komplikuje možnost řešení své situace získáním finančních prostředků pro restrukturalizaci emisí dalších akcií.⁶³⁾ Aby se akciové společnosti vyhnuly těmto možným problémům, musí se dosavadní praxe změnit. Je nutné emitovat akcie s nízkou jmenovitou hodnotou a vysokým emisním áziem⁶⁴⁾ a změnit dosavadní praxi přeceňování vypovídací schopnosti kategorie „základní jmění“ zavedením kategorie „vlastní jmění“ (např. pro minimální výši základního jmění akciové společnosti).

Z hlediska úspěšnosti umístění nové emise je významným faktorem také **velikost emise**. Za minimální objem emise dluhopisů se v České republice se považuje 500 mil. Kč. Má-li být emise dostatečně likvidní, měl by objem emise dluhopisů činit minimálně 1 miliardu Kč.⁶⁵⁾ Tím je zúžen okruh možných emitentů dluhopisů na největší podnikatelské subjekty, velké obce a stát. Obecně se dá říci, že s rostoucí velikostí emise cenných papírů roste jejich likvidita, klesá požadovaný výnos investorů a relativně klesají emisní náklady (viz tabulka č. 2).

⁶²⁾ Základní jmění je rovno součtu jmenovitých hodnot všech emitovaných akcií.

⁶³⁾ Toto je případ převážné většiny českých akciových společností v současné době. Nemají možnost získat finanční zdroje od bank, dodavatelské úvěry ani nemohou vydat nové akcie, protože kurz akcií je hluboko pod jejich jmenovitou hodnotou. V USA společnosti emitují akcie s velmi nízkou jmenovitou hodnotou (např. 1 cent), ale emisní kurz je stanoven v dolarech (např. 10 \$). Klesne-li kurz takových akcií v důsledku nepříznivé ekonomické situace emitenta např. o 80 %, firma může stále emitovat nové akcie např. za 1 \$.

⁶⁴⁾ Základní jmění je rovno součtu jmenovitých hodnot všech emitovaných akcií.

⁶⁵⁾ Toto omezení je dáno praktickými zkušenostmi, ne zákonem.

Primární investoři někdy požadují pro snížení rizika nesplacení dluhopisů vytvoření tzv. **zajišťovacího (umořovacího) fondu**. Emitent se v tomto případě zavazuje, že bude pravidelně odkládat alikvotní podíl emise na speciální účet u banky, kde se budou akumulovat a v době zralosti emise bude z tohoto fondu splacena jistina emitovaných dluhopisů.

5. Závěr

Rizika primárních emisí

S emisí akcií a dluhopisů jsou spojena určitá rizika. Mezi hlavní patří **riziko neumístění celé emise**. Emitent od emise očekává, že dojde k umístění celé emise a získá tak požadovaný objem finančních prostředků. Neúspěšné umístění emise má také nepřímý finanční dopad – podniku, jehož emise nebyla primárními investory přijata, se snižují šance získat tímto způsobem kapitál i v budoucnosti. Neúspěšná emise má vždy negativním dopad na image emitenta. Je proto velmi významné snížit toto riziko převzetím závazku manažera emise odkoupit neumístěnou část emise – underwriting.

Dalším rizikem je **riziko stanovení nevhodného emisního kurzu**. Při stanovení vysokého emisního kurzu se zvyšuje riziko neumístění emise, při stanovení příliš nízkého kurzu získává emitent za jednotku závazku menší objem kapitálu než byli ochotni primární investoři akceptovat a emitent získává kapitál s vyššími náklady. Toto riziko může emitent podstatně snížit výběrem vhodného manažera emise, který má zkušenosti se stanovováním emisního kurzu.

Důležitým faktorem pro optimální umístění emise je také **správné načasování emise**. Při rozhodování o datu emise emitent podstupuje riziko, že v době plánované emise dojde např. k propadu kurzů akcií na trhu a panice investorů nebo ke zvýšení úrokových sazeb a vyšším požadavkům investorů na výnosnost emitovaných cenných papírů. Toto riziko se dá omezit jen např. alternativními scénáři (emitent neuvažuje jen s jedním datem emise nebo má v záloze jiné způsoby získání potřebného kapitálu). V každém případě však tyto alternativní scénáře zvyšují náklady na emisi.

Poznámky:

- 53) V českých podmínkách tomu mnohdy bývá obráceně: investiční banka (obchodník s cennými papíry) oslovuje potenciální emitenty, přesvědčuje je o výhodách emisí akcií a dluhopisů a nabízí jim své služby manažera emise.
- 54) pokud je tato forma umístění emise emitentem zvolena
- 55) Tato prodejní kampaň má v případě IPO zvláštní rysy a bývá velmi intenzivní, protože často rozhoduje o úspěchu emise (jak se o tom mohli přesvědčit i někteří čeští emitenti).
- 56) Zavedení institutu „patrona emise“ chystá i pražská burza jako součást podpory umisťování primárních emisí na veřejném trhu. Blíže také v kap. 4.
- 57) Patron emise má opodstatnění hlavně v případě první veřejné nabídky – IPO.
- 58) ...a dokáží ji také velmi dobře zpeněžit.

- 59) hotovostní nabídka – emise cenných papírů, které jsou nabízeny všem investorům
emise s právy – emise, které jsou nabízeny současným akcionářům (emise s předkupními právy)
- 60) podobně jako funkce tvůrce trhu (market maker) na trhu SPAD pražské burzy
- 61) podle § 74 zákona o cenných papírech
- 62) Základní jmění je rovno součtu jmenovitých hodnot všech emitovaných akcií.
- 63) Toto je případ převážné většiny českých akciových společností v současné době. Nemají možnost získat finanční zdroje od bank, dodavatelské úvěry ani nemohou vydat nové akcie, protože kurz akcií je hluboko pod jejich jmenovitou hodnotou. V USA společnosti emitují akcie s velmi nízkou jmenovitou hodnotou (např. 1 cent), ale emisní kurz je stanoven v dolarech (např. 10 \$). Klesne-li kurz takových akcií v důsledku nepříznivé ekonomické situace emitenta např. o 80 %, firma může stále emitovat nové akcie např. za 1 \$.
- 64) Emisní ážio je rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou cenného papíru.
- 65) Toto omezení je dáno praktickými zkušenostmi, ne zákonem.

Abstract

This paper describes the issues of securities as financial source of the enterprises in the Czech Republic. The author writes about process of issues of shares and bonds. He describes kinds of issuers and roles of issue manager. In the end of this paper are some kinds of risks of issues of securities.

Literatura

- [1] Brealey, R.A., Myers, S.C.: Teorie a praxe firemních financí. Victoria Publishing, Praha 1992. ISBN 80-85605-24-4
- [2] Jílek, J.: Finanční trhy. Grada Publishing, Praha 1997. ISBN 80-7169-453-3.
- [3] Liška, V. a kol.: Kolektivní investování. Bankovní institut, Praha 1997.
- [4] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

VÝVOJ TRHŮ DERIVÁTŮ (1) : KREDITNÍ DERIVÁTY

Stanislav Matuszek

Klíčová slova

Kreditní deriváty, kreditní performance, transmise úvěrového rizika aktiva, kupující zajištění, prodávající úvěrové riziko, prodávající zajištění, kupující úvěrové riziko, úvěrová situace a úvěrová událost, platba úvěrové události, podkladové a referenční aktivum, druhy kreditních derivátů, swapy úvěrového selhání, swapy celkového výnosu, poukázky spojené s úvěrovým rizikem, opce úvěrového rozpětí.

1. Úvod

Trhy derivátů jsou charakteristické neustálým hledáním inovačních forem i nového obsahu finančních vztahů mezi účastníky – participanty těchto trhů a reagují tak na reálné problémy i potřeby finančního sektoru. Historicky nejmladší skupinou nástrojů těchto trhů jsou kreditní deriváty.⁶⁶ Samotná podstata kreditních derivátů není úplně nová, protože tyto kontrakty ve většině případů využívají a rozvíjejí možnosti swapů a opcí.

První veřejná prezentace koncepce, vysvětlení aplikačních možností a definování jednotlivých druhů se uskutečnily na každoročním setkání zástupců ISDA⁶⁷ v Paříži v roce 1992. Trh kreditních derivátů, jako součást trhů OTC, vznikl v následujících letech z iniciativy velkých finančních korporací, komerčních a investičních bank (např. Bankers Trust).

Ačkoliv vstup kreditních derivátů na trhy OTC nebyl tak spektakulární, jak tomu bylo na konci 80. let v případě úrokových swapů - dnes tvořících nejdůležitější segment OTC derivátů, postupně se tyto deriváty staly předmětem zájmu odborné veřejnosti jak z hlediska aplikace, tak teorie oceňování.

Z hlediska aplikačních možností mají kreditní deriváty velmi široký a doposud málo využívaný potenciál a dle některých odborných agentur a organizací zabývajících se vývojem nových forem derivátových instrumentů mohou v budoucnosti nahradit klasické derivátové nástroje a to jak v rozsahu, likviditě, tak i v důležitosti zajišťovacích (hedgingových) technik a způsobit opravdovou revoluci z jednoduchého důvodu – úvěrové vztahy a jejich rizika jsou všude kolem nás a promítají se do většiny finančně-ekonomických vztahů.

⁶⁶ Alternativně lze tyto kontrakty nazvat úvěrové deriváty, ale protože v mezinárodní odborné terminologii i praxi do této skupiny patří i další složité kontrakty (např. založené na krátkodobých instrumentech peněžního trhu), autor se rozhodl používat termín kreditní deriváty jako obecnější a širší.

⁶⁷ ISDA – International Swaps and Derivatives Association, Inc. (www.isda.org)

Pravděpodobným vysvětlením proč tyto instrumenty byly až do poloviny 90. let v ústraní a čekaly na objevení je fakt, že jako deriváty odvozené z různých závazkových vztahů (úvěry, firemní dluhopisy, Bradyho bondy aj.) jsou citlivé na vývoj úrokových sazeb a jsou v tomto podobné úrokovým swapům a opcím. Dalším důvodem je, že oceňování některých složitějších kreditních derivátů a kvantifikace zajištění vyžaduje použití náročnějších sofistikovanějších modelů než je tomu v případě jednoduchých úrokových derivátů (modelů úrokových sazeb).

Příkladem může být kreditní derivát na spreadové bázi, jehož hodnota se odvozuje (1) od rizikovosti referenčního aktiva (např. dluhopisu) a (2) porovnává s vývojem výnosu určité zvolené (přesně definované v kontraktu) pokladniční poukázky, která je komparačním aktivem. Znamená to, že pro ocenění tohoto kontraktu a kvantifikaci případného hedgingu musíme dát do souvislosti oba oceňovací modely současně a to i se zohledněním předpokladu, že modelování kreditního rizika je záležitostí diskrétního a nikoli kontinuálního charakteru (úvěrová událost nastává v diskrétním časovém okamžiku).

Cílem tohoto příspěvku je vysvětlit některé specifické pojmy, objasnit podstatu kontraktů a představit nejdůležitější skupiny kreditních derivátů, které jsou obchodovány v současné době na OTC trzích vyspělých států.⁶⁸

2. Definice kreditních derivátů

Nejobecnější definice kreditních derivátů je následující :

Kreditní deriváty jsou založeny na kreditní performanci⁶⁹ nějakého úvěrově citlivého aktiva nebo aktiv.

Znamená to v užším smyslu, že pokud existuje úvěrová situace, která je spojena s úvěrovým rizikem referenčního aktiva, racionální subjekt se snaží toto riziko omezit nebo úplně eliminovat. Příkladem úvěrového rizika může být obava, že emitent dluhopisu nedodrží své závazky týkající se periodických plateb nebo výplaty nominální hodnoty dluhopisu v době splatnosti, nebo dojde ke změně úvěrového hodnocení (ratingu) dluhopisu (popř. emitenta), restrukturalizaci plateb, úpadku (bankrotu) emitenta atd. Řešení těchto případů rizika patří do oblasti řízení úvěrových rizik a právě kreditní deriváty nabízejí jednu z mnoha možných koncepcí zajištění proti tomuto riziku. Samotné měření kreditní performance je adekvátní konkrétnímu typu referenčního aktiva. V některých případech opčních kontraktů se kreditní performance měří poměrem výnosového nebo cenového rozpětí (spread) k určené základní hodnotě rozpětí.⁷⁰

⁶⁸ Protože vývoj kreditních derivátů nebyl zdaleka ukončen, autor se soustředil na vysvětlení kontraktů, které již mají poměrně ustálenou terminologii.

⁶⁹ Kreditní performance je technický termín odpovídající pojmem : úvěrové plnění, realizace úvěrových závazků, úvěrové platby apod.

⁷⁰ Jako příklad lze uvést opce na úvěrové rozpětí (credit spread options), kde se v kontraktu přesně stanovuje realizační rozpětí (strike nebo exercise spread).

Protože podstata kreditních derivátů je stejná jak u ostatních derivátů, platí zde i obdobné pravidlo pro uplatňování těchto instrumentů v praxi, tj. (1) rozhodne-li se subjekt pro redukcí expozice vůči úvěrovému riziku, pak se jedná o hedging, (2) zvýší-li expozici v úvěrovém riziku – řídí se spekulacími motivy. Je třeba zde zdůraznit, že hlavním motivem vzniku a zavedení kreditních derivátů na OTC trhy je snaha o růst kvality a možností řízení úvěrových rizik a nikoliv primárně o spekulacíni aspekty.

Konkrétnější a praktičtější definice kreditních derivátů je tato :

Kreditní deriváty jsou swapové a opční kontrakty⁷¹ sloužící k transmisi (převodu) úvěrového rizika aktiva od jednoho partnera kontraktu = kupujícího zajištění nebo v alternativním pojetí prodávajícího úvěrové riziko (protection buyer, credit risk seller) na jiného partnera kontraktu = prodávajícího zajištění neboli kupujícího úvěrové riziko (protection seller, credit risk buyer).

Prodávající zajištění (= kupující úvěrové riziko) obdrží za převzetí úvěrového rizika zpravidla prémii, poplatek, úrokové platby nebo i další přesně definované v kontraktu platby, kterých základní charakteristiky jsou determinovány konkrétním druhem kreditního derivátu.

Kupující zajištění (= prodávající úvěrové riziko) obdrží platby, které jsou spojeny s úvěrovou situací podkladového (nebo referenčního) aktiva a u některých kontraktů i další přesně definované v kontraktu platby, např. Libor + x bazických bodů (ve vztahu k nominální hodnotě dluhopisu nebo jiného závazku).

3. Základní pojmy problematiky kreditního derivátu

Přestože větší část terminologie související s kreditními deriváty není ještě jednotně upravena, v červnu roku 1999 organizace ISDA vydala dlouho očekávanou publikaci Credit Derivatives Definitions⁷², která obsahuje přesné definice týkající se platebních podmínek, vypořádání, úvěrových událostí atd., ale pouze pro skupinu kreditních derivátů na selhání (Credit Default Products, CDP) a to zřízených podle dohod ISDA Market Agreement.⁷³ Předpokládá se, že tento první pokus o standardizaci a vymezení pojmů umožní další rozšíření, růst efektivity a likvidity trhu kreditních derivátů.

Následující přehled obsahuje vysvětlení základních a nejdůležitějších specifických pojmů vztahujících se k problematice kreditních derivátů :

⁷¹ Jiné typy se vyskytují prozatím ojediněle.

⁷² In ISDA Year 2000 Review of Standard Documentation, (www.isda.org)

⁷³ V tomto roce vyjde další část této publikace upřesňující některé specifické pojmy týkající se i dalších druhů kreditních derivátů.

Úvěrová událost (credit event)

Nejběžnějším případem je bankrot emitenta dluhopisu (firma) nebo nedodržení periodických kupónových plateb (vládní emise, municipální dluhopisy apod.). Velmi často se však kreditní deriváty vztahují i na tzv. úvěrové události nižšího řádu (event), jako je snížení úvěrového hodnocení – ratingu nebo statusu úvěrového selhání. V těchto případech dojde k platbám tehdy, když ztráta dosáhne určitého hodnotového prahu.

Platba úvěrové události (credit event payment)

Je to částka, která je splatná v určitém (vymezeném v kontraktu) časovém intervalu po úvěrové události. Nejběžnějším je interval 90 dní.

Povaha a výše platby úvěrové události

Existují následující platební možnosti :

- (a) platba nominální hodnoty referenčního aktiva doprovázená fyzickou dodávkou referenčního aktiva,⁷⁴
- (b) platba fixní hodnoty - je to přesně kvantifikovaná v kontraktu peněžní částka, která má povahu tzv. binární platby (binary payout),
- (c) platba nominální hodnoty referenčního aktiva snižena o hodnotu získanou zpět, tj. hodnotu návratnosti (recovery value).⁷⁵

Transmise (převod) úvěrového rizika

Může být stanovena na dobu od sjednání kontraktu (1) do splatnosti referenčního aktiva nebo (2) na období kratší než je doba splatnosti.⁷⁶

Referenční aktivum

Je to aktivum, ke kterému se vztahují platby kreditního derivátu. Tradičními referenčními aktivy bývají cenné papíry (zejména dluhopisy), ale může se jednat i o konkrétní úvěr, jednorázovou půjčku, nebo jinou formu závazku (například expozici spojenou s mimobilanční operací).

⁷⁴ U některých kontraktů je možné zvolit dodávku aktiva z určitého souboru aktiv označeného v kontraktu jako referenční aktivum.

⁷⁵ Referenční aktivum má obvykle i po úvěrové události (např. likvidaci emitenta) určitou hodnotu, která představuje vypořádání kontraktu. Tuto hodnotu stanovuje např. aukce.

⁷⁶ Transmise úvěrového rizika se může vztahovat na celou nominální hodnotu referenčního aktiva nebo i na jeho část.

Podléhající (podkladové, bazické) aktivum

Je to aktivum, které chce strana prodávající úvěrové riziko zajistit. Ve velké většině referenční a podléhající aktivum je totožné, ale explicitně není to nezbytně nutné. Reálně existují situace, kdy subjekt vlastní určité aktivum, které není obchodovatelné na trhu, ale je podobné v různých charakteristikách jinému aktivu, které pak poslouží za referenční aktivum. V tomto případě je zřejmé, že se nejedná o potenciálně dokonalé zajištění, ale jenom částečné, protože strana zajišťující podléhající aktivum může být vystavena bazickému riziku.⁷⁷

4. Druhy kreditních derivátů a jejich charakteristiky

V současné době jsou nejběžnějšími druhy kreditních derivátů **swapy úvěrového selhání, swapy celkového výnosu, opce úvěrového rozpětí a poukázky spojené s úvěrovým rizikem.**

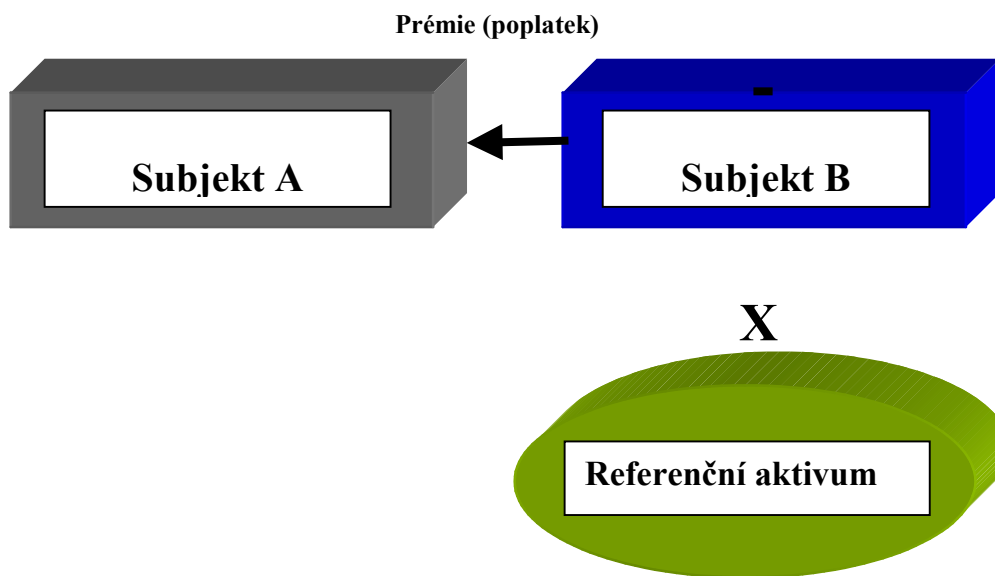
4.1 Swapy úvěrového selhání (Credit Default Swaps, CDS)

Tento druh patří mezi nejjednodušší kreditní deriváty. Nejběžnější varianta má následující charakteristiky:

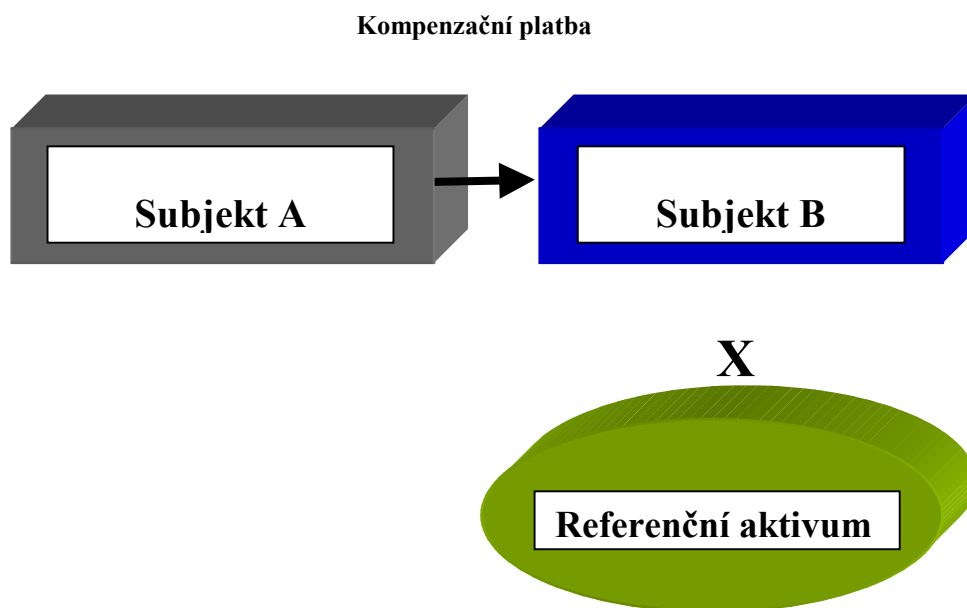
- (1) Kupující zajištění platí prémii prodejci zajištění za jeho ochotu převzít úvěrové riziko vztahující se k referenčnímu aktivu.
- (2) Jestliže dojde k úvěrové události, pak prodávající zajištění kompenzuje ztrátu druhé straně kontraktu, tj. kupujícímu zajištění.
- (3) V případě, že úvěrová událost nenastane, kontrakt ve stanovené době zanikne, aniž subjekt prodávající zajištění cokoli zaplatí subjektu kupujícímu zajištění.

⁷⁷ Bazické riziko znamená v tomto kontextu, že vývoj referenčního a podléhajícího aktiva nemusí být zcela identický.

Graf 1.
Základní schéma swapu úvěrového selhání
a.) Situace v době sjednání kontraktu



Graf 2.
b.) Situace po úvěrové události



Jak vyplývá z uvedené charakteristiky a ze schématu (Graf 1-2.), tento kontrakt má podstatu obdobnou různým typům garancí. Má zároveň charakter opce, protože úvěrová událost je podmíněnou skutečností. V praxi se však označuje za swap⁷⁸ z toho důvodu, že platby prémie ve prospěch prodávajícího zajištění jsou realizovány například ve čtvrtletních periodách po dobu několika let. Samotná výše prémie je určována počtem bazických bodů (basis points, bsp)⁷⁹ vztažených k nominální hodnotě⁸⁰ referenčního aktiva. Kvantifikace počtu bazických bodů je založena na úvěrovém hodnocení – ratingu referenčního aktiva (nebo i emitenta).

Pro ilustraci postupu při určení výše prémie si představme následující situaci :

Úvěrové hodnocení emitenta dluhopisu s dobou splatnosti 5 let je stanoveno podle ratingu Standard & Poor's na BB⁸¹ s odpovídající hodnotou pro úvěrové zajištění 200 bsp p.a.; emitentem je v tomto případě vláda rozvojové země s vyšším rizikem (country risk).

Investor vlastní daný dluhopis ve svém portfoliu (drží dlouhou pozici v dluhopisu) a obává se, že v průběhu dvou příštích let dojde v dané zemi k sociálním a politickým otřesům, které mohou způsobit nedodržení platebních závazků emitenta. Z mnoha technik zajištění dostupných na trhu si zvolí swap úvěrového selhání.

Jedna z komerčních bank je ochotna převzít na sebe úvěrové riziko dluhopisu za prémii odpovídající 200 bsp p.a. x nominální hodnota dluhopisu, přičemž platby prémie jsou čtvrtletní, tj. 50 bsp x nominální hodnota.

Kontrakt je dohodnut na dva roky, tj. na dobu kratší než je doba splatnosti dluhopisu.

Celou situaci můžeme analyzovat z hlediska transmise rizika, úvěrové expozice a financování referenčního aktiva :

- komerční banka (subjekt A) převzala na sebe riziko selhání referenčního aktiva bez financování referenčního aktiva,
- investor (subjekt B) si zajistil úvěrové riziko referenčního aktiva na dva roky, ale zároveň si otevřel úvěrovou expozici vůči komerční bance, protože je závislý na tom, zda v případě úvěrové události komerční banka zrealizuje kompenzační platbu.

⁷⁸ Swap můžeme nejjednodušším způsobem definovat jako portfolio forwardů s postupnou dobou splatnosti.

⁷⁹ 1 bazický bod = 0,01%.

⁸⁰ Alternativní pojem je nocionální hodnota.

⁸¹ Podle Moody's je to hodnocení Ba.

4.2 Swapy celkového výnosu (Total Return Swaps, TRS)

Základní odlišností swapů celkového výnosu od swapů úvěrového selhání je, že tyto kontrakty umožňují zajištění nejenom vůči úvěrovému selhání referenčního aktiva, ale i oproti jeho tržnímu znehodnocení. Dochází zde k transmisi jak jedinečného rizika, tak i tržního (systematického) rizika referenčního aktiva.

V praxi existuje několik variant swapů celkového výnosu, které však vždy splňují výše zmíněnou zásadu. Základní varianta má tuto podstatu :

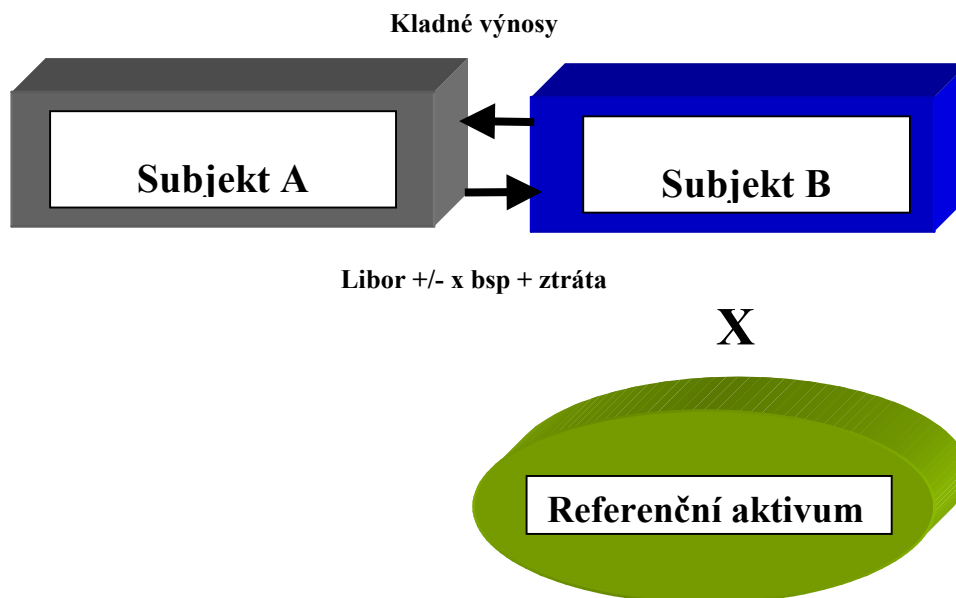
- kupující zajištění (subjekt B) se v kontraktu zavazuje platit prodávajícímu zajištění (subjekt A) veškeré kladné výnosy plynoucí z referenčního aktiva a to v přesně definovaných časových periodách, například v případě dluhopisu se jedná o veškeré kupónové platby (fixní nebo variabilní) a také kladné tržní výnosy z referenčního aktiva (růst ceny dluhopisu),
- prodávající zajištění ve stejné době poskytuje kupujícímu zajištění úrokové platby v závislosti na vývoji zvolené úrokové sazby mezibankovního trhu, například Libor +/- určitý počet bsp, plus kompenzační platbu ztráty tržní hodnoty referenčního aktiva.⁸²

Pozn.: V běžné praxi se jedná o čisté platby.

Graf 3.

Schéma základní varianty swapu celkového výnosu

Situace v době po sjednání kontraktu :



⁸² Jedná se o platbu odpovídající snížení tržní hodnoty k předchozímu období.

Nastane-li definovaná v kontraktu úvěrová událost, pak dojde k ukončení platnosti kontraktu a provede se vyúčtování. Veškeré platby, které měly být vykonány v budoucím platebním období jsou převedeny na dobu, kdy nastala úvěrová událost, dojde ke kompenzaci plateb a ukončení kontraktu.

Celou situaci můžeme z hlediska transmise rizik, úvěrové expozice a financování pozice charakterizovat takto :

- kupující zajištění (B) se zajistí proti tržnímu i úvěrovému riziku referenčního aktiva,
- prodávající zajištění (A) převezme rizika, ale bez financování pozice v referenčním aktivu,
- obě strany kontraktu mají vůči sobě úvěrové expozice, protože oba subjekty na sobě závisejí ve vzájemných swapových platbách.

4.3 Opce úvěrového rozpětí (Credit Spread Options, CSO)

Výše uvedený druh kreditního derivátu je dvoustranným kontraktem umožňujícím úplné zajištění (pokrytí) devalvace referenčního aktiva, ale jako příklad derivátového instrumentu není ještě jeho potenciál plně využit. Alternativním druhem je skupina opčních kontraktů na úvěrové rozpětí. Tyto nástroje umožňují investorům realizaci citlivého doladování jejich investičních strategií a dávají možnost přesnějšího zajištění jejich expozic.

Protože se jedná o opční kontrakty, platí zde opční podstata, tj. držitel opce má právo a nikoliv povinnost zakoupit nebo prodat jisté podkladové aktivum v rámci dohodnutého úvěrového rozpětí. Kvantifikované v kontraktu úvěrové rozpětí pak představuje realizační hodnotu (strike nebo exercise spread). Zpravidla se jedná o výnos z referenčního aktiva v komparaci s nějakým zvoleným základním výnosem.

Příkladem složitějšího kontraktu tohoto typu je situace, kdy subjekt A prodává subjektu B americkou put opci na swap s podkladovým dluhopisem, který lze realizovat kdykoli v době od sjednání kontraktu do jeho vypršení. Za uzavření kontraktu subjekt A dostane opční prémii. Opce dává subjektu B právo sjednat se subjektem A swap na podkladový dluhopis. O tom, zda pro subjekt B bude výhodné toto právo využít a swap uzavřít rozhone převýšení nebo snížení rozpětí oproti realizační hodnotě určené v opčním kontraktu.⁸³

Všechny tři uvedené výše druhy kreditních derivátů, tj. swapy úvěrového selhání, swapy celkového výnosu a opce na úvěrové rozpětí patří mezi bilaterální mimobilanční produkty, které samozřejmě mohou být přímo využity ve spojení s podkladovými aktivy nebo jejich portfolii patřícími účetně do aktiv společnosti anebo i samostatně. Umožňují ale také i tvorbu zcela synteticky modifikovaných rizikových struktur.

⁸³ Opce úvěrového rozpětí mohou však mít i další varianty, například za realizační hodnotu může sloužit i úvěrový rating.

4.4 Poukázky spojené s úvěrovým rizikem (Credit Linked Notes, CLN)

Mezi kreditní deriváty patří také druh, který má povahu bilanční položky subjektu kupujícího zajištění. Jsou to poukázky spojené s úvěrovým rizikem referenčního aktiva.⁸⁴ V praxi tyto kontrakty mají často velmi komplikované vazby, ale pro vysvětlení jejich základní koncepce postačí následující charakteristiky vztahů :

Subjekty A a B se dohodnou na kontraktu, ve kterém je stanoveno, že :

- (1) Subjekt kupující zajištění (B), vlastní ve svém portfoliu referenční aktivum (například dluhopis), emituje poukázku o nominální hodnotě odpovídající nominální hodnotě referenčního aktiva.
- (2) Subjekt prodávající zajištění (A) odkoupí poukázku od subjektu B za její nominální hodnotu.
- (3) V průběhu doby vymezené v kontraktu subjekt B platí subjektu A fixní nebo variabilní úrokové platby (mohou přesně odpovídat platbám z referenčního aktiva).

Platební povinnosti subjektu kupujícího zajištění (B) v případě, že úvěrová událost nenastala / nastala :

- a.) Pokud nedojde k úvěrové události, pak subjekt B v době splatnosti poukázky splatí subjektu A její nominální hodnotu.
- b.) V případě, že úvěrová událost nastane :
 - subjekt B splatí nominální hodnotu sníženou o platbu úvěrové události (má-li referenční aktivum určitou likvidační hodnotu), nebo
 - nesplatí nominální hodnotu poukázky vůbec (referenční aktivum má po úvěrové události nulovou hodnotu).

Celý kontrakt můžeme rovněž analyzovat z pohledu transmise rizika, úvěrové expozice obou stran a financování pozice v referenčním aktivu :

- subjekt A převzal úvěrové riziko referenčního aktiva a zároveň úplně financoval pozici subjektu B v referenčním aktivu,
- subjekt B se dokonale zajistil proti úvěrovému riziku referenčního aktiva, neboť získal plnou hodnotu referenčního aktiva z emise poukázky a nemá žádnou úvěrovou expozici vůči subjektu A.

5. Závěr

Trhy derivátů patří ve vyspělých tržních ekonomikách tradičně mezi velmi citlivé „barometry“ stavu ekonomik a ve svém dosavadním vývoji vždy dokázaly svoji životaschopnost zejména tím, že nabídly řešení konkrétních reálných ekonomicko-finančních problémů. Nejinak je tomu i v případě kreditních derivátů. Tyto kontrakty, ve většině případů swapy a opce, vstoupily na trh OTC v polovině 90. let a v současnosti jsou předmětem zájmu hlavně z důvodu růstu poptávky po zajištění proti úvěrovému riziku. Ačkoliv je ještě vzdálená doba, kdy se tyto deriváty stanou běžnými, třeba jako

⁸⁴ V USA je trh dluhopisů podle doby splatnosti rozdělen na : bills (splatnost 91 až 182 dní), notes (1 až 10 let) a bonds (10 až 30 let). Z tohoto důvodu lze kreditní deriváty CLN označit i za dluhopisy spojené s úvěrovým rizikem.

dnes úrokové swapy nebo futures na indexy, je nutné je analyzovat jak z hlediska aplikačního, tak i teorie oceňování. V tomto případě se stává centrem zájmu složitá záležitost hodnocení úvěrového rizika aktiva. Přes tuto složitost a některé další aspekty náročných konstrukcí, mají kreditní deriváty atributy, které jsou atraktivní pro banky, exportní firmy, nebo i investory a dá se předpokládat, že standardizace některých z nich přinese větší zájem širší veřejnosti.

V závěru lze konstatovat, že vývoj trhu derivátů, v tomto případě trh kreditních derivátů, opět potvrdil svůj inovační charakter, nabízí nové varianty řešení rizik a přináší růst efektivity kapitálových trhů tam, kde ekonomický model a i reálný hospodářský vývoj státu jsou determinovány existencí silného kapitálového trhu. Bohužel, Česká republika ještě zdaleka mezi takovéto státy nepatří, a v poslední době k ním vůbec nesměřuje.

Abstract

The paper concentrates on the problems of inception of credit derivatives, makes clear the definition and structure of these contracts. The most important types of credit derivatives are introduced. These types of credit derivatives are analyzed according to transmission of credit risk, credit exposition and financing of the position in underlying assets. The special terms pertinent to this field are explained as well.

Literatura

- [1] Duffee, G.R.: Rethinking Risk Management for Banks : Lessons from Credit Derivatives, Proceedings of the 32nd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago Federal Reserve Bank , 1996.
- [2] Duffe, G.R.- Zhou, Ch.: Credit Derivatives in Banking : Useful Tools for Loan Risk Management ?, Washington, Federal Reserve Board, 1997.
- [3] Irving, R.: Credit Derivatives Come Good, Risk (July), 1996.
- [4] Neal, R. S.: Credit Derivatives : New Methods for Controlling Credit Risk, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 81, 1996.
- [5] Das, S.: Risk Management and Financial Derivatives, London, MacMillan Press, 1998.
- [6] Francis, J.C. – Frost, J.A. – Whittaker, J.G.: Handbook of Credit Derivatives, McGraw – Hill, 1999.
- [7] Tavakoli, J.M.: Credit Derivatives : A Guide to Investments and Applications, John Wiley & Sons, 1998.

FINANČNÉ DERIVÁTY NA SLOVENSKOM FINANČNOM TRHU

Peter Markovič

Kľúčová slova

Finančné trhy, finančné deriváty, slovenský finančný trh, forwardy, opčné a swapové kontrakty

1. Úvod

Slovenský finančný trh, tak ako väčšina trhov transformujúcich sa krajín, prebieha mnohými zmenami (legislatívnymi, ekonomickými). Rýchlosť transformácie významným spôsobom ovplyvňuje vývoj makroekonomických a podnikových veličín. Veľkým bremenom slovenského finančného trhu je takmer 400 mld. zadlženosť podnikov, vyvolaná ich prvotnou a druhotnou platobnou neschopnosťou. Riešenie tohto problému musí byť ťažiskom akejkoľvek vlády, inak budeme o finančnom trhu iba snívať.

V podmienkach SR má negatívny dopad na transformáciu nedokonalá (zaostalá) legislatíva, predovšetkým tá, ktorá upravuje podnikanie – Obchodný a živnostenský zákonník, zákon o konkurze a vyrovnaní apod. Niektoré úpravy sa prijímajú postupne, no často sa jedná o kozmetické úpravy, ktoré koncepčne nič neriešia. Zníženie daní z príjmov fyzických a právnických osôb, ktoré začalo platiť 1. 1. 2000 a bude sa prvý krát dotýkať zdaňovania ziskov za rok 2000, bolo okamžite kompenzované zvýšením iných daňových a nedaňových položiek, takže výsledný efekt zníženia príjmových daní je zatiaľ sporný.

Uvedené skutočnosti sa podpísali a neustále podpisujú na fungovaní finančného trhu. Derivátový trh, ako jedna z nových zložiek finančného trhu, existuje v Slovenskej republike len v obmedzenej podobe, organizovaný derivátového trhu (pôsobiaci na burzovom parkete) prakticky neexistuje. Pokiaľ možno hovoriť o finančných derivátoch tak len v rovine mimoburzových kontraktov.

2. Forwardy

Nepodmienené termínové kontrakty – forwardy – patria v Slovenskej republike do skupiny najčastejšie využívaných finančných derivátov. Zo všetkých foriem sú prevládajúce forwardy na menu, a to v nasledovných podobách:

- termínová menová konverzia s pevným dňom splatnosti,
- termínová menová konverzia s pohyblivým dňom splatnosti,
- termínová menová konverzia bez fyzického plnenia,

- profit forward.

V rozhodujúcej miere sa na uzatváraní týchto kontraktov podieľajú banky, v pozícii kupujúceho, resp. predávajúceho forwardu. Pri uzavretí forwardu je dôležité dohodnúť podmienky, ktoré budú platiť počas celej doby jeho životnosti. Banky trvajú na:

- uzavretí rámcovej dohody o uskutočnení termínovej menovej konverzie,
- stanovení minimálnej nominálnej hodnoty kontraktu,
- dohodnutie výšky kolaterálu (zábezpeky, ktorá musí byť vinkulovaná v prospech banky na bežnom účte klienta).

Ostatné parametre kontraktu sú na dohode partnerov. Kontrakt sa zvyčajne uzatvára osobným kontaktom partnerov, resp. telefonicky. Klient nahlási o akú menu má záujem, či ju chce kúpiť alebo predat', termín plnenia a platobné inštrukcie.

Termínová menová konverzia s pevným dňom splatnosti.

Partneri si dohodnú presne termín (konkrétny deň), kedy dôjde k dodaniu cudzej meny a jej výmeny za ekvivalent v SKK pri stanovenom kurze. Klient využíva forward, pokiaľ očakáva k presnému termínu devízové inkaso, resp. devízovú úhradu. Cieľom je hedging kurzu cudzej meny.

Termínová menová konverzia s pohyblivým dňom splatnosti.

Tento druh kontaktu dáva obom partnerom možnosť dohodnúť si časový interval, v ktorom môže dôjsť k plneniu. Nepôjde už o konkrétny deň, ale rozsah niekoľkých dní. Klient využíva tento forward v situácii, keď očakáva v budúcnosti devízové inkaso, no nevie kedy presne dôjde k prevodu prostriedkov na účet a chce si zabezpečiť pevný budúci kurz.

Termínová menová konverzia bez fyzického plnenia.

Menový forward bez fyzického plnenia sa využíva vo väčšine prípadov pri špekulácii na kurz cudzej meny. V dohodnutom termíne plnenia nedochádza k prevodu cudzej meny, ale len k peňažnému vyrovnaniu diferencie vzniknutej medzi dohodnutým kurzom a kurzom v deň splatnosti kontraktu.

Profit forward.

Uzavretím profit forwardu získava klient právo kúpiť (resp. predat') cudziu menu v presne dohodnutom budúcom termíne za vopred dohodnutú cenu. Pokiaľ by sa trh vyvíjal v neprospech klienta a promptný kurz v momente expirácie forwardu by bol výhodnejší než dohodnutý, môže využiť promptný kurz a kurzový zisk si rozdelí s bankou. Delenie kurzového zisku musí byť dohodnuté už pri podpisovaní profit forwardu.

3. Opčné a swapové kontrakty

Podmienené termínové kontrakty – opcie – sú v SR uzatvárané predovšetkým na cudziu menu. Keďže burzový derivátový trh u nás zatiaľ nefunguje, jedná sa o opcie mimoburzového trhu, kde významnú úlohu zohrávajú banky (tvoria ponuku, resp. dopyt). Záujem je predovšetkým o opcie na rozhodujúce svetové meny (USD, EUR, GBP, JPY) pri rôznych termínoch expirácie (životnosť však nepresahuje jeden rok). Cieľom takto uzatváraných opčných kontraktov je tak špekulácia ako aj hedging.

Forwardy a opcie zneli v prevažnej miere na cudziu menu. Inak to nebude ani v prípade swapov. Komerčné banky poskytujú možnosť swapovania cudzej meny už od roku 1992. V súčasnosti môžu kontrakty uzatvárať aj nebankovní klienti, pričom podmienky obchodu sú približne rovnaké ako u forwardov (podpísanie zmluvy stanovenie kolaterálu, určenie termínov apod). Záujem je v prevažnej miere o swapy so životnosťou do 1 mesiaca (niekedy 1 týždeň, maximálne jeden rok).

Swapy na úrokovú mieru sú skôr zriedkavé. Pokiaľ sa kontrakt uzavrie znie na BRIBOR, resp. LIBOR.

Je potrebné podotknúť, že uzatváranie derivátových kontraktov prebieha aj v zahraničí. Niektorým slovenským akciovým spoločnostiam sa totiž nedarí nájsť na Slovensku partnerov pre isté obchody, a to z dôvodu objemu kontraktu. Preto sú nútené realizovať hedgingové operácie na západných finančných trhoch, odkiaľ vo väčšine pochádzajú úvery na financovanie investícií.

4. Záver

Perspektívy a trendy do budúcnosti? Ďalší vývoj derivátového trhu bude v plnej miere závislý od splnenia nasledovných faktorov:

1. Konsolidácia akciového a dlhopisového trhu.
2. Upevnenie pozície Burzy cenných papierov, RM-Systému Slovakia a Strediska cenných papierov.
3. Skvalitnenie práce orgánov dozorujúcich nad finančným trhom SR.
4. Zabezpečenie absolútnej nezávislosti Národnej banky Slovenska.
5. Stabilizácia úrokových mier, podporená výrazným prílivom zahraničného kapitálu.
6. Ozdravenie podnikovej sféry (lepšou aplikáciou zákona o konkurze a vyrovnaní) a bankového sektoru (reštrukturalizáciou úverových portfólií).
7. Skvalitnenie legislatívnej úpravy v oblasti fungovania finančného trhu.
8. Zvýšenie informovanosti manažmentov podnikov, zlepšenie imidžu peňažného a kapitálového trhu.

Kvalitatívne zmeny, ktoré povedú k sfunkčneniu finančného trhu sa prijímajú postupne (a pomaly). Ešte bude určitý čas trvať, než sa podarí aspoň oživiť obchodovanie na burzovom parkete. Využívanie finančných derivátov bude aj naďalej len v obmedzenej miere a pre niektoré subjekty zatiaľ nedostupné. Riziko, ktoré podstupuje subjekt vstupujúci do kontraktu je pri vysokej volatilita úrokových mier a celkovej ekonomickej nestabilite a neistote príliš vysoké.

Abstract

The paper analyses assumptions and possibilities of development of the derivative market in Slovakia from the point of view of stock exchange market and OTC-Market. In Slovakia special attention is dedicated to most frequently used forward, option and swap contracts. Finally, the crucial factors of further development of derivative market in Slovakia are specified.

Literatúra:

- [1] Vlachynský, K., Markovič, P.: Finančné inžinierstvo. Žilina, Finančný radca 1-2/2000.
- [2] Markovič, P.: Finančné inžinierstvo - zbierka príkladov. Bratislava, Ekonóm 1998.
- [3] Markovič, P.: Hedging - zmierňovanie finančných rizík. Žilina, Daňový a účtovný poradca podnikateľa 7/1999.
- [4] Markovič, P., Šebejová, K.: Analýza cenných papierov. Bratislava, Ekonóm 2000.

CAPM Z POHLEDU MANAŽERŮ

Milan Třaskalík

Klíčová slova

CAPM, koeficient beta, racionalita investorů a manažerů, poměr účetní-tržní, hodnota firmy, NEER, FAR.

1. Úvod

Vyhodnocení rizika na finančních trzích určuje do značné míry způsob investování firem. Otázkou je, zda při chybném vyhodnocení rizika firmy rozhodují chybně. Přestože CAPM je kontroverzním modelem, stále více firem v posledních dvaceti letech vytváří svá rozhodnutí na tomto modelu, který předpokládá, že lidé, investoři jednají dokonale racionálně.

Téměř každý manažer, který chce obhájit určitý projekt, ať už se jedná o výrobu určité značky, výstavbu závodu nebo fúzi, musí odůvodnit své rozhodnutí alespoň zčásti na základě CAPM. Důvodem je to, že tento model firmě naznačuje, jak výpočítat výnos, který jeho investoři (akcionáři, majitelé) požadují. Mají-li mít akcionáři z projektu užitek, musí výnosy z každého projektu převyšovat tuto požadovanou výnosnost (hurdle rate).

Pro potřeby tohoto příspěvku zredukujeme poměrně složitý model CAPM na několik základních myšlenek:

- Investoři mají možnost pomocí diverzifikace eliminovat určitá rizika – například stávky, změny ve vedení firmy, neúspěch při zavádění výrobku na trh apod.
- Některá rizika, např. globální recese, války, změny úrokových sazeb, nemohou být diverzifikací odstraněny. Tedy i portfolio složené ze všech akcií na určitém akciovém trhu je stále rizikové.
- Investoři musí získat za investování do rizikových aktiv vyšší výnosy než za investování do bezpečnějších aktiv, například pokladničních poukázek.
- Výnos z určité investice závisí pouze na rozsahu, ve kterém tato investice ovlivňuje tržní riziko.
- Příspěvek k tržnímu riziku může být měřen koeficientem beta, který vyjadřuje vztah mezi rizikem investice a rizikem trhu (tržního portfolia).

2. Koeficient beta

To co dělá CAPM tak mocným nástrojem, je právě koeficient beta akcie. Ačkoli konkrétní investice může být vystavena mnoha rizikům, mohou se investoři držící

dobře diverzifikovaná portfolia starat pouze o rizika, která se týkají tržního portfolia. Beta informuje investory nejen o tom, jak toto riziko měřit, ale umožňuje jim rovněž přetransformovat toto riziko do požadované výnosnosti. Jestliže budoucí výnosy určitého projektu nedosahují této výnosnosti, nemá smysl vynakládat na takový projekt peníze akcionářů.

Počet firem zakládajících svá rozhodnutí na CAPM sice, jak už bylo uvedeno, roste, přesto celá řada firem prezentuje jednoznačně negativní stanovisko k tomuto modelu. Důvodem je celá řada výhrad, teoretické spory o možnosti testování modelu, vznikající modifikace modelu, alternativní modely oceňování apod. Z tohoto důvodu se další odstavce zabývají některými z těchto výhrad.

K zajímavým závěrům dospěl průzkum ve velkých amerických společnostech v USA. Téměř 52 procent dotázaných uvedlo, že pojetí rizika podle CAPM pouze zřídka ovlivňuje politiku rozhodování, zatímco 40 % dotázaných uvedlo, že CAPM nemá na rozhodování společnosti žádný vliv.

3. Výhrady k CAPM

Přestože CAPM patří k nejlivnějším teoriím ve finanční ekonomii, není zdaleka nekontroverzní. Kritické výhrady vůči tomuto modelu se začínají objevovat brzy po jeho zveřejnění. První vážnější výhradu vůči CAPM publikoval Richard Roll v roce 1977. Problém spočívá podle Rolle v tom, že CAPM používá chybného odhadu (zástupce) tržního portfolia, např. indexu S&P 500. Problém vidí v definici skutečného tržního portfolia a dokazuje, že záměna indexu S&P 500 za Wilshireho seznam 5 000 akcií výrazně mění očekávané výnosy akcií. Rozdíl mezi určitým zástupcem tržního portfolia a "reálným" tržním indexem je rozhodující. Malé chyby při výpočtu beta akcie mohou znamenat, že neexistuje žádná vazba mezi beta a výnosy této akcie. Ještě horší se zdá to, že tyto chyby mohou náhodně vést k tomu, že vytvářejí zdání jasné vazby mezi špatně vypočteným koeficientem beta a výnosy. Výhrady tohoto typu vedly k vytvoření alternativního modelu oceňování kapitálových aktiv, známému jako arbitrážní model oceňování (APT), k vytvoření G-CAPM (Generalized CAPM), třífaktorovému CAPM, BAPM (Behavioral Asset-Pricing Model), apod.

Kontroverznost CAPM podporují rovněž studie výnosů akcií na NYSE, AMEX a NASDAQ za leta 1963 až 1990, které provedli Fama a French. Závěry těchto studií naznačují, že rozdíly v hodnotách beta nevysvětlují výnosy akcií.

Další z významných studií provedena LouiSEM Chanem a Josefem Lakonishokem zkoumala výnosy akcií obchodovaných na NYSE a AMEX v letech 1926 až 1991. Rovněž tato studie nepřinesla důkaz o vazbě koeficientů beta a výnosů akcií za toto období. Zajímavým zjištěním této studie je to, že po vyloučení údajů o cenách akcií po roce 1982 výsledky naznačují, že beta, a tedy CAPM funguje. Tento závěr byl poté komentován slovy: je-li koeficient beta mrtev, pak se tak stalo v 80. letech. Zajímavé je, že právě v tomto desetiletí začal být tento model široce využíván investory. Zdá se tedy, že model "fungoval" lépe v době, kdy ho nikdo nevyužíval.

Poměrně známá je rovněž studie Amihuda, Christensena a Mendelsoona, která aplikací odlišných statistických metod na stejná data, která použili Fama a French,

dospěla k závěru, že beta přece jen vysvětluje rozdíly ve výnosech akcií za sledované období. Použité statistické metody jsou však opět kontroverzní.

Zvláště v posledních letech se ve finanční literatuře objevuje stále více kritických připomínek k tomuto modelu. Debata se opět zaměřuje především na to, zda model CAPM nejlépe vystihuje vazbu mezi rizikem a výnosy. Hlavním problémem je, jak měřit volatilitu. Všechny odhady volatility musí být založeny na minulých výnosech. Ekonomové při použití takových dat mlčky předpokládají, že budoucí výnosy budou kopírovat výnosy minulé. Tedy opět odhad.

Všeobecně se například předpokládá, že akcie jsou výhodnou dlouhodobou investicí, protože krátkodobá rizika plynoucí z jejich držby se časem eliminují. Tento předpoklad však ignoruje možnost, že se volatilita celého akciového trhu může časem změnit. Je potřeba mít na paměti, že volatilita je pouze určitou proměnnou, kterou si ekonomové zvolili za míru rizika. Pro krátkodobé investory je výbornou mírou rizika. Výnosy dlouhodobých investorů však závisí na jiných typech rizik, například výhledech růstu produktivity práce, válkách, demografických a technologických trendech, výhledech na demokracii v Asii, na situaci v Rusku nebo dopadech Internetu na zavedené značky. Americké a Evropské akciové trhy mají například v současné době tendenci se pohybovat stejným směrem. Jejich hodnota po deseti letech však může být velice rozdílná z důvodů, které nemají nic společného s dnešními cenovými pohyby.

4. Manažeři versus investoři

Model CAPM je vybudován na celé řadě předpokladů. Jedním z nich je předpoklad, že lidé (investoři) jsou dokonale racionální. Otázkou je, zda na základě iracionálního chování investorů provádějí firmy chybná rozhodnutí?

Jeremy Stein, ekonom z MIT (Massachusetts Institute of Technology) říká, že existuje jeden malý problém s CAPM a sice ten, že nefunguje. Finanční ekonomové zjišťují, že koeficient beta nelze použít k vysvětlení změn v cenách akcií firem. Kromě toho se zdá, že existuje míra, která tyto změny vysvětluje přijatelně. Touto mírou je poměr účetní hodnoty firmy k její tržní hodnotě. Řada studií zjistila, že společnosti s vysokým poměrem účetní a tržní hodnoty (book-to-market ratio) mají tendenci dosahovat v dlouhých obdobích nadprůměrných výnosů i po očištění o rizika spojená s koeficientem beta.

Objev účinku tohoto známého ukazatele vyvolává ostré debaty mezi finančními ekonomy. Shodují se v tom, že některá rizika by měla vést k vyšším výnosům. Rozcházejí se v názoru, jak by se tato rizika měla měřit. Někteří ekonomové argumentují tím, že by efekt poměru účetní k tržní hodnotě měl být zabudován do očekávané výnosnosti. Tuto alternativní očekávanou výnosnost označují termínem NEER (new estimator of expected return).

Jiní ekonomové s tímto přístupem nesouhlasí. Tvrdí, že neexistuje žádné zřejmé riziko spojené s vysokým poměrem účetní hodnoty k tržní hodnotě firmy a že se tudíž investoři mýlí. Jednoduše řečeno, podhodnocují akcie firem s vysokým poměrem účetní-tržní hodnota, což způsobuje, že tyto akcie vykazují abnormálně vysoké výnosy. Jestliže se manažeři takových firem snaží překonat tuto „nafouknutou“ požadovanou

výnosnost, musí se vzdát mnoha jiných ziskových investic. Jak si má tedy manažer počínat?

Paradoxní odpověď nabízí Jeremy Stein v článku „Rational Capital Budgeting in an Irrational World“. Jsou-li investoři racionální, pak beta nemůže být jedinou mírou rizika a manažeri by této míry neměli využívat. Naopak, jsou-li investoři iracionální, pak je beta v mnoha případech stále dobrou mírou rizika.

5. Závěr

Podstata argumentace ekonoma Steina spočívá v důsledném rozlišování mezi a) dlouhodobým zvýšením hodnoty firmy a b) pokusem zvýšit cenu akcií firmy. Jsou-li investoři racionální, jedná se o stejnou záležitost – jakékoli rozhodnutí, které dlouhodobě zvyšuje hodnotu firmy rovněž zvyšuje cenu akcií. Jestliže však investoři dělají předvídatelné chyby, musí si manažer vybrat.

Chce-li například manažer zvýšit současnou cenu akcií například proto, že je chce prodat, nebo se chce bránit pokusu o převzetí, musí obvykle zůstat u přístupu NEER a vyhovět tak chybným představám investorů. Jestliže se však zajímá o dlouhodobou hodnotu firmy, měl by obvykle nadále používat beta. Stein označuje tuto dlouhodobější alternativu k NEER jako přístup FAR (fundamental asset risk).

Závěry ekonoma Steina bezpochyby iritují mnoho šéfů společností, kteří rádi kritizovali investory za jejich krátkozrakost. Neschvalovali způsob, kterým CAPM (za předpokladu racionality a neomylnosti investorů) začal hrát důležitou roli při rozhodování ve správních radách společností. Nyní se však zdá, že mají-li manažeri pravdu a jejich investoři (akcionáři se mýlí), pak by se tito předvídaví šéfové mohli stát největšími fanoušky CAPM.

Abstract

The paper deals with the CAPM from the point of view of corporate managers. Financial markets' evaluation of risk determines the way firms invest. The key question of this paper is – what if the markets are wrong? What can the managers do if investors are irrational? The paper also describes some controversy of this model and mentions several tests of its validity.

Literatura

- [1] Heim Levy, Marshall Sarnat: Kapitálové investice a finanční rozhodování, Grada Publishing, 1999.
- [2] The Economist, 16. listopad 1996.
- [3] The Economist, 4. prosinec 1999.
- [4] The Journal of Business, říjen 1966.
- [5] Elton, G.: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons, Inc., 1995.

FINANČNÍ INSTITUCE

DOPADY GLOBALIZACE NA POJIŠŤOVACÍ INSTITUCE

Viktória Čejková

Klíčová slova

pojišťovací instituce, finanční podnikání, bankopojištění, virtuální pojišťovací instituce

1. Úvod

V uplynulých téměř 10 letech od platnosti zákona ČNR č. 185/1991 Sb., o pojišťovnictví (dále jen Zákon) se české pojišťovnictví rozvíjelo pozitivně. Uvedeným zákonem byly položeny právní základy pro podnikání v pojišťovnictví. Významným segmentem finančního trhu je i pojistný trh, jehož předmětem je pojištění a zajištění. Cenou za tuto pojistnou ochranu je pojistné. Pojišťovací instituce sjednáním pojistné smlouvy a zaplacením pojistného realizují obchod, kterým pojištěný, resp. pojistník získává pojistnou ochranu a po pojistné události má právo na pojistné plnění.

Pojistný trh, jeho obsah a rozsah se dá charakterizovat více ukazateli. Mezi důležitější patří i počet komerčních pojišťoven, tj. pojišťovacích institucí, které realizují pojistnou ochranu klientů.

Cílem předloženého příspěvku je informovat o úkolech pojišťovacích institucí obecně i konkrétně v ČR a též uvést vývojové trendy a dopady globalizace na pojišťovací instituce.

2. Pojišťovací instituce

Přechod k tržnímu hospodářství otevřel prostor pro vznik nových pojišťovacích institucí. **Pojištění i zajištění** můžeme definovat jako **specifický druh produktu**, který má fiktivní charakter a je předmětem obchodu pojišťovací instituce. Tyto produkty jsou na pojistném trhu nabízeny, jsou prodávány a kupující za ně musí zaplatit. Je zde určité riziko, že kupující dostane nebo nedostane svoji protihodnotu po realizaci pojištěného rizika. Jde tedy o velmi neurčitou a rizikovou návratnost jeho peněžních prostředků.

K podnikání v pojišťovnictví je podle Zákona a též ve znění zákona č. 320/1993 Sb. (dále jen zákon), potřebné povolení, které uděluje Ministerstvo financí jako orgán státního dozoru nad pojišťovnictvím pro území České republiky. To znamená, že v pojišťovnictví mohou podnikat pouze ty právnické a fyzické osoby, které splňují určité předpoklady, na jejichž základě jim je uděleno povolení na výkon pojišťovací činnosti. Podmínky a předpoklady pro vznik komerčních pojišťoven (popř. pojišťovacích institucí) či udělení povolení k pojišťovací činnosti se budou v České republice v blízké budoucnosti zpřísňovat.

Vydeme-li ze zákona o pojišťovnictví, pak můžeme označit za předmět podnikání v pojišťovnictví:

- **pojišťovací činnost** - sjednávání pojištění, jeho správa a poskytování plnění z pojistných událostí, jakož i zprostředkování pojištění
- **zábranná činnost** - činnost zaměřená na předcházení škodám a na jejich minimalizaci a to zejména formou spolupráce se subjekty působícími v zábraně škod a poskytováním prostředků na zábranná opatření
- **zajišťovací činnost** - dělení rizik, která vznikla v souvislosti s provozováním pojištění na základě smluvních vztahů a individuálních dohod o zajišťování jednotlivých rizik
- **ostatní činnosti** - činnosti, které slouží k podpoře a rozvoji pojištění a pojišťování, k zajištění splnitelnosti závazků pojišťovny (např. efektivní investování prostředků rezerv životního pojištění - čili **finanční podnikání**, sponzorství a jiné)

Úlohy komerční pojišťovny popř. pojišťovací instituce vyplývají z předmětu podnikání a jedná se o technickou (náhradovou) úlohu, preventivní (zábrannou) úlohu a podnikatelskou nebo finanční úlohu.

Komerční pojišťovny dělíme podle rozsahu vykonávané pojišťovací činnosti na **specializované** komerční pojišťovny, které se specializují na pojišťování některého pojistného odvětví např. životního nebo neživotního (jedná se například v ČR o Nationale-Nederlanden, životní pojišťovna). Je ale možná i specializace pojišťovací instituce, která pojišťuje jen vybrané skupiny obyvatelstva nebo podnikatelů (v České republice je to např. EGAP, a.s., který poskytuje pojistnou ochranu pro exportující podnikatelské subjekty).

Další možností specializace pojistné ochrany v pojišťovací instituci je v České republice např. D.A.S. pojišťovna právní ochrany, a.s., která nabízí právní ochranu vlastníkům a řidičům motorových vozidel jakož i pojištění právní ochrany rodin a podnikatelů.

Komerční pojišťovny mohou také fungovat jako univerzální pojišťovací ústavy, které pojišťují všechna rizika. Typickým příkladem **univerzální** pojišťovny v ČR je Česká pojišťovna, a.s., Kooperativa pojišťovna a.s. a jiné. Tyto mohou také vykonávat i zajišťovací a jiné činnosti.

V České republice existuje v současné době 43 komerčních pojišťoven, z toho je 24 specializovaných a 19 univerzálních. 35 komerčních pojišťoven funguje jako akciové společnosti a 8 jako organizační složky zahraničních pojišťoven.

Finanční podnikání komerční pojišťovny znamená finanční aktivity související s využíváním svěřených dočasně volných peněžních prostředků, které jsou soustředěny v technických rezervách. Jedná se o využití časového rozdílu mezi získáváním předepsaného pojistného a jeho použitím formou pojistného plnění. Jde tedy o část pojistného inkasovaného od klientů, a proto se komerční pojišťovny musí snažit, je co nejlépe zhodnotit. Cílem finančního podnikání komerční pojišťovny je dosažení kladného výsledku své činnosti, a to ve formě zisku.

Komerční pojišťovny se orientují na investování dočasně volných peněžních prostředků do profilujících odvětví. Často vystupují jako spoluúčastníci - akcionáři nových či zakládajících společností hlavně v bankovní sféře a ve finančních institucích. Některé komerční pojišťovny mají své cestovní kanceláře, směnárny, hotely, autoservisy a pod. Jiné pojišťovny se zaměřují na poskytování úvěrů, poskytování garancí v úvěrové činnosti, přičemž je samozřejmě velmi důležitý výběr a struktura těchto aktivit.

Komerční pojišťovny vstupují i na finanční trh. Mezi základní druhy investičních instrumentů patří investiční instrumenty peněžního trhu (depozita, pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, bankovní akceptace apod.) a též investiční instrumenty kapitálového trhu (dluhopisy, akcie, hypotéky, půjčky), nemovitosti, deriváty a jiné instrumenty.

Cílem této podnikatelské činnosti pojišťovací instituce je tedy zhodnocení kapitálu, který komerční pojišťovna vlastní nebo spravuje. Musí ho však investovat takovým způsobem, aby mohla v jakémkoli okamžiku dostát plně svým závazkům vůči pojištěncům. Současně musí investovat tak, aby portfolio prostředků bylo diverzifikováno a zajištěno proti nepříznivým okolnostem na peněžním a kapitálovém trhu.

3. Vývojové trendy v pojišťovnictví

Celý svět a ekonomika se závratnou rychlostí globalizuje. Postupně se z něj stává jednotný a elektronicky propojený informační, komunikační, finanční a obchodní prostor. V tomto prostoru se obrovskou rychlostí šíří nejen zprávy a informace, ale i miliardy dolarů, marek a korun, kultura, pozitivní i negativní životní postoje a názory. Globalizuje se celá civilizace, rychle se rozvíjí lidstvo a ekonomiky. To všechno vyvolává množství společenských problémů, rozporů a nových situací. V ekonomice působí globalizace obzvláště silně. Stejně tak tento proces probíhá i v bankovním a pojišťovním, resp. v bankovních a pojišťovacích institucích.

S nástupem roku 2000 se přibližuje termín pro přijetí ČR za řádného člena Evropské unie. Tento cíl znamená vyřešit v oblasti celého našeho finančního trhu řadu dílčích úkolů, které lze souhrnně označit – jako postupné přibližování k požadavkům, zvyklostem, standardům a normám platným pro členské státy EU.

V řadě případů a norem platných pro členy EU je zahrnutý přechod od dosavadní materiální kontroly finančních institucí ke kontrole a sledování jejich finančního zdraví. Jde především o úroveň solventnosti, rezerv nebo kapitálové přiměřenosti. V tomto směru se postupně v ČR zpracovávají potřebné legislativní normy. Jako příklad je možné uvést schválenou novelu zákona o pojišťovnictví. Tento přístup skrývá řadu potencionálních rizik. Dále evokuje mnoho teoretických otázek, např. pro finanční a pojistnou matematiku, a to v otázce řízení rizik ve finančních institucích.

Činnost finančních institucí bude i nadále ovlivňovaná stavem a tendencemi vývoje informačních technologií, které budou tyto instituce využívat. Úkolem finančních institucí po roce 2000 bude jejich propojení tzv. „informační dálnicí“, jak mezi sebou navzájem, tak i s klienty. Tyto pozitivní trendy povedou k rozšířené nabídce služeb a produktů. Pro klienty to bude znamenat možnost využívat ucelené sady, resp. balíky služeb a produktů několika finančních institucí u jednoho místa, čímž se tyto instituce

přiblíží maximálním způsobem potřebám klienta. Kvalifikované použití informačních technologií nutně povede ke zlevnění takových služeb, a tedy i ke konkurenční výhodě. Na druhé straně to však znamená řadu potenciálních hrozeb a následných škod při zneužití služeb těchto finančních institucí. Je nutno tedy zabránit neoprávněnému přístupu a manipulaci s informacemi, což zvyšuje požadavky na bezpečnost při používání informačních technologií v oblasti financí. Je zřejmé, že tyto skutečnosti velmi silně ovlivní strukturu a funkci celého finančního trhu. Je tedy přímo v existenčním zájmu finančních institucí tyto trendy odhadovat a předcházet jim. Elektronické obchodování a spekulace rozhodují o osudech nejen jednotlivců, ale i celých národů, ekonomik a celých světadílů.

Jednou z mnohých změn v pojišťovnictví a v pojišťovacích institucích jsou nové formy nabídky a prodeje pojistných produktů pro klienty. Jedná se o bankopojištění a o virtuální pojišťovací instituce.

3.1. Bankopojištění

Při provozování různých peněžních operací a služeb dochází k jejich vzájemnému propojování. Jde především o běžné operace a služby typické pro pojišťovací instituce a banky. Činnosti a operace bank a pojišťovacích institucí se vzájemně prolínají. Proto na finančním a pojistném trhu vystupují vedle pojišťovacích institucí realizujících pojišťovací operace i banky.

V současné době dochází ke změnám ve vzájemných vazbách peněžních institucí. Ve shodě se světovými trendy dochází i v této oblasti k vzájemnému propojování. Integrace peněžních služeb se týká především standardních, typizovaných produktů bank a pojišťovacích institucí. Obecně se banky a pojišťovací instituce, přes specifickou obou odvětví ve vzájemných operacích značně prolínají. Pro míru integrování vzájemných operací jsou v současnosti podle významného ekonoma Daňhela viz [5] charakteristické tři modely:

- **separátní řešení** - kdy existují dvě samostatná, nezávislá odvětví (tj. bankovnínictví a pojišťovnictví)
- **kooperativní řešení** - variace od volných zájmových sdružení až po organizovaná pracovní seskupení, přičemž obě strany si zachovávají suverenitu svých produktů

- **koncernové řešení** - tzv. podílový model, kdy jsou zakládány vlastní dceřinné společnosti nebo je zakoupen majoritní podíl již existující společnosti (viz tabulka č. 1).

Další autorka Kolcunová (viz [8]) hovoří o typech strategie:

- **založení nové filiálky** - nejen při pohledu na „první vlašťovky“ na území ČR je patrné, že vstup na pojišťovací trh je všeobecně snadnější než na trh bankovní. Platí to i ve světě, proto je častější založení pojišťovny bankou než opačně.
- **založení společného podniku** - zde se jedná o klasický joint-venture. Zajímavost této variantě dávají nižší pořizovací náklady pro oba partnery.
- **založení společných holdingových společností**
- **strategie majoritního podílu**
- **strategie dobrovolných fúzí**
- **strategie kombinované účasti a distribuce**
- **strategie kooperace v distribuci produktů** - jedná se o komerční strategii, jejímž cílem je zvýšení rentability distribuční sítě jednoho z partnerů tím, že ji zpřístupní druhému partnerovi. Pozitivní na této variantě je zajisté úspora provozních nákladů (viz tab. č.1).

Z teoretického hlediska je zajímavé zkoumat hloubku propojení či kooperace mezi bankou a komerční pojišťovnou. Většinou se rozlišují tři základní fáze:

- **V první fázi** se pozice banky takřka nemění oproti případu, kdy funguje pouze jako pojišťovací broker. Jediným rozdílem je to, že distribuuje produkty „své“ komerční pojišťovny. Jde převážně o produkty životního pojištění. V této fázi je význam prodeje pojištění omezen na to, že klienti dávají přednost bance pro větší šíři jejích služeb, což je jakousi obdobou „nákupu pod jednou střešou“. Prodej pojištění je jen doplňkovou činností banky. Banka konkuruje spolupracující komerční pojišťovně hlavně svou vlastní distribuční sítí. Pro klienta banky je ale výhodné využít její nabídky pojištění, protože je to pro něj výrazně pohodlnější a rychlejší než kdyby se měl klient starat o vyhledávání komerční pojišťovny a jejích produktů. Zde se samozřejmě předpokládá situace, která je v rozvinutých tržních ekonomikách běžná, a to že jen málokdo nemá bankovní účet a že většina lidí běžně využívá bankovní služby a bezhotovostní platební styk. Je nutné podotknout, že banky v této fázi většinou prodávají pouze jednoduché typy pojistných produktů a to především z důvodů nedostatečné kvalifikace bankovního personálu v oblasti pojišťování a sjednávání pojistných smluv. Pokud banka dokáže realizovat dostatečný objem prodeje pojistných produktů a jejich distribuce se jeví být dostatečně rentabilní, může dojít k další etapě vývoje bankopojišťovny.
- **Druhá fáze** je charakterizována rozsáhlejší kooperací banky s komerční pojišťovnou. Důležitým rysem je kalkulace rentability spojení bankovních operací s pojišťovacími. Oba subjekty hledají odstranitelné duplicity v řízení a distribuci, možnosti sjednocení marketingové politiky, správních činností apod. Je třeba si uvědomit, že obecně jde o propojování bankovních a pojišťovacích operací. Jde většinou o činnosti, které po tomto propojení realizují banky. Většina bankopojišťoven zatím vznikala spíše z iniciativy bank než pojišťoven. V ČR je ovšem opačným příkladem Česká pojišťovna, a.s., která měla z historických důvodů dostatečně silnou pozici, aby naopak vytvořila bankopojišťovnu opačným procesem. Prakticky vzato probíhá vznik bankopojišťovny tak, že banka, která prodává a

realizuje pojistné produkty, zjišťuje, že by mohla vytvořit ze svých klientů dostatečně široký pojistný kmen pro některý pojistný druh. Následně vstoupí přímo do druhé fáze tím, že založí komerční pojišťovnu a účelově se zaměří pouze na ty produkty, jejichž potenciaální úspěšnost si již ověřila v předchozím období.

- Ve **třetí fázi** bankopojišťovna analyzuje potřeby svých klientů a vytváří nové pojistné produkty. Distribuční síť produktů a operací se zcela propojují. V této fázi komerční pojišťovna vystupuje jako jedno z oddělení nového subjektu, většinou se zjednodušuje právní forma a vlastnická struktura subjektu.

3.1.1. Výhody a nevýhody bankopojišťovny

Pro objektivní analýzu životaschopnosti bankopojištění jako nového fenoménu by nejvhodnějším kritériem mohla být na jedné straně nákladová náročnost bankopojišťovny. Na straně druhé rozsah poptávky po jejích produktech a operacích, které vzhledem k většímu pohodlí klientů při obstarání pojistné smlouvy nejsou úplným substitutem pojistných produktů poskytovaných běžnými komerčními pojišťovnami.

V literatuře se uvádí odhad nákladů bankopojišťovny na úrovni přibližně 40% nákladů běžné komerční pojišťovny. Tento údaj však pochází z analýzy situace v Itálii, která může být poněkud odlišná vzhledem k tomu, že se tam začalo bankopojištění rozvíjet až v 90. letech, což může mít vliv na strukturu nákladů z hlediska počtu a kvalifikace pracovních sil a dále nákladů na technické vybavení. V poslední době jsou ve srovnání s minulým desetiletím například značně nižší náklady na počítačové vybavení, databázový software a datové sítě.

Při nákladové analýze je navíc obtížné vyhodnotit úspory, které pro bankopojišťovnu toto spojení znamená. Podobně jako v případě velkých fúzí například bank a podniků není zcela jisté, do jaké míry se projeví synergický efekt. Kalkulace ztrát klientů spojených s odstraněním duplicit distribuční sítě není také jednoznačně lehkým problémem.

Při hledání příčin úspěchů a výhod bankopojišťoven je třeba rozebrat základní činnosti banky a pojišťovny. Z hlediska banky znamená prodej pojistných produktů rozšíření palety služeb a operací. V případě, že banka pouze pojistné produkty prodává v roli brokera, získává jen provizi. Prodej pojistných produktů nijak nezvyšuje objem vkladů a ani úvěrovou kapacitu banky, kromě klientů, kteří jsou přilákáni do banky možností uzavřít zde pojistnou smlouvu. Takových klientů však je poměrně málo, protože stejnou pojistnou smlouvu mohou uzavřít bez zprostředkování bankou přímo s komerční pojišťovnou, jejíž produkty banka prodává.

V případě, že jde o bankopojišťovnu však klienti pojišťovacího oddělení banky musí mít u banky alespoň běžný nebo jiný druh účtu.

Mnohem podstatnější úspora nákladů je ale ve srovnání klasické komerční pojišťovny s bankopojišťovnou. Pojišťovna totiž musí přijaté pojistné nějakým způsobem investovat, aby si zajistila zisk. Lze předpokládat, že investiční specialisté v bankovní sféře jsou z hlediska kvalifikace na vyšší úrovni než jejich kolegové z komerčních pojišťoven. Tady se synergický efekt bankopojišťovny projeví nejvýrazněji - analýza a srovnání investičních projektů je velice náročná a nákladná činnost, kterou

banka provádět musí a pro klasickou komerční pojišťovnu je to jedna z nejobtížnějších činností. Odstraněním duplicity provádění těchto činností náklady výrazně klesají.

Analýzu výhod a nevýhod bankopojištění je možné rozšířit o pohled klientů. Zřejmou a primární výhodou pro klienta je pohodlí (tedy snížení transakčních nákladů), se kterým koupí pojistný produkt a realizuje pojišťovací operaci v bance.

Další výhodou je vyšší transparentnost pojistné smlouvy v důsledku zmíněného faktu o analýze pojistného trhu, který chce bankopojišťovna pokrýt. Banka obvykle nemá zájem o složité pojistné produkty a operace. Například ve Velké Británii je typický velmi nízký počet pojistných produktů - jedná se o šest až deset typů pojistných druhů.

Tento fakt je však zároveň hlavní nevýhodou služeb bankopojišťovny. Nemožnost vybrat si specializovaný pojistný produkt, případně sjednat speciální pojištění na míru pro konkrétního klienta a jeho rizika, může některé klienty odradit.

Podle britských výzkumů však pojistné produkty nabízené bankopojišťovnami pokryjí poptávku až 95% klientů. Lze však předpokládat, že speciální nároky mají převážně klienti, kteří by mohli v souvislosti se svými vyššími nároky představovat bohatší vrstvu klientů s potenciálně vyšším pojistným. Tato úvaha se na základě dostupných podkladů nedá nijak prokázat.

Další zjištěnou nevýhodou je fakt, že výše pojistného je zhruba stejná jako u klasických komerčních pojišťoven, přestože tak bankopojišťovny dosahují výrazně vyšších marží. Zde se projevuje to, že bankopojišťovna spoléhá na větší význam pohodlnosti získání pojistného produktu než jeho ceny.

3.1.2. Situace v České republice

Proces integrace bank a pojišťoven v tranzitivní české ekonomice již začal, i když je za tradičními tržními ekonomikami poněkud pozadu. Pro podnikání v bankovníctví a pojišťovnictví u nás nedošlo zatím k vytvoření speciální normy. Zkusme se tedy blíže podívat na normy upravující jednotlivé oblasti.

Nejdříve si všimněme **Zákona o bankách** a jeho novely (zákon č. 156/94 Sb.). Podmínky pro založení banky nijak nespecifikují zájemce o tento krok, ani oblast z níž by měl nebo neměl pocházet.

Pokud se podíváme na **Zákon o pojišťovnictví** (zákon č. 185/91 Sb.), dojdeme k závěru, že vstup na pojistný trh je snadnější než na trh bankovní. Podnikat ve sféře pojišťovnictví může subjekt, který v souladu se zákonnými podmínkami získá od Ministerstva financí ČR koncesi, složí kauci 10 mil. Kč a bude respektovat institut státního dozoru nad pojišťovnictvím. Zákon o pojišťovnictví umožňuje pojišťovně provozovat také jiné činnosti, než obsahuje zákon (tedy i bankovní), ale je k tomu potřeba povolení dozorčího orgánu. Podnikat v pojišťovnictví mohou tedy nejen pojišťovny a zajišťovny, ale i jiné subjekty: banky, spořitelny apod.

Třetí a rozhodně neméně důležitou normou je **Zákon o ochraně hospodářské soutěže** (zákon č. 63/91 Sb. a novely), který upravuje za jakých podmínek je možné uzavírat kartelové dohody (v případě, že se týkají používání jednotných obchodních a platebních podmínek, že povedou k racionalizaci a specializaci činností a že umožní

poskytování obchodní srážky). Všechna taková a obdobná opatření (sloučení, fúze, dohody) však podléhají schválení Úřadu pro hospodářskou soutěž.

Stávající legislativní podmínky jsou pro vytváření bankopojišťoven v ČR příznivé a nenacházíme zde striktně formulované bariéry, které by znemožňovaly propojování bankovních a pojišťovacích aktivit.

3.1.3. Propojování bank a pojišťoven v ČR

Výše zmíněné koncernové řešení (situaci v ČR charakterizují údaje v tabulce č. 1), ke kterému banky inklinují, zvolila jako první v České republice Investiční a Poštovní banka, a.s.

Tabulka č. 1 Přehled významných finančních skupin sdružujících bankovní a pojišťovací operace (zdroj: viz [15])

IPB Group (vše a. s.)	Česká spořitelna (vše a. s.)	Komerční banka	Union Group (vše a. s.)
IPB	ČS - stavební spořitelna	IKS KB, a.s.	Union banka
Českomor. Hypoteční banka	ČS - Živnostenská pojišťovna	Penzijní fond KB, a.s.	Vojenský otevřený penzijní fond
Českomor. st. spořitelna	SIS	Komerční pojišťovna	Union pojišťovna
IPB Pojišťovna	Spořitelní penzijní fond	CAC Leasing, a. s.	Investiční společnost Union
Českomor. penzijní fond	Corfina	VSS KB, a.s.	
První Investiční	ČS - Reality	A - Trade, s.r.o.	
IPB Real			
IPB Leasing			

IPB v roce 1992 založila jako svou dceřinnou společnost životní pojišťovnu. Ta v průběhu doby rozšiřovala svou činnost i o majetková pojištění až k současné téměř univerzálnosti. Pojišťovna IPB je dnes pevnou součástí finanční skupiny banky i pojistného trhu. Dalším členem IPB Group je i Českomoravská hypoteční banka, a.s., která při poskytování hypotečních úvěrů nabízí doplňkové služby a produkty. Mezi nimi i sjednání pojištění právě u výše zmíněné Pojišťovny IPB, a.s.

Obdobné řešení zvolila Česká spořitelna, a.s., která v roce 1995 zakoupila 70% podíl již zavedené Živnostenské pojišťovny.

Na trh finančních služeb prostřednictvím své pojišťovny vstoupila vloni také Komerční banka, a.s., která tento krok dlouho pečlivě připravovala. Podle licence, kterou pojišťovna Komerční banky obdržela v červnu 1995 je těžiště její činnosti v životním pojištění (což je stejný začátek cesty, jako zvolila před lety IPB). Tato Komerční pojišťovna byla založena jako 100%-ní dceřinná společnost se základním jměním 150 mil. Kč. Její činnost je úzce vázána na produkty Finanční skupiny KB. V současnosti se stala Komerční pojišťovna, a.s. již univerzální pojišťovnou.

V ČR fungují i dceřiné společnosti již zmíněné bankopojišťovny ING Group, která je holdingovou společností a která poskytuje komplexní škálu bankovních a pojišťovacích služeb. U nás tuto skupinu zastupuje životní pojišťovna Nationale Nederlanden, a.s., ale zastoupena je i bankovní divize ING Bank, Průmyslový penzijní fond, ING Leas, které poskytují služby v oblasti bankovníctví, pojišťovnictví, investování na kapitálovém trhu a na trhu nemovitostí.

Integrační aktivity na trhu v ČR nevycházejí pouze z popudu bank, čehož dokladem je Česká pojišťovna, a.s. Ta zvolila také koncernové řešení. V roce 1991 se stala jedním ze zakladatelů Pragobanky, a.s., která v místech svých poboček zprostředkovává platební styk a další služby pro Českou pojišťovnu. Do finanční skupiny České pojišťovny patří mimo jiné také Česká pojišťovna zdraví a Česká poist'ovna Slovensko.

Pro další příklad bankopojišťovny bychom nemuseli chodit daleko. U našich sousedů na Slovensku působí Univerzálna banková poist'ovna, a.s., jejímiž akcionáři a zakladateli jsou význačné banky (např. Priemyselná banka, a.s., Slovenská sporiteľňa, a.s., Poštová banka, a.s.). Rovněž i Slovenská poist'ovna, a.s. založila Istrobanku jako svou dceřinnou společnost.

3.1.4. Poskytování úvěrů a jeho pojištění

Za další formu sbližování bankovní a pojišťovací oblasti lze považovat vzájemnou provázanost některých konkrétních produktů a činností. Při poskytování **úvěrů** požaduje zpravidla banka na klientovi pojištění proti možným rizikům, které zabezpečují jeho platební způsobilost pro případ, že dojde k mimořádným událostem, které naruší platební schopnost dlužníka. Vždy je požadováno pojištění zastavovaných hodnot s vinkulací pojistných smluv ve prospěch úvěrující banky. Tím lze uspokojit pohledávku banky i v případech, že by jakýmkoliv způsobem došlo ke znehodnocení zástavní hodnoty.

V případě, že se jedná o klienta-občana, může banka v některých případech požadovat kromě základního zajištění úvěru (nemovitostí) také **životní pojištění klienta**. Existují dvě varianty:

- banka doporučuje nebo nařizuje uzavřít toto pojištění u určité komerční pojišťovny (většinou je to v případech, kdy je banka s komerční pojišťovnou kapitálově spojena). Výhodou takového životního pojištění je pro klienta cena. Je nižší a je to tím, že splácení pojistného je úzce vázané na splátkový plán hypotéčního úvěru.
- záleží na klientovi, u kterého ústavu svou životní pojistku uzavře. Toto se uplatňuje v případech, kdy klient má již uzavřené životní pojištění nebo banka

netrvá na určitém pojišťovacím ústavu. U již uzavřené pojistky je potom nutné zajistit vinkulaci ve prospěch úvěrující banky.

Proč se životní pojištění klienta vyžaduje? Je to z toho důvodu, že v případě smrti klienta se ručitelé nebo osoby pozůstalé nedostanou do potíží, neboť nesplacenou část úvěru uhradí za klienta pojišťovna. Pro banku je to výhodné v tom, že má záruku splacení úvěru a v případě úmrtí a následného nesplacení nemusí přistoupit k realizaci zástavy. Životní pojistky nabízí na našem trhu více komerčních pojišťoven.

Pojištění úvěrů nabízí více komerčních pojišťoven jako například Česká pojišťovna a.s., EGAP a.s., Allianz pojišťovna, Česká podnikatelská pojišťovna a.s., Komerční pojišťovna, a.s., a připravují se další jako např. První americko-česká pojišťovna, a.s., Commercial Union a další.

Speciálním příkladem propojení pojišťovacích a bankovních produktů je vývoz produktů. Pokud má vývozce zájem na finančním zvýhodnění při exportu, kontaktuje Českou obchodní banku, a.s., která vykonává financování vývozu se státní podporou. V rámci minimalizace rizik je jednou z podmínek projednání vývozního případu také doložení stavu jednání o pojištění vývozu v komerční pojišťovně EGAP, a.s. Bez tohoto pojištění nebude vývoz financován ani nebude zahájeno projednávání daného vývozního případu.

Závěrem (k části 2.1) lze říci, že **bankopojištění** je novým typem peněžních služeb a operací, které se v budoucnu bude jistě velice rychle rozvíjet, zvláště v souvislosti s očekávaným vstupem dalších států do EU. Proto je nutné se dále zamýšlet nad tím, zda s sebou rozšiřování kooperace bank a pojišťoven přináší jenom pozitiva. Z hlediska klienta je široký rozvoj bankopojištění určitým krokem zpět, protože nevýhody zjednodušování a unifikace pojistných produktů jsou v bankopojištění poměrně značné. Je především diskutabilní výhoda nízkých nákladů těchto subjektů, když se neodrazí v cenách pojistných produktů a tedy se nijak nedotkne klienta.

Dále je patrné, že téměř v každé vyspělé ekonomice se se vznikem bankopojišťoven setkáváme. Otevírá se tady totiž ohromný prostor pro necenovou konkurenci bank. Další důvody uvedu pouze heslovitě:

- bankovní sektor je atraktivní pro poskytování služeb a operací bankopojišťoven svou sítí poboček
- bankopojišťovny tlumí regulační dopady centrální banky
- bankopojišťovna umožňuje vhodně diverzifikovat rizika
- existence bankopojišťoven umožňuje rozšířit investiční aktivity bank

Vznik dalších bankopojišťoven v tržních ekonomikách může být za určitých okolností přínosem pro klientelu, akcionáře bank a komerčních pojišťoven případně pojišťovacích institucí a ekonomický rozvoj vůbec. Bankopojištění je pojem, jenž představuje budoucnost.

3.2. Virtuální pojišťovací instituce

Jak již bylo uvedeno, jsme v současnosti svědky velkých změn tradičních hodnot a řešení s fenoménem globalizace. Je evidentní, že Internet a moderní informační

technologie významně akcelerují globalizační procesy. To všechno přináší nebývalou dynamiku tržního prostředí v ekonomice a přináší, resp. nutí celou společnost k vyšší efektivitě řízení a marketingu i v pojišťovacích institucích. Pojišťovací instituce realizují více pojistných operací. Mezi jinými i nabídku a prodej pojistných produktů. Tedy do prodeje a obchodu (sjednávání pojistných smluv) se nejvíce promítnou nové formy kontaktů pojišťovacích institucí s klienty. Ovlivní to i marketing a jeho tradiční formy práce. Pojišťovací instituce budou muset nejdříve v předstihu realizovat novou segmentaci trhu, sestavovat novou databázi klientů, analyzovat distribuční kanály apod. Flexibilita nabídky pojistných produktů, cenové relace a i osobní, individuální přístup k rizikům, to vše budou preference klientů, kteří i přes Internet budou sledovat nabídky pojistné ochrany v pojišťovacích institucích. V České republice dokonce již v současnosti probíhají nabídky pojistných produktů pojišťovacích institucí na Internetu. Koncem loňského roku v souvislosti s přechodem zákonného pojištění odpovědnosti z provozu motorových vozidel na povinně smluvní pojištění tak již bylo možné sjednat toto pojištění prostřednictvím Internetu.

Z dalších operací pojišťovacích institucí budou zajímavé náklady prodeje a jejich optimalizace. Tyto operace nejvíce postihnou oblast správy a administrativy pojištění. Předpokládá se též, že tradiční "kamenné budovy" pojišťovacích institucí vystřídají virtuální pobočky a terminály, které umožní bez větších časových a finančních ztrát pružně reagovat na poptávku a různé požadavky jednotlivých klientů. Nové technologie a administrativní systémy už dnes umožňují pojišťovacím institucím umisťovat významné informace na Internet, čímž se klienti stanou nezávislími na stálých pobočkách pojišťovacích institucí. Zkušenosti vyspělých ekonomik dokazují, že tato činnost se stává pro tradiční instituce značným problémem. Roste konkurence a nově vznikající pojišťovací instituce svým progresivním přístupem ohrožují jejich postavení na trhu. Východiskem pro pojišťovací instituce se jeví nákup celých provozních celků a systémů u specializovaných organizací. Současně je tento proces charakteristickým rysem globální ekonomiky.

Rozvoj externích informačních systémů zabezpečí virtuálnímu prostředí dostatečný rozměr pro komunikaci s klientem. On-line aplikace při sjednávání pojištění po Internetu, s vlastnostmi virtuálních obchodů nahradí zdoluhavé a finančně náročné jednání. Nutnost vyhodnocovat rizika klienta v reálném čase, včetně dalších eventualit (jako např. zahrnutí i rodinných příslušníků nebo zaměstnanců do pojištění) se bez kvalitní informační podpory neobejde. Rychlost, přesnost a efektivnost při sjednávání pojištění se tak stane strategicky významnou stránkou při získávání konkurenčních výhod mezi pojišťovacími institucemi.

4. Závěr

Závěrem lze říci, že dopady globalizace na vývojové trendy v pojišťovnictví jsou a budou velké a z hlediska rozsahu v současnosti těžko odhadnutelné. V současnosti jsme v České republice na počátku tohoto rozvoje, což bylo akcentováno i v tomto příspěvku. V budoucnu se dopad a změny ještě urychlí zvláště v souvislosti s očekávaným vstupem ČR do EU. Bylo zjištěno, že se v každé vyspělé ekonomice

střetáváme již s fungováním **bankopojišťoven**. Otevírá se zde totiž ohromný prostor pro necenovou konkurenci bank.

Integrace bankovníctví a pojišťovnictví, jejichž kombinované produkty se nazývají bankopojištění, povede k větší efektivitě, kvalitě a komplexnějším službám. Rostoucí počet nabízených pojistných produktů bude distribuován nikoli sítěmi agentů a poboček pojišťovacích institucí, nýbrž na burzovním principu, tj. s mnohem nižšími provozními náklady. Dopady globalizace na pojišťovací instituce pro ně představuje obrovský potenciál jejich dalšího rozvoje při získávání nových klientů.

Virtuální pojišťovny a jejich fungování jsou v mnohých vyspělých ekonomikách již skutečností, pro Českou republiku a další transformující se ekonomiky je to bezpochyby perspektivní oblast. Moderní technika a technologie umožní rychlý vývoj moderních finančních a pojistných produktů a integraci finančních služeb. Změní se též marketing a distribuce pojistných produktů v pojišťovacích institucích. Částečné odstraňování hranic mezi pojišťovnictvím a bankovníctvím znamená vzájemnou integraci a další rozvoj v současnosti oddělených bankovních a pojišťovacích institucí.

V České republice (i dle odborníků z ČAP) se projeví dopad globalizace i v menším počtu pojišťovacích institucí. Předpokládá se, že v České republice budou působit 4 velké a silné pojišťovací instituce a menší počet (6 až 8) malých pojišťovacích ústavů. Zda tato prognóza vyjde, je otázkou blízké budoucnosti.

Abstract

The aim of this paper is to inform about tasks of the insurance companies generally and in the Czech Republic. The paper deals all at once with the influence of development and globalisation on insurance companies.

The paper deals with the current situation in insurance companies in the Czech Republic by law about insurance industry. In the next part of this paper are analysed new forms of marketing of insurance products in bankinsurance and virtual insurance companies.

Literatura

- [1] Bartoníček, L.: Možnosti bezpečného umístování prostředků technických rezerv pojišťoven. Sborník mezinárodní a národní konference o pojišťovnictví Fibex. Brno 1997.
- [2] Čejková, V.: O možnostiach prepájania bankových a poisťovacích operácií, BIATEC, 1999, č.7, str. 22.
- [3] Čejková, V.; Čapková, D.; Šedová, J.: Základy pojišťovnictví. PC DIR, Brno, VUT 1997.
- [4] Čejková, V.; Řezáč, F.; Šedová, J.: Pojišťovnictví - praktikum, Brno, MU ESF 1996.
- [5] Daňhel, J.: Ve znamení jemného doladování, Ekonom 1995, č. 9.
- [6] Daňhel, J., Jandová, Š.: Nový subjekt na finančním trhu: bankopojištění, Ekonom 1995, č. 36.

- [7] Kodiš, V.: Bankopojištění, Pojistný obzor 1997, č. 6 a č. 7.
- [8] Kolcunová, E.: Možnosti propojování bankovních a pojišťovacích činností v české ekonomice, Bankovníctví 1995, č. 21.
- [9] Kolektiv autorů: Vybrané kapitoly z pojišťovnictví, Praha, ČAP 1996.
- [10] Polidar, V.: Management úvěrových obchodů, Praha, Economia, a.s. 1992.
- [11] Polouček, S.: České bankovníctví na přelomu tisíciletí, Ostrava, ETHICS, 1999.
- [12] Revenda, Z.: Univerzalizace versus specializace bank, Ekonom 1995, č. 36.
- [13] Sedláček, V.: Informační společnost a rizika ve finančnictví roku 2000, Univerzitní noviny č. 12/99, str. 12.
- [14] Materiály komerčních bank a komerčních pojišťoven a ČAP z let 1995 – 1999
- [15] Rádce pro rodinné finance č. 6/1999, s. 33.
- [16] Výroční zpráva ČAP 1998, Praha, ČAP 1999
- [17] Zákon ČNR č. 185/1991 Sb., o pojišťovnictví ve znění zákona č. 320/1993 Sb.

VYBRANÉ ASPEKTY BANKOPOJIŠŤOVNICTVÍ⁸⁴

Petra Růčková

Klíčová slova

globalizace, bankopojišťovnictví, banky, pojišťovny, produkty

1. Úvod

Celosvětový trend nárůstu konkurenčního prostředí, růstu vzdělanosti spotřebitelů, procesy deregulace a odstraňování bariér mezi trhy uvnitř i vně zemí, a zároveň také odstraňování bariér mezi produkty se zcela samozřejmě musel nutně projevit také v oblasti pojišťovnictví.

Globalizační trendy v pojišťovnictví mají však svá specifika a své vlastní tendence. Existuje celá řada znaků, které jsou charakteristické pro globalizaci v pojišťovnictví. K těm nejdůležitějším patří aplikace celé řady nových informačních technologií, důraz kladený na cenu a službu zákazníkovi, vznik bankopojišťovnictví, odbourávání bariér (na mezinárodní úrovni byli drženi zahraniční pojistitelé mimo národní úroveň), a rovněž fakt, že pojistný trh roste rychleji nežli národní důchod, což usnadňuje strukturální změny pojistného trhu.

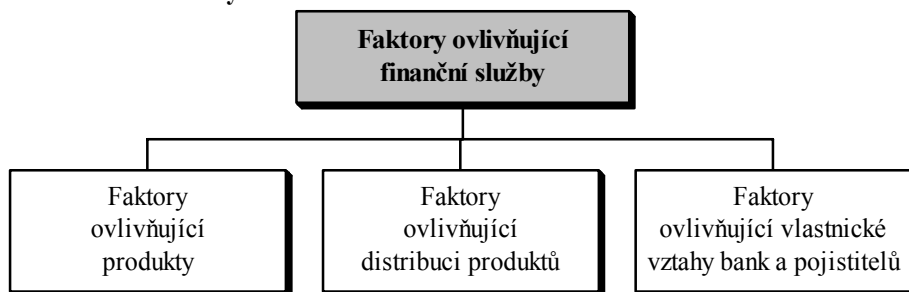
2. Bankopojišťovnictví

Z těchto znaků považují za velmi závažný právě vznik bankopojišťoven. Podstatou bankopojištění je efektivní vytváření a distribuce bankovních a pojišťovacích služeb pro společnou skupinu klientů. Smyslem činnosti bankopojistitele by měla být nabídka nových produktů, zejména dlouhodobého investičního charakteru, což umožňuje dlouhodobou kumulaci peněžních prostředků.

Ve většině zemí regulační opatření dlouhou dobu striktně vymezovaly hranice mezi bankovním a pojišťovním na principu separace. Tato restriktivní opatření byla uskutečňována především vůči bankám, takže pojistitelé vstupovali do jiných tradičních obchodních odvětví. Obecně lze říci, že faktory ovlivňující pronikání do finančních služeb můžeme rozdělit do tří skupin, tak jak jsou prezentovány ve schématu č. 1.

⁸⁴ Tento text vznikl v rámci grantu GAČR č. 402/00/0312 „Komparace vývoje bankovního sektoru ve světě a v České republice v 90. letech“

Schéma č. 1: **Faktory finančních služeb**



První skupina faktorů se týká produktů pojišťoven nabízených bankami a bankovních produktů nabízených pojistiteli. Takto koncipovaná nabídka byla dříve velmi striktně zakázána. V roce 1992 byla tato velmi tvrdá podmínka podpořena ve studii OECD z hlediska tří argumentů:

- pojistné produkty jsou poskytovány na základě znalosti jiných informací než produkty bankovní,
- zcela odlišné jsou i rizikové faktory v bankovníctví a v pojišťovnictví,
- existuje „vazbový prodej“, což znamená, že prodej je uskutečněn s podmínkou, že kromě zakoupeného zboží musí být zakoupeno i zboží jiné, např. s nákupem hypotečního úvěru musí být zakoupena životní pojistka.

Přirozeně existuje argument, že bankovní a pojistné produkty jsou vlastně zcela odlišné. Znamená to však pouze, že existují přístupové bariéry na základě neznalosti know-how v této oblasti a na základě nedostatku zkušeností v této oblasti, což by mohlo být vyřešeno „skupováním“ zkušeností a personálu nebo jiným způsobem, který je uveden níže ve schématu č. 2. Fakt, že existují rozdílné rizikové faktory v bankovníctví a jiné v pojišťovnictví, je spíše pozitivem, neboť díky těmto rozdílným faktorům a spojením těchto služeb může docházet k diverzifikaci rizika, což je standardní závěr vyplývající z teorie portfolia. Vazbový prodej bankovních a pojistných produktů může být regulován na základě specifických podmínek zajišťujících transparentnost takového prodeje. Stejně tak mohou být oba produkty prodávány zvlášť.

Nejzajímavějším argumentem pro striktní oddělení produktů bankovníctví a pojišťovnictví, jež není zmiňován ve studii OECD, je nebezpečí, že banky mohou být v „pokušení“ použít dlouhodobá aktiva z jejich pojišťoven k pokrytí krátkodobých závazků bank v případě narušené likvidity. Obdobně společnosti, které zpronevěří prostředky pocházející z penzijních fondů pro krytí špatné likvidity, mohou použít dlouhodobých aktiv pojišťovacích společností na krátkodobé kapitálové zajištění. Zatím je takováto praxe zakázána, neboť orgány dohledu mohou tvrdě postihovat takové přelévání zdrojů. Kontrolují tedy striktní oddělenost fondů.

3. Faktory ovlivňující distribuci bankovních a pojišťovacích služeb

Tyto faktory tvoří druhou velkou skupinu. V tabulce č. 1 je prezentováno, že ve většině sledovaných zemí mají banky větší svobodu při rozhodování o možnosti distribuce pojistných produktů než pojišťovny o možnosti distribuce bankovních produktů.

Tabulka č. 1: Možnosti distribuce různých produktů ve finančních institucích

	Distribuce	
	banky pojistné produkty	pojišťovny bankovní produkty
Belgie	povolena	za určitých podmínek ⁸⁵
Dánsko	povolena	povolena
Francie	povolena	omezeně
Irsko	povolena	za určitých podmínek
Itálie	povolena	za určitých podmínek
Japonsko	zakázána	omezeně
Lucembursko	omezeně	za určitých podmínek
Německo	povolena	za určitých podmínek
Nizozemí	povolena	za určitých podmínek
Portugalsko	omezeně	za určitých podmínek
Řecko	omezeně	za určitých podmínek
Spojené státy americké	omezeně	za určitých podmínek
Španělsko	omezeně	za určitých podmínek
Velká Británie	povolena	za určitých podmínek

Pramen: OECD 1992

Je však nutné říci, že existují velmi podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, což je možno dokázat také na tvrzení „za určitých podmínek“ či „omezeně“. Například v Řecku je distribuce pojistných produktů bankami povolena pouze ve městech s počtem obyvatel menším než 10.000. Obdobná restrikce existuje ve Spojených státech amerických, kde mohou banky distribuovat pojistné produkty ve městech s méně než 5.000 obyvateli.

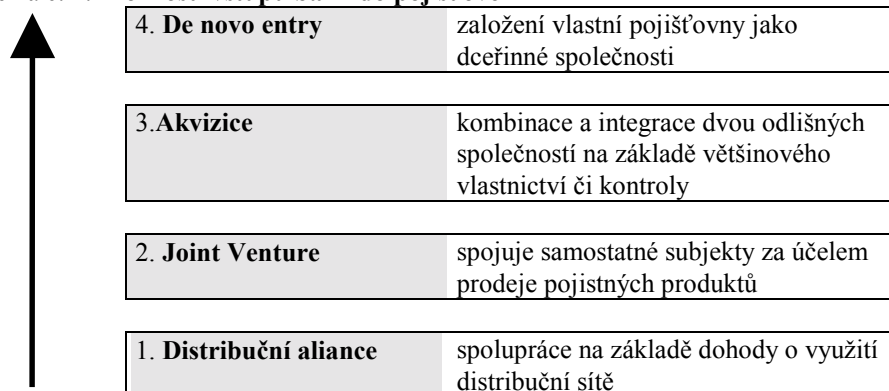
Distribuce bankovních produktů pojistiteli je mnohem více omezována. V členských zemích Evropské unie je první direktivou neživotního a životního pojištění v zásadě zakázána distribuce těchto produktů. Výjimku tvoří pouze ty produkty, jež zcela bezprostředně souvisí s pojišťovníctvím. Například v kategorii životního pojištění existuje pojištění s prvkem spoření nebo prvkem investičním.

⁸⁵ zakázána distribuce, výjimku tvoří pouze produkty bezprostředně související s pojistnými aktivitami.

4. Faktory ovlivňující vstup bank do pojišťoven

Třetí skupina faktorů se zaměřuje na možnosti vstupu bank do pojišťoven, případně pojišťoven do bank, což je ovšem případ méně častý. Existují 4 stupně vstupu bank do pojišťoven. Tyto čtyři stupně jsou vyjádřeny ve schématu č. 2.

Schéma č. 2: Možnosti vstupu bank do pojišťoven



Pramen: Hoschka, T.C.: Bancassurance in Europe.

Vstupy bank do pojišťoven jsou v různých zemích různě omezovány, což například v jiných odvětvích průmyslu není tolik patrné. Je-li takový vstup povolen, pak je obvykle sestavován strategický vstupní plán.

Strategické vstupní plány bank do pojišťovnictví musí v sobě nutně obsahovat následujících devět prvků:

1. Poznání potřeb zákazníků - prostřednictvím analýzy zákazníka zjišťujeme potřeby a požadavky. Tato analýza by mohla odhalit specifické řídicí faktory, které determinují zákaznické chování, a osvětlit zákazníkům rozhodovací proces při nákupu pojištění.
2. Tržní segmentace - na základě analýzy zákazníka zjistíme rozdělení zákazníků do specifických skupin, které vykazují společné charakteristiky a nákupní chování a mohou být obslouženi na základě podobných marketingových přístupů.
3. Strategická pozice - banka potřebuje k determinaci vědět, zda to, co zamýšlí, je možné jako celek přenést na všechny tržní segmenty nebo zda je potřeba vytvořit pro určitou skupinu na trhu specifický plán. Navíc potřebuje kvantifikovat také strategické cíle, které se hodí k podmínkám pronikání mezi stávající zákazníky a získávání nových.
4. Product line - základem je pečlivá analýza zákaznických potřeb a určení strategické pozice. Banky potřebují zjistit produktovou linii a cenovou strategii.
5. Propagační strategie - banky musí determinovat, jakou propagaci pojistných produktů zvolí a jaký zvolí komunikační kanál se zákazníky vstupujícími do nového prostředí.
6. Použití informačních technologií - banky musí přizpůsobit novému typu prostředí také jejich informační systém, neboť pojistné produkty se výrazně liší od produktů

- bankovních. To zahrnuje posílení informačních produktů ve formě databází a speciálních systémů -- různé monitorovací prvky a procesní zařízení.
7. Distribuce - banky se musí rozhodnout, jaký zvolí distribuční kanál, který musí co nejlépe odpovídat nárokům pojistných produktů -- volba, zda prodávat prostřednictvím specialistů či postačí proškolený bankovní personál.
 8. Proškolení zaměstnanců - závisí na zvoleném způsobu distribuce, proškolení je nutné z hlediska existence speciálních prodejních technik.
 9. Motivační struktura - jde o optimální motivaci zaměstnanců k aktivnímu přístupu k prodeji pojistných produktů.

Všechny tyto položky jsou vzájemně závislé a musí být chápány jako celek se svými vazbami. Proto musí být zajištěna konzistentnost všech uvedených prvků a formální spojitost vstupní strategie. Je možné, že jedno z nejpodstatnějších strategických rozhodnutí v kontextu vstupu do pojišťovnictví je volba vstupních pojítek.

5. Příklady vzniku bankopojišťoven v podmínkách České republiky

K hlavním motivům vstupu bank do pojišťoven pak patří:

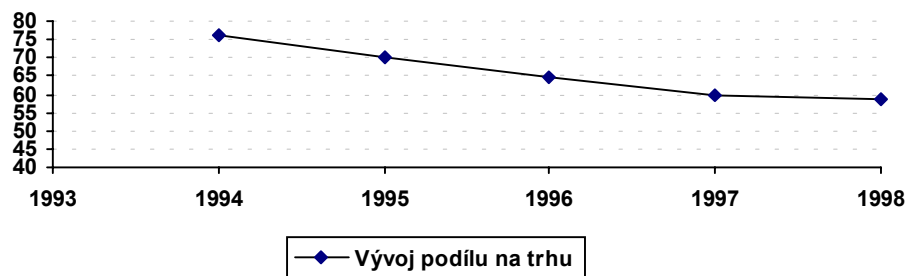
- demografické faktory, k nimž patří především prodlužování délky života lidí, nízká úroveň přirozeného přírůstu obyvatelstva, nárůst hodnoty poměru mezi počtem lidí v poproduktivním věku k počtu lidí v produktivním věku;
- makroekonomické faktory, k nimž patří velikost hrubého domácího produktu na jednoho obyvatele, míra inflace, dlouhodobé úrokové sazby apod.;
- růstový potenciál spojený s předpověďmi vývoje průmyslu;
- růst významu pojištění;
- různé úsporové tendence.

Nejběžnější realizací bankopojišťovnictví je situace, v níž pojišťovna rozšiřuje pojistné produkty a přizpůsobuje je potřebám klientů bank. Typickým příkladem toho je vazba pojištění na bankovní produkt – což již bylo zmiňováno v souvislosti s „vazbovým produktem“ výše, např. úvěr, kde pojištění slouží jako vedlejší krytí návratnosti dluhu z úvěru v případě pojistné události. Tento typ pojišťování můžeme nalézt především při poskytování hypotečních úvěrů, které nabízejí také české banky – Komerční banka sjednává pojištění u Komerční pojišťovny, Česká spořitelna u ČS-Živnostenské pojišťovny nebo IPB u IPB Pojišťovny. Je však velmi časté, že kromě pojištění majetku je sjednáno především pojištění životní, jež je vinkulováno ve prospěch bank pro případ smrti nebo velmi vážné choroby dlužníka. Pojistné pak bývá velmi často zahrnováno do splátkového kalendáře klienta. Dalším příkladem je u bankopojištění kombinace bankovních a pojišťovacích služeb v rámci jednoho produktu, např. držitelé platebních karet bývají zpravidla pojišťováni – zpravidla zde figuruje úrazové pojištění nebo cestovní pojištění, případně pojištění může zahrnovat některé asistenční služby.

V České republice, ale i jinde ve světě, má bankopojištění stále ještě značné možnosti. Dochází k univerzalizaci pojišťovacích služeb a „bankovní“ pojišťovny se snaží pokrýt celé spektrum pojišťovacích služeb. Typickým příkladem v České republice je Komerční pojišťovna, jež v polovině roku 1998 získala povolení k podnikání ve všech druzích pojištění, a Union pojišťovna, která v roce 1999 rozšířila svou dosavadní nabídku pojištění o produkty životního pojištění. V České republice nejsou fúze pojišťovacích a bankovních institucí běžnou záležitostí především proto, že nové

pojišťovací ústavy začaly vznikat teprve v roce 1992 a problémy s hospodařením nastaly až v roce 1997, kdy byly pojišťovny nuceny vyplácet vysoká pojistná plnění v souvislosti s povodněmi. Lze také říci, že stále ještě má dominantní postavení na našem pojistném trhu Česká pojišťovna, a.s., která v současnosti pokrývá téměř 60% českého pojistného trhu, což je patrné i z grafu č. 1, který prezentuje vývoj podílu na trhu u této pojišťovny.

Graf č. 1: Vývoj podílu České pojišťovny, a.s. na českém pojistném trhu (v %)



Také vzhledem k velmi vysokému podílu na trhu je Česká pojišťovna velmi zajímavá pro investory, neboť se právě jedná o odprodeji státního podílu v této pojišťovně. Původním záměrem státu bylo nabídnutí balíku 93 % akcií (dosud je kontrolovali stát, PPF, IPB a Komerční banka), ale z tohoto záměru již pravděpodobně definitivně sešlo, neboť IPB prodala svůj podíl PPF. PPF tak nyní v České pojišťovně vlastní většinový balík, který představuje 52 % akcií. Některé prameny uvádějí, že PPF si hodlá majoritu ponechat, nicméně je ochotna spolupracovat s případným partnerem.⁸⁶

Tabulka č. 2: Velikost předepsaného pojistného bankovních pojišťoven na českém pojistném trhu v letech 1995-1998

	předepsané pojistné v mil. Kč			
	1995	1996	1997	1998
IPB Pojišťovna	1.049	1.561	2.253	3.225
ČS-Živnostenská pojišťovna	714	942	1.318	1.770
Union pojišťovna		81	133	124
Komerční pojišťovna	5	23	20	140

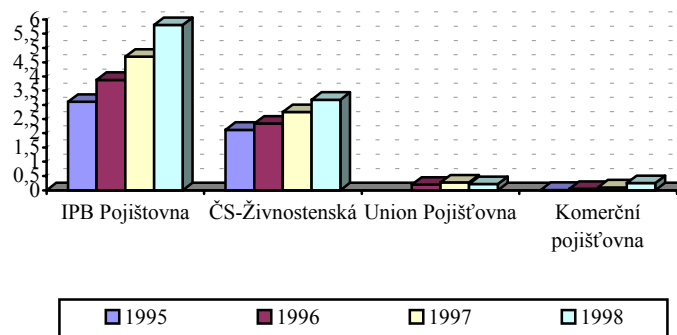
Pramen: Česká asociace pojišťoven

Z tabulky č. 2 a z grafu č. 2 je patrné, že všechny uvedené pojišťovny kromě Union pojišťovny vykázaly v těchto letech rostoucí podíl na trhu. Nově je možné mezi bankovní pojišťovny na českém pojistném trhu zařadit také Chmelařskou pojišťovnu, neboť významný podíl v této pojišťovně získala firma KBC Insurance a tím zařadila

⁸⁶ Pramen: Hospodářské noviny, 14.1.2000.

Chmelařskou pojišťovnu do finanční skupiny ČSOB. Velmi pravděpodobně tuto pojišťovnu čeká také změna názvu na ČSOB pojišťovnu.

Graf č. 2: Tržní podíly bankovních pojišťoven na českém pojistném trhu (v %)



Pramen: Česká asociace pojišťoven.

6. Závěr

Vznik bankopojišťoven je přirozeným návratem k polyfunkčnosti, jež dominovala na trhu finančních služeb již v jejich prvopočátcích. Tradiční schéma vzájemných vztahů mezi bankami a pojišťovnami, které se týká jejich institucionální spolupráce a zachování vlastního operačního pole, tak získává mnohem širší možnosti. Pojišťovny spolu s bankami tvoří nepostradatelný rámec pro získávání a řízení finančních toků.

Abstract

The rise of bancassurance is a natural return of a polyfunction. The polyfunction was a important in time of the rise of bank. The traditional scheme of mutual relations between banks and insurance companies gives wide possibilities. The insurance companies and banks form indispensable frame for getting and managing of cash flow. The deregulation comes to increase of competition in this field. This Process is Apparent i Czech Republic and is Described in the Paper.

Literatura

- [1] Freeborough, D.: Bancassurance: A Progress Report Financial Services Integration Makes Headway in Europe. (<http://www.kpmg.ca/insure/vl/a9401b.htm>).
- [2] Hoschka, T. C.: Bancassurance in Europe. St. Martin's Press. London 1994, s. 56 - 61.
- [3] Hawawini, G. - Rajera, E.: The transformation of the European financial services industry: from fragmentation to integration. Working Papers 1990.
- [4] Kodiš, V.: Bankopojištění. Pojistný obzor, 1997, č. 6 a 7.

VÝHODY A NEVÝHODY PRODEJE BANK STRATEGICKÉMU INVESTOROVÍ⁸⁷

Stanislav Polouček

Klíčová slova

Privatizace bank, tranzitivní ekonomiky, strategií investoři restrukturalizace bankovních portfolií

1. Úvod

Privatizace bank, zvláště velkých bank v tranzitivních ekonomikách, je velice aktuálním předmětem nejen odborných ekonomických analýz, ale i politických diskusí. Názory na privatizaci bank přitom ve většině těchto zemí prošly i za relativně krátké období kolem 10 let poměrně významnými změnami. Bylo tomu tak také v České republice, na Slovensku i v Polsku. Relativně neměnný postoj i postup byl potom uplatněn v Maďarsku.

2. Názory na privatizaci bank v České republice

V České republice vedla snaha udržet "národní" charakter 6 velkých bank (Komerční, Investiční, Všeobecné úverové, Československé obchodní a obou spořitelny) na počátku 90. let k úvahám o ponechání kontrolního balíku akcií velkých bank v rukou státu. Tento přístup se odrazil v roce 1992 v rozhodnutí vlády, podle kterého by si v nich stát měl dlouhodobě ponechat 40-50 % kapitálu. Uvedený požadavek byl postupně „zmírněn“ na podíl státu, odpovídající „blokačnímu“ minimu 33-34 % (a zahraniční kapitál neměl mít možnost získat více než 25 %, přičemž jedna zahraniční banka neměla vlastnit více než 10 % kapitálu). Přednost byla dáвана diverzifikovanému vlastnictví domácích a částečně zahraničních investorů a také to byl jeden z důvodů, proč byly velké banky (s výjimkou ČSOB) zahrnuty do první vlny kupónové privatizace. Ta byla ukončena v prosinci 1992.

Státní účast v bankách však nebyla implicitně vnímána jako absolutně trvalá a postoj vlády i veřejnosti se postupně výrazně měnil, zvláště po rozdělení Československa k 1.1. 1993. Stejně tak si stát nemohl činit nárok a ambice bankovní ústavy „řídít“. Vznikla „neformální“ bankovní trojka (ministr financí, guvernér ČNB, předseda FNM), resp. bankovní čtyřka (zahrnující před zrušením ministerstva privatizace i ministra privatizace). Ta měla upřesňovat strategii vlády vůči bankovním ústavům, obsazování statutárních orgánů bank, dividendovou politiku, otázky privatizace aj. zásadní záležitosti

⁸⁷ Tento text vznikl v rámci grantu GAČR č. 402/00/0312 „Komparace vývoje bankovního sektoru ve světě a v České republice v 90. letech“

státem vlastněných bank. Výkon vlastnických práv státu však patří k nejvíce kritizovaným stránkám činnosti bankovní trojky a státního vlastnictví v bankách obecně. Zcela jednoznačně dokládá, že státní vlastnictví je těžko definovatelné a že obtížné je také jeho vymezení. Státní vlastnictví navíc dává výraznou, často až neomezenou moc do rukou managementu bank. Je skutečností, že ani legislativně nebyla a není tato oblast v České republice dostatečně zajištěna a právě v současné době (leden 2000) projednává Poslanecká sněmovna vládní návrh na řadu let chybějící rámcové právní úpravy postavení a jednání státu v majetkoprávních vztazích. Co se týká „bankovní trojky“, ČNB na počátku roku 1999 od účasti v ní odstoupila vzhledem k tomu, že by mohlo dojít ke konfliktu zájmů. ČNB plní úlohu regulátora bankovního sektoru a poskytuje vládě svá odborná stanoviska. Nemůže proto řídit či ovlivňovat vlastnická práva v bankách. Protože předseda výkonného výboru FNM je jako člen prezidia FNM podřízen předsedovi FNM, kterým je ministr financí, dochází k posílení vlivu Ministerstva financí na dění v bankovním sektoru, resp. ve státem vlastněných bankách. Bankovní trojka tak přestala existovat.

Dlouhodobá strategie privatizace v České republice se postupně změnila a převážil názor, že stát se zcela vzdá svého podílu ve velkých bankách. Došlo ke změně analogické změnám v téměř všech tranzitivních ekonomikách: bez ohledu na počáteční strategii převážil názor o nezbytnosti a výhodnosti privatizace velkých domácích bank zahraničními investory⁸⁸. V rukou státu by tak měl postupně v České republice zůstat určitý podíl pouze v některých specializovaných bankách, které podporují vybrané vládní programy. Shoda existuje také v tom, že by se mělo jednat o prodej státního podílu strategickému investorovi. Jedná se o způsob privatizace, který je doporučován i mezinárodními institucemi, např. EBRD.

Převod vlastnictví na nového nezávislého strategického investora není jednoduchou záležitostí a přináší celou řadu problémů. Jedním ze základních je problém ocenění prodávaného majetku. U veřejnosti a často i u řady ekonomů a vládních činitelů se bude (často z politických důvodů) vždy objevovat názor, že cena je velice nízká nebo že k prodeji dochází za pro stát nevýhodných podmínek. Při vědomí si všech nejasností a existujících diskusích je příznivé, že v České republice panuje shoda v tom, že minimalizovat cenová rizika spojená s prodejem strategickému partnerovi je možné výběrovým řízením. V případě prodeje podílů v bankách se většinou jedná o představu zahraničního investora z finančního sektoru, který získá významnou nebo majoritní majetkovou účast. Očekává se, že strategický investor nabídne (na rozdíl od institucionálního investora) nejen kapitál (peníze), ale např. i distribuční síť, know how, management atd. Významným argumentem je také skutečnost, že zahraniční investor eliminuje politické vlivy při alokaci úvěrů a zvyšuje efektivnost nejen jednotlivých bank, ale i bankovního sektoru jako celku. Domácí bance také obvykle přináší vyšší rating a v každém případě se vstup renomovaného zahraničního investora odráží ve vyšší transparentnosti banky.

Diskutabilní je při prodeji zahraničnímu strategickému investorovi rozhodnutí, zda má být kladen důraz na rychlost privatizace nebo naopak na dlouhodobější hledání

⁸⁸ Polouček, S.: České bankovníctví na přelomu tisíciletí. Ostrava, Ethics 1999, s. 98-116.
Kašová, K.: Hledám strategického partnera. Finance a úvěr, 2000, č. 1, s. 50.

co nejvhodnějšího strategického partnera. Diskuse se vedou také o tom, zda je možné v určité fázi výběrového řízení udělit některému zájemci exkluzivitu a jaké by tato exkluzivita měla mít podmínky. K udělení exkluzivity je prodávající (stát) často nucen skutečností, že není příliš mnoho vážných zájemců o koupi. Namítnout je možné pochopitelně to, jakým způsobem byl prodej banky prezentován. Zkušenosti Maďarska ukazují, že úsilí a trpělivost mohou být při hledání strategického partnera pro domácí banky vhodné, zvláště v případě nalezení skutečně nezávislého zahraničního investora⁸⁹. Za zmínku stojí i zkušenosti Polska, které se v podstatě neúspěšně snažilo nahradit eklektickou privatizací bank spojenou se strategickým investorem koncepcí, ve které strategický investor chyběl. Vrátilo se však k takovému způsobu privatizace, při které byla investorovi nabízena majoritní majetková účast.

Co se týká kritérií pro výběr investorů, v České republice je zdůrazňována především jeho dostatečná kapitálová síla, zkušenost s řízením podobné finanční instituce a možnost předat odpovídající know how. Investoři by měli v případě velkých českých bank souhlasit také se zachováním jména banky a s podmínkou držet nakoupené akcie minimálně po dobu pěti let. Samozřejmostí je absence konfliktu zájmů a v některých případech je požadován vyšší rating, než má privatizovaná banka⁹⁰. V neposlední řadě je kritériem také navrhovaná cena. Objevovaly se však i názory, které kritérium ceny zpochybňovaly a na prvé místo řadily obchodní strategii privatizované banky, zvláště její očekávaný postoj vůči podnikatelským subjektům.

Závažným problémem privatizace bank je také rozhodnutí, zda by měl stát tyto banky očistit od ztrátových úvěrů předtím, než přistoupí k jejich privatizaci. Ve většině tranzitivních ekonomik provázel prodej bank ozdravný proces⁹¹ a také společnosti Merrill Lynch a Goldman Sachs (pověřené přípravou privatizace České spořitelny a Komerční banky) takový postup doporučovaly. Napjatost mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu ale nevytváří pro oddlužení bank příliš mnoho prostoru. Je navíc velice diskutabilní, zda očištění portfolií bank zvýší zájem o ně a přiláká více investorů. Na druhé straně pokud vláda nepřijme ozdravný program, nelze z prodeje očekávat příliš vysoké výnosy. Jedná se o jednu ze zásadních otázek, ale v České republice jak minulá vláda, tak i vláda současná několikrát zdůraznily, že v případě ČS a KB dávají přednost rychlému prodeji bez oddlužení. Na Slovensku se předpokládá prodej VÚB a Slovenské spořitelny v letech 2000-2001. Zvažuje se přitom očištění portfolií bank a navýšení základního jmění. Problém zda zbavit banky špatných úvěrů před jejich privatizací je evidentně ryze ekonomický: je třeba posoudit, zda náklady na oddlužení nebudou vyšší, než případné vyšší příjmy z privatizace bank.

V České republice přesto k určité restrukturalizaci portfolií KB a ČS před jejich prodejem dochází. Ve své podstatě se jedná o vynucenou restrukturalizaci, kdy stát musí očistit bilanci banky a pomoci dosažení požadované kapitálové přiměřenosti.

⁸⁹ Bonin, J.P. – Mizsei, K. – Székely, I.P. – Wachtel, P.: *Banking in Transition Economies*. Edward Elgar 1998, s. 44.

⁹⁰ Tak tomu je i v případě prodeje České spořitelny rakouské Erste Bank, která má nejen vyšší rating než ČS, ale i vyšší rating než Česká republika.

⁹¹ Jedinou výjimkou byla česká Živnostenská banka, privatizovaná v roce 1992.

Analogický charakter mají záruky, poskytnuté všem velkým českým bankám⁹². Pomocí bankám může být i revitalizační program vlády. Pokud budou úvěry některých problémových klientů velkých bank garantovány státem, banky budou moci snížit rezervy a opravné položky.

Je skutečností, že proces privatizace bankovního sektoru postupuje ve středoevropských tranzitivních ekonomikách a zvláště v České republice relativně velice pomalu. V zahraničí je takový postup považován za slabé místo celého procesu transformace. Objevují se i názory, že lepší hospodářské výsledky Polska a Maďarska jsou ovlivněny rychlejší privatizací bankovního sektoru než v České republice⁹³. Na druhé straně nelze proces privatizace bank tranzitivních ekonomik srovnávat s privatizací bank v ekonomicky vyspělých zemích ani s jeho rychlostí. Pokud si navíc uvědomíme, že podíl zahraničního kapitálu v bankovním sektoru není ani v řadě ekonomicky vyspělých zemí vysoký⁹⁴ a prodej zahraničnímu strategickému investorovi je jedinou reálnou cestou privatizace v tranzitivních ekonomikách, může se objevit nad doporučením privatizovat celý bankovní sektor strategickými investory řada dalších úvah a pochybností. Z tohoto hlediska je třeba posuzovat i různá srovnání reform bankovního sektoru (tabulka 1).

3. Privatizace bank v Polsku, Maďarsku a na Slovensku

Relativně dynamicky proběhl proces privatizace bank v Polsku, přestože začal poměrně pozdě a v první fázi byl velice pomalý. Důvodem byl především fakt, že v Polsku se pokoušeli postupně opustit původní „eklektickou“ strategii privatizace. Ta předpokládala vyhledání jednoho nebo několika strategických zahraničních investorů, prodej další části akcií drobným a části velkým domácím investorům prostřednictvím kapitálového trhu, části akcií zaměstnancům za zvýhodněných podmínek a konečně část akcií měla být ponechána v rukou státu. První privatizační kroky začaly v duchu této strategie a byly relativně úspěšné. Původně mělo být tímto způsobem do konce roku 1995 privatizováno 9 regionálních bank, které vznikly rozdělením komerčního portfolia Národní banky Polska, a také jedna z největších polských bank Bank Handlowy. Po jejím prodeji a prodeji 4 regionálních bank touto formou (Initial Public Offering) však pokračovala privatizace dalších polských bank v duchu upraveného scénáře: stále více byl zdůrazňován význam získání zahraničních strategických investorů.

⁹² Polouček, S.: České bankovníctví na přelomu tisíciletí. Ostrava, Ethics 1999, s. 117-125.

⁹³ První viceprezident EBRD D. Hexter se v tomto duchu vyjádřil v souvislosti s investicí EBRD do ČS v polovině roku 1998 (Hospodářské noviny, 1998, č. 111, s. 2).

⁹⁴ Podle údajů BIS se podílejí aktiva zahraničních bank na celkovém objemu aktiv v Japonsku kolem 2 %, v Jižní Koreji kolem 5 %, v Brazílii a Mexiku kolem 10 %, v Chile a Argentíně přes 20 % a v USA kolem 24 % (Economist, 1997, November 15).

	Stupeň bankovní reformy	Peníze (broad money) v % HDP	Úvěry soukromému sektoru v % HDP	Podíl špatných úvěrů na celkovém objemu úvěrů (v %)	Podíl státních bank na aktivech bank (v %)	Celkový počet bank	Počet bank vlastněných zahraničními investory	Počet obyvatel (v tisících) na banku	HDP na obyvatele (v USD)
Česká republika	3,0	70,3	60,1	26,7	18,8	43	13	240	5 479
Maďarsko	4,0	45,1	22,8	5,9	11,8	40	27	252	4 730
Polsko	3,3	42,0	20,6	11,5	48,0	83	31	466	3 887
Slovensko	2,7	64,9	44,2	44,3	50,0	24	8	225	3 793
Bulharsko	2,7	30,6	14,2	12,9	66,0	28	7	296	1 315
Rumunsko	2,3	18,9	12,8	34,2	74,6	36	16	619	1 695
Albánie	2,0	52,0	3,8	91,3	89,9	9	3	356	930
Chorvatsko	2,7	40,7	40,1	14,6	37,5	60	11	75	4 820
Makedonie	3,0	14,1	20,5	32,7	0,7	24	5	83	1 548
Slovinsko	3,0	51,6	32,5	11,5	41,3	34	3	59	9 779
Estonsko	3,3	35,3	25,3	4,0	7,8	6	2	242	3 593
Litva	2,7	24,5	14,1	6,3	8,5	27	15	89	2 622
Lotyšsko	3,0	19,5	9,5	12,9	45,3	10	5	370	2 890
Rusko	2,0	16,9	12,7	4,6	42,2	1 476	29	99	1 867

Údaje za konec roku 1998, Albánie a Bulharsko za 1997.

Pramen: EBRD Transition Report, November 1999. Podle: Banker, 1999, December, s. 44.

Prodejem strategickému investorovi byly potom privatizovány další dvě regionální banky a druhá největší polská banka – Pekao. Jedná se v podstatě o spořitelnu, která přijímá depozita drobných klientů v zahraničních měnách. Její privatizace byla zahájena tím, že v polovině roku 1998 bylo prodáno prostřednictvím burzy ve Varšavě drobným investorům 15 % akcií banky. Ve druhé polovině roku 1998 bylo potom nabídnuto strategickému investorovi 55 % akcií Pekao, objevovaly se ale pochybnosti o tom, jak bude podíl prodán. Poláci totiž mají tendenci ponechat banky pokud možno v domácích rukou a dodnes se velice často ozývají hlasy, že rychlost privatizace by měla být regulována s ohledem na finanční potenciál polských investorů⁹⁵. Zahraniční investoři se proto obávali, že by mohl být v případě Pekao opakován průběh veřejné soutěže s Powszechny bank kredytowy (PBK)⁹⁶. Vyhlášenou veřejnou soutěž (open tender) na akcie PBK vyhrála jihokorejská firma Samsung, vláda ale tender zrušila a prodala banku za sníženou cenu domácímu konsorciu firem. Takovým úvahám nahlížel i

⁹⁵ Nesterak, J. – Kołodziej-Hajdo, M.: Polish Banking System Heading European Union Integration. In: Future of the Banking after the Year 2 000 in the World and in the Czech Republic. III. Part I. Karviná, OPF SU 1998, s. 314.

⁹⁶ Polish banks. Fear of foreigners. Economist, 1998, June 20th, s. 89.

samotný průběh privatizace Pekao – nabídka byla zaslána nejen renomovaným světovým finančním institucím jako jsou Bank of America, Chase Manhattan, GE Capital aj., ale i domácí bance Bank Handlowy. Ta poměrně dlouho o vstup do banky Pekao usilovala. Úspěšná privatizace banky Pekao tak, že strategickým zahraničním investorem se v roce 1999 stala italská Unicredito, do značné míry uklidnila jak zahraniční investory, tak domácí kritiky privatizačního procesu.

Přes veškeré změny ve strategii vlastní privatizace bank sleduje polská vláda záměr privatizovat celý bankovní sektor a objevují se také snahy uskutečnit fúze mezi domácími bankami. I proto je privatizace posledních tří bank z bank vzniklých vydělením z centrální banky⁹⁷ stále nejasná. Prosazuje se navíc názor, že by bylo vhodné před prodejem tyto banky očistit od špatných úvěrů. Restrukturalizaci vyžadují také další dvě velké státem kontrolované banky – Powszechna Kasa Oszczędności-Bank Państwowy (PKO), která je spořitelnou přijímající depozita v domácí měně a poskytující úvěry na výstavbu domů a bytů, stejně jako Bank Gospodarki Żywnościowej, která zastřešuje lokální družstevní banky. V PKO si chce stát ponechat vzhledem k jejímu charakteru i závazkům z minulosti majoritní podíl co možná nejdéle.

V Maďarsku byla vytýčena strategie privatizace bankovního sektoru v roce 1992. Jejím záměrem bylo dosáhnout v bankách takové vlastnické struktury, aby stát v žádné z nich nevlastnil do konce 90. let více než 25 % akcií. Strategie zahrnovala podporu vstupu zahraničních strategických investorů a vyčištění portfolia bank před privatizací⁹⁸. Bankovní krize v roce 1993 privatizaci posunula a první privatizovanou bankou byla v roce 1994 Magyar Külkereskedelmi Bank. I další privatizované banky byly prodávány zahraničním investorům⁹⁹ a tak jedinou výjimkou zůstala Országos Takarékpénztár és Kereskedelmi Bank (OTP), největší maďarská banka se 430 pobočkami. Jedná se v podstatě o spořitelní instituci, přestože v posledních letech změnila svůj charakter na universální banku. Její privatizace začala v roce 1995 a byla dokončena v roce 1997 metodou směřující ke smíšené vlastnické struktuře (Initial Public Offering). Nebyl hledán strategický investor a žádný z domácích nebo zahraničních investorů nemohl získat více než 10 % akcií, zahraniční fondy přitom nemohou mít v maďarské firmě více než 5 % podíl. Struktura akcionářů OTP je uvedena v tabulce 2 a jak je zřejmé, silná pozice státu je dána „zlatou“ akcií. V rukou státu tak zůstávají v Maďarsku pouze dvě specializované banky: Exim Bank a Hungarian Development Bank.

⁹⁷ Jedná se o Pomorski Bank Kredytowy ve Štětíně, Bank Depozytowo-Kredytowy v Lubline a Powszechny Bank Gospodarczy v Lodži.

⁹⁸ Bonin, J.P. – Mizsei, K. – Székely, I.P. – Wachtel, P.: *Banking in Transition Economies*. Edward Elgar 1998, s. 34.

⁹⁹ Macháček, M.: Dvanáct let poté: historie a současnost komerčního bankovníctví v Maďarsku. In: *Perspektivy bankovníctví po roce 2 000 ve světě a v České republice*. III. Část II. Karviná, OPF SU 1998, s. 165.

Tabulka 2: Struktura majitelů OTP (k 31.12.1997)

	podíl v %
institucionální investoři	55,40
domáci	23,80
samosprávy sociálního zabezpečení	17,98
jiné samosprávy	1,85
ostatní institucionální investoři	3,97
zahraniční	31,60
drobní investoři	34,8
domáci	34,70
zahraniční	0,10
vlastní akcie	2,70
zlatá akcie	0,00
zaměstnanci banky	7,10

Pramen: Nagy, I.: Průběh privatizačního procesu
v maďarském bankovním sektoru.
Hospodářské noviny, 1998, č. 233, s. 9.

Privatizace i její průběh jsou v Maďarsku hodnoceny velice pozitivně z celé řady důvodů. Privatizované banky jsou většinou ziskové, jejich úvěrová portfolia zahrnují pouhých 1,7 % klasifikovaných úvěrů, jsou konkurenceschopné vůči zahraničním bankám a problém jim nedělá ani přizpůsobení pravidlům podnikání v EU. Potvrzuje se, že pro efektivní fungování bankovního sektoru je privatizace nezbytná. V Maďarsku byla navíc spojena s liberální licenční politikou vůči zahraničnímu kapitálu. Spojení velkých zahraničních domů s relativně malými maďarskými bankami znamená, že strategie maďarských bank se jednoznačně odvíjí od strategie jejich mateřských firem. To do určité míry vylučuje vzájemné propojení maďarských bank.

Na Slovensku je uznávána nutnost privatizace bank až v posledních letech. Ještě v březnu 1997 totiž schválil Parlament SR zákon, omezující privatizaci klíčových peněžních ústavů. Podle něho měly být do roku 2003 z privatizace vyjmuty Slovenská spořitelna (SLSP) a Slovenská pojišťovna (SP). Na rozdíl od původní verze zákona byla v dubnu 1997 otevřena otázka privatizace Všeobecné úvěrové banky (VÚB) a Investiční a rozvojové banky (IRB). Zdrženlivý postoj k návrhům na privatizaci zaujala NBS. Na Slovensku tak teprve končí předprivatizační etapa a začíná vlastní privatizace. Vláda vybrala poradce pro privatizaci VÚB, SLSP a Banky Slovakia – stala se jím společnost J.P. Morgan. Vláda také začala s očišťováním bank od klasifikovaných úvěrů a na počátku roku převedla z VÚB a SLSP do Konsolidační banky a nově zřízené Slovenské konsolidační pohledávky za 76 mld. Sk. Prodej těchto tří bank by měl být ukončen v roce 2001.

O tom, zda je privatizace v bankovním sektoru tranzitivních ekonomik, resp. českých bank rychlá či pomalá, se vedou diskuse již delší dobu. Je skutečností, že zatímco v Maďarsku a zvláště v Polsku byl v počátečních obdobích po transformaci proces privatizace pomalejší, v současné době byla s větším či menším úspěchem

privatizace bankovního sektoru v podstatě dokončena (Maďarsko) či je před ukončením (Polsko), stejně jako privatizace státních podílů ve strategických oblastech podnikání.

4. Privatizace bank v České republice a strategií investoři

Způsob privatizace bank, její postup a rychlost úzce souvisí s žádoucím ukončením celého procesu podnikové restrukturalizace¹⁰⁰, resp. může být i inicializací restrukturalizace. V České republice měla být privatizace bankovního sektoru završením privatizačního procesu, završením následujícím za privatizací strategických oblastí podnikání. Dosavadní průběh a současný stav privatizace ale potvrzují názor, že privatizace řady sektorů ekonomiky bude ještě relativně dlouhodobým procesem. V bankovním sektoru dochází naopak přes existující zpoždění k poměrně rychlým a výrazným změnám. V dnešních dnech přitom už existuje pouze málo zastánců názoru, že privatizace českého bankovníctví je a byla dostatečně rychlá a odpovídajícím způsobem ovlivnila a podnítila privatizaci ekonomiky.

Vlastní proces privatizace velkých bank přitom není možno považovat za jednoduchý a za pouze technický úkol. V případě hledání strategického investora je třeba vzít v úvahu, že existuje relativní nedostatek kapitálu, probíhají globalizační tendence a je dostatek investičních příležitostí v řadě dynamicky se rozvíjejících regionů. To vyžaduje pečlivě připravit nejen jednotlivé privatizační kroky, ale i způsob oslovení investorů a strategii jednání s nimi. Je také třeba si uvědomit, že špatné banky se prodávají špatně. Svědčí o tom příklad Itálie, kde bylo 7 z 10 největších bank veřejným vlastnictvím (publicly controlled) a byly uváděny jako příklad špatného řízení. Výnosnost kapitálu (ROE) italských bank činila v letech 1993-1995 pouhých 2 %¹⁰¹ a nabídky na prodej dlouho nenacházely odpovídající kupce. Až v posledních letech se podařilo díky restrukturalizaci banky prodat.

Prodej strategickému investorovi je časově náročnější, než jiné metody privatizace. Zrychlit celý proces vyjednávání a samotné privatizace může exkluzivita jednání s určitým zájemcem. K takovému kroku je prodávající (stát) často nucen skutečností, že není příliš mnoho vážných zájemců o koupi. Jedná se však o krok, který má i negativní stránky, především omezuje konkurenční tlaky na kupujícího. To je jedním z důvodů, proč bývá exkluzivita odmítána a kritizována. Svědčí o tom i průběh privatizace České spořitelny (ČS) a její prodej rakouské Erste Bank. V případě ztroskotání jednání s institucí, které byla exkluzivita udělena, je navíc úspora času velice relativní. Pokud by se např. nepodařilo uzavřít smlouvu o prodeji ČS s Erste Bank, která měla exkluzivitu do konce ledna 2000, muselo by proběhnout nové výběrové řízení a prodej by se podle některých odhadů neuskutečnil dříve než v prosinci 2000.

Na jedné straně jsou při jednání s partnerem, který má exkluzivitu, jednání obvykle velice tvrdá. Partneri zkoušejí svoji sílu. Při prodeji ČS Erste Bank nebyla např.

¹⁰⁰ Chvojka, P.: Finanční kontext procesu privatizace a restrukturalizace zemí střední a východní Evropy (Česká republika, Polsko, Maďarsko). Praha, ČSOB 1998, s.16.

¹⁰¹ Arrivederci, privatisation. Economist, 1996, December 21, s. 118.

ani konečná nabídka ceny ze strany Erste Bank, kterou doručil Řídícímu výboru pro privatizaci banky poradce Merrill Lynch, „úplně“ konečná. Nikdo pochopitelně zvýšení ceny nebránil¹⁰². Vliv na změnu rozhodnutí Erste Bank snad mohla mít (byť diskutabilní) dodatečná nabídka IPB a Nomury. Přesto je cena 19 mld. Kč za 52 % akcií výrazně nižší než náklady státu na očištění spořitelny od špatných úvěrů. Je to ale o 30 % více, než činila v době prodeje tržní cena těchto akcií na pražské burze. Na druhé straně mohou být při vzájemných jednáních konkretizovány a objasněny veškeré představy i výhrady obou partnerů, což je těžko možné při prodeji více zájemcům. Svědčí o tom opět např. jednání o problémových pohledávkách ČS při jednáních s Erste Bank. Před podpisem kupní smlouvy by měla být (únor až březen 2000) uzavřena dohoda o záručním mechanismu (ring fencing) mezi Erste Bank a státní Konsolidační bankou. Podle ní bude mít Erste Bank nárok převést určité přesně vymezené úvěry v objemu 20-25 mld. Kč na Konsolidační banku, pokud se zhorší během jednoho roku jejich návratnost. A naopak, KOB má právo si v případě zájmu koupit část z vymezených aktiv.

Problémem je, že pokud by byla ČS již před zahájením privatizačního procesu očištěna, jednání mohla probíhat poněkud jiným způsobem. Otázka očištění bank a ceny, za kterou je možno je prodat před očištěním a po něm, je však předmětem diskusí. Celá řada ekonomů považuje rozhodnutí vlády preferovat prodej spořitelny bez očištění úvěrového portfolia za zásadní chybu. Proto také neměl na informační memorandum odpovědět dostatečný počet seriózních investorů. Na takovém výsledku se však měla podílet i špatná prezentace prodeje¹⁰³. Zpochybňován je i fakt, že Erste Bank získala exkluzivitu v září 1999 a až v listopadu 1999 vláda rozhodla o dalším očištění ČS o 33 mld. Kč špatných úvěrů. Je však třeba přiznat, že vláda o takovém kroku uvažovala již dříve a informaci o plánovaném očištění, resp. požadavek na investory nabídnout cenu za banku „očištěnou“ a „neočištěnou“, mělo předem všech zhruba sedm zájemců o privatizaci spořitelny.

Při privatizaci bank je třeba najít kompromis mezi posouzením úrovně bank (které se odráží v jejich ceně) a zájmem investorů. Úroveň bank a jejich ocenění závisí nejen na kvalitě úvěrového portfolia a hodnotě zástav přijímaných proti úvěrům, ale také na jejich kapitálovém vybavení. V úvahu je však nutno vzít i další okolnosti. Kritérii posuzovanými např. podle managementu ČSOB při její privatizaci zahraničními strategickými investory byly ziskovost, lokální obchodní jméno, schopnosti pracovníků, výsledky managementu, synergické efekty, schopnost přidat ke stávající nabídce nové produkty, znalost prostředí regionu, přístup ke klientům a růstový potenciál. Právě u prvních 6 uvedených kritérií měla být atraktivita ČSOB velmi vysoká. Strategičtí investoři mají zájem na maximálním omezení rizika, vyplývajícího z kvality aktiv (především úvěrů) bank, a na dosažení očekávaného výnosu investice. Pro jejich rozhodování je také důležité, jaké budou mít možnosti ovlivňovat řízení banky.

¹⁰² V tomto duchu se vyjádřil místopředseda vlády P. Mertlík, který uvedl, že „Erste podala konečnou nabídku a vyjádřila se, že ji už měnit nebude. Ale kdyby se rozhodla cenu zvýšit, tak jí v tom nikdo bránit nebude“ (Hospodářské noviny, 1999, č. 251, s. 3).

¹⁰³ Staník, J.: Privatizace bank je jako špatně rozehraná partie. Hospodářské noviny, 2000, č. 9 (13. ledna), s. 8.

5. Závěr

Prodávající (vláda) využívá zvláště v případě prodeje strategickému investorovi investiční poradce¹⁰⁴. V podstatě také proto ví o možné ceně prodávané banky a pokud se představy kupujícího podstatným způsobem liší, nemělo by být jednání příliš protahováno. Je nicméně otázkou politickou, jestli v takovém případě neúspěch jednání přiznat a jakým způsobem. Odmítnutí nabídky se nepochybně odrazí především v ceně prodávané banky, resp. v kurzu jejich akcií na burze. V případě České republiky by pod tímto zorným úhlem měla být posuzována i probíhající privatizace Komerční banky, dění kolem IPB a řada dalších otázek spojených nejen s bankovním sektorem.

Abstract

Privatisation of banks is one of crucial problems in the transition process. There are several approaches applied in central european economies (Poland, Hungary, Czech Republic, Slovak Republic, etc.) and views on privatisation changed several times during last 10 years. Historical experience shows that banks must be sold to the strategic investor of higher rating than the rating of privatised bank is. The particular process is very complicated and pros and cons of possible solutions are discussed in the paper.

Literatura:

- [1] Bonin, J.P. – Mizsei, K. – Székely, I.P. – Wachtel, P.: Banking in Transition Economies. Edward Elgar 1998.
- [2] Future of the Banking after the Year 2 000 in the World and in the Czech Republic. III. Part I. Karviná, OPF SU 1998.
- [3] Future of the Banking after the Year 2 000 in the World and in the Czech Republic. IV. Karviná, OPF SU 1999.
- [4] Chvojka, P.: Finanční kontext procesu privatizace a restrukturalizace zemí střední a východní Evropy (Česká republika, Polsko, Maďarsko). Praha, ČSOB 1998.
- [5] Kašová, K.: Hledám strategického partnera. Finance a úvěr, 2000, č. 1.

¹⁰⁴ Poradci z řad globálních investičních bank, kteří mají přehled o dění ve světě financí a disponují expertními týmy zaměřenými na fúze a akvizice, mají v procesu privatizace velice důležitou úlohu. V České republice vyhlásil FNM koncem roku 1997 výběrové řízení na poradce v procesu privatizace a z 26 uchazečů vybral pro Komerční banku společnost Goldman Sachs (spolupracuje s Expandia Finance), pro Českou spořitelnu společnost Merrill Lynch (spolupracuje s Patria Finance) a pro ČSOB společnost Schroders (spolupracovala s Wood and Company). Jejich jména jsou nejen zárukou standardnosti a transparentnosti privatizačního procesu, ale mohou ovlivnit také jeho průběh. Poradci provádějí podrobný monitoring zájmu zahraničních investorů, zpracovávají celkovou privatizační koncepci i formulují konkrétní řešení majetkových a dluhových vazeb. Cílem je stabilní a funkční akcionářská struktura, která umožní efektivní výkon vlastnických práv.

- [6] Mejstřík, M. (ed.): The Privatisation Process in East-Central Europe. Evolutionary Process of Czech Privatizations. Dordrecht-Boston-London, Kluwer Academic Publishers 1997.
- [7] Perspektivy bankovníctví po roce 2 000 ve světě a v České republice. III. Část II. Karviná, OPF SU 1998.
- [8] Polouček, S.: České bankovníctví na přelomu tisíciletí. Ostrava, Ethics 1999.

MOŽNOSTI APLIKACE METODY VALUE AT RISK PŘI STANOVENÍ KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI KOMERČNÍCH BANK¹⁰⁵

Zdeněk Zmeškal

Klíčová slova

Value at Risk, kapitálová přiměřenost, parametrická-kovarianční metoda, historická simulace, simulace Monte Carlo, stres test, zpětný test

1. Úvod

Pro vývoj světového hospodářství je charakteristická globalizace a propojování finančních trhů. Jedním z nesporných cílů a motivů směřování české ekonomiky je být součástí těchto procesů, což v sobě rovněž zahrnuje být součástí Evropské Unie. Příkladem sjednocování pravidel v oblasti bankovníctví je regulace bankovních rizik prostřednictvím nástrojů kapitálové přiměřenosti. V EU je kapitálová přiměřenost řízena dle dohod Basilejského výboru pro bankovní dohled z roku 1988 včetně dodatku z roku 1996 [viz.1]. V České republice jsou tato pravidla zapracována do „Opatření ČNB č.3 ze dne 28.6. 1999 o kapitálové přiměřenosti bank zahrnující úvěrové a tržní riziko“ [viz. 5], které v brzké době nabyde účinnosti.

Podle uvedeného přístupu se rozlišuje bankovní portfolio, u něhož jsou rizika odvozována z předpokladu, že finanční produkty budou drženy do doby zralosti a obchodní portfolio, které slouží k provádění finančních transakcí. V zásadě lze rozlišit dvě základní skupiny měřených rizik - úvěrové riziko a tržní riziko.

Pro *úvěrové riziko* je stanovena standardní metodika s použitím rizikových faktorů, konverzních faktorů a úvěrových ekvivalentů. Týká se měření úvěrového rizika bankovního portfolia a rizika úvěrové angažovanosti včetně úvěrových limitů.

Druhou skupinu tvoří *tržní riziko* (včetně opčního rizika), které je dáno zejména úrokovým, akciovým, měnovým a komoditním rizikem. To je možné stanovit jednak (1) standardním postupem pomocí koeficientů úrokových, měnových, korekčních a (2) pomocí metody Value at Risk (VAR). Postupy a možnosti použití této metody jsou předmětem tohoto příspěvku.

¹⁰⁵ Výzkum byl podpořen projektem grantové agentury České republiky (GAČR) CEZ: J 17/98: 75100015

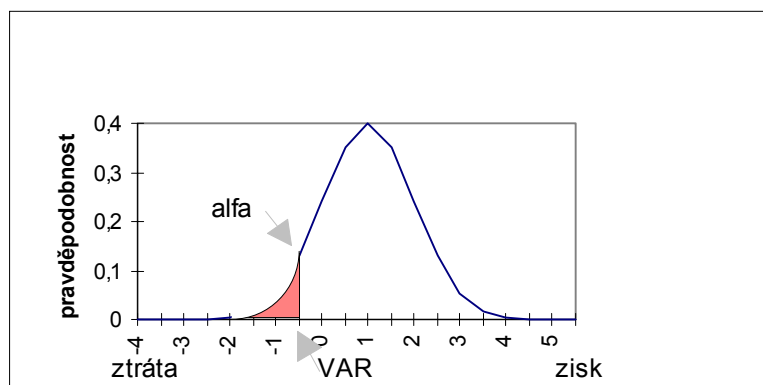
2. Charakteristika metody Value at Risk

Value at Risk - hodnota rizika (VAR) je definována jako největší predikována ztráta na uvedené hladině rizika (pravděpodobnosti) za určitou časovou periodu.

Pro portfolio aktiv se jedná tedy o to, aby pravděpodobnost, že z portfolio bude zisk ($\Delta\tilde{\Pi}$) menší než předem stanovená hladina zisku (-VAR), byla rovna stanovené hladině rizika (α). To vychází z toho, že zisk se dá vyjádřit jako záporná ztráta. Tedy formálně se to dá zapsat následovně:

$$\Pr(\Delta\tilde{\Pi} \leq -\text{VAR}) = \alpha, \quad (1)$$

přítom vlnkou je a bude dále označena náhodná veličina a VAR tedy znamená ztrátu při dané hladině α . Graficky je tento princip znázorněn na obrázku.



Je tedy zřejmé, že rozhodující je zjistit rozdělení pravděpodobnosti příslušné hodnoty portfolio aktiv a z toho odvodit hodnotu VAR pro dané α .

3. Metody stanovení VAR

V zásadě existují tři postupy jak stanovit VAR (1) metoda *parametrická - kovarianční*, (2) metoda *historických simulací*, (3) metoda *simulací Monte Carlo*.

U metody parametrické-kovarianční se předpokládá, že lze vyjádřit výnosy nebo přírůstek hodnoty aktiv jako náhodnou funkci vybraných faktorů pomocí některého z parametrických pravděpodobnostních rozdělení (normální, beta, gamma apod.) a z toho následně stanovit VAR.

U metody historických simulací je rozdělení pravděpodobnosti portfolio získáno pomocí simulací scénářů možného vývoje. Přitom tyto scénáře jsou generovány na základě v minulosti uskutečněných scénářů.

U metody Monte Carlo je rozdělení pravděpodobností portfolio aktiv rovněž získáno pomocí scénářů, ty jsou však generovány náhodně na základě předpokladu o rozdělení pravděpodobnosti a typu stochastických procesů jednotlivých faktorů a proměnných.

3.1. Popis parametrické-kovarianční metody

U této metody se vychází ze známých stochastických finančních modelů pro jednotlivé finanční produkty. Obecně lze vyjádřit náhodný výnos aktiva ($\tilde{R}_i$) jako funkci náhodných faktorů pomocí aproximace Taylorovým rozvojem.

$$\tilde{R}_i = P_{0,i}^{-1} \cdot \sum_j \sum_n \frac{1}{n!} a_{ij}^{(n)} \cdot \Delta \tilde{F}_j^n + \tilde{u}_i, \quad (2)$$

kde $P_{0,i}$ je výchozí cena aktiva, $a_{ij}^{(n)} = \frac{d^{(n)} P_i}{dx_j^n}$ je parametr citlivosti jako n-tá derivace, $\tilde{F}_j^n$ je náhodný faktor (jeho n-tá mocnina), $\tilde{u}_i$ je reziduální chyba pro dané finanční aktivum.

Jako zjednodušené příklady aplikace tohoto obecného přístupu lze uvést jednofaktorový model SML (security market line) pro akcie,

$$\tilde{R}_i = \alpha_i + \beta_i \cdot \tilde{R}m_i + \tilde{u}_i, \quad (3)$$

kde β_i je beta koeficient daného aktiva a $\tilde{R}m_i$ je náhodný vývoj tržního portfolia (burzovního indexu).

Příkladem modelu pro aktiva s pevnými výnosy (obligace), které jsou ovlivněny zejména vývojem a tvarem výnosových křivek je tento model,

$$\tilde{R}_i = -MD_i \cdot \Delta \tilde{y}_i + 0,5C_i \cdot \Delta \tilde{y}_i^2 + \tilde{u}_i, \quad (4)$$

kde MD je modifikovaná durace, C konvexita a y výnos do splatnosti.

U opcí, jejichž cenové funkce jsou nelineární, lze uvést jako příklad funkci

$$\tilde{R}_i = P_{0,i}^{-1} \cdot (DELTA_i \cdot \Delta \tilde{S}_i + 0,5 \cdot P_{0,i}^{-1} \cdot GAMMA_i \cdot \Delta \tilde{S}_i^2 + VEGA_i \cdot \Delta \tilde{\sigma}_i) + \tilde{u}_i \quad (5)$$

kde delta a gamma jsou parametry citlivosti ve vztahu k podkladovému aktivu (S) a vega ve vztahu k volatilitě (σ).

Za předpokladu, že mezi rezidui a náhodnými faktory neexistuje statistická závislost lze střední hodnotu přírůstku hodnoty portfolia vyjádřit takto,

$$E(\Delta \tilde{\Pi}) = \bar{x}_{k,1}^T \cdot \bar{A}_{k,n} \cdot E(\bar{F}_{n,1}) + \bar{u}_{k,1}, \quad (6)$$

kde $\bar{x}$ je vektor absolutních hodnot jednotlivých aktiv v portfoliu, $\bar{A}$ je matice koeficientů $a_{ij}^{(n)}$ z (2), $E(F)$ je vektor středních hodnot faktorů, $\bar{u}$ je vektor reziduí, index T vyjadřuje transpozici, index k je počet aktiv a n počet faktorů.

Rozptyl přírůstku hodnoty portfolia je stanoven následovně,

$$\sigma^2(\Delta\tilde{\Pi}) = \vec{x}_{k,1}^T \cdot \vec{COVV}_{k,k} \cdot \vec{x}_{k,1}, \quad (7)$$

kde $\vec{COVV}_{k,k} = \vec{A}_{k,n} \cdot \vec{COVF}_{n,n} \cdot \vec{A}_{k,n}^T + \vec{U}_{k,k}$, přitom COVV, COVF a U jsou kovarianční matice mezi aktivy, faktory a rezidui.

Propočet VAR pro parametrickou metodu vychází z této úvahy, podle (1)

$\Pr(\Delta\tilde{\Pi} \leq -\text{VAR}) = \alpha$, po substituci $\tilde{g} = \Delta\tilde{\Pi} + \text{VAR}$, a normalizaci platí, že

$$\Pr\left[\frac{\tilde{g} - E(\tilde{g})}{\sigma(\tilde{g})} \leq \frac{0 - E(\tilde{g})}{\sigma(\tilde{g})}\right] = \alpha, \quad (8)$$

Pak, jestliže $\tilde{Z} = \frac{0 - E(\tilde{g})}{\sigma(\tilde{g})}$, podle (8) $F(\tilde{Z}) = \alpha$, kde F je distribuční funkce,

$$\text{a tedy } \tilde{Z} = F^{-1}(\alpha), \quad (9)$$

Zpětným dosazením za $\tilde{Z}$ a $\tilde{g}$ do (9) s využitím (6) a (7) lze určit výsledný obecný vztah

$$\text{VAR} = -F^{-1}(\alpha) \cdot \sigma(\Delta\tilde{\Pi}) - E(\Delta\tilde{\Pi}), \quad (10)$$

Je tedy zřejmé, že k určení VAR je nutné a postačující znát typ parametrického pr. rozdělení, rozptyl a střední hodnotu přírůstku hodnoty portfolia.

3.2 Porovnání vlastností metod pro stanovení VAR

Každá z výše uvedených metod představuje určitou přesnost a náročnost na zpracování. V následující tabulce je provedeno jejich základní porovnání z hlediska výhod, nevýhod a využitelnosti.

Metoda	Výhody	Nevýhody	Využitelnost
Parametrická -kovarianční	(1) Rychlé a jednoduché výpočty (2) Není potřeba historických dat, stačí kovarianční matice	(1) Méně přesné pro nelineární portfolia nebo nesymetrické pr. rozdělení	(1) Přesná pro tradiční produkty a lineární deriváty, méně přesné pro nelineární deriváty
Simulace Monte Carlo	(1) Přesné pro všechny produkty (2) Poskytuje celé pr. rozdělení aktiv (3) Pripouští užití různých pr. rozdělení a řeší tedy problém těžkých konců (4) Nepotřebuje všechna historická data	(1) Výpočetně a časově náročné (přeceňování portfolia pro každý scénář) (2) Kvantifikovatelné těžké konce jediné v případě, že pr. rozdělení je správně stanoveno	(1) Vhodné pro všechny typy produktů
Historická simulace	Body (1) (2) stejné jako u metody Monte Carlo (3) Není potřeba stanovit předpoklady o pr. rozdělení (4) Rychlejší než Monte Carlo (méně scénářů)	(1) Vyžaduje mnoho dat o denních výnosech a vývoji (2) Obtížné pro předvídaní dlouhých horizontů (3) Nepřesné pro malá rizika (1%) (4) Výpočetně a časově náročné (přeceňování portfolia pro každý scénář i když méně než u M-C metody) (5) Zahrnuje riziko těžkých konců jediné když historická data obsahují krajní události	(1) Vhodné pro všechny typy produktů

4. Podmínky uplatnění metody VAR pro stanovení kapitálové přiměřenosti

Pro výpočet hodnoty VAR lze podle pravidel kapitálové přiměřenosti dle [viz. 5] uplatnit některou z výše uvedených tří metod. Hodnota VAR se počítá každý den na minimálně desetidenní periodu. Úroveň rizika (α) je stanovena na 1%, tj. 99% konfidenční interval. VAR pro propočet kapitálu je stanovena jako větší z hodnot VAR předchozího dne (VAR_{-1}) a průměrné hodnoty za posledních 60 dnů ($VAR_{\Phi 60}$). Z takto vypočítané hodnoty VAR je potřeba kapitálu stanovena násobkem koeficientu jistění 3 plus faktoru k, který vyjadřuje počet převýšení VAR za posledních 250 dní, je v

intervalu od 0 do 1, a 1 znamená 10 a více převýšení. Obecně tedy kapitálový požadavek (KP) k zajištění rizika lze stanovit takto,

$$KP = \max(\text{VAR}_{-1}; \text{VAR}_{\Phi_{60}}) \cdot (3 + k), \quad (10)$$

Dalším požadavkem je provádění *stresových testů*, které slouží k hodnocení dostatečnosti kapitálové přiměřenosti při mimořádných situacích. Například jsou testovány scénáře historických krizových událostí jako byly např. černé pondělí (19. října 1987), válka v zálivu (3. srpna 1990), pád mexického peseta (23. ledna 1995), asijská krize (27. října 1997), devalvace rublu (27. prosince 1998) apod.

Dalším důležitým testem je *zpětné testování* modelů (back-testing), které spočívá v zjišťování, kolikrát byl na určité hladině spolehlivosti překročen zisk a kolikrát podkročena ztráta. Na základě získaných výsledků se posuzuje, zda tato vychýlení jsou stabilní a tedy zda používané modely lze považovat za stabilní a spolehlivé pro predikci VAR.

5. Závěr

Globalizace a propojování ekonomik a finančních trhů je zákonitě provázeno taktéž sjednocováním nástrojů pro regulaci a taktéž řízení finančních rizik. Zároveň impulzy kdekoliv na světě ovlivňují prostředí ve světovém hospodářství. Z toho plyne, že finanční trhy vykazují vyšší volatilitu a riziko. Proto také k jejich zvládnutí je nezbytné používat stále sofistikovanější a náročnější metody. Jednou z široce rozšířených a prakticky využívaných metod řízení a zajišťování rizik je metoda Value at Risk. Tu využívají nejsilnější světové finanční skupiny (J.P. Morgan, Standard&Poor apod.) a jejich zásluhou je tato metodologie hluboce rozpracovávána a je k dispozici široké skupině potenciálních uživatelů v mnoha oblastech. Jednou z nich je problematika regulace a řízení bankovních rizik, jak bylo ukázáno. Využití těchto sofistikovaných přístupů může přispět k větší stabilitě a spolehlivosti fungování bankovních systémů.

Abstract

Determination of the capital adequacy is one of the crucial problem concerning of the bank risk management. The application possibility of the value at risk (VAR) Method for the market assets risk determination is described. The parametric – covariance method is profoundly explained and historical and Monte Carlo simulation Methods including advantages and disadvantages are discussed, as well. Attention is also devoted to stress-testing and back-testing methodologies. Terms and pules for application VAR methodology under Czech bank conditions are explained.

Literatura

- [1] Basle Committee on Banking Supervision (1996). *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*. Bank for International Settlements, Basle, January
- [2] Fong, G. F., Vasicek, O. A. : Portfolio Risk Management. In: Fabozzi, E. J.: *Advances in Fixed Income Valuation Modelling and Risk Management*. New Hope, Pennsylvania, 1997, s. 317 – 326.
- [3] Hull, J. C.(1997), *Options, Futures, and other Derivatives*. Prentice Hall.
- [4] Laubsch, J. A.(1999): *Risk Management: Practical Guide*. Riskmetrics Group. J.P. Morgan
- [5] Opatření ČNB č.3 ze dne 28.6. 1999 o kapitálové přiměřenosti bank zahrnující úvěrové a tržní riziko. Věstník ČNB 12/1999 ze dne 19.7. 1999
- [6] Zenios, S. A. (1993): *Financial optimization*. Cambridge University Press

REVITALIZACE ÚVĚROVÉHO PORTFOLIA BANK - SYSTÉMOVÉ ŘEŠENÍ

Dana Forišková

Klíčová slova

Revitalizace úvěrového portfolia, metoda special purpose vehicles (SPS), nebonitní pohledávky, klasifikované úvěry

1. Úvod

Našemu českému bankovníctví je vytýkána celá řada nedostatků, nízká efektivnost a výkonnost, nepružné zavádění nových produktů, špatné řízení rizik a nízká kvalita úvěrového portfolia apod. Musíme si však uvědomit, že české bankovníctví prošlo od roku 1990 výraznou dynamickou změnou a snažilo se přizpůsobit principům uplatňovaným v řadě vyspělých zemí, ale dá se konstatovat, že se podařilo vytvořit standardní bankovní systém. Mnohé problémy, které se vyskytují, jsou objektivním důsledkem transformace ekonomiky a její nízké výkonnosti a také nedostatečných zkušeností bankovního managementu z řízení moderního bankovníctví a řízení rizik.

2. Současný stav

Ale nesmíme zapomínat, že pomocí bank byla nastartována transformace české ekonomiky a poskytování úvěrů nahradilo plánovací systém pro alokaci zdrojů podle subjektivního politického hodnocení. Bankovní úvěry začaly suplovat chybějící kapitál a v podstatě nabyly charakter rizikového kapitálu vkládaného do začínajících podnikatelských subjektů, do zprivatizovaných podniků. Počáteční období transformace bylo charakterizováno vysokou rizikovostí podnikání. Malá privatizace vyvolala značný nátlak na banky, a to i politický. Cizí finanční zdroje byly vkládány do projektů, u nichž nebyl v té době nikdo schopen posoudit, zda jsou reálné. Úvěry nemohly být poskytovány na základě standardních omezujících pravidel, protože při jejich uplatnění by úvěr nemohl být poskytnut prakticky žádnému novému ekonomickému subjektu. Rovněž kupónová privatizace byla provedena pomocí vlny úvěrování, ale bez reálného ocenění a bez dobře postavené legislativy. Tím se banky dostaly do silné závislosti na vývoji ekonomiky, na úspěšnosti transformačních procesů. Celá privatizace byla provedena na dluh. Banky představovaly významný stimul pro rozvoj ekonomiky a proces privatizace a jejich problémy tak byly a jsou v tomto smyslu určitou daní za rychlý průběh ekonomické transformace. V roce 1999 činil u nás poměr úvěrů k hrubému domácímu produktu 85 % ve srovnání s Polskem, kde je tento poměr 34 %. Rizikovost nového prostředí se v plné míře projevila v následujících letech zejména ve špatné kvalitě úvěrového portfolia, která v mnoha případech měla za následek i krach bank. Další skutečností je, že u nás nefunguje právní systém na úrovni vyspělých zemí, který

způsobuje, že neproduktivní úvěr se stává pro banku ztrátou a věřitel nemá dostatečné množství nástrojů k tomu, aby přinutil dlužníky k zaplacení svých závazků.

Banky se tak ve své činnosti setkávají s nejzákladnějším rizikem a to úvěrovým, které vzniká v souvislosti s financováním podnikové sféry a v důsledku nízkého objemu vlastních zdrojů podniků a nerozvinutostí kapitálového trhu. České banky tak pracují v ekonomickém prostředí, které trpí chronickým nedostatkem kapitálu, enormní zadlužeností a navíc se v zemi neprojevoval hospodářský růst. To jsou podmínky, které českým bankám v jejich úsilí o snížení podílu neproduktivních úvěrů, zvýšení rizikovosti a posílení kapitálu a rezerv rozhodně nepomáhají. A jelikož ekonomika a peněžnictví jsou spojené nádoby, pak banky nemohou být lepší než naše ekonomika, a zejména podniková sféra. Banky jsou přes úvěrové vztahy spojeny s podniky a reagují tak na vývoj našeho hospodářství. Všechny tyto skutečnosti se projevují do výsledků v bankovním sektoru. Narůstá podíl klasifikovaných úvěrů, špatná kvalita úvěrového portfolia vedla až k ohrožení činnosti bank. Banky vytvářejí na krytí potencionálních ztrát opravné položky a rezervy (v současné době to činí 65 %), což vede k jejich ztrátám a k jejich malému zájmu o další úvěrování. Hovoří se o credit crunch. Objem klasifikovaných úvěrů činí okolo 420 miliard korun (včetně Konsolidační banky a Slovenské inkasní).

3. Revitalizace úvěrového portfolia

A proto se nastoluje otázka: Jak oživit bankovní portfolio, jak se zbavit špatných aktiv, zejména úvěrů? Vždyť bez dobře fungujícího bankovního sektoru nefunguje tržní ekonomika. V zájmu zajištění stability bankovního sektoru jako celku a zabránění vzniku systémové krize, která by mohla negativně ovlivnit vývoj ekonomiky, bylo rozhodnuto o zásadním řešení situace. K systémovému řešení stávajícího objemu špatných aktiv může jednak přispívat stát, nebo si banky pomáhají samy. V našich podmínkách byla doposud využita možnost pomoci konsolidačních programů se státní podporou, které měly za cíl zefektivnit a stabilizovat bankovní sektor. Pro banky je tato pomoc jednodušší a bezriziková. Náklady na revitalizaci finančního sektoru dosáhly 300 miliard korun a vzhledem k tomu, že stát podporuje bankovní sektor penězi daňových poplatníků, je za tuto pomoc často kritizován. Často je publikováno, že v České republice existuje drahý bankovní sektor.

Tabulka: Ekonom 2/1999 Angažovanost státu v sektoru komerčních bank od počátku 90. let (přebírání aktiv z bilancí bank, navyšování základního jmění, garance)

Banka	Převody špatných aktiv do Konsolidační banky (v mld. Kč nominální hodnoty)					Ostatní (v mld. Kč)			Celkem (v mld. Kč)
	Úvěry na TOZ v r. 91	Převod nízkobonitních pohledávek v r. 92 a 94	Odkup nebonitních pohledávek v r. 94-99	Posílení stability malých bank v r. 97-99	Úhrn	Navyšování základního jmění	Inkasní jednotky	Garan ce	
KB	64,2	9,7	23,1(+60) ¹		97,0(+60) ¹	8,6(+2,5) ²			105,6(+62,5) ^{1,2}
ČS			49,5		45,9	8,2		4,1	58,2
IPB	14,4	5,0 ³	16,1 ⁴		35,5	3,5			39
ČSOB	0,9				0,9	3	27(+9) ⁵	31	61,9(+9) ⁵
Malé banky				14,9	14,9			22,5	37,4
Celkem	80,1 ⁶	15,6 ⁷	84,1(+60) ¹	14,9	194,2(+60) ¹	23,3(+2,5)	27,9	57,6	302,1(+71,5) ⁸

1) V závorce je uveden objem předpokládaného dalšího převzetí špatných aktiv KB v nejbližším období ve výši 60 mld. Kč
2) Podle odhadu FNM bude stát navyšovat základní jmění KB ještě ve 2. kole úpisu o 2,5 mld. Kč
3) Navíc ještě účast IPB na převodních 0,9 mld. Kč spolu s AGB a Pragobankou
4) Úvěry IPB na družstevní a bytovou výstavbu
5) Objem v závorce se týká Slovenské inkasní jednotky (SIJ), větší část připadla na Českou inkasní jednotku (ČIJ)
6) vč. SBČS v objemu 0,6 mld.
7) vč. 0,9 mld. Kč IPB, AGB a Pragobanky
8) Objem v závorce zahrnuje 60 mld. Kč převzetí špatných aktiv KB v blízké budoucnosti, úpis akcií KB Fondem národního majetku ve 2. kole navyšování jmění a původní cenu pohledávky ČSOB za Slovenskou inkasní

Pramen: Konsolidační banka, FNM, Zpráva vlády o stavu a vývoji dluhové služby a poskytnutých státních zárukách banky

Přitom se v ČR dvě průkopnické banky (IPB a KB) snažily najít jiné řešení a to tím, že převedly své špatné pohledávky na jiné instituce a tím předešly tvorbě opravných položek a rezerv na vrub nákladů. Logika operace je jednoduchá. Peněžní ústavy si musejí najít renomovanou instituci, neměla by to být dceřiná společnost banky, ani kapitálově propojená s bankou, ale nejlépe zahraniční společnost, která by byla ochotna na předem určenou dobu převzít do svého portfolia špatné úvěry a tím by obchodní banky nemusely tvořit opravné položky a rezervy. Společnost, která na sebe přebírá špatná aktiva přitom nepodléhá omezujícím pravidlům vyhlášeným centrální bankou. Na této operaci vydělají obě instituce. Obchodní banka tím, že nemusí tvořit opravné položky na vrub nákladů a instituce na poplatku, který jí musí zaplatit banka za zmíněnou službu. Nebonitní pohledávky se stávají bonitními pohledávkami za renomovanými agenturami a snižuje se tak jejich riziková klasifikace. Tato účetní operace ale neřeší problém, pouze ho odkládá do ukončení smlouvy a cílem je jen dočasné řešení situace.

Proto se musí hledat jiný způsob řešení, který by princip převádění neřešil dočasně, ale trvale. Jistý způsob nám nabízí nástroj zvláštního určení – Special Purpose Vehicles (SPV), který se využívá např. v Japonsku. Tento model je velmi jednoduchý a umožňuje bankám rychlé a efektivní vyvedení špatných aktiv mimo bilanci banky. Model vychází z předpokladu, že každé aktivum má nějakou tržní hodnotu, za kterou je možno jej prodat na trhu. I špatné úvěry mají svou tržní cenu, i když několikanásobně nižší, než

je nominální hodnota. Koupě úvěru v nominální hodnotě 100 miliard korun s 80% diskontem, tedy za 20 miliard korun může být dobrý a výnosný obchod. Nový nabyvatel s pohledávkou může dále pracovat. Může pomoci ní získat vlastnický podíl ve společnosti, které byl původně poskytnut úvěr, nebo může pohledávku dále vymáhat. Operace s tímto aktivem může v konečném důsledku vynést více, než za kolik byl tento úvěr odkoupen. A právě institucí, která tyto pohledávky odkupuje a dále s nimi pracuje se záměrem co nejvíce na nich vydělat, maximalizovat zisk, je SPV. Určitým problémem při této operaci se jeví určení diskontu, tedy ceny prodávaného aktiva a určit instituci SPV, tedy vlastnictví, které bude mít motivaci. Diskont by mohl být stanoven na základě trhu, na kterém by fungovalo více společností, které by mezi sebou soupeřily a určovaly tak cenu diskontu. Pokud by však existovala pouze jedna společnost, tak by cena diskontu musela být stanovena na základě expertní analýzy. SPV by měla být v soukromých rukou, nikoliv opět státní a měla by být hmotně zainteresována na restrukturalizaci portfolia úvěrů.

4. Special Purpose Vehicles v ČR

Jak by probíhal tento proces v českých podmínkách? Pokud budou existovat peněžní ústavy se státní účastí je nereálné, aby se vytvořil trh s diskontovanými pohledávkami. Tato metoda by u nás přispěla k tomu, že se stát postupně zbaví vlivu v bankách s co nejnižším vynaložením nákladů. Institucí typu SPV je u nás určitým způsobem Konsolidační banka. Mnohé z prvků metody SPV využívají obchodní banky již v současné době, kdy klasifikované úvěry odkupuje Konsolidační banka a úvěr na odkup těchto pohledávek jí poskytují samotné prodávající banky. Další prostředky na odkup pohledávek by měl získat SPV emisí dluhopisů, středních či dlouhodobých finančních instrumentů. Na splacení těchto instrumentů by bylo použito výnosů z realizace odkupovaných pohledávek. Pokud by stát za ně vydal záruku, byly by to nejbonitnější cenné papíry. Celá operace je úspěšnější pouze tehdy, čím je větší diskont a čím vyšší opravné položky mají banky vytvořeny, protože prodej pohledávek pod nominální hodnotu znamená pro banku ztrátu. Nástroje zvláštního určení – SPV poskytují určité výhody. Jednak banky nemusí tvořit opravné položky a rezervy, což vede ke zvýšení výnosů a dále vyvádějí špatné úvěry z bilance, a tím rozpouštějí naakumulované rezervy a vytváří se prostor pro další úvěrování a tím i pro ekonomický růst. Banky jsou lépe privatizovatelné, neboť se zvyšuje jejich hodnota při jejich prodeji. Banky si zároveň samy pomáhají při revitalizaci úvěrového portfolia, neboť odkup svých pohledávek financují z přebytečné likvidity.

5. Závěr

V konečném důsledku je možno konstatovat, že použití Special Purpose Vehicles by bylo levnější, než zásahy státu, nebo použití dalších nákladných alternativních řešení. Je však otázkou, kdy se tento model začne uplatňovat na českém trhu. Další systémové řešení se nabízí v legislativní úpravě některých zákonů, např. novelou zákona o konkursu a vyrovnání, nebo přijetím nového zákona o veřejných dražbách. Ale to již patří na jiný parket a s těmito problémy se budou zabývat právníci.

Abstract

Banks are influenced by economy, which suffers the lack of capital, insolvency and undeveloped capital market. These are some of the main reasons, causing the growth of classified credits and thereby the unprofitability of banks.

This paper describes the possibility of bank portfolio resurgence by the means of method, which is used with this, and is called SPV (Special Purpose Vehicles), including its advantages and disadvantages.

Literatura

- [1] ANSELL, J., WHARTON, F. Risk – Analysis. Assessment and Management. London, 1992.
- [2] POLIDAR, V. Úvěrové obchody I. Bankovní institut, Praha 1996.
- [3] HAMPL, M. Revitalizace bankovních portfolií. Bankovníctví, 1999, č. 12.
- [4] HAMPL, M. Jak revitalizovat bankovní portfolio. Banky a finance, 1999, říjen.
- [5] KUNERT, J. České bankovníctví určitě ne v roce nula. Finance a úvěr, 1999, č. 6.
- [6] MUSILOVÁ, J. a BABOUČEK, I. Banky v ČR z pohledu regulátora. Finance a úvěr, 1999, č. 6.

FINANČNÍ DERIVÁTY PŘI ŘÍZENÍ BANKOVNÍ ROZVAHY

Božena Petrjánošová

Klíčová slova

Bankovní rizika, zajištění, finanční deriváty, portfolio

1. Úvod

Těžiště bankovního manažmentu tvoří řízení aktiv a pasiv banky. Na základě řízení struktury bankovní rozvahy se banka snaží maximalizovat zisk při akceptování určité míry rizika ze strany manažmentu banky.

Řízení aktiv a pasiv je záležitostí zejména posledního období. Systémy jejich řízení s ohledem na dílčí rizika se vyvíjely pod tlakem ztížených podmínek v oblasti bankovního podnikání, zvýšením jeho rizika na straně jedné a konkurence ze strany ostatních bankovních, ale ve stále rostoucí míře i nebankovních subjektů na straně druhé. Důsledkem toho bylo řízení bank na exaktnější základy, což bankám umožňovalo nejen jejich přežití, ale i potřebnou transformaci a rentabilitu.

2. Bankovní rizika a možnosti jejich zajištění

Pro bezprostřední bankovní podnikání jsou typická zejména tato rizika:

- *úvěrové riziko* – pravděpodobnost, že úvěr nebo investice nebude splacena podle původní dohody, toto riziko se týká i ztráty jistiny popřípadě úroku
- *riziko likvidity* – pravděpodobnost, že banka nebude mít přiměřené toky hotovosti na uspokojení opodstatněné potřeby hotovosti
- *riziko úrokové sazby* – pravděpodobnost, že změna úrokových sazeb negativně ovlivní čistý zisk nebo hodnotu banky
- *kurzové riziko* – pravděpodobnost, že změna směnných kurzů negativně ovlivní čistý zisk nebo hodnotu banky
- *provozní riziko* – pravděpodobnost, že vysoké náklady banky negativně ovlivní čistý zisk nebo hodnotu banky
- *riziko kapitálu* – pravděpodobnost, že základní kapitál banky nebude přiměřený a nedokáže absorbovat ztráty způsobené jinými riziky
- *tržně – konkurenční riziko* – riziko, že banka nebude schopná konkurence na trhu z hlediska služeb nebo úrokových sazeb, což může mít negativní vliv na čistý zisk nebo hodnotu banky

Řízení těchto rizik je nezbytnou součástí řízení struktury bankovní rozvahy, přičemž základním předpokladem je identifikace jednotlivých rizik, jejich změření a následné kroky k jejich efektivnímu řízení.

V zásadě existují dva základní přístupy k řízení rizik – řízení z dlouhodobého pohledu / projekce/ a řízení okamžité /přímé zajištění proti riziku – hedging/. Pro přímé zajištění proti riziku lze v bance používat různé typy finančních derivátů – vzhledem na konkrétní riziko a záměry banky.

Přímé zajištění příslušného rizika je možné tehdy, pokud je na trhu příslušný daný instrument dostupný – výhoda této metody je daná zejména likviditou daného produktu a jeho cenou. Mezi základní výhody finančních derivátů patří: *pružnost* /rychlost uzavírání obchodů s nimi – vteřiny, maximálně minuty, které k tomu dealerské pracoviště banky potřebuje/, *cena* /obchoduje se jeden produkt místo kombinace několika uzavřených obchodů – méně cenových rozpětí nákup/prodej/ a *snížení úvěrového rizika* /u některých produktů, zejména u úrokových instrumentů, dochází k jakémusi zápočtu pohledávek, což snižuje úvěrové riziko, poněvadž banka tak obchází poskytnutí úvěru své protistraně/.

Pokud jde o základní rizika řízení bankovní rozvahy, při hodnocení možnosti použití finančních derivátů jsem dospěla k těmto závěrům:

- při řízení *kurzového rizika* se používají nástroje typu *termínový obchod /forward/, měnové swapy a opce*
- při řízení *úrokového rizika* se zpravidla používají *termínové obchody a úrokové swapy*
- při řízení *rizika portfolia cenných papírů* banka používá *termínové obchody, opce na cenné papíry a burzovní indexy*.

Z uvedeného přehledu vyplývá, že při zajišťování rizika bankovní rozvahy se používají zejména termínové obchody, swapy a opce.

Termínové obchody se vyznačují tím, že postavení obou stran je stejné v tom, že mají současně právo i povinnost sjednaný obchod splnit / člení se do dalších základních skupin, např. – forwardy, prováděné na mimoburzovních trzích, futures kontrakty - forma standardizovaných termínových kontraktů, atd./ Opce představují opční kontrakty, při nichž banka jejím zakoupením získává právo, nikoli však povinnost, na provedení určitého obchodu v budoucnosti za předem pevně sjednaných podmínek, resp. na určité plnění, pokud nastanou stanovené okolnosti. Swapy jsou zvláštním druhem finančních derivátů, používané zvláště ve formě úrokových a měnových swapů.

Při řízení bankovní rozvahy se finanční deriváty používají zejména z důvodu *zajištění /hedgingu/ proti uvedeným rizikům*. Podstata spočívá v tom, že pomocí derivátů můžeme fixovat cenu určitého instrumentu k sjednanému termínu v budoucnosti, což znamená, že banka si pomocí těchto nástrojů vyrovnává svoji určitou otevřenou pozici a zabezpečuje se tak proti případné ztrátě. Banky však mohou používat tyto nástroje i ke *spekulacím /trading/,* při nichž dochází k otevření určité pozice na trhu s cílem profitovat na cenovém vývoji. Finanční deriváty lze použít i s cílem *arbitráže*, která je založena na využití cenových diferencí, které mohou vzniknout z hlediska teritoriálního /na teritoriálně odlišných trzích/ a časového. Banky používají finanční deriváty ve všech uvedených formách podle konkrétní potřeby. Nejdůležitější formou jejich použití však

zůstává pro banky hedging, který chrání banku před ztrátou, kterou i při nejlepší projekci rizika bankovní rozvahy mohou výkyvy finančního trhu způsobit.

Pokud jde o technické možnosti použití finančních derivátů v bankovní praxi, nezbytnou podmínkou je jejich rozvoj na finančních trzích, který je ve světě značný. Deriváty vykazují každým rokem *výrazný růst* objemu obchodů /v poslední době se dynamika burzovních derivátů zpomaluje, mimoburzovní deriváty si udržují svůj dynamický růst/. Z hlediska struktury derivátů, výrazně nad ostatními *dominují úrokové deriváty*. Největší objem obchodů s finančními deriváty připadá na USA, v poslední době dynamický růst těchto obchodů probíhá zejména v Evropě.

3. Finanční deriváty v českém bankovníctví

V České republice bylo základní úlohou vybudovat základy finančního trhu, na nichž lze postupně používat i finanční deriváty. I když zatím jejich rozvoj na našem území zdaleka nedosahuje úrovně vyspělých tržních ekonomik, banky postupně zavádějí do řízení aktiv a pasiv toto instrumentarium a pokud jde o řízení rizika měnových kurzů, využívají rozvinutého trhu s finančními deriváty v oblasti mezinárodního finančního trhu.

Pokud jde o konkrétní rozvoj derivátů v České republice, tento je poznamenán uvedenými faktory a konkrétními problémy ekonomické transformace. Většímu využití finančních derivátů k zajištění rizika bránilo více překážek – například existence vysokého úrokového diferenciálu, kurzový režim české koruny, atd. Derivátové aktivity byly koncentrovány zejména na bankovní sektor, přičemž zůstávaly omezeny na nejjednodušší derivátové nástroje – jednoduché forwardy, swapy a opce.

Konkrétní struktura derivátů používaných v českém bankovním sektoru byla k 30.9.1997 při jejich celkovém objemu 707,8 mld Kč následující:

/Zdroj: Jílek, J. – Regulace rizik a vývoj českého derivátového trhu, Burza č. 247-252/1997/

- pevné termínové kontrakty činily 91,3%, z toho
 - forwardy 35,8%
 - futures 1,0%
 - swapy 56,3%
- opční termínové kontrakty činily 6,9%.

V rámci forwardů byly zastoupeny nejvíce úrokové /18,5%/ a měnové /16,6%/, v rámci futures výlučně úrokové a při swapech měnové /34,8%/ a úrokové /21,4%/. Měnové opce byly zastoupeny ve výši 5,4% a akciové ve výši 1,5%.

4. Možnosti finančních derivátů

V úvodu jsem zmínila možná rizika bankovního podnikání /i když pouze v užším slova smyslu/. Jak z dalšího textu vyplynulo, finanční deriváty lze použít přímo pouze na některá z těchto rizik, i když nepřímo mají vliv i na další uvedená rizika. Jde zejména o tzv. *tržní riziko*, to je riziko ztráty v důsledku pohybu tržních úrokových sazeb, měnových kurzů a kurzů cenných papírů. Pohyb těchto veličin ovlivňuje cenu tzv.

bázických instrumentů, které leží v základě finančních derivátů a následně dopadá do cen derivátových kontraktů. Kromě tržního rizika bázických instrumentů banky musí počítat i s tržním rizikem derivátových kontraktů. Tržní riziko spojené s otevřenými derivátovými pozicemi je zpravidla vyšší než tržní riziko spojené s bázickými instrumenty. Dynamický růst derivátových obchodů ve světě si v důsledku toho vynutil v oblasti bankovní regulace a dohledu zabývat se i tržním rizikem spojeným s finančními deriváty. Pro potřeby regulace rozlišujeme specifické riziko /spojené s finančními deriváty/ a obecné tržní riziko, které vyplývá z nepříznivého vývoje tržních cen, tj. zejména úrokových sazeb, měnových a akciových kurzů.

V oblasti kurzového rizika /měnového rizika/ banka používá finanční deriváty s cílem vyrovnání /zajištění/ měnového nesouladu mezi aktivní a pasivní stranou bilance. Podstata zajištění vyplývá z faktu, že případná ztráta z pohybu měnového kurzu je vyrovnávána ziskem na zajišťovacím instrumentu.

Pro řízení úrokového rizika banka používá finanční deriváty z podobných důvodů. Ztrátu, kterou utrpí pohybem úrokových sazeb si vyrovnává ziskem ze zajišťovacího instrumentu. Používá k tomu zejména úrokové swapy a úrokové futures.

5. Závěr

Finanční deriváty mají značný význam i při řízení portfolia cenných papírů. Pokud má banka například v portfoliu akcie, při nichž se obává poklesu cen na trhu, může se zajistit dvěma způsoby – použít termínové obchody a použít opci. V případě termínových obchodů může prodat jejich prostřednictvím jednotlivé tituly nebo burzovní index – při poklesu cen potom prodává portfolio za staré ceny, dojde-li však k růstu cen, utrpí ztrátu. Kvalitnějším instrumentem je proto opce, která představuje právo volby daného obchodu podle pozice cen na trhu, čímž si banka dokáže eliminovat i uvedenou ztrátu při opačném pohybu cen na trhu, než původně očekávala.

I když finanční deriváty mají v oblasti řízení bankovních aktiv a pasiv důležitou pozici, nejsou jediným způsobem zajišťování bankovních rizik, ale tvoří nedílnou součást komplexu různých přístupů, strategií a metod v oblasti řízení rizika bankovní rozvahy.

Abstract

The article analyse the management and approaches to bank risk Management. Types of bank risks are difined and commented. Basic attention is devoted to using of the financial derivatives (forward, swaps, futures, options). The state of applications derivatives in Czech Republic is disenssed.

Literatura

- [1] Dvořák, P.: Finanční deriváty, VŠE Praha, Fakulta financí a účetnictví, Praha 1998
- [2] Ziegler, K. a kol.: Finanční řízení bank, Bankovní institut, a.s. Praha 1997
- [3] Šturc, B., Míčková, L., Gajzler, M.: Vybrané problémy finančního trhu – Deriváty finančního trhu a mezinárodní finanční management, MU Brno, Ekonomicko-správní fakulta, Brno 1997
- [4] Petráňová, B.: Bankovní management, MU Brno, Ekonomicko-správní fakulta, Brno 1996
- [5] Wilson, J.S.G.: Manažment bankových aktív a pasív, Elita, Bratislava 1995
- [6] Studijní materiály Bankovního institutu při NBS Bratislava „Riadenie bankových aktív a pasív“, ve více verzích, zpracované americkými a německými lektory

REŠTRUKTURALIZÁCIA BANKOVNÍCTVA V SR

Mária Klimiková

Kľúčové slová

banky, reštrukturalizácia bánk, privatizácia bánk, klasifikované úvery, úverové portfólio

1. Úvod

Slovensko je spomedzi stredoeurópskych transformujúcich sa štátov posledným, ktorý ešte neuskutočnil rozsiahlejšiu reštrukturalizáciu najdôležitejších finančných inštitúcií. Problémy v bankovom sektore za posledné roky značne narástli, pričom došlo k výraznému nárastu klasifikovaných úverov. Ich najvýraznejšiu časť, prevyšujúcu 90 percent predstavujú stratové úvery.

2. Slovenský bankový sektor

Rozsah klasifikovaných úverov koncentrovaných predovšetkým vo VÚB, Slovenskej sporiteľni (SLSP), čiastočne aj v IRB ukazuje, že tieto inštitúcie nie sú schopné riešiť situáciu do ktorej sa dostali.

Banky v reštrukturalizácii vytvorili za minulý rok stratu 4,2 mld. Sk. Celkovo na Slovensku pôsobilo 24 bánk a 2 pobočky zahraničných bánk a k 31. decembru roku 1998 vytvorili zisk z bežného obdobia vo výške 350,9 mil. Sk.

Celkový objem klasifikovaných úverov nebankovým subjektom k rovnakému obdobiu predstavoval 141,6 mld. Sk, čo je oproti roku 1997 nárast o 18,8 %. Na tomto objeme sa reštrukturalizované banky podieľali až 83,4-%. Objem ich neklasifikovaných úverov dosiahol 118,1 mld. Sk. Opravné položky ku klasifikovaným úverom dosiahli len 36 mld. Sk. Spolu so zákonnými rezervami v objeme 31,7 mld. Sk tak vytvorili rezervy a opravné položky v hodnote 67,7 mld. Sk.

Tempo rastu opravných položiek a rezerv však naďalej výrazne zaostáva za nárastom klasifikovaných úverov. V dôsledku tohoto vývoja dosiahla predpokladaná nekrytá strata ku koncu uplynulého roka 23,3 mld. Sk, čo oproti roku 1997 predstavuje nárast o 92,5 %. Na predpokladanej nekrytej strate sa podieľajú výhradne banky, ktoré budú reštrukturalizované.

Z celkového objemu pohľadávok slovenského bankového sektora tvorili koncom septembra minulého roka 22 % neštandardné, sporné, ale najmä stratové pohľadávky. Väčšinu týchto aktív držia štátom kontrolované bankové domy: VÚB, SLSP a IRB - dovedna 70 % a špecializované štátne peňažné ústavy, najmä Konsolidačná banka (15 %).

Slovenský bankový sektor (mld Sk)

	1995	1996	1997	1998
Aktíva	598	717	777	818
V tom štátne banky (%) ¹	63	56	51	47
V tom súkromné banky (%) ²	35	39	46	50
Základné imanie	20	24	27	30
Podiel zahraničných akcionárov (%)	33	40	39	36
Podiel štátu (%) ³	42	40	36	n
Podiel štátnych bánk (%) ¹	35	30	27	31
Agregovaný zisk ⁴	2,5	0,1	0,4	2,8
V tom štátne banky ¹	1,5	-0,9	-3,0	-2,7
V tom súkromné banky ²	1,0	1,0	3,4	5,5
Klasifikované pohľadávky	125	112	120	134
Podiel na celkových pohľadávkach (%)	31	21	21	22
Klasifikované pohľadávky štátnych bánk ¹	93	79	83	94,3
Podiel na ich celkových pohľadávkach (%)	37	27	30	35
Pomer klasifikovaných úverov k celkovým				
Úverom v štátnych bankách (%) ¹	48	35	38	43
Celkové rezervy a opravné položky	50	57	67	69
V tom štátne banky ¹	33	35	39	41
Očakávaná nekrytá strata ⁵	17	13	12,1	17,8
V tom štátne banky ¹	13	11	9,9	15,4
Koeficient kapitálovej primeranosti (%)	8,4	7,7	10,0	9,1
Štátne banky (%) ¹	5,9	4,7	5,6	4,4

Poznámky:

- 1/ VÚB, SLSP a IRB
- 2/ skupina zahŕňa 18 súkromných bánk, dve stavebné sporiteľne a 4 obchodné zastúpenia zahraničných bánk
- 3/ vrátane podielov FNM SR, ministerstiev a štátnych podnikov
- 4/ bez Konsolidačnej banky a Slovenskej záručnej a rozvojovej banky
- 5/ klasifikované pohľadávky nekryté koleterálmi, zárukami, rezervami a opravnými položkami
- 6/ bez Konsolidačnej banky

**Tabuľka 2: Štruktúra pohľadávok slovenského bankového sektora
(k 30. septembru 1998, mld. Sk)**

	Bankový sektor	z toho štátne banky
Celkové pohľadávky	600,5	266,6
- štandardné	407,8	125,6
- štandardné s výhradou	58,4	46,7
- neštandardné	9,1	6,0
- pochybné a sporné	11,6	8,6
- stratové	112,9	79,2
Disponibilné rezervy	32,4	21,0
Celková nekrytá strata	17,8	15,4

2. 1 Všeobecná úverová banka

Začiatkom roka 1990 delimitáciou ŠBČS vznikol štátny peňažný ústav s celoštátnou pôsobnosťou - VÚB. V tom čase bola obchodná sieť banky tvorená ústredím, 38 pobočkami. Zo ŠBČS jej boli pridelené úvery na strane aktív v objeme približne 126 mld. Sk a na strane pasív boli banke pridelené depozity zo Slovenskej sporiteľne v celkovej výške zhruba 76 mld. Sk. Tieto zdedené úvery boli často podľa dnešných kritérií neštandardné. Postupom času museli byť transformované na komerčné úvery, pričom drvivá väčšina z nich bola v tom čase považovaná za málo rizikové. Úvery poskytované napríklad strojárskym podnikom, ktoré v tom čase mali odbyt výrobkov, vyrábal sa napr. Špeciál a pod. Postupom času konverziou a následným rozpadom trhov, a teda základnými problémami s odbytom produktov podnikov sa začala meniť aj štruktúra úverového portfólia bánk vrátane VÚB.

Významným medzníkom v krátkej histórii VÚB bola jej transformácia na akciovú spoločnosť v roku 1992, odkedy sa jej štruktúra akcionárov výrazne nemenila - FNM SR vlastní 50,79 %, investičné fondy a akciové spoločnosti 42,62 % a drobní akcionári 6,59 %. Keďže banka v začiatkoch svojej existencie nemala dostatok zdrojov, bola nútená získať zdroje od obyvateľstva budovaním rozsiahlej siete pobočiek a expozitúr, čím sa podstatne znížila závislosť banky od sekundárnych zdrojov získaných na medzibankovom trhu. V súčasnosti má VÚB okolo 110 mld Sk vlastných primárnych zdrojov. Podstatná časť z nich je dnes od fyzických osôb. Aktivity banky sa z domáceho prostredia presúvajú aj na zahraničné trhy. Dôkazom je zahraničná pobočka a expozitúra v Českej republike, reprezentačná kancelária v Londýne, Moskve a v čínskom Šanghaji.

VÚB prišla na slovenský trh ako prvá s komplexnou ponukou v oblasti investičného bankovníctva. Je zakladajúcim členom Burzy cenných papierov v Bratislave a v Prahe. V rokoch 1997 a 1998 za svoju činnosť na domácom, ako aj na zahraničných kapitálových trhoch získala banka v rámci hodnotenia Euromoney's Annual Awards for Excellence ocenenie The Best Securities Firm in Slovakia. Treba pripomenúť, že v roku 1998 to bolo prvý raz, keď túto prestížnu cenu dostala slovenská banka bez zahraničnej účasti.

V období pred privatizáciou sú definované tri oblasti, ktorým sa banka musí prednostne venovať. Prvou je ozdravenie úverového portfólia banky, kde bude jednoznačne potrebné, aby do tohto procesu vstúpil štát. Druhá oblasť je likvidita banky, kde sa VÚB pomerne darí vďaka získavaniu primárnych zdrojov od obyvateľstva, ktoré neustále rastú. Zároveň prebehol proces realizácie znižovania počtu zamestnancov banky o 1 100 v roku 1999.

Príprava na privatizáciu Všeobecnej úverovej banky (VÚB), a.s., predpokladá okrem iného dôkladnú očistu od niektorých nevymožiteľných aktív. Preto sa zvýšená pozornosť sústreďuje na realizáciu reštrukturalizačného projektu, a to v súlade s požiadavkami na transparentnosť jednotlivých činností, dominujúcich v ozdravnom procese.

Podiel VÚB, a.s. na trhu (údaje k 31. 12. 1998)

- vkladových produktov spolu je	22,5 percenta
- vkladových produktov pre fyzické osoby je	24,4 percenta
- vkladových produktov pre právnické osoby je	20,3 percenta
- platobných kariet je	28,0 percenta
- transakcií vykonaných prostredníctvom ATM je	32,0 percenta

Tabulka 3:

Podiel VÚB, a.s., na bilancii bankového sektora v SR (údaje k 31. 12. 1998)

Ukazovateľ	Bankový sektor SR	VÚB, a.s., spolu	Podiel VÚB, a.s.,
Vklady spolu v mld.Sk	464,9	104,6	22,5
Z toho: korunové	392,2	84,4	21,5
devízové	72,7	20,0	27,8
Vklady spolu v mld. Sk	464,9	104,6	22,5
Z toho: právnické osoby	211,7	42,9	20,3
fyzické osoby	253,2	61,7	24,4
Platobné karty v ks	1 364,744	378 610,0	28,8
Počet transakcií	48 857 180,0	15 636 000,0	32,0

Suma aktív VÚB dosiahla brutto hodnotu 173,8 mld, Sk čo predstavuje 20,3 % podiel na celkových brutto aktívach bankového sektora v SR. Stav brutto úverov poskytnutých klientom (podnikom, obyvateľstvu a verejnému sektoru) sa v priebehu rokov 1995 až 1998 zvýšil o 102,9 mld. Sk , t.j. o 15,2 %. Pri výraznom poklese aktív, ku ktorému došlo v roku 1998, to znamenalo zvýšenie podielu úverov na aktívach z 56,3 % v roku 1995 na 68,2 %. Rast úverov v uvedenom období bol predovšetkým výsledkom nadmernej úverovej expanzie, ku ktorej došlo v roku 1996, keď sa celkové úvery zvýšili

o 15,7 mld. Sk. Na úveroch klientom v bankovom sektore sa VÚB ku koncu roka 1998 podieľala výškou 29,3 %.

Pri porovnaní rokov 1995 až 1998 vidíme, že dochádza k výraznému zhoršeniu kvality úverového portfólia. Podľa výsledkov audítorskej správy za rok 1997 pochádzalo 84 % klasifikovaných úverov z bývalej ŠBČS. K zhoršeniu vývoja došlo aj v zabezpečení úverov. V roku 1998 poklesla zabezpečenosť úverov na 47,6 %. Percento nezabezpečených úverov sa tak v uvedenom období zvýšilo z 27 % na 52,4 %. Opravné položky ostali na približnej rovnakej úrovni ako v roku 1997, t.j. 8,3 mld. Sk, pričom zákonné rezervy poklesli o 2,2 mld. Sk na 7,1 mld. Sk. Nedostatočná tvorba opravných položiek a rezerv ku klasifikovaným pohľadávkam sa prejavila v zvýšení nekrytej predpokladanej straty z 9,2 mld. Sk v roku 1995 na 14,9 mld. Sk ku koncu roka 1998.

Celý projekt reštrukturalizácie VÚB je zameraný na tri základné oblasti:

- vyriešenie likvidity banky
- kvalitu úverového portfólia
- všeobecné prevádzkové náklady banky a ich stlačenie

Preto bola banka donútená zbavovať sa sekundárnych zdrojov a zamerať sa na zdroje primárne, ktoré sú pre banku stabilnejšie a bezpečnejšie. Klasifikované úvery sa podieľajú na úverovom portfóliu VÚB zhruba 50 percentami. V tomto bode majú vytýčené ciele banky skôr lokálny charakter. Tretia oblasť projektu reštrukturalizácie je zameraná na úspory na všeobecných prevádzkových nákladoch. S tým súvisí aj pripravovaná zmena organizačnej štruktúry banky, ktorá by mala smerovať k zníženiu počtu pracovníkov a tým aj mzdových nákladov.

2. 2 Slovenská sporiteľňa, a.s. Bratislava

SLSP dosiahla v roku 1998 zisk vo výške 88,7 mil. Sk. Suma aktív tejto banky predstavuje brutto 182,2 mld. Sk, čo je 21,3 % z celkových brutto aktív bánk a pobočiek zahraničných bánk v SR. Objem brutto úverov poskytnutých klientom sa v priebehu rokov 1995 až 1998 zvýšil z 52,6 mld. Sk na 70 mld. Sk, t.j. o 33,1 %. V súvislosti s poklesom aktív v roku 1998 to predstavuje zvýšenie podielu úverov na aktívach z 31 % v roku 1995 na 38,4 % v roku 1998. Na nárast úverov v uvedenom období mala najväčší vplyv úverová expanzia v roku 1996, keď medziročne došlo k zvýšeniu úverov o takmer 14 mld. Sk. Na bankovom sektore sa úvery SLSP podieľajú výškou 17,6 %. Úvery obyvateľstvu tvoria 25,1 % z celkových úverov banky.

V uplynulých štyroch rokoch došlo k zhoršeniu kvality pohľadávok banky. Úhrn klasifikovaných úverov sa v uvedenom období zvýšil z 23,1 mld. Sk na 31,4 mld. Sk, t.j. o 35,9 %. Tento nárast znamená zvýšenie podielu klasifikovaných úverov na celkových úveroch poskytnutých klientom zo 44,2 % v roku 1995 na 44,7 % v roku 1998. Opravné položky vzrástli z 5,3 mld. Sk v roku 1995 na 8,5 mld. Sk v roku 1998 a v obdobnom pomere aj zákonné rezervy, a to z 5,5 mld. Sk na 8,4 mld. Sk. Zaostávanie tvorby rezerv a opravných položiek za nárastom klasifikovaných pohľadávok spôsobilo

zvýšenie nekrytej predpokladanej straty v priebehu rokov 1995 - 1998 z 0,23 mld. Sk na celkových 2,97 mld. Sk. Kapitálová primeranosť SLSP klesla na 6,62 %.

2.3 Investičná a rozvojová banka, a.s. Bratislava

IRB vykázala za rok 1998 stratu vo výške 4,5 mld. Sk. Suma aktív dosiahla brutto hodnotu 43 mld. Sk, čo predstavuje 5,1 % podiel z celkových brutto aktív bankového sektora. Stav brutto úverov poskytnutých klientom sa v priebehu rokov 1995 až 1998 znížil z 37,5 mld. Sk na 35 mld. Sk, t.j. o 6,7 %. V nadväznosti na pokles aktív v roku 1998 to napriek zníženiu absolútnej výšky úverov predstavuje zvýšenie ich podielu na brutto aktívach zo 75,9 % v roku 1995 na 79,5 v roku 1998. Pokles úverov v uvedenom období spôsobilo zníženie aktívnych obchodov a ich úplné zastavenie v dôsledku zavedenia nútenej správy, čo malo nepriaznivý vplyv na vývoj úverového portfólia v roku 1998. Obnovené boli len kontokorentné úvery.

Na vysokom podiele úverov k celkovým aktívam banky má najväčší vplyv prevzatie dvoch dlhodobých úverov zo ŠBČS (úver pre Slovenské elektrárne a úver na družstevnú bytovú výstavbu), ktoré tvoria približne 2/3 úverového portfólia. Obidva úvery (v objeme cca 22 mld. Sk) sa vyznačujú neštandardne nízkym úrokovým výnosom a sú čiastočne alebo v plnej výške refinancované Národnou bankou Slovenska (v celkovom objeme 12,9 mld. Sk). V priebehu roku 1998 zaznamenala banka zhoršenie kvality úverového portfólia. Došlo k poklesu štandardných úverov z 11,3 mld. Sk na 9,1 mld. Sk, t.j. o 19,5 %. K 31. 12. 1998 objem klasifikovaných pohľadávok dosiahol 11,5 mld. Sk, čo je v porovnaní s ultimom roka 1997 nárast o 0,5 mld. Sk.

2. 4 Konsolidačná banka, š.p.ú. Bratislava

KBB dosiahla za rok 1998 zisk vo výške 39,1 mil. Sk. Suma aktív banky dosiahla brutto hodnotu 26,6 mld. Sk, čo je 3,1 % z brutto aktív bankového sektora v SR. Celkový stav prevzatých úverov predstavuje ku koncu roka 1998 brutto hodnotu 22,7 mld. Sk a oproti roku 1995 sa znížil o 5,3 mld. Sk (o 18,9 %). Podiel úverov na celkových aktívach banky je značne vysoký a ku koncu roka 1998 predstavuje až 85,3 %.

Na úverovom portfóliu majú dominantný podiel (93,4 %) úvery na tzv. trvalo sa obracajúce zásoby vo výške 21,2 mld. Sk, ktoré boli prevedené z Konsolidačnej banky, š.p.ú. Praha. Úverové aktíva banky sú refinancované Národnou bankou Slovenska prostredníctvom redistribučného úveru, ktorého zostatok k 31. 12. 1998 predstavuje 15,3 mld. Sk. Vzhľadom na zložitú ekonomickú a finančnú situáciu rozhodujúcej časti klientely sa zhoršuje štruktúra úverového portfólia. Objem klasifikovaných úverov vzrástol v priebehu rokov 1995 - 1998 o 4,4 mld. Sk na celkových 20,7 mld. Sk. V rámci klasifikovaných úverov sa zvyšuje podiel tých pohľadávok, ktoré sú zatriedené v skupine stratových. K 31. 12. 1998 dosiahli stratové úvery až 87,4 z celkových úverov na trvalo sa obracajúce zásoby. Problémová je aj zostávajúca časť pohľadávok z krátkodobých úverov a pôžičiek.

Zabezpečenie pohľadávok z úverov na trvalo obracajúce sa zásoby predstavuje ku koncu roka 1998 výšku 3,6 mld. Sk. Opravné položky dosiahli objem 6,9 mld. Sk a oproti roku 1997 klesli o 3,3 mld. Sk, pričom zákonné rezervy vzrástli o 2 mld.

Sk. Problémy v štruktúre úverového portfólia a neadekvátna tvorba rezerv a opravných položiek ku klasifikovaným pohľadávkam sa odrážajú v náraste nekrytej predpokladanej straty, ktorá sa oproti roku 1997 zvýšila o 1,2 mld. Sk na 3,5 mld. Sk ku koncu roku 1998.

3. Záver

Proces reštrukturalizácie slovenských bánk bude sprevádzaný prípravou týchto finančných inštitúcií na vstup strategického investora, ktorý by mal prispieť k ďalšiemu zvýšeniu koeficientu kapitálovej primeranosti a celkovému posilneniu ich pozície i smerom navonok. V súčasnosti klasifikované úvery tvoria odhadom viac ako 140 mld. Sk. Vytvorené opravné položky a rezervy sú zhruba na úrovni 70 mld. Sk. Ďalšie zdroje budú potrebné na to, aby sa zvýšil stupeň vybavenosti alebo koeficient kapitálovej primeranosti jednotlivých finančných inštitúcií. Odhad celkových nákladov sa pohybuje na úrovni 80 až 100 mld. Sk. Časť nákladov pôjde na úkor veriteľov, časť na úkor štátu a časť na úkor NBS. Čo sa týka nákladov štátu, predpokladá sa ich rozloženie zhruba do 10 rokov. Spomínané náklady by sa mali kryť zo zdrojov získaných emisiou štátnych dlhopisov, a pravdepodobne aj z úverových zdrojov. Pri centrálnej banke sa predpokladá, že po poskytnutí plnohodnotnej štátnej záruky nebude musieť viazať opravné prostriedky, ktoré má v tejto chvíli vytvorené na redistribučné úvery. Tie boli poskytnuté na úvery Slovenským elektrárňam, Družstevnej bytovej výstavbe a Konsolidačnej banke. Zdroje z NBS budú dostačujúce na krytie potrieb v tomto a budúcom roku, pričom náklady na ozdravenie budú dostatočne zakomponované už aj do návrhu budúceho štátneho rozpočtu. Z časového hľadiska bude celý proces rozdelený do dvoch etáp:

1. etapa - už prebieha - predpokladá zvýšenie základného imania týchto finančných inštitúcií, a prevedenie časti sporných úverov z portfólia VÚB, SLSP a IRB do Konsolidačnej banky.
2. etapa bude pokračovať v delimitácii ďalšej časti úverov, pripraví sa privatizácia finančných inštitúcií, ale zároveň sa rozbehnú aj procesy, ktoré sa dotýkajú finančnej reštrukturalizácie podnikov.

Vyriešenie viacerých problémov banky očakávajú od legislatívnych úprav, ktoré navrhujú vláde realizovať. Medziiným aj posilnenie pozície veriteľa, novelizovanie zákona o daniach z príjmov, zákona o rezervách pre zistenie základu dane z príjmov, aby nemuseli banky platiť reálnu daň z fiktívnych úrokov, ktorá na kumulatívnej báze dosiahla hodnotu okolo 4 mld. Sk len vo VÚB. Ďalej by bankám pomohla novelizácia zákona o správe daní a poplatkov, ktorá umožňuje daňovým úradom v rámci zákonného záložného práva predbehnúť banky pri realizácii záložného práva. V Trestnom zákone a poriadku by mala byť upravená trestná zodpovednosť štatutárnych orgánov právnických osôb za delikty právnických osôb. V rámci zákona o exekútoroch a exekučnej činnosti by mali byť z exekúcie vylúčené nehnuteľnosti, na ktoré majú banky záložné právo. V Obchodnom zákonníku by bolo treba zmeniť procesno-právnu úpravu realizácie záložného práva mimosúdnu cestou

Abstract

The object of the fast revitalisation of the biggest slovak banks is to help the banking system starts functioning efficiently. In order to succeed, all parties involved must be interested in building a healthy banking sector. It should mostly be the bank owners, in some cases the government and the National Property Fund.

Literatúra

- [1] Výročné správy VÚB.
- [2] Profit z r. 1998 a 1999.
- [3] Banky a finance z r. 1998 a 1999.

REGULACE ELEKTRONICKÉHO PLATEBNÍHO STYKU V ČR A EVROPSKÉ UNII¹⁰⁵

Pavel Jiříček

Klíčová slova

Evropská komise, elektronický platební styk, platební karta, spoluúčast klienta

1. Úvod

Předmětem příspěvku je srovnání zásad regulace platebního styku v Evropské unii a České republice. Pro rozsáhlost problematiky je pozornost soustředěna pouze na míru ochrany spotřebitele (klienta banky) při platbách prostřednictvím elektronických platebních karet, zejména řešení spoluúčasti klienta na škodě vzniklé podvodným zneužitím platební karty, kterou má v držení.

2. Globalizace platebního styku

Mezi rozhodující faktory globalizace platebního styku a zúčtování patří následující jevy a tendence světové ekonomiky:

- finanční trhy jednotlivých zemí procházejí deregulací a liberalizací,
- pokračuje trend další liberalizace regulačních režimů pro přímé zahraniční investice,
- jsou postupně odstraňovány překážky v mezinárodním obchodu zbožím a službami,
- rozvoj informačních a komunikačních technologií umožňuje celosvětové propojení řady platebních a vypořádacích systémů a nepřetržitou výměnu dat.

Jestliže informační technologie nejprve automatizovala kapitálové obchody, investiční bankovníctví a mezibankovní platby (např. SWIFT), dnes má schopnost efektivně uspokojit poptávku po podobných službách i v maloobchodním bankovníctví¹⁰⁶. Technologický pokrok a deregulace na mezinárodních finančních trzích, jako rozhodující předpoklady globalizace platebního styku, jsou dále umocněny účinky vzniku Evropské měnové unie¹⁰⁷. Česká republika se nachází ve fázi přípravy na přistoupení k EU a z toho plyne pro bankovní systém ČR nutnost vycházet z bankovní legislativy EU i v oblasti platebního styku.

¹⁰⁵ Tento text vznikl v rámci grantu GAČR č. 402/00/0312 „Komparace vývoje bankovního sektoru ve světě a v České republice v 90. letech“

¹⁰⁶ Juřík, P.: Svět platebních a identifikačních plateb. Praha, Radix 1999, s. 199.

¹⁰⁷ Speyer, B.: Dopady Evropské měnové unie na evropský bankovní sektor. Finance a úvěr, 49/1999, 4. 1, s. 74.

3. Právní úprava platebního styku

3.1 Evropská unie

Největší část evropského bankovního práva je upravena směrnicemi. Bezprostředně platební styk upravují následující z nich:

- směrnice o přeshraničním bezhotovostním platebním styku v rámci EU (97/05/ES),
- směrnice o neodvolatelnosti zúčtování v platebním styku a organizovaných obchodech s cennými papíry (98/26/ES).

Používání elektronických platebních prostředků je ES upraveno doporučeními:

- doporučení k evropským pravidlům chování vztahujícím se k elektronickému platebnímu styku (mezi finančními ústavy, obchodníky, provozovny služeb a spotřebiteli) - (87/598/EHS),
- doporučení k platebním systémům, zvláště pak k řešení vztahu mezi držitelem karty a jejím vydavatelem - (88/590/EHS),
- doporučení k transakcím elektronickými platebními prostředky, zvláště pak ke vztahu vydavatele a držitele platební karty - (97/489/EHS).

3.2 Česká republika

Následující výčet norem upravujících platební styk není vyčerpávající a většina z nich je opakovaně novelizována. Jsou uvedeny pouze klíčové normy spolu s okruhy problémů, které upravují a to pro oblast platebního styku a zúčtování.

Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník - stanoví podmínky, za kterých banky zřizují klientům účty.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník - upravuje následující okruhy problematiky platebního styku:

- běžný účet, jako základní prvek platebního styku,
- smlouvu o otevření dokumentárního akreditivu,
- smlouvu o inkasu,
- cestovní šek.

Zákon č. 21/1992 Sb., zákon o bankách - komplexně řeší existenci, postavení a náplň činnosti bank a konkrétně pak v oblasti platebního styku:

- platební styk a zúčtování,
- vydávání platebních prostředků, např. platebních karet, cestovních šeků,
- poskytování záruk,
- otevírání akreditivů,
- obstarávání inkasa,
- ukládá bankám na území ČR (bankám tuzemským a pobočkám zahraničních bank) povinnost převádět si navzájem peněžní prostředky výlučně prostřednictvím technického systému pro mezibankovní platební styk, který provozuje Česká národní banka,
- vymezuje odpovědnost bank z titulu chybného zúčtování příkazu klienta.

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance - ČNB má rozhodující pravomoc v oblasti úpravy zásad platebního styku a zúčtování:

- řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování mezi bankami a pečuje o jejich plynulost a hospodárnost,
- předkládá vládě návrhy zákonných úprav v oblasti platebního styku,
- stanoví k zajištění jednotného platebního styku a zúčtování v ČR právním předpisem způsob provádění platebního styku mezi bankami a zúčtování na účtech bank a klientů a rovněž způsoby používání platebních prostředků bankami v platebním styku,
- koordinuje rozvoj bankovního informačního systému v ČR a za tím účelem právním předpisem stanoví zásady bankovního informačního systému.

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon - stanoví práva a povinnosti tuzemců i cizozemců při provádění úhrad do a ze zahraničí v zahraničním platebním styku.

Zákon č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a o změně a doplnění souvisejících zákonů - stanoví postupy bank a ostatních finančních institucí v prevenci proti zneužívání finančního systému k praní špinavých peněz.

Vyhláška č. 51/1992 Sb., o platebním styku a zúčtování mezi bankami - prováděcí předpis řešící platební styk a zúčtování mezi bankami na území ČR.

Opatření ČNB č. 312/1996 Sb., o označování úhrad do a ze zahraničí platebními tituly.

ČNB, po dohodě s bankami, vypracovala vzorovou normu, která sjednocuje obchodní podmínky bank při poskytování služeb platebního styku klientům:

Všeobecné obchodní podmínky, kterými se stanoví zásady vedení účtů klientů u bank a provádění platebního styku a zúčtování na těchto účtech (dále jen všeobecné obchodní podmínky), které obsahují ustanovení:

- zřizování, vedení a zrušení účtů,
- bezhotovostní a hotovostní platební styk,
- provádění platebního styku a zúčtování na účtech klientů,
- úročení účtů,
- ceny za služby v platebním styku,
- zpráva o zúčtování a závady v zúčtování,
- vydání a přijetí šeků, zaručených šeků a bankovních šeků, zásady jejich zúčtování,
- ustanovení o směnkách předkládaných v bance,
- ustanovení o bankovních platebních kartách.

Ochrana klienta (spotřebitele) při užívání elektronických platebních prostředků není v ČR upravena speciální právní normou. ČNB vydané a novelizované všeobecné obchodní podmínky neobsahují většinu institutů a mají pouze doporučující charakter.

Všeobecné obchodní podmínky ve svém ustanovení o platebních kartách m.j.předepisují:

Čl. 48,odst. 2/ - banka dohodne s klientem, jehož účet vede, podmínky vydávání a používání platební karty, zejména rozsah a způsob provádění platebních operací prostřednictvím platební karty, dobu její platnosti, výši, do jaké mohou být platební operace prostřednictvím platební karty uskutečňovány.

Čl. 48,odst. 3/ - klient je povinen chránit platební kartu před ztrátou a zneužitím a dodržovat podmínky používání platební karty, s nimiž byl předem bankou seznámen¹⁰⁸.

Tuzemská legislativní úprava této problematiky a smluvní praxe českých bank nesplňují doporučení Evropské komise (EK) v následujících ohledech:

- 1) Doporučení EK o elektronických platebních prostředcích požaduje, aby banka mohla změnit smluvní podmínky tak, že jejich nové písemné znění zašle klientovi, který přijetí může uskutečnit konkludentním jednáním - do měsíce nevypoví smlouvu.
- 2) Jakmile držitel oznámí vydavateli ztrátu platebního prostředku, pozbývá odpovědnosti za jakékoli platby provedené tímto prostředkem. S výjimkou případů, kdy klient jedná s vážnou nedbalostí či podvodně.
- 3) EK doporučuje omezit odpovědnost klienta za škodu, jež mu vznikla zneužitím jeho karty v době před její blokací, na 150 eur.

Zneužití platebního prostředku za použití PIN se vždy považuje za způsobené vážnou nedbalostí, pokud k prozrazení PIN nedošlo za použití násilí nebo výhrůžky.

V ČR donedávna platilo, že držitel ručí za všechny transakce neomezeně až do doby čtyřiařidvaceti hodin po ohlášení, že jeho platební karta byla ztracena nebo zneužita. Doporučení EK tedy spoluúčast klienta výrazně omezuje. V USA je situace ještě příznivější, protože řada tamních bank již od spoluúčasti držitele karty ustoupila úplně¹⁰⁹.

3.2.1 Smluvní praxe vybraných bankovních ústavů

Pro posouzení efektivních smluvních podmínek byly vybrány banky vedoucí dominantní počet klientských účtů v ČR.

Česká spořitelna, a.s.Praha

Smlouva s držitelem platební karty VISA ELEKTRON obsahuje ustanovení: „Majitel účtu odpovídá za škodu, která mu vznikne nedodržením podmínek nebo v souvislosti se ztrátou, odcizením a zneužitím karty.“ Obchodní podmínky pro vydávání a používání karet ke sporožirovému účtu, které jsou nedílnou součástí smlouvy, odpovědnost klienta upřesňují: „Odpovědnost majitele účtu za škody vzniklé zneužitím karty neoprávněnou osobou končí uplynutím dne, kdy byla karta do souboru zakázaných

¹⁰⁸ Všeobecné obchodní podmínky, kterými se stanoví zásady vedení účtů klientů u bank a provádění platebního styku a zúčtování na těchto účtech. Praha, ČNB 24.7.1992, ve znění změn a doplnění přijatých dne 7.6.1994 a 8.12.1997

¹⁰⁹ Hlaváč, F.: Internetová rizika debetních karet. Euro 35/1999, s. 34

karet nahlášena, přičemž telefonický dočasný zákaz musí být následující pracovní den klientem písemně zadán kterékoli pobočce spořitelny.“

Investiční a Poštovní banka, a.s. Praha

Podmínky pro MAXKARTY k postkontu stanoví:

„V případě žádosti o blokaci maxkarty (uskutečněné telefonicky nebo písemně) se zablokuje:

- a) všechny hotovostní výplaty nad výši zůstatku limitu a to do 30 minut,
- b) veškeré dispozice, které mohou měnit stav účtu:
 - při podání žádosti do 15,00 hod. nastává účinnost blokace nejpozději následující pracovní den,
 - při podání žádosti po 15,00 se účinnost blokace posouvá o další pracovní den.

Komerční banka, a.s. Praha

Podmínky pro vydávání a používání platebních karet EUROCARD/MASTERCARD a VISA Komerční banky, a.s. řeší spoluúčast klienta ustanovením: „Po doručení/telefonickém oznámení „příkazu k uvedení karty na Stoplist“ centrále KB, odboru platebních karet nese majitel účtu/držitel karty riziko škody způsobené zneužitím platební karty neoprávněnou osobou do celkové částky maximálně 5000,- Kč (včetně) po dobu 8 dnů, která počíná běžet dnem doručení/telefonickém oznámení „příkazu k uvedení karty na Stoplist“ centrále KB, odbor platebních karet. Částka případné škody do 5000,- Kč (včetně) bude zúčtována k tíži majitele účtu.“

3.2.2 Výsledek srovnání obchodních podmínek vybraných bank s doporučeními EK

Doporučení Evropské komise k ochraně klienta při používání elektronických platebních prostředků vybrané banky zatím neakceptovaly:

- 1) Banky obchodními podmínkami zcela vylučují svou spoluodpovědnost za ztráty vzniklé klientu z podvodného zneužití karty v době před nahlášením ztráty karty a tedy i omezení spoluúčasti klienta v intencích doporučení EK.
- 2) Odpovědnost za takto vzniklou škodu nepřechází na banku okamžitě po přijetí informace o ztrátě či zneužití karty. Přechod odpovědnosti je odložen na následující kalendářní den, případně následující pracovní den, Komerční banka, a.s. předpokládá odpovědnost klienta ještě 8 kalendářních dnů s tím, že limituje jeho spoluúčast částkou 5000,- Kč.

4. Závěr

Doporučení EK jsou evropskými bankami převážně dodržována. Evropská komise vede registr všeobecných obchodních podmínek dokládající smluvní praxi každé banky v EU. Nebudou-li tato doporučení respektována, zváží Evropská komise jejich nahrazení závaznou směrnicí.

Lze očekávat tlak EK na dodržování jejích doporučení i v kandidátských zemích. Objektivní potřeba i nutné přizpůsobení právního řádu ČR standardům platným

v ES si zřejmě vyžádá úpravu platebního styku samostatným zákonem, jelikož se netýká jen bank, ale i dalších ekonomických subjektů.

Abstract

Electronic system of payments and client protection at his exploitation is modified by recommendation of European Commission in the countries of European Union. Law does not comprehend most of the necessary institutes in this sphere of problems in the Czech Republic. Consequently, the contract practice of czech banks is not convenient and might be corrected.

Literatura

- [1] Dvořák, P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty. Praha, Linde 1999.
- [2] Hálová, M.: Ochrana spotřebitele při používání elektronických platebních prostředků. Bankovníctví 5/1999, s. 17.
- [3] Hlaváč, F.: Internetová rizika debetních karet. Euro č. 35/1999, s. 34.
- [4] Jiříček, P.: Platební a zúčtovací styk, elektronické bankovníctví a vztah klient (malý a střední podnikatel) – banka v současných podmínkách. In: Sborník výzkumných prací Ústavu malého a středního podnikání – díl 4. Karviná, OPF SU 1999.
- [5] Juřík, P.: Svět platebních a identifikačních karet. Praha, Radix 1999.
- [6] Marvanová, M. – Juřík, P. – Vítkovský, K.: Platební styk. Praha, Bankovní institut 1996.
- [7] Speyer, B.: Dopady Evropské měnové unie na evropský bankovní sektor. Finance a úvěr, 49/1999.
- [8] Obchodní podmínky vybraných bank: Česká spořitelna,a.s., Investiční a Poštovní banka,a.s., Komerční banka,a.s. 2000.
- [9] Všeobecné obchodní podmínky, kterými se stanoví zásady vedení účtů klientů u bank a provádění platebního styku a zúčtování na těchto účtech. Praha, ČNB 1997.

MEZINÁRODNÍ FINANCE

DEVÍZOVÝ HEDGING V PODMIENKACH SR A JEHO TRENDY V PROCESE INTEGRÁCIE SR DO OECD A EÚ

Roman Dvorčák

Kľúčové slová

Devízový kurz, devízové riziko, devízový hedging, riadenie devízových rizík.

1. Úvod

V procese transformácie slovenskej ekonomiky na trhové prostredie dochádza k postupnému etablovaniu sa slovenských podnikateľských subjektov v širšom ekonomickom prostredí. Podnikateľské subjekty sa zapájajú do medzinárodnej výmeny tovarov a služieb a vo svojej činnosti začínajú využívať absolútne a komparatívne výhody jednotlivých regionov globálneho ekonomického prostredia. V takomto medzinárodnom podnikaní dochádza k vzniku viacerých rizík, ktoré ovplyvňujú hospodárske výsledky a samotnú činnosť podnikov a podnikateľských subjektov. Z pohľadu teórie sa finančné riziká (označované v medzinárodnom meradle aj ako špecifické) členia na kreditné, úrokové, menové alebo devízové. S postupnou liberalizáciou devízového okruhu SR a otvorenosti slovenskej ekonomiky priamoúmerne narastá vplyv devízových rizík, vyplývajúcich zo zmeny devízového kurzu SVK.

Z pohľadu integračných snáh Slovenska, jak do Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) tak aj Európskej únie (EÚ), dochádzalo a stále dochádza k postupnej otvorenosti ekonomiky, s čím súvisí aj zapájanie sa domácich podnikateľských subjektov (rezidentov) do medzinárodnej tovarovej výmeny a medzinárodných ekonomických a finančných vzťahov. Výsledkom uvedených procesov je na strane podnikov vznik devízových expozícií a na strane makroekonomickej tlak na pohyb menového kurzu SVK. V dôsledku zmeny menového kurzu a časového nesúladu medzi peňažnými tokmi, respektíve nesúladu v splatnosti aktív a pasív, denominovaných v cudzích menách sú podnikateľské subjekty vystavované riziku zmeny devízového kurzu.

2. Devízový trh SR

Slovenský devízový trh sa od svojho vzniku členil na:

1. devízový fixing Národnej banky Slovenska (ako garancia vymeniteľnosti a vnútornej konvertibility SVK)
2. medzibankový devízový trh (v rámci neho existuje vnútorný FOREX klub a medzinárodný trh)

Jednou z podmienok členstva krajiny v OECD je úplná liberalizácia devízového okruhu krajiny, postavená na princípe „akékoľvek transakcie sú povolené, ak nie sú zakázané“. V snahe začlenenia sa SR do tohto zoskupenia a v súvislosti so zavádzaním konvertibility aj na kapitálovom účte platobnej bilancie dochádzalo a stále

dochádza k liberalizácii devízových transakcií a uvoľňovaniu devízového režimu. S týmto vývojom plne korelujú metódy a nástroje zaistenia devízových rizík

V júli 1994 (v roku 1993 devízový trh prakticky neexistoval a jeho základným znakom bola reštrikcia prístupu na devízový fixing) bol zavedený dvojzložkový menový koš SVK, ktorý pozostával z USD a DEM s váhami 40% a 60%, ako odraz ich najväčšieho podielu na obrate devízových inkás a platieb.

Mena	USD	DEM	Absolútna definícia menového koša
Váha	40%	60%	1 IDX = 0,012817 USD + 0,029663 DEM
kurz SVK	31,209	20,227	

Vývoj kurzu závisel od vývoja krížového kurzu DEM a USD na svetových trhoch, od vývoja ponuky a dopytu po devízových prostriedkoch vyjadreného saldum na devízovom fixingu NBS a od menovej politiky centrálnej banky. Zároveň NBS stanovila oscilačné pásmo na $\pm 1,5\%$. Fluktučné pásmo sa využívalo primárne na vyrovnanie krátkodobých výkyvov na peňažnom trhu, sekundárne na ochranu platobnej bilancie a fixný menový kurz sa stal takzvanou kotvou transformácie slovenskej ekonomiky. V uvedenom období nakupovali komerčné banky cudziu menu od NBS za kurz devízy stred. Takémuto vývoju a prísnej menovej politike zodpovedala aj miera potreby zaistenia sa voči pohybu SVK a výber jednotlivých nástrojov zaistenia. Keďže kurz SVK závisel od krížového kurzu USD/DEM na svetových trhoch a pohyboval sa v rámci úzkeho oscilačného pásma, mohli sa podnikateľské subjekty zamerať na faktory ovplyvňujúce vývoj SVK, čiže eliminovať riziko pohybu kurzu USD/DEM. Pri takejto čiastočnej forme hedgingu im banky ponúkali opcie a forwardové operácie bez fyzickej dodávky v deň splatnosti.

V roku 1996 NBS dvakrát rozšírila fluktučné pásmo (január 1996 na $\pm 3\%$ a júl 1996 na $\pm 5\%$), zaviedla obchodné rozpätie na devízovom fixingu na $\pm 0,25\%$, uvoľnila menové kurzy pre obchodovanie a založila už spomínaný národný FOREX klub. Týmto opatreniami vytvorila priestor pre úplné zabezpečenie sa proti pohybu kurzu zaistením krížového kurzu USD/DEM a indexu v rámci fluktučného pásma. Medzibankový trh uviedol nové nástroje zaistenia sa, ktorými popri už uvedených opciách a forwardoch bez fyzickej dodávky v deň splatnosti boli forwardové operácie na nákup/predaj voľne zameniteľnej meny/SVK a menové swapy.

Od 1.1.1997 bolo stanovené oscilačné pásmo pre kurz 1 IDX/SVK na $\pm 7\%$. Ešte stále však fluktučné pásmo vytváralo priestor na využívanie čiastočného zaistenia sa cez elimináciu kurzu USD/DEM, čo v kombinácii s kalkulovaním spodnej hranice oscilačného pásma do cien realizovanej produkcie postačovalo na zaistenie sa proti pohybu devízového kurzu SVK.

Vzhľadom na zavádzanie jednotnej európskej meny euro a skutočnosť, že najväčší podiel na salde devízových inkás a platieb mali a stále majú jednotlivé členské meny EMÚ, rozhodla Banková rada NBS na svojom zasadnutí 22.septembra 1998 o zmene menového koša SVK s účinnosťou od 1.1.1999, keď DEM v menovom koši mala nahradiť nová mena Euro pri zmene váh na 35% ku 65% v prospech EUR.

Z dôvodu nadmerného dopytu na devízovom fixingu NBS, rozpustenia devízových rezerv v objeme viac ako 1 mld a pretrvávajúcich devalvačných očakávaní, zaviedla Banková rada NBS s účinnosťou od 1.10.1998 plávajúci kurz SVK (floating). Od tohoto dátumu je kurz SVK tvorený na základe ponuky a dopytu a centrálna banka intervenuje v prospech, respektíve neprospech kurzu, len v prípade nadmernej krátkodobej volatility s cieľom zmierniť krátkodobé výkyvy.

3. Riadenie devízových rizík do zavedenia plávajúceho menového kurzu SVK

Ako vyplýva z vyššie uvedeného, kurz SVK bol do 1.októbra 1998 viazaný na menový kôš s oscilačným pásmom 7%. To v praxi znamenalo, že v prípade nepriaznivého vývoja na devízovom fixingu NBS, sa mohol kurz SVK vychýliť maximálne o 7% v depreciačnom pásme (0,9300 IDX). Podnikateľské subjekty takto mohli implementovať svoje očakávania vo vývoji SVK do obchodnej politiky. Z pohľadu riadenia devízových rizík mohli použiť niekoľko prístupov v závislosti na svojich subjektívnych preferenciách a očakávaniach.

1. Najjednoduchším riešením bolo kalkulovalenie depreciačných hodnôt kurzu do cien výrobkov a služieb (za zmienku stojí skutočnosť, že v časovom horizonte do augusta 1998 menový kurz neprekročil 6% hranicu depreciačného pásma).
2. Ďalším spôsobom bola možnosť vytvárania rezerv na zmenu kurzu.
3. S novelou devízového zákona z 5.februára 1998, na základe ktorej bola zrušená ponuková povinnosť, vznikla možnosť držania devízových prostriedkov na účtoch. Týmto rozhodnutím sa dala podnikateľským subjektom najjednoduchšia možnosť hedgingu devízových pozícií formou skladby svojich hotovostných prostriedkov v súlade s menovým košom (40% USD a 60% DEM).
4. K ďalším možnostiam riadenia devízových rizík patrili termínové kontrakty. Podnikateľské subjekty mali možnosť výberu z viacerých typov termínových kontraktov, akými sú forward, forward with floating maturity, non-deliverable forward, extended forward, pulled forward, menové opcie, IDX kontrakty a swapové operácie.
5. Ako som už uviedol vyššie, elimináciou rizika pohybu kurzu USD/DEM mohli podnikateľské subjekty dosiahnuť čiastočné zaistenie SVK a v kombinácii so zaistením pohybu IDX v rámci fluktuálneho pásma aj úplné zaistenie devízovej expozície.

4. Riadenie devízových rizík po zavedení plávajúceho menového kurzu SVK

S účinnosťou od 1.októbra 1998 bol zavedený plávajúci menový kurz SVK, čím sa zintenzívnila potreba riadenia devízových pozícií a hedgingu devízových rizík, keďže kurz sa vytvára na základe pôsobenia trhových síl. Centrálna banka podľa menového programu bude zasahovať do vývoja kurzu len v prípade nadmerných výkyvov. O potrebe zabezpečenia sa svedčí vývoj na devízovom trhu (v septembri 1999 sa kurz SVK/DEM pohyboval na úrovni 10% - 11% v depreciačnom pásme oproti bývalej centrálnej parite a ešte výraznejšie sú zmeny kurzu SVK/USD) ako aj hospodárske výsledky podnikateľských subjektov za rok 1998. V súčasnej dobe môžu

hospodárske subjekty využiť viacero spôsobov zaistenia sa voči neočakávaným pohybom devízového kurzu.

1. Peňažné trhy. Pôžičkami a investíciami na peňažných trhoch sa môžu podnikateľské subjekty vyhnúť v niektorých prípadoch devízovým rizikám. Takúto možnosť hedgovania poskytla podnikateľským subjektom NBS už spomínanou novelou devízového zákona, zrušením devízovej pozície bánk pre menové účely a zmenou metodiky výpočtu a výšky povinných minimálnych rezerv s účinnosťou od 1. apríla 1999. Uvedené opatrenia vykonala NBS v dôsledku narastania dopytu rezidentských podnikateľských subjektov po úveroch denominovaných v cudzej mene a v dôsledku nevyhnutnosti regulovania nielen zdrojov v domácej, ale aj cudzej mene.
2. Termínové kontrakty. Podobne ako do 1.10.1998 komerčné banky poskytujú podnikateľským subjektom možnosti hedgovania devízových rizík formou termínových kontraktov. Rastúci objem obchodov na devízovom trhu naznačuje zvýšený dopyt po jednotlivých formách zaistenia.
3. Kombináciou predchádzajúcich dvoch spôsobov.

Rozšírenie palety nástrojov zaistenia sa proti pohybu devízového kurzu sa očakáva od realizácie projektu trhu derivátov na Burze cenných papierov v Bratislave pod názvom BOFFEX (Bratislava Options and Financial Futures Exchange). Vzhľadom na skutočnosť, že nie všetky podnikateľské subjekty realizujú finančné toky v cudzej mene v takom rozsahu, aby spĺňali podmienky vstupu na OTC trh s derivátovými produktami, vznikne pre nich možnosť zabezpečenia svojich aktív, pasív a finančných tokov na BCPB. Tento organizovaný trh bude ponúkať termínové kontrakty s bázou 1.000, respektíve 10.000 USD (podobne aj pre EUR).

Pomôcť podnikateľskej sfére pri riadení devízových rizík by mala aj novela zákona o Exportno-importnej banke SR, na základe ktorej bude táto inštitúcia poisťovať devízové riziká.

5. Zavedenie EURO

Ďalšou významnou zmenou na devízovom trhu, popri zavedení plávajúceho kurzu SVK, sa stalo zavedenie spoločnej meny EÚ pod názvom EURO. 31.decembra 1998 o 11.30 hod. stredoeurópskeho času zafixovali centrálné banky krajín EÚ kurz USD ku svojej národnej mene. Takto fixované kurzy použila ECB na výpočet kurzu ECU/USD. Z tohoto kurzu a fixovaného kurzu národných mien k USD boli stanovené fixné parity národných mien k EUR.

Fixný kurz EUR/národná mena	
13,760300	ATS
40,339900	BEF
1,955830	DEM
166,386000	ESP
5,945730	FIN
6,559570	FRF
0,787564	IEP
1936,270000	ITL
40,339900	LUF
2,203710	NGL
200,482000	PTE

V dôsledku fixného pomeru zúčastnených národných mien k EUR došlo k zmene z *multicurrency position* členských mien EMÚ na *singlecurrency position* reprezentovanou menou euro. Pre podnikateľské subjekty v SR vznikla možnosť kumulovania jednotlivých devízových pozícií v daných menách do jednotnej devízovej pozície v mene EUR a následne zaistiť len kurz SVK/EUR.

Z analýzy devízových inkás a platieb (jak v obchodnej, tak aj v platobnej bilancii SR) vyplýva fakt, že najväčší podiel na strane platieb má USD a na strane inkás EUR. Z tohto pohľadu sa pre podniky s takouto skladbou finančných tokov stáva dominantným krížový kurz EUR a USD. Ten je možné zaistiť aj na slovenskom OTC trhu prostredníctvom opcií, forwardov na menu s pevným alebo pohyblivým termínom plnenia, respektíve forwardom bez fyzického plnenia.

V dôsledku dlhodobého trendu vývoja menového kurzu SVK vzniká priestor pre využívanie metód prirodzeného hedgingu, akými sú pricing, leading, lagging.

V dôsledku uchádzania sa SR o členstvo v OECD môžeme v blízkej budúcnosti očakávať ďalšiu liberalizáciu devízového zákona, ktorá dá podnikateľským subjektom ešte širší priestor na medzinárodné podnikanie a pôsobenie na zahraničných finančných trhoch. V procese integrácie SR do OECD zvolila NBS cestu postupnej liberalizácie devízového okruhu vyplývajúcej s budovaním konvertibility Slovenskej koruny. Z dôvodu požiadavky na úplnú liberalizáciu devízového okruhu zo strany Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj stanovila NBS 6 etáp liberalizácie.

- 1.etapa – začala 1.2.1995 uvoľnením priamych zahraničných investícií (FDI) krajín EÚ.
- 2.etapa – (1.12.1996) - rozšírenie FDI na krajiny OECD, liberalizácia nákupu nehnuteľností rezidentami v zahraničí, liberalizácia zahraničných úverov pre rezidentov so splatnosťou 3 a viac rokov, liberalizácia zahraničných úverov od rezidentov so splatnosťou 5 a viac rokov.
- 3.etapa – v tejto etape mali byť uvoľňované všetky úvery (aj so splatnosťou do 1 roka)
- 4.etapa – uvoľnenie operácií s cennými papiermi, garancií a zaistovacích operácií
- 5.etapa – zrušenie transferovej povinnosti
- 6.etapa – uvoľnenie obstarávania nehnuteľností v tuzemsku devízovými nerezidentami.

Podľa pôvodného harmonogramu malo byť všetkých 6 etáp ukončených do roku 2001. Jednotlivým etapám zodpovedajú aj trendy vo využívaní nástrojov na zaistenie devízových rizík v SR. S liberalizáciou operácií s cennými papiermi dôjde k nárastu podielu swapových operácií v zaistovaní nielen devízových, ale aj kombinovaných rizík. Významnejšiu regresiu však nájdeme medzi ďalším vývojom kurzu SVK, a z toho vyplývajúcich nástrojov zaistenia, a snahou SR o integráciu do EÚ.

Z pohľadu vývoja devízového kurzu môžu podnikateľské subjekty v strednodobom časovom horizonte očakávať ďalšie vývojové stupne, vyplývajúce z integračných ambícií Slovenska stať sa členským štátom EÚ. V tomto procese bude musieť prejsť koruna 3 etapami:

1. riadený plávajúci kurz,
2. relatívne fixný devízový kurz (fixný devízový kurz s oscilačným pásmom bude musieť udržať centrálna banka minimálne 2 roky),
3. zánik SVK.

Týmto vývojovým štádiám bude zodpovedať aj potreba a forma zaistovania devízových rizík. Jednotlivé stupne, predovšetkým opätovný návrat k fixnému kurzu s oscilačným pásmom, nebudú mať vzhľadom k ambíciám SR stať sa členom EÚ v roku 2004 dlhé trvanie.

6. Záver

Na záver treba ešte uviesť, že v ekonomike Slovenska dochádzalo a ešte stále dochádza k podceňovaniu rizík spojených s pohybom devízových kurzov. Svedčia o tom aj hospodárske výsledky viacerých významných podnikov v ekonomike Slovenska, u ktorých došlo v minulom roku k výrazným poklesom ziskov, ba dokonca aj stratám, spôsobených výkyvmi výmenného kurzu slovenskej koruny. Svedčí o tom aj skutočnosť, že jedným z podnetov pre NBS na zrušenie devízovej pozície bánk pre menové účely bol zvýšený dopyt rezidentov po úveroch denominovaných v cudzej mene, ktoré neboli žiadnym spôsobom zaistované proti zmene devízového kurzu.

Abstract

The presented paper discuss the possibilities of currency hedging of Slovak Koruna (SVK) after slovak currency market creation. There are slovak currency

development since 1993 and development of tools using in the currency hedging in the paper. This paper presents the history of currency hedging in Slovakia and its levels. In the field of the currency hedging tools we can use forward, forward with floating maturity, non-deliverable forward, extended forward, pulled forward, swaps and options which are offered by commercial banks in Slovakia to eliminate currency risk. There is floating which is used in SVK in this period of time. The floating was established on October 1st 1998. At the end of the paper there are influences of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, OECD Code of Liberalisation of Invisible Operations and integration process of Slovak Republic to the EU on the method and tools of currency hedging. Also 6 stages of Slovak currency liberalisation are discussed.

Literatura

- [1] Bennet, Dominic: Managing Foreign Exchange Risk. Financial Times/Pitman publishing, 1997.
- [2] Shapiro, Alan C.: Foundations of Multinational Financial Management. Prentice-Hall, Inc., 1991, 3rd edition – international edition.
- [3] Levi, Maurice D.: International Finance – The Markets and Financial Management of Multinational Business. McGraw-Hill, Inc., 1996, 3rd edition.
- [4] DeRosa, F.D.: Managing Foreign Exchange Risk (Advanced strategies for global investors, corporations and financial institutions). IRWIN, 1996, 2nd Revised Edition.
- [5] Cornyn, A.G. – Klein, R.A. – Lederman, J.: Controlling and Managing Interest-Rate Risk. New York Institute of Finance, 1997.
- [6] Durčáková, J. – Mandel, M.: Mezinárodní finance. VŠE Praha, 1995
- [7] Polouček, S. – Frait, J.: Mezinárodní finance B. Slezská univerzita Opava OPF Karviná, 1997.
- [8] Madura, J.: International Financial Management. West Publishing 1995.
- [9] Brealey, R.A. – Myers, S.C.: Teorie a praxe firemních financí. East Publishing, Praha, 1999
- [10] Damodaran, A.: Corporate Finance: Theory and Practice. John Wiley and Sons, USA, 1997
- [11] Dvorčák, R.: Zmeny v riadení devízových rizík po 1.10.1998. In: Finančný manažment v podmienkach konsolidácie Slovenskej ekonomiky. Finex 99. Banská Bystrica 1999.
- [12] Zákon č.202/1995 Z.z. v znení neskorších predpisov Devízový zákon.
- [13] Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD. Paris 1960
- [14] OECD Code of Liberalisation of Current Invisible Operations. OECD. Paris 1960.
- [15] OECD Code of Liberalisation of Capital Movements. OECD. Paris, 1960.

LIBERALIZÁCIA DEVÍZOVEJ POLITIKY V PROCESE TRANSFORMÁCIE A PRÍPRAVY SLOVENSKEJ REPUBLIKY NA VSTUP DO EURÓPSKEJ ÚNIE

Anežka Jankovská

Kľúčové slová:

konvertibilita slovenskej koruny, systém menového kurzu, pevný menový kurz, voľne pohyblivý menový kurz, managed floating, intervencie centrálnej banky

1. Úvod

V roku 1991 sa Československá federatívna republika pustila, rovnako ako ďalšie krajiny strednej a východnej Európy, do programu radikálnej transformácie pod záštitou Medzinárodného menového fondu, aby čo najrýchlejšie prekonala obdobie medzi centrálnym plánovaním a trhovým hospodárstvom. Táto krajina nemala ani tradície, ani inštitúcie ani zákony pre trhovú hospodárstvo. Musela stabilizovať svoju ekonomiku, budovať inštitúcie nevyhnutné na fungovanie trhového hospodárstva a nevyhnutne uskutočniť rozsiahle programy štrukturálnej transformácie, na čo potrebovala finančnú a technickú pomoc z MMF a ďalších medzinárodných finančných inštitúcií.

MMF všetkým stredo a východoeurópskym štátom odporúčal v podstate tieto opatrenia:

- **liberalizáciu cien**, ktorá viedla k prudkému rastu cien a inflácie, ktorý prekonali aj tie najpesimistickejšie predstavy,
- **konvertibilitu mien pri bežných platbách**, čo krajinám prinieslo síce určité výhody ale zároveň vyvolalo znehodnotenie mien a zvýšenie inflácie,
- **zrušenie centrálného plánovania a liberalizáciu celej ekonomiky**, čo sa hneď v prvých rokoch prejavilo v poklese výroby a zrútení zahraničného obchodu najmä krajín RVHP.

2. Formovanie konvertibility slovenskej koruny

Formovanie konvertibility československej koruny a neskôr samostatnej slovenskej koruny sa začalo hneď po vstupe ČSFR do Medzinárodného menového fondu v súlade so záväzkami, ktoré vyplynuli z podpisu Dohody o MMF. Postupným odbúraním devízových obmedzení, vytváraním devízového trhu a jednotného jednodložkového devízového kurzu dochádza k liberalizácii devízovej politiky a zavedeniu vnútornej vymeniteľnosti koruny.

Po rozdelení ČSFR a neskôr aj československej koruny na českú a slovenskú korunu, začína sa samostatné riadenie devízovej politiky v oboch nástupníckych štátoch. 1. 10. 1995 bola zavedená vonkajšia voľná vymeniteľnosť

slovenskej koruny pre oblasť bežného účtu platobnej bilancie a pokračovalo ďalšie postupné uvoľňovanie devízového hospodárstva. So zreteľom na vytváranie trhového prostredia, integračné ciele, úroveň peňažných nástrojov menovej a fiškálnej politiky, postupuje sa systémom uvoľňovania najskôr dlhodobých finančných vzťahov a až postupne sa budú uvoľňovať krátkodobé pohyby kapitálu a finančné deriváty.

Pred vstupom do Európskej únie sa uvažuje s uvoľnením týchto finančných operácií:

- finančné úvery od nerezidentov rezidentom :
 - s dobou splatnosti dlhšou ako 1 rok (teraz sú uvoľnené úvery nad 3 roky)
 - s dobou splatnosti kratšou ako 1 rok,
- finančné úvery od rezidentov nerezidentom:
 - s dobou splatnosti dlhšou ako 1 rok (teraz sú uvoľnené úvery nad 3 roky)
 - s dobou splatnosti kratšou ako 1 rok,
- liberalizácia termínovaných obchodov,
- zrušenie transférovej povinnosti,
- nadobúdanie nehnuteľností nerezidentami v Slovenskej republike (teraz sú možné určité výnimky),
- uvoľnenie aj nepriamych investícií v zahraničí.

Uskutočnením týchto liberalizačných krokov by sa slovenská koruna mala zaradiť medzi voľne vymeniteľné meny, ktoré neuplatňujú devízové obmedzenia na bežnom ani na finančnom a kapitálovom účte platobnej bilancie.

Vývoj vo svetovej ekonomike išiel tým smerom, že postupne stále viac členských krajín napĺňalo podmienky dosiahnutia požadovanej konvertibility meny. V súčasnosti už 115 členských krajín splnilo podmienky vonkajšej konvertibility svojich mien na bežnom účte, z ktorých mnohé majú aj konvertibilitu na kapitálovom účte. Slovenská republika bola do zoznamu krajín, ktoré splnili požiadavky MMF na vonkajšiu konvertibilitu meny zaradená 5. októbra 1995 (podľa Annual Report IMF 1996, str. 188)

Slovenská republika má pred sebou aktuálnu úlohu postupného zavedenia vonkajšej konvertibility aj na kapitálovom účte platobnej bilancie a bude si vyžadovať, aby sa venovala väčšia pozornosť koordinácii menovej, kurzovej a fiškálnej politiky, odstráneniu globálnej nerovnováhy nielen obmedzovaním globálneho dopytu ale aj podporou globálnej ponuky a štrukturálnym reformám. Skúsenosti ukazujú, že v prípade dosahovania makroekonomických cieľov sa podmienky, ktoré určuje MMF dodržiavajú, zatiaľ čo realizácia štrukturálnych reforiem sa oneskoruje.

3. Devízový kurz a konvertibilita slovenskej koruny

Nevyhnutnou podmienkou zavedenia úplnej konvertibility slovenskej koruny, okrem iného, je **primeraný devízový kurz a dostatočná medzinárodná likvidita** (devízové rezervy) **a vhodná makroekonomická politika**. Makroekonomická politika by mala zabezpečiť cenovú stabilitu a konkurencieschopné výnosy v domácej mene, ktoré by bránili rozsiahlej menovej substitúcii. Aby domáca ekonomika bola chránená pred vlnami menovej substitúcie a špekulačnými tlakmi, je tiež nevyhnutý realistický devízový kurz a dostatočná medzinárodná likvidita.

Vo svetovom hospodárstve boli obdobia, kedy kurzové systémy jednotlivých krajín boli v zásade rovnaké a dodržiavali sa rovnaké zásady tvorby a riadenia devízových kurzov. Počas brettonwoodského menového systému MMF v podstate dohliadal donucovacím spôsobom na meny svojich členských štátov, pretože jeho súhlas pred akoukoľvek zmenou parity bol nevyhnutný. Po dohodách v Kingstone a po vstúpení do platnosti druhého dodatku stanov členské krajiny už nepodliehali dozoru fondu v oblasti svojej devízovej politiky.

Krajiny sa môžu samy rozhodnúť, aký systém devízového kurzu budú používať, či pevný alebo pohyblivý (plávajúci), s väčšou alebo menšou pružnosťou. Návrat k určitej unifikácii v medzinárodnom meradle nie je v dohľadnej budúcnosti pravdepodobný. Možno sa však stretnúť aj s názormi, ktoré volajú po obnove pevných devízových kurzov.

Ďalej si môžu krajiny vybrať metódu odvodzovania kurzu, ktorou môže byť odvodzovanie kurzu od inej národnej meny, od národného menového koša, od štandardného menového koša - SDR, od ponuky a dopytu po danej mene. Stanovy MMF zakazujú iba odvodzovanie devízových kurzov od zlatej parity.

Slovenská republika, ako jedna z posledných transformujúcich sa stredo a východoeurópskych krajín používala až do 2. 10. 1998 systém pevného devízového kurzu (pegged systém), metódu odvodzovania kurzu od národného menového koša, ktorého posledná skladba bola DEM 60 % a USD % a pásmo oscilácie $\pm 7\%$. V Slovinsku, Poľsku a Maďarsku sa už od roku 1993 používal voľnejší systém menového kurzu ako na Slovensku. Pozri tabuľku číslo 1.

Vývoj používaných systémov devízových kurzov v celosvetovom meradle ukazuje podstatný posun v prospech používania voľne pohyblivých devízových kurzov (floatingu).

Tabuľka č. 1

Systémy devízových kurzov a inflácia v rokoch 1993-1995 (priemerné ročné sadzby)					
	Slovenská republika	Česká republika	Poľsko	Maďarsko	Slovinsko
Systém devízového kurzu	fixed	fixed x)	crawling	crawling	flexible
Inflácia	15,5	13,4	32,3	23,2	21,4
Depreciácia (znehodnotenie kurzu)	1,64	-2,24	16,94	18,61	9,71
Prameň: Spracované podľa interných materiálov MMF 26. 5. 1997 Česká národná banka zrušila fixný systém a zaviedla voľný systém menového kurzu, tzv. riadený floating.					

Začatie fungovania Európskej menovej únie a zavedenie jednotnej meny euro 11 štátmi od 1. 1. 1999 ovplyvní aj našu politiku menového kurzu. Národná banka Slovenska, uvedomujúc si túto potrebu, sa pripravovala upraviť používaný systém menového kurzu koruny iba jeho akousi kozmetickou úpravou, keď schválila iba zmenu v menovom koši. Nahradila DEM eurom s rovnakým podielom ako mala DEM, t. j. 60 %. Podiel USD mal zostať nezmenený, t. j. 40 %. Druhým alternatívnym riešením bolo zrušenie používaného pevného systému menového kurzu a jeho nahradenie buď riadeným floatingom alebo nezávislým floatingom. Pritom bolo pravdepodobné previazanie slovenskej koruny na euro. Keďže dôsledky takéhoto kroku sa dali len ťažko predvídať, NBS sa k takému kroku ťažko odhodlávala.

Skúsenosti napríklad v Českej republike ukázali, že po zmene pevného systému menového kurzu na riadený floating a zrušení fluktuálneho pásma kurzu $\pm 7,5\%$ 26. mája 1997, okamžite došlo k znehodnoteniu českej koruny zhruba o 12 - 13 % oproti predchádzajúcej parite. Pokles sa však veľmi rýchlo zastavil a počas relatívne krátkej doby česká koruna sa začala zhodnocovať až do dolnej oblasti predchádzajúcej parity. Znehodnotenie českej koruny sa prejavilo ako proexportný prvok a malo veľmi mierny destabilizujúci vplyv.

Ak sa Slovensko stane členom Európskej únie, pravdepodobne vstúpi do Európskeho mechanizmu výmenných kurzov II (ERM - exchange rate mechanism II), o ktorom sa v súčasnosti diskutuje. Tento systém bude pretransformovaný z ERM po začatí fungovania Európskej menovej únie (EMÚ) a mal by zahŕňať tie členské krajiny, ktoré sa nebudú zúčastňovať EMÚ. V súčasnosti sa vedú diskusie o tom, či ERM II by mal byť dobrovoľný alebo povinný pre tieto krajiny. Ak bude fluktuálne pásmo v EMÚ také ako doteraz, t. j. $\pm 15\%$ (ako sa v súčasnosti predpokladá), tento systém by mohol byť pre Slovensko prijateľný. Dovtedy však by mala byť určitá objektívna úroveň devízového kurzu slovenskej koruny vytvorená.

Ďalej sa predpokladá, že krajiny strednej a východnej Európy, ktoré sa usilujú o členstvo v Európskej únii, sa budú súčasne usilovať i o členstvo v Európskej menovej únii. Rovnako sa predpokladá, že časový rozdiel medzi oboma krokmi nebude môcť byť veľmi dlhý, čo v praxi týchto krajín znamená, že popri plnení podmienok vstupu do Európskej únie budú zároveň sledovať i plnenie kritérií EMÚ, tzv. Maastrichtských kritérií.

Menovú stabilitu slovenskej koruny, a teda aj stabilitu devízového kurzu ohrozuje makroekonomická nerovnováha prejavujúca sa tiež vo vonkajšej nerovnováhe, nedostatok priamych zahraničných investícií, vysoká zahraničná zadlženosť Slovenskej republiky, vysoké úrokové sadzby na peňažnom trhu, expanzívna fiškálna politika a ďalšie ekonomické i politické skutočnosti. Pozri tabuľku č. 2

Tabuľka č. 2

Vývoj vybraných ekonomických ukazovateľov Slovenskej republiky

	1992	1993	1994	1995	1996	1997(3)	1999
Vnútrohá ekonomika							
Reálny HDP	-7,0	- 4,	4,8	7,5	6,9	6,0	1,8
/v % ku koncu obdobia/							
Nezamestnanosť /v % z pracovných zdrojov/	11,3	12,8	14,6	13,8	12,8	12,5	17,7
Index spotrebiteľských cien /12- mesačná zmena/	9,1	25,0	11,7	7,2	5,4	6,4	13,9
Saldo štátneho rozpočtu							
/v % z HDP/	- 12,8	- 7,6	- 1,4	- 0,6	- 6,3		
Priemerné úrokové sadzby /súkromnému sektoru/	16,	14,1	14,9	14,5	13,2	16,21	15,06
Vonkajšia ekonomika							
Vývoz f.o.b.							
/v mld USD/	6,5	5,4	6,7	8,6	8,83	8,79	9,36
Dovoz c.i.f.							
/v mld USD/	7,2	6,4 1)	6,6	8,5	10,94	10,26	10,15
Saldo bežného účtu	0,02)	-0,6	0,7	0,6	-1,91	-1,34	-0,790
Zahraničné priame investície /čisté v mld USD/	0,1	-0,4	0,3	0,2	0,1	0,07	0,152
Ostatné prostriedky a dlhodobý kapitál /čisté v mld USD/	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	1,1	0,656
Celková platobná bilancia	-0,5	0,4	1,4	1,6	0,24	+0,045	+0,193
/saldo v mld USD/							
Zahraničná zadlženosť							
/v mld USD/	2,8	3,4	3,9	4,5	6,5	9,9	10,363
Úverová služba							
/v % z vývozu/	3,3	8,9	8,7	12,0			
Oficiálne devízové rezervy							
/v mld USD /	0,8	0,9	2,2	3,9	3,47	3,284	2,8684)

Prameň:

Annual Report IMF, 1996, Washington D.C., údaje za rok 1992, 1993, 1994 a september 1995, Platobná bilancia SR za rok 1996 ,1997

1) Včítane vojenského dovozu z Ruska v sume 170 mil. ako vyrovnanie pohľadávok

2) Po štátnych transféroch z ČR

3) Spracované podľa: Menový prehľad NBS január - jún 1998, Platobná bilancia 1997, vývoz a dovoz v rokoch 1996,1997 v f.o.b., priemerná úroková sadzba v roku 1996,1997 zo stavu poskytnutých všetkých úverov

4) Spracované podľa: Menový prehľad NBS, november 1999

Vonkajšia nerovnováha sa doteraz riešila najmä administratívnymi opatreniami obmedzujúcimi dovoz tovarov zo zahraničia, napríklad zavedenie dovozných depozít, zavedenie dovoznej prirážky a ďalšími opatreniami sledujúcimi ochranu vnútorného trhu, ako je napríklad Zákon o ochranných opatreniach pri dovoze a Zákon o subvenciách a vyrovnávacích opatreniach. Exportná výkonnosť sa podporovala dvoma opatreniami, a to založením Exportno-importnej banky a Fondu na podporu zahraničného obchodu začiatkom roku 1997. Prijaté administratívne opatrenia na

obmedzovanie dovozov majú iba krátkodobý charakter a zároveň zhoršujú konkurenčné prostredia na domácom trhu. Efekt proexportných opatrení sa prejaví výraznejšie až v nasledujúcich rokoch.

Riešenie vonkajšej nerovnováhy pomocou zmeny systému menového kurzu Národná banka Slovenska nepovažovala za vhodné, čo zdôvodňovala najmä úzkou väzbou vývozu na dovážané tovary a možnými inflačnými vplyvmi. Vzhľadom na pretrvávajúce riziká sa slovenská koruna nachádzala stále pod devalvačným tlakom, čo nútilo NBS uskutočňovať intervencie na zhodnotenie jej kurzu, čiže na jej udržanie v rámci povoleného rozpätia. V dôsledku toho devízové rezervy poklesli pod úroveň 3 násobku priemerného mesačného dovozu.

Aj keď makroekonomickú rovnováhu a stabilitu meny a devízového kurzu i vytvorenú ekonomickú situáciu v štáte bude potrebné riešiť v širšom kontexte opatrení, akými sú napríklad štrukturálne zmeny slovenskej ekonomiky, modernizácia výroby, rast podielu technologických dovozov, rast zahraničných investícií, podpora domácej inovačnej politiky, doriešenie privatizácie a pod., otázky vhodnosti uplatňovaného systému devízového kurzu slovenskej koruny neboli zanedbateľné.

Vzhľadom na to, že devízový režim nie je plne liberalizovaný, nemáme vlastne predstavu o skutočnom devízovom dopyte a devízovej ponuke, a teda ani o reálnom devízovom kurze koruny, ktorý by sa na ich základe vytvoril. Preto za takejto situácie možno pochopiť opatrný prístup NBS k zmene systému používaného pevného devízového kurzu, ktorý postupne začínal prinášať viac nevýhod ako výhod. Možno teda konštatovať, že Slovenská republika dávala prednosť stabilite pred objektivitou (realnosťou) devízového kurzu.

Pravdivosť tohto názoru potvrdzuje to, že Národná banka Slovenska dňa 2. 10. 1998 zmenila systém uplatňovaného pevného menového kurzu a zaviedla voľný **floating**, čo je v súlade s celosvetovým trendom. Medzinárodný menový fond zaraďuje systém devízového kurzu do skupiny **managed floating**, kde sa nachádza spolu so SR aj Česká republika a ďalších 23 krajín. (pozri Annual Report 1999, International Monetary Fund, Washington, D. C., str. 166)

4. Vývoj slovenskej koruny po zmene systému menového kurzu

Slovenská národná banka po menovej odluke 8. 2. 1993 pokračovala v používaní pevného menového kurzu. Neprimerané uvoľnenie menovej politiky v priebehu roka 1995 a v prvej polovici roka 1996 spôsobilo zvyšovanie domáceho dopytu a následne prehrievanie slovenského hospodárstva. Zároveň od poslednej zmeny menového kurzu v roku 1993 dochádzalo k jej reálnemu zhodnocovaniu a teda k relatívnemu zdražovaniu slovenského vývozu.

Nadmerný rast dopytu sa prejavoval prudkým rastom dovozov, pričom exportná výkonnosť slovenskej ekonomiky bola aj naďalej slabá, čo sa prejavovalo v zhoršovaní deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Rastúci deficit bol v prevážnej miere financovaný zvyšovaním zahraničnej zadĺženosti podnikového a bankového sektora. Zníženie ratingu SR a spôsob privatizácie neumožnil prílev priamych zahraničných investícií, ktoré by podporili podnikovú reštrukturalizáciu a zvýšenie konkurencieschopnosti slovenských podnikov a ich výrobkov. Tiež expanzívna fiškálna

politika v rokoch 1997-98 prispievala k makroekonomickej nerovnováhe a rastúcemu domácemu dopytu. Pokračovali devalvačné očakávania, ktoré sa vystupňovali najmä pred parlamentnými voľbami. Zavedený nový systém menového kurzu tzv. riadený floating znamená, že úroveň kurzu slovenskej koruny bude plne závisieť od ponuky a dopytu po korune na domácom i zahraničných devízových trhoch. Kurz v tomto prípade môže nadobúdať relatívne neobmedzené hranice, pretože nemá stanovené žiadne hranice oscilácie. Národná banka nie je povinná intervenovať na udržanie jeho úrovne v rámci nejakých umelo stanovených hraníc oscilácie. Ale to neznamená, že nebude vôbec intervenovať. Ak sa menový kurz koruny bude vyvíjať smerom, ktorý nebude považovať za vhodný pre splnenie cieľov menovej politiky, môže uskutočňovať intervencie na zhodnotenie alebo znehodnotenie kurzu koruny na ťarchu alebo v prospech devízových rezerv. Ďalšie možnosti ovplyvňovania devízovej ponuky a dopytu má aj v rozširovaní konvertibility slovenskej koruny, najmä odstraňovaním v súčasnosti ešte existujúcich devízových obmedzení.

Zmena systému menového kurzu priniesla zvýšenie citlivosti ekonomických subjektov na zvýšenie kurzového rizika ako pri dovozoch a vývozoč, tak aj pri finančných úveroch a ďalších ekonomických aktivitách. Slovenská koruna je značne citlivá na mnohé skutočnosti, hlavne na vplyvy zo značnej otvorenosti slovenskej ekonomiky. Preto jej pohyb bude pravdepodobnejšie väčší než bol pohyb koruny v pevnom systéme menového kurzu, na ktorý boli podniky a obyvateľstvo zvyknuté. Bude to vyžadovať lepšie zvládnutie možností zabezpečenia sa proti devízovému riziku.

Prelom v úrovni menového kurzu slovenskej koruny nastal hneď v oktobri 1998, kedy kurz prudko vyskočil z dovtedajšieho fluktuálneho pásma (+/- 7 %). Nasledovalo hektické obchodovanie v novembri a december bol už zväčša pokojný, aj keď boli zaznamenané zvýšené tlaky na korunu. K radikálnej zmene na devízovom trhu došlo v marci 1999, kedy krátkodobé úrokové miery klesli takmer na nulovú úroveň, čo posunulo menový kurz na úroveň 43,800 SKK/EUR a neskôršie až na 44,600 SKK/EUR. Národná banka sa svojimi intervenciami na devízovom trhu pokúšala udržať stabilný vývoj a chrániť menu pred nadmernými a neželateľnými pohybmi. V apríli došlo k miernemu oslabovaniu kurzu slovenskej koruny. Očakávalo sa, že v dôsledku výsledkov prezidentských volieb sa vývoj kurzu slovenskej koruny obráti. Nestalo sa tak, pretože v dôsledku nákupov devíz zo strany bánk a ich klientov, ktoré boli krátke, došlo 19. 5. 1999 v závere obchodovania k oslabeniu kurzu koruny až na úroveň 48,100SKK/EUR. Slovenská koruna sa tak ocitla až 31 % v deprecii oproti bývalej centrálnej parite. Konštatuje sa, že sa zopakovala situácia z obdobia pred poslednými parlamentnými voľbami koncom septembra 1998. Na trhu jednoznačne prevládal záujem domácich klientov kupovať devízy, čo svedčilo o ich nedôvere voči domácej mene. Centrálna banka zasiahla do takéhoto vývoja priamymi niekoľkonásobnými intervenciami. Bola to jej druhá intervencia od zmeny systému menového kurzu.

Prechod na rok 2000 sa uskutočnil s nepredvídateľným výsledkom - dopyt po slovenskej korune zostal nezmenený. Dopyt po korune začal rásť po helsinskom rozhodnutí o prizvaní SR medzi krajiny, s ktorými sa bude rokovať o vstupe do Európskej únie. Slovensko sa stalo dôveryhodnejšou krajinou pre zahraničných investorov, ktorí sú na devízovom trhu aktívnejší a vymieňali zahraničné meny za slovenské koruny. To vplývalo na zhodnocovanie kurzu slovenskej koruny voči euru. Koruna sa postupne dostala až na úroveň okolo 42 SKK/EUR.

Príliš silná koruna vyvolala intervenciu NBS. Zhodnotenie slovenskej koruny nemožno hodnotiť jednoznačne iba pozitívne. Príliš silná koruna oproti euru sťažuje pozíciu slovenským vývozcom do štátov Európskej únie a do pridružených štátov, kde smeruje vyše 90 % slovenského exportu. Vzhľadom na to, že slovenská ekonomika nie je technickou úrovňou svojich výrobkov pripravená na konkurenciu hlavne v vyspelých štátoch EÚ, silnejúca mena sa stáva vážnou prekážkou exportu. Preto z dlhodobého hľadiska je posilňovanie konkurencie-schopnosti slovenskej ekonomiky rozhodujúce.

Na druhej strane, silnejúcu korunu vítajú slovenskí dovozcovia, menej už národná banka a vláda. Silná koruna môže spôsobiť nepriaznivý stav obchodnej bilancie. Súčasne rastúci dovoz sa premieta do zvýšenej domácej spotreby, čo v súčasnosti pre slovenskú ekonomiku nie je vhodné. Okrem iného by sa oslabil aj účinok ekonomických opatrení vlády z prvej polovice roka 1999 a ďalších s platnosťou od roku 2000. Keďže účinok týchto opatrení ovplyvní kúpyschopnosť obyvateľstva, prejaví sa to na pribrzdení domácej spotreby. Občania to však značne pocítia.

Podľa názoru terajšieho guvernéra NBS M. Jusku v prípade pokračovania priaznivého makroekonomického vývoja bude sa NBS snažiť menový kurz slovenskej koruny stabilizovať na súčasnej úrovni 42,5 SKK/EUR, ktorú NBS považuje za primeranú. Analytici sa zhodujú v názore, že z dlhodobého hľadiska by mala byť slovenská koruna stabilnejšia. Ovplyní to predovšetkým príchod výraznejšieho rozsahu priamych zahraničných investícií, zníženie domáceho dopytu a presadzovanie opatrení na vyrovnanie makroekonomickej nerovnováhy. Nepriaznivý vývoj môžu spôsobiť najmä politické roztržky, korupcia, rozpoltenosť v miere intenzity reforiem a ďalšie nepriaznivé skutočnosti. Na takéto situácie zahraniční investori reagujú odlivom svojich investovaných prostriedkov, ktorý spôsobí prebytok ponuky domácej meny a zvýšenie dopytu po zahraničnej mene, čo sa v konečnom dôsledku prejaví v znehodnotení slovenskej koruny.

5. Záver

- Možno konštatovať, že po zmene systému menového kurzu koruny došlo k devalvácii slovenskej koruny, ktorá sa pohybovala od maximálnej úrovni 31,2 % po 19 % od predchádzajúcej centrálnej parity. Národná banka Slovenska doteraz intervenovala priamo v dvoch vstupoch v prospech zhodnotenia slovenskej koruny a raz v prospech jej znehodnotenia.
- Nový menový kurz slovenskej koruny prispieva k riešeniu vonkajšej nerovnováhy a znižovaniu deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Spolu s ďalšími ekonomickými opatreniami pomáha znižovať domáci dopyt a spotrebu obyvateľstva. Zastavil pokles devízových rezerv oficiálnych subjektov a umožnil ďalší postup pri liberalizácii devízovej politiky SR.
- Jeho stabilitu môžu podporiť predovšetkým rast zahraničných investícií, predovšetkým priamych, znižovanie vonkajšej nerovnováhy, predovšetkým deficitu bežného účtu platobnej bilancie, znižovanie zahraničného zadĺženia, resp. jeho výraznejšieho nezvyšovania, pokles úrokových sadzieb na peňažnom trhu, vhodné ekonomické a právne prostredie pre domácich i zahraničných ekonomických subjektov, politická stabilita, zvýšenie ratingu SR a i.
- Nepriaznivý vývoj menového kurzu, vzhľadom na veľkú otvorenosť ekonomiky a citlivosť slovenskej koruny na akékoľvek udalosti vzhľadom na malý rozsah

devízového trhu môže spôsobiť nezáujem zahraničných investorov o investovanie na Slovensku, narastanie vonkajšej nerovnováhy a zahraničného zadĺženia, rast úrokových sadzieb na peňažnom trhu, nestabilné politické a ekonomické podmienky pre podnikanie, zníženie ratingu pre SR, neriešenie celkovej makroekonomickej nerovnováhy a in.

Abstract

The article gives information about the creation of the present system of the Slovak crown's exchange rate and its external convertibility since 1989. It shows the risks of the further development of the Slovak crown's exchange rate.

Literatúra

- [1] Annual Report IMF, Washington D.C., 1991,1994,1996,1997,1999
- [2] Hanousek J., Kočenda E.: Finance a úvěr, 48, č.2, Praha 1998
- [3] Lenain Patrick: Medzinárodný menový fond, Bratislava, Elita,1995
- [4] Jankovská, A.: Medzinárodné financie, Bratislava, Elita, 1997
- [5] Menové prehľady NBS, Interné materiály NBS, Interné materiály MMF.

VÝZNAM MAKROEKONOMICKÉ KONVERGENCE A PROCESU KOHEZE

Miroslav Sponer

Klíčová slova

evropská integrace, hospodářská a měnová unie, kohezní politika, konvergenční kritéria, makroekonomická konvergence, měnová politika

1. Úvod

Zkušenosti z volného pohybu osob, zboží, služeb a kapitálu ukázaly, že jsou-li určité sektory hospodářského života suverénních států integrovány a postaveny pod kontrolu společným orgánům, mohou být spuštěny procesy, které rozšiřují společnou a koordinovanou aktivitu na další sektory společenského života, a to na sektory hospodářské či politické. Tato expanzivní logika integrace, zvaná též “doutnákový efekt”, vysvětlitelná nejlépe prudkým šířením ekonomických potřeb, se stala základem pronikání integrace do oblasti měnové a následného formování jednotné měnové politiky.

Podmínky formování měnové unie byly zformulovány v roce 1992 při podpisu Smlouvy o EU¹¹⁰ v Maastrichtu. Smlouva měnovou unii nejen právně zakotvila, ale stanovila též podmínky pro její naplňování.

2. Konvergenční kritéria

Konvergence podle Maastrichtské smlouvy představuje, zejména pak v poslední fázi, jeden z mála klíčových konceptů, na nichž je založen proces evropské integrace. Nástrojem, jak této konvergence dosáhnout je v Evropské unii kohezní politika. Kohezní politika nabyla po rozhodnutí Evropské rady na summitu v Maastrichtu, v prosinci 1991, o dalším pokračování integrace v ekonomické oblasti zavedením společné měny, konkrétního zaměření ve formulaci a následném plnění sady makroekonomických konvergenčních kritérií, která začala být později označována jako maastrichtská.

Koordinace hospodářských politik má směřovat k jejich vzájemnému sbližování, konvergenci. Splnění konvergenčních kritérií, jakožto kritérií makroekonomické povahy, je nejen podle dikce Smlouvy o ES, ale též podle

¹¹⁰ Smlouva o Evropské unii ze dne 7. února 1992 (zvaná též Maastrichtská smlouva) ve znění smlouvy z 2. října 1997 (zvané též Amsterdamská smlouva), kterou se přejmenovává Smlouva o EHS na Smlouvu o ES.

makroekonomických předpokladů nutnou podmínkou vstupu států do měnové unie, zavedení společné měny a přijetí jednotné měnové politiky.

Je možné konstatovat, že kromě právního zakotvení konvergence neexistuje všeobecně akceptovaná definice konvergence. Ekonomická interpretace pojmu konvergence může být vykládána jako proces dosahování makroekonomických výsledků, které jsou podobné či přibližně stejné ve všech zemích podléhajících konvergenčnímu procesu, uspokojivé z pohledu základních ekonomických standardních kritérií (subjektivní pohled) a udržitelné v čase.

Mohlo by se zdát, že všechny požadavky na konvergenci jsou obsaženy v podmínce podobnosti ekonomických výsledků, a tedy že další uvedené podmínky nejsou nutné. Nejen současný ekonomický vývoj (například nezaměstnanosti) nám však ukazuje, že podobné výsledky ještě nemusejí znamenat to správné a hlavní pro konvergenci. Výsledky nelze současně považovat za rovnovážné, pokud jsou samy o sobě nežádoucí (a přesto si podobné) nebo neudržitelné po delší časové období (například cenová stabilita dosažená v období startu společné měny nemusí být trvalým jevem).

Pokud by například akceptovatelná míra inflace byla dosažena na úkor výsledků, které nemohou být udrženy v čase (například vysoké míry nezaměstnanosti), pak konvergence cenového vývoje je nerealistická a nelze ji za konvergenční proces považovat. Proto jsou všechny uvedené podmínky nutné pro požadavek na konvergenci.¹¹¹

Cílem stanovení kritérií makroekonomické konvergence bylo připravit tzv. objektivní předpoklady pro rozhodnutí o míře konvergence a o přijetí tehdy dvanácti, později patnácti zemí EU do Hospodářské a měnové unie. K žádnému jinému primárnímu cíli tato konvergenční kritéria neslouží. Právě proto, že byla stanovena k tomuto konkrétnímu účelu, je jejich aplikace pro jiné účely, například k poměřování ekonomické výkonnosti kandidátských zemí pro vstup do EU (včetně České republiky), velmi diskutabilní.

Diskutabilní je však i použitelnost konvergenčních kritérií v samotné EU a důsledky této použitelnosti. Velmi silně se zvažovala také jejich právní závaznost, protože kvantifikace konvergenčních kritérií je součástí protokolu Maastrichtské dohody, nikoliv Dohody samé. Bylo také zpochybňováno, zda jejich plnění skutečně odráží přiblížení ekonomické úrovně jednotlivých zemí EU, resp. zda maastrichtská kritéria mohou postihnout ekonomickou konvergenci komplexně.

Maastrichtská konvergenční kritéria byla proto od svého zakotvení ve Smlouvě o ES v roce 1992 předmětem řady kritických polemik, jejichž intenzita zesílila v souvislosti s vyhodnocováním jejich plnění počátkem roku 1998.

Cenová konvergence byla od počátku bezprostředně svázána s procesem vytváření Evropské měnové unie. Konvergence měr inflace (a cenových hladin) bezesporu usnadňuje fungování systému pevných devizových kursů a v konečném

¹¹¹ Zahradník, P.: Význam maastrichtských kritérií makroekonomické konvergence, Finance a úvěr, č. 1, 1999.

důsledku i společné měny, protože pokud jsou míry inflace podobné (a cenové hladiny rovněž), neexistuje (za jinak stejných podmínek) nějaká zvláštní potřeba měnit nominální devizové kursy. Kauzalita však může probíhat i ve směru opačném, tzn. od devizových kursů k inflaci. Pokud jsou devizové kursy fixovány nebo pokud existuje tlak na jejich stabilitu, vzniká v jistém časovém období i prostor pro cenové přizpůsobování, které může být narušováno pouze výchozími rozdíly v mírách inflace příslušných zemí.

Ačkoliv konvergence cenových hladin je nejviditelnějším aspektem dosažení měnové unie, není aspektem jediným. Počínaje květnovým zasedáním Evropské komise v roce 1995, které do značné míry potvrdilo, že cesta k EMU se zřejmě stane neodvratnou (pochybnosti o jejím spuštění byly tehdy mnohonásobně větší než v posledním období), se pozornost zaměřila na kritéria, s nimiž měly členské země největší problémy. Prioritními se stala kritéria fiskální disciplíny, které měly sloužit k posouzení nadměrného deficitu státního rozpočtu a stavu zadluženosti.

V současné době již není sporu o důležitosti rozpočtové kázně. Existuje pozitivní souvislost mezi vhodnou fiskální politikou a měnovou politikou orientovanou na stabilitu. Z uvedeného důvodu byl v diskusích nad vstupními kritérii proto kladen větší důraz na výši deficitu státního rozpočtu a na míru zadlužení, než na vlastní monetární ukazatele, tedy na cenovou stabilitu, úrokové rozdíly a stabilitu směnných kursů. Vysoké státní deficity inklinují ke zvyšování úrovně úrokových sazeb. V případě nepřizpůsobivé měnové politiky vede vysoká nominální i reálná úroveň úroků k oslabování úrokově citlivých soukromých investic (tzv. crowding-out-effect) a růstového potenciálu. Přitom se zvyšuje politický tlak na měnovou politiku, směřující k oslabení devizového kursu. Nezávislá centrální banka nemusí tomuto tlaku podlehnout, ale i pro ni vyvstává politická nutnost odůvodnit svůj postoj.

Nesolidní stav státních financí v jednotlivých zemích, který by se projevoval v relativně vysokých úrokových sazbách a tím i inflačními tlaky by mohl poškozovat důvěru finančních trhů v měnový prostor EMU. Z tohoto důvodu nebylo nejvhodnější připustit zmírnění konvergenčních kritérií z politických důvodů, protože politicky motivované rozšíření skupiny účastníků EMU by mohlo ohrozit stabilitu evropské měny a tím i soudržnost Evropské měnové unie. Interpretační prostor pro fiskálně politická kritéria (rozpočtový deficit a veřejné zadlužení) je třeba pojímat velmi zodpovědně.¹¹²

Měnová politika je v případě vysokého státního deficitu značně stížená, nebo není vůbec schopna zajišťovat stabilitu měny. Tomu by v podstatě odpovídala prostá empirická skutečnost dokazující, že členské státy s trvale vysokou inflací mají také trvale relativně vysoké deficity státního rozpočtu. Avšak toto pravidlo nelze zjednodušeně obrátit, protože například Belgie měla delší dobu vysoké deficity státního rozpočtu a extrémně vysoký státní dluh, ale nikoliv trvale vyšší míru inflace než Německo.

Proto je na místě varovat před úzkou monokauzalitou, neboť země s trvale vysokou mírou inflace jsou země s emisní bankou závislou na státu, zatímco v cenově stabilní zemi (jako je Německo, Švýcarsko, Nizozemí) byla emisní banka na státu

¹¹² Teoreticky je prostor pro rozpočtovou politiku dostatečný, nicméně země se nejdříve musejí dostat z oblasti těsně pod deficitem ve výši 3% HDP, která poskytuje pro uvolnění fiskální politiky minimální pole.

nezávislá či málo závislá. Z toho lze usuzovat, že země s nezávislou centrální bankou a dlouhodobě celkově stabilní hodnotou peněz vykazují také solidní stav státního rozpočtu a že oba tyto faktory jsou výrazem orientace dané země na stabilitu.

Při veškeré účtě k požadavku solidní fiskální politiky nelze přehlédnout, že kvantitativním ustanovením obou uvedených fiskálních kritérií se nedostává přesvědčivého odůvodnění zejména v tom smyslu, že jsou mezi sebou skutečně kongruentní. Tříprocentní státní deficit nijak nezaručuje, že stav státního dluhu (v procentech HDP) nebude dále narůstat a že nepřesáhne 60 % HDP. Stav státního dluhu vyšší než 60 % HDP, jak je tomu u mnoha členských zemí EU, může být snižován pouze při velmi nízkém státním deficitu a pouze rozpočtovými přebytky.¹¹³

Je možné usuzovat, že zejména ustanovení týkající se přípustného stavu státního dluhu do výše 60 % HDP bylo zahrnuto do jednání o Smlouvě teprve později a bez náležitého zdůvodnění. Komise EU ve svém stanovisku "Jeden trh, jedna měna" konstatovala, že kázeň v rozpočtové politice definovaná jako vyvarování se neúnosného vývoje státního dluhu, je hlavním předpokladem úspěchu hospodářské a měnové unie. V této souvislosti Komise především upozornila, že je třeba bezpodmínečně stabilizovat dluhové kvóty nad 100 % HDP. Požadovaná hodnota 60 % HDP byla do Smlouvy zahrnuta zřejmě proto, že tato hodnota odpovídala průměru státního dluhu všech tehdejších dvanácti členských zemí EU v době formulování Smlouvy (1991) a jednalo se tedy spíše o náhodnou hodnotu.

Na tomto místě je možné citovat názor Petera Kennena,¹¹⁴ který namítá, že kritérium státního dluhu bylo nerealistické v okamžiku formulování Smlouvy a je absurdní dnes, neboť odpovídající korektura Smlouvy již nebyla možná. Žádoucí je tedy výklad příslušného textu ve smyslu ekonomické logiky, jinak by mohl vzniknout dojem, že politika z Maastrichtu byla stanovena tak, aby požadovaná kritéria nebylo možné splnit.

Výše státního dluhu není v žádném případě bezvýznamná, rozhodující je však především otázka únosnosti umořování tohoto dluhu. V případě státního dlužníka se jedná o to, jestli je schopen vytvořit přebytek běžných příjmů vzhledem k běžným výdajům bez splácení úroků, tzv. primární přebytek. Únosnost dluhu se tedy projevuje v tom, jestli jsou úroky zcela nebo z velké části financovány z běžných příjmů nebo dalším prohlubováním dluhu. Z tohoto důvodu by měl být při posuzování přípustné výše zadlužení zohledněn především princip únosnosti dluhu.

Jednotná měna by v sobě měla zahrnovat i identické či velmi podobné úrokové sazby pro srovnatelné finanční nástroje v rámci celé společné měnové oblasti. Rozdíly by měly být projevem rozdílné konkurenceschopnosti jednotlivých finančních

¹¹³ V literatuře se často uvádí příklad Belgie, která by musela při nominálním 5 % růstu HDP ročně vykazovat po dobu 10 let 3 %-ní rozpočtové přebytky, aby se její státní dluh dostal na požadovaných 60 % HDP. Na druhou stranu Belgie patří již dlouho k cenově nejstabilnějším zemím, belgické úrokové míry byly podobně nízké jako v Německu a devizový kurs její měny vůči DEM byl rovněž dlouhodobě stabilní.

¹¹⁴ Kennen, P.B.: Economics and Monetary Union in Europe, Moving beyond Maastricht, Cambridge, Cambridge University Press 1995.

společností, a nikoliv odrazem makroekonomické výkonnosti jednotlivých zemí tvořících měnovou unii, ve kterých tyto společnosti sídlí. Vzhledem k nulovému prostoru pro odchylku měnových a úrokových podmínek nebudou již jednotlivé země moci využívat úrokových sazeb jako nástroje hospodářské politiky ve smyslu ovlivnění cyklického vývoje svého národního hospodářství.

V případě neplnění konvergence cenových hladin a fiskální disciplíny vede požadavek identických úrokových sazeb k dodatečným nákladům na přizpůsobení. Země, které vstoupí do měnové unie, by měly vykazovat do značné míry podobné rysy (fáze) hospodářského cyklu,¹¹⁵ a jejich ekonomiky by měly reagovat podobným způsobem na změny úrokových sazeb. Pokud jsou transmisní mechanismy měnové politiky odlišné, je méně pravděpodobné, že jednotná měnová politika bude vhodná pro všechny členy měnové unie.

Aby země mohly používat společnou měnovou politiku (tzn. vzdát se v tomto směru autonomie), měly by mít navzájem synchronizovaný hospodářský cyklus a také shodně reagovat na vnější ekonomické šoky, kterým mohou být vystaveny. Pokud tyto podmínky nejsou splněny, klade jednotnost (přejímání) měnové politiky vysoké nároky na pružnost pracovních trhů daných zemí. Například jestliže hospodářský cyklus není synchronní a neexistuje široká možnost přesunu pracovních sil ze země, která je právě postižena depresí, do země, která je právě ve fázi růstu, a zpět, může používání shodné měnové politiky vést k velkým hospodářským otřesům.

Formulace i použitelnost (a rovněž důsledky této použitelnosti) konvergenčních kritérií byla, jak už bylo uvedeno, od počátku předmětem kritiky. Docházelo ke zpochybňování toho, zda jejich plnění skutečně odráží přiblížení ekonomické úrovně jednotlivých zemí EU. Fakt, že až dodatečně byl brán ohled na chronickou nezaměstnanost, která není ve výčtu kritérií zastoupena a která se stala zpětně jakýmsi neoficiálním šestým kritériem i to, že hospodářský růst je obsažen v těchto kritériích pouze nepřímo, je důkazem jejich jisté omezené možnosti postihnout ekonomickou konvergenci zcela komplexně.

3. Aplikace konvergenčních kritérií

Diskutabilní jsou i důsledky aplikace těchto kritérií. Především zkušenost ukázala, že do měnové unie se nakonec kvalifikovaly i země, které kritéria splnily ne zcela důsledně. Tyto země využily verbální možnosti obsažené v protokolu k Dohodě, že pokud dosáhnou přesvědčivého zlepšení příslušného kritéria, mohou se o členství v EMU rovněž ucházet. Dále je možné uvést, že přes všechny proklamované sliby se země snažily o splnění těchto kritérií jednorázově, k jistému pevnému konkrétnímu datu, které bylo rozhodným pro vstup do EMU. Toto jednorázové snažení, které se projevovalo například ohromnými přesuny státního a veřejného majetku prostřednictvím opčních

¹¹⁵ Blíže je tento názor prezentován v teorii optimálních měnových zón R. Mundella v Mundell, R. A.: The Theory of Optimum Currency Areas, American Economics Review, Sept. 1961.

smluv, ze kterých plynuly jednorázové rozpočtové příjmy, či zaváděním speciálních “euro daní”, je však spíše projevem ekonomické divergence mezi jednotlivými zeměmi než projevem jejich sblížení.

Objektivně je však nutné připustit, že aplikace maastrichtských kritérií přinesla do ekonomického postavení členských zemí mnohem více pozitivních než negativních skutečností. Především vedla k tomu, že míra inflace ve všech zemích Unie bez výjimky (včetně těch, které předem deklarovaly, že do EMU a euro oblasti nevstoupí) dosáhla v současném období svých minimálních hodnot. Již samotný fakt, že průměrná míra inflace v zemích EU činila například v říjnu 1998 1,0 %, je dostatečným vyznamenáním, na kterém se valnou měrou podílela právě maastrichtská kritéria. K inflační a měnové disciplíně a stabilitě se připojily nejen tradičně umírněné země tzv. tvrdého jádra EMU, ale i země, které ještě v první polovině 90. let měly míru inflace dvoucifernou, například Řecko. Spolu s tím byl velmi silný důraz kladen na snižování dlouhodobých úrokových sazeb, které mělo odrážet nejen snižující se míru rizika v regionu, ale rovněž příznivé podmínky pro dlouhodobý hospodářský růst. Kursové kritérium pozbylo částečně smyslu tím, že došlo k rozšíření flukтуаčního pásma pro pohyb devizového kursu jednotlivých národních měn v rámci Evropského měnového systému a jeho kursového mechanismu ERM. Přesto bylo, především pro nově vstoupivší členy prestižní záležitostí, pokud mohly do ERM vstoupit. Pro některé země (jako Portugalsko, Finsko, Řecko, Itálii, která se do systému vrátila) to znamenalo nejen významný počín v jejich zahraničněpolitické orientaci, ale rovněž potvrzení správnosti uskutečňované hospodářské politiky.

Největším problémem pro většinu členských zemí Unie a rovněž důvodem pro ne právě standardní chování bylo plnění kritérií fiskální disciplíny a stability. Země EU, zvyklé od šedesátých let na masové přerozdělování prostředků přes státní rozpočet, jak pro účely financování velkorysé sociální sítě, tak i pro prorůstovou hospodářskou politiku, se ocitly v deficitní pasti. Rostoucí deficity, které se během dvaceti let naakumulovaly ve značné dluhy, začaly představovat zřejmě největší hrozbu pro stabilitu měnové unie. Zkušenost zemí EU za poslední tři roky, z upřímného úsilí výrazně srazit deficity, je významná v tom, že přestože se míra deficitu k HDP zredukovala na polovinu, ohromné státní dluhy se nepodařilo srazit téměř vůbec. Tato zkušenost je velmi užitečná především pro sociálnědemokratické experimentátory hazardující s rozpočtovým deficitním financováním.

Přestože se v průběhu aplikace maastrichtských kritérií poměrně silně prezentoval názor, že konvergence není zcela nutně podmínkou pro dosažení měnové unie,¹¹⁶ její význam spočívá zejména v redukcí nákladů spojených s omezením nezávislosti v oblasti měnové politiky. Přijmeme-li tento předpoklad, dospějeme k názoru, že zahájení měnové unie by měl předcházet jistý stupeň konvergence. Přestože samo prostředí měnové unie by mělo míru konvergence dále prohloubit, není vhodné do EMU vstupovat bez minimální prokázané míry konvergence. Důkazem může být období 1992-1993, kdy pokus využít závazku fixních kursů jako projevu zesílení konvergence

¹¹⁶ De Grauwe, P.: The Economics of Monetary Integration, 3rd edition, New York, Oxford University Press 1997.

před započítáním měnové unie byl částečně zodpovědný za obtíže kursového mechanismu v tomto období.

V poslední době se názorové proudy stále více přikláněly k názoru, že jistý stupeň ekonomické konvergence musí předcházet vysokému stupni měnové integrace, resp. deklaraci EMU. Stoupenci dosažení konvergence před vstupem do závěrečné fáze argumentovali tím, že měnová unie může dosáhnout svých přínosů (převyšujících náklady na její dosažení a udržení) jen tehdy, pokud národní ekonomiky vykáží vymezený stupeň konvergence před deklarací EMU. Plnění konvergenčních kritérií mělo zajistit, aby do Evropské měnové unie mohly vstoupit pouze země se stejným směřováním hospodářského vývoje, které již delší dobu nezměnily úroveň devizového kursu své měny. Přísné dodržování těchto kritérií má rozhodující význam pro úspěch EMU. Jinak by mohlo dojít např. k tomu, že v zemích, které ještě potřebují používat devizový kurs jako nástroj hospodářské politiky by se nutná přizpůsobení přesunula na jiné oblasti. Jestliže by docházelo v některých zemích k nutnosti přizpůsobování devizových kursů v důsledku vysoké nezaměstnanosti (protože fiskální a mzdové politiky těchto zemí nemohly a nebo nechtěly dostatečně pružně reagovat) mohly by být ostatní členské státy konfrontovány s požadavky kompenzačních transferových plateb. Prostor pro dodatečné transfery v rámci EU nad rámec existujícího strukturálního a kohezního fondu by však měl být co nejtěsnější. S finančním vyrovnáním se v EMU nepočítá.

Ke zmíněným napětím by tedy mohlo dojít, v případě, že společnou měnovou politiku nebude následovat odpovídající hospodářská, fiskální a tarifní politika členských států. Státy v nichž např. po zavedení společné měny partneři v tarifních jednáních dovolí nárůst mezd, si mohou být jisti tím, že budou potrestány masivní nezaměstnaností. Členské státy, které budou vlastní vinou postiženy takovýmto chybným vývojem se však nebudou moci dovolávat pomoci od Společenství, neboť je v jejich vnitřních možnostech, a to prostřednictvím přizpůsobení se pravidlům stability, udržet svůj trh práce v rovnováze. Je důležité, aby zůstalo zachováno vědomí jednotlivých zemí, že se nic nezměnilo v jejich vlastní odpovědnosti za hospodářský růst a zaměstnanost. Přísná podmíněnost mezi politickou a měnovou unií by toto vědomí spíše omezovala.

4. Závěr

Je možné učinit závěr, že bez adekvátní připravenosti předem není možné do EMU vstoupit. Je jen na škodu věci, že zatímco plnění některých podmínek bylo posuzováno velmi nekompromisně (míra inflace), plnění jiných podmínek bylo bráno poměrně shovívavě (vnitřní dluh) a některé podmínky časem pozbyly svého původního významu (výkyvy devizového kursu).

Maastrichtská kritéria jsou, jak již bylo uvedeno, souborem ukazatelů stanovených pro daný konkrétní účel, v konkrétní době a pro konkrétní skupinu zemí. To silně omezuje jejich aplikovatelnost pro účel jiný, jiný časový horizont a jinou skupinu zemí. Konvergenční kritéria byla stanovena pro země EU, jejichž hlavním problémem byly vysoké schodky státních rozpočtů a vysoký veřejný dluh. Pro většinu zemí EU znamenalo dosažení 3% hodnoty (na HDP) deficitu státního rozpočtu významné posílení jejich fiskální disciplíny a zefektivnění vzájemného vztahu mezi rozpočtovými příjmy a

výdaji. V případě České republiky naopak 3% hranice představuje výrazné změkčení fiskální disciplíny.¹¹⁷

Nepřekvapuje proto, že plnění takto stanovených kritérií konvergence po České republice nikdo ze strany EU nepožaduje. Asociované země střední a východní Evropy mají stanovena vlastní kritéria pro své přibližování, jež vyplývají jak ze zasedání summitu Evropské rady v Kodani v roce 1993, tak z dokumentů Bílé knihy či Agendy 2000, nebo ze závěrů lucemburského summitu v prosinci roku 1997. Agenda 2000 zdůrazňuje potřebu makroekonomické disciplíny a přizpůsobivosti, ale o maastrichtských kritériích v ní však není ani zmínka. Přesto, že tedy nelze chápat maastrichtská kritéria pro Českou republiku jako závazná, neznámá to, že makroekonomická výkonnost by měla být podceňována. Výkonnost ekonomiky bude v případě našeho začlenění do měnové unie hrát podstatnou roli. Proto je vnímání existence a využití konvergenčních kritérií jako obecného rámce (dobrovolného korektivu) hospodářské politiky užitečné. Je však pravděpodobné, že v době, kdy se česká ekonomika bude blížit vstupu do EMU, budou pro danou příležitost formulována kritéria jiná, neboť ta současná již nebudou dané situaci plně odpovídat. Případná nová kritéria konvergence, formulovaná na základě empirické zkušenosti s fungováním měnové unie, vyjádří smysl a účel vstupu do EMU zřejmě podstatně výstižněji.

Abstract

The Maastricht Criteria strictly emphasise the monetary and fiscal side of convergence of individual national economies that are to participate in the EMU. The article treats the evaluation of the set of convergence criteria as the key instrument on the way to European monetary union. It focuses on the benefits of the real convergence process in the EU and on some bottlenecks produced by the process.

Literatura:

- [1] De Grauwe, P.: The Economics of Monetary Integration, 3rd edition, New York, Oxford University Press 1997.
- [2] Kennen, P.B.: Economics and Monetary Union in Europe, Moving beyond Maastricht, Cambridge, Cambridge University Press 1995.
- [3] Mundell, R. A.: The Theory of Optimum Currency Areas, American Economics Review, Sept. 1961.
- [4] Zahradník, P.: Význam maastrichtských kritérií makroekonomické konvergence, Finance a úvěr, 1999, č. 1.

¹¹⁷ Tento tlak směrem ke změkčení disciplíny veřejných financí se začal výrazně prosazovat v loňském roce a bude zřejmě výraznější v letech následujících. Česká republika by se měla v tomto směru poučit vývojem v zemích EU, pro které fiskální kritéria představují v současné době problém, a neměla by připustit další nárůst deficitu státního rozpočtu. Tato skutečnost však naráží na nutnost nastolení makroekonomického růstu, který by veřejné výdaje mohly usnadnit.

KOMPARACE VÝSLEDKŮ ALTERNATIVNÍCH PRŮZKUMŮ VNÍMÁNÍ PROBLEMATIK EVROPSKÉ EKONOMICKÉ INTEGRACE

Jaroslav Sedláček, František Kalouda, František Čámský

Klíčová slova

přístupové partnerství, strategie rozvoje, výhody vstupu do EU, hrozby, rizika vstupu, očekávání podniků, pohled veřejnosti, hodnocení zeměmi EU

1. Úvod

Česká republika se již dva roky nachází v přípravném procesu na vstup do Evropské unie (EU), který se předpokládá v roce 2003. Ze strany EU je považována za demokratický stát se státními institucemi, které jsou zárukou právního státu, dodržování lidských práv a respektování ochrany menšin. Po ekonomické stránce je hodnocena jako země s fungujícím tržním hospodářstvím, která by měla být schopna čelit konkurenčním tlakům a tržním silám působícím v unii.

K naplnění kritéria fungující tržní ekonomiky byly v předvstupním období vytyčeny strukturální reformy, které mají být orientovány zejména na

- dokončení privatizačního programu
- vyčištění bankovních portfolií od špatných půjček
- zvýšení efektivity kapitálového trhu
- obnovení hospodářského růstu země a zajištění střednědobě udržitelné bilance vůči zahraničí
- přípravu střednědobé hospodářské strategie

Na tržním hospodářství státu a na stabilitě makroekonomického rámce závisí i schopnost vyrovnat se s konkurencí uvnitř EU. Efektivnost podnikání mohou kladně ovlivnit vládou přijaté programy na podporu investic a restrukturalizace podniků. Základem dynamičtějšího a konkurenceschopného průmyslu by měla být modernizace průmyslu spojená se zaváděním nových technologií prostřednictvím zapojení zahraničních investorů. Schopnost podniků přizpůsobit se novým podmínkám poroste s lepšími možnostmi využití vnějšího financování, s úspěšnou restrukturalizací a modernizací a po zkvalitnění podnikového řízení.

Čím hlubší bude předvstupní integrace české ekonomiky s podmínkami existujícími uvnitř unie, tím více se země dokáže přizpůsobit povinnostem spojeným s členstvím.

Má však ČR skutečně vytvořenu fungující tržní demokracii? Bude mít vláda sociální demokracie dost sil k tomu, aby prosadila potřebné kroky k oživení ekonomiky, která prochází již druhým rokem recesí? Uskutečněná kuponová privatizace nepřinesla

do podniků chybějící kapitál, ani nevytvořila zřetelné vlastníky, kteří by dokázali zvyšovat hodnotu svého majetku. Většina velkých podniků nedokázala soupeřit s konkurencí po rozpadu východních trhů, neprošla restrukturalizací vedoucí k udržení pozice na exportních trzích a naopak přežívala díky měkkým úvěrům, prohlubovala svoji dluhovou zátěž pod managementem, který rozhodoval podle vlastního prospěchu.

Vážnoucí soudy a nevymahatelnost přijímaných zákonů bránily firemním kolapsům a udržovaly vysokou zaměstnanost. Trvá roky než je podnik přiveden k bankrotu a do té doby je téměř nemožné pro věřitele získat své peníze zpět. Zákon chrání více dlužníky než věřitele, dokonce u zastaveného majetku musí dlužníci odsouhlasit, že jejich aktiva budou prodána. Zatím se hlubší reformy spíše připravují než realizují. Napomůže předvstupní proces vytvořit pevný rámec pro tržní ekonomiku a obnovit zdravý růst českého hospodářství?

2. Vnímání integrace českou veřejností

Veřejnost dosud vnímala přistoupení ČR k EU podobně jako integraci do NATO spíše jako zahraničně politické téma a tedy jako méně významné pro každodenní život občanů. Nezkoumala ani hlouběji jaká pozitiva či rizika se s integrací spojují, ať již v pozici občana, zaměstnance, podnikatele, manažera nebo vlastníka.

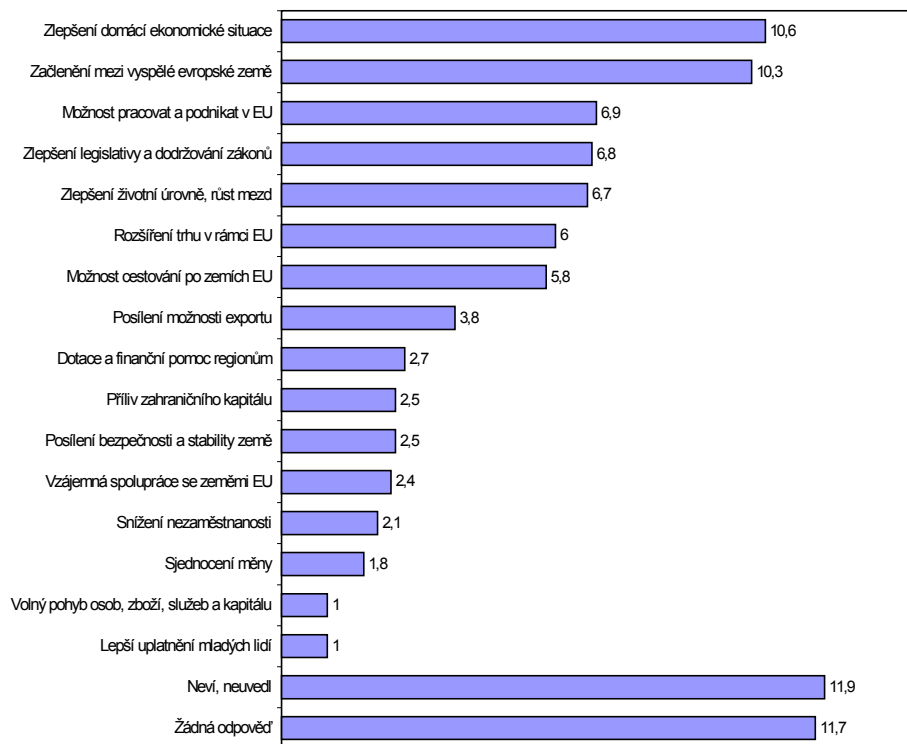
Přesto při průzkumu veřejného mínění uskutečněného Střediskem empirických výzkumů (STEM) v listopadu loňského roku dokázalo 76 % občanů spontánně vyjmenovat konkrétní výhody spojené se vstupem do EU a přes 80 % dotázaných občanů dokázalo vyjmenovat nevýhody integrace.

Nejvíce pozitivních očekávání je spojováno se zlepšením ekonomické situace země, s rozšířením trhu, s posílením exportních možností, přílivem zahraničního kapitálu a se sjednocením měny. Za významnou se považuje skutečnost, že budeme jednou provždy součástí velkého demokratického společenství nejrozvinutějších evropských zemí, které nám poskytnou stabilitu. Jako výhody jsou vnímány možnosti pracovat a podnikat v EU, možnost cestovat po zemích EU, zlepšení legislativy a soudnictví, zlepšení životní úrovně, růst mezd, lepší možnosti pracovního uplatnění, dotace a finanční pomoc regionům apod.

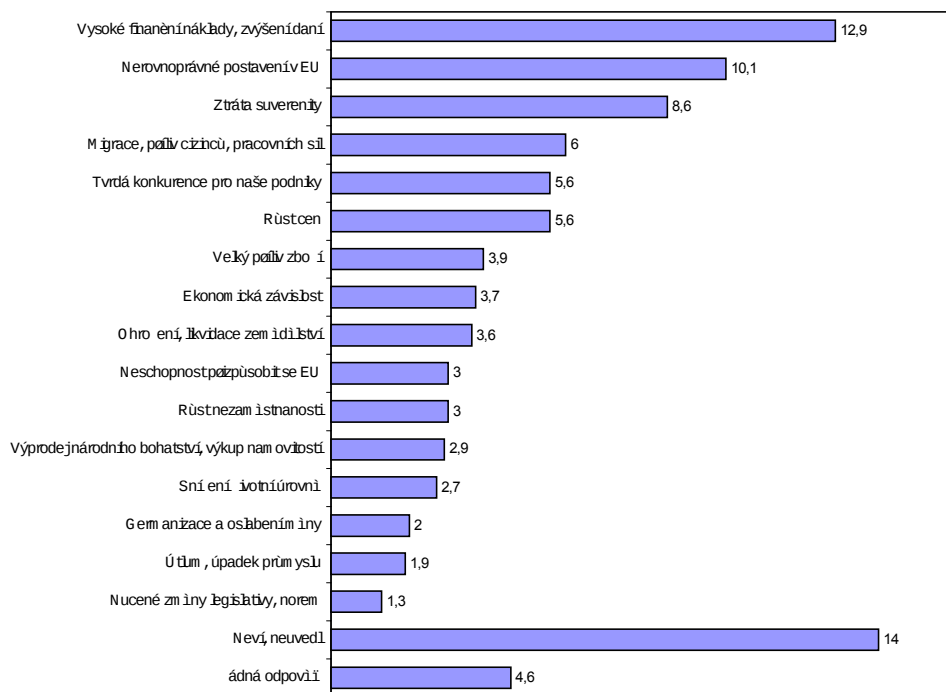
Z negativních důsledků se nejčastěji uvádějí vysoké náklady vstupu, které zatíží rozpočet a zvýší daně, nerovnoprávné postavení v EU, omezení suverenity, podřízenost silnějším státům, ekonomická závislost, tvrdá konkurence pro naše podniky, příliv nových pracovních sil a růst nezaměstnanosti, ohrožení a úpadek zemědělství i průmyslu.

Procentní vyjádření pozitivních i negativních očekávání české veřejnosti jsou uvedena v grafech č. 1 a 2

Graf č. 1: Výhody, které očekává česká veřejnost při vstupu do EU



Graf č. 2: Nevýhody, vnímané českou veřejností při vstupu do EU



3. Přípravenost českých podniků na integraci

Zjistit jak ovlivní očekávaná integrace situaci a rozvoj českých podniků bylo cílem dvou výzkumů, z nichž jeden byl uskutečněn koncem r. 1998 Ekonomicko-správní fakultou Masarykovy univerzity v Brně u 262 podniků a druhý agenturou AMASIA s r.o. Praha v srpnu loňského roku u 301 podniků. I když šlo o dva zcela samostatné výzkumy, lze najít určité shodné prvky ve stanoviscích dotazovaných podniků, kterými byly především malé a střední firmy. Z odpovědí vyplynulo, že pouze 31 % firem zahájilo přípravu na vstup do EU, zatímco zbývajících 69 % ještě neučinilo v tomto směru ani krok. Dosavadní přípravy spočívaly v kontaktování institucí jako např. hospodářské komory, banky, ministerstva, soukromé firmy, poradenská střediska, fondy a nadace od nichž byly požadovány informace o legislativě, normách a zákonech platných v EU.

V rámci standardizovaných rozhovorů vedoucích ke zjišťování názorů podniků na kladné a záporné stránky vstupu do EU byly rovněž položeny agenturou AMASIA dvě otevřené otázky:

1. Kterou z výhod při vstupu do EU pokládáte za nejvýznamnější?
2. Který problém pokládáte v současné době v souvislosti se vstupem za nejzávažnější?

Odpovědi na obě zmíněné otázky jsou uvedeny v tabulkách č. 1 a 2.

Tab. 1: Výhody integrace, které považují české podniky za nejvýznamnější

Text odpovědi	%	Kumul.%
1. Rozšíření trhu pro odbyt výrobků	18	18
2. Vzrůst prodeje	11	29
3. Pohyb, dostupnost, příliv kapitálu	10	39
4. Zvýšení role českého hospodářství v Evropě	10	49
5. Zvýšený příliv nové techniky, technologií	7	56
6. Zvýšení kvality	7	63
7. Nárůst efektivity, zisku	5	68
8. Zlepšení bankovních služeb, přístup k penězům	4	72
9. Odbourávání celních bariér	3	75
10. Založení nadací na podporu podnikání	3	78
11. Získání certifikátů EU	2	80

Tab. 2: Problémy integrace, které považují české podniky za nejzávažnější

Text odpovědi	%	Kumul.%
1. Zánik českých firem, nezaměstnanost	17	17
2. Nárůst konkurence	11	28
3. Převaha velkých podniků	6	34
4. Převaha monopolů	6	40
5. Vykoupení distribučních sítí	6	46
6. Dosažení jakosti EU	5	51
7. Zčásti zmizí dobré české zboží	4	55
8. Vzrůst ceny pracovní síly	4	59
9. Omezení efektivity hospodářství	4	63
10. Nepříznivé sociální vztahy, vyšší sociální dávky	4	67
11. Odliv kvalifikované pracovní síly do zahraničí	4	71

Při výzkumu uskutečněném na ESF MU se dospělo ke stejným výsledkům pokud jde o hrozby, které by mohly po vstupu ČR do EU ohrozit a zpomalit rozvoj podniků. Na prvním místě byla vyslovena obava z pohlcení českých firem v důsledku silnějšího kapitálu či vytvoření obchodních řetězců. Jako druhá v pořadí se objevila obava ze silnější konkurence a z bariér přístupu na evropský trh. Naopak za silné stránky firmy, kterých by mohla využít pro svůj úspěšný rozvoj v podmínkách vnitřního trhu EU jsou považovány tradice a zkušenosti (know-how, reference), nízké ceny produkce

(levnější pracovní síla) a kvalitní pracovní tým. Od vlády očekávají podniky intervence do mikrosféry, které by podpořily konkurenční postavení podniku na trhu EU zejména podporu investic v podobě přístupnějších a levnějších úvěrů, daňové úlevy (daňové prázdny, rychlejší odpisy investičního majetku), podporu exportu a kvalitní legislativu (vynutitelnost práva).

Odpovědi na tři otevřené otázky byly zaneseny do tabulek č. 3 až 5.

Tab. 3: Hrozby, které by mohly po vstupu do EU ohrozit rozvoj podniků

Text odpovědi	%	Kumul.%
1. Silnější kapitál (propojení kapitálu, řetězce)	27,1	27,1
2. Silnější konkurence (bariéry přístupu na trh)	23,4	50,5
3. Cenový tlak (podpora státu, dumping)	22,5	78,0
4. Vyšší kvalita (špičkové know – how)	4,6	82,6
5. Zvýhodňování členských států při výběrových řízeních	4,1	86,7
6. Mobilita pracovních sil (nákup odborníků)	2,6	89,3
7. Levnější finanční zdroje	2,3	91,6
8. Náročnější normy (ekologie)	2,3	93,9
9. Kartelové dohody	2,0	95,9
10. Image firem	2,0	97,9
11. Ostatní odpovědi	2,1	100,0

Tab. 4: Silné stránky, podporující rozvoj podniku po vstupu ČR do EU

Text odpovědi	%	Kumul.%
1. Tradice a zkušenosti (know – how, reference)	18,6	18,6
2. Nízká cena produkce (levnější pracovní síla)	14,0	32,6
3. Kvalitní pracovní tým (vysoká odbornost)	18,9	51,2
4. Vysoká kvalita produkce (normy ISO)	11,0	62,5
5. Flexibilita výroby	10,2	72,7
6. Znalost domácího trhu	3,4	76,1
7. Znalost trhu EU	3,3	79,4
8. Komplexnost služeb (dodávek)	2,2	81,6
9. Kvalitní servis	2,1	83,7
10. Ostatní odpovědi	16,3	100,0

Tab. 5: Navrhovaná opatření hospodářské politiky vlády na podporu podniků

Text odpovědi	%	Kumul.%
1. Podpora investic (přístupnější a levnější úvěry)	25,1	25,1
2. Daňové úlevy (daňové prázdny, rychlejší odpisy)	18,8	43,9
3. Podpora exportu (státní záruky, bankovní garance)	14,2	58,1
4. Kvalitní legislativa (vynutitelnost práva, standardy EU)	10,7	59,8
5. Podpora malého a středního podnikání	5,7	65,5
6. Přednost domácích dodavatelů pro státní zakázky	4,8	70,3
7. Odstranění dovozních cel (zjednodušení celního řízení)	3,5	73,8
8. Podpora výzkumu a vývoje (dotace)	2,4	76,2
9. Zkvalitnění vzdělávání	1,7	77,9
10. Dokončení privatizace	1,5	79,4
11. Ostatní odpovědi	20,6	100,0

Kromě těchto nejčastěji uváděných opatření hospodářské politiky státu vidí podnikatelé potřebu chránit proti nekvalitním a levným dovozům, byrokracii, pomalosti soudů a monopolům. Za silné stránky považují rovněž specializovanou výrobní základnu, kvalitní informační a řídicí systém, goodwill firmy, zavedenou obchodní a servisní síť, strategického partnera, finanční zajištění a vysokou produktivitu práce. Jako hrozby se vyskytly také odliv pracovníků (mozků), pohlcení českých firem a globální ekonomická krize.

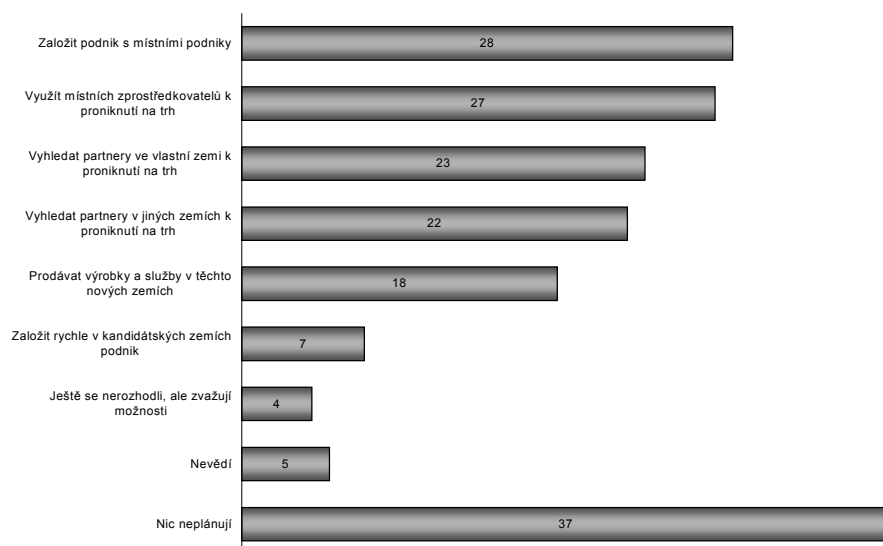
4. Jak vnímají rozšíření EU podniky členských států?

Postoj podniků zjišťoval průzkum provedený v letních měsících minulého roku Gallupovým ústavem pro výzkum veřejného mínění mezi 1500 manažery podniků s 10 až 50 zaměstnanci v zemích EU. Připojení nových zemí vnímají podniky převážně pozitivně jako šanci k rozšiřování svých aktivit. Domnívají se, že z uchazečských zemí by měly být připojeny nejdříve Maďarsko (56 % respondentů), Polsko (55 %) a ČR (50 %).

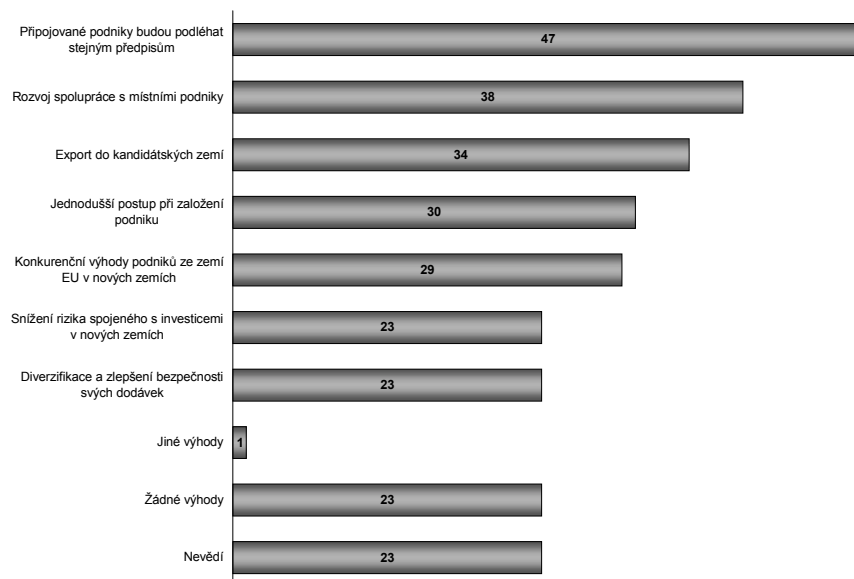
Za největší výhodu, kterou jim rozšíření přinese považují podřízení podniků v nových členských zemích stejným předpisům. Z logiky podnikání vyplývají i další uváděné výhody jako jsou rozvoj spolupráce s místními podniky, zvětšení vývozu do kandidátských zemí, jednodušší postup při založení podniku v kandidátských zemích nebo snížení rizika spojeného s investicemi. Jako rizika pocítují manažeři větší konkurenci na domácím trhu (48 % respondentů) i na celoevropském trhu (43 %), kde se začnou prosazovat podniky nových členských zemí.

Odpovědi managementu na kladené otázky jsou zaneseny do grafů č. 3 a 4.

Graf č.3 Co hodlá vaše firma dělat v souvislosti s rozšiřováním EU? (v %)



Graf č. 4: Jaké jsou výhody plynoucí z členství nových zemí pro podniky podobné vašemu? (v %)



5. Závěr

Z komparace výzkumů uskutečněných v podnikatelské sféře vyplynuly stejné závěry pokud jde o aktivitu podniků v přístupovém procesu. Místo přijetí programu přístupového partnerství za strategickou prioritu svého rozvoje přetrvává v českých podnicích vyčkávací taktika. Rozhodně převládá pozitivní hodnocení integrace ČR do EU, kdy podniky očekávají spíše výhody spojené se vstupem než hrozby či rizika.

ČR byla v poslední hodnotící zprávě tvrdě kritizována a v podstatě zařazena na konec žebříčku původních šesti nových kandidátů. Ve prospěch našeho přijetí však stále hovoří politická a ekonomická stabilita země a její vyspělost po stránce technické, technologické, telekomunikačních sítí apod. Ještě má k dispozici tříleté období na zlepšení své výchozí pozice, avšak čas z nich neúprosně ukrájí a konkurence mezi kandidáty sílí. Nesporným motivačním faktorem zájmu členských zemí o rozšíření je šance integrovat do unie nový trh, který je schopen absorbovat stále větší množství produkce patnáctky.

Abstract

The paper compares results obtained by research in Czech firms by ESF MU Brno and by the agency AMASIA Prague. The research investigates behaviour of Czech firms in the process of joining EU. The article mentions results of research made with the Czech public and in EU member countries. Statistical evaluation is performed and preliminary conclusions following the analysis are formulated.

Literatura

- [1] Kalouda, F. – Čámský, F.: Možnosti a podmínky integrace ČR do EU jako faktor rozvoje podniku (metodika a první výsledky). Acta oeconomica cassoviencia Bratislava, PF Košice, 1999, s. 379 – 392. (ISBN 80-88964-15-6) No 3, EU
- [2] Sedláček, J.: Česká podniková sféra a EU. Ekonom, XLIII, 1999, č. 36, příloha s. VII.

NÁZORY ČESKÝCH FIREM NA SITUACI SPOJENOU SE VSTUPEM ČR DO EU

Eva Hamplová, Miroslav Sponer, František Kalouda

Klíčová slova

Evropská unie, program přístupového partnerství

1. Úvod

Fenomén mezinárodní ekonomické integrace a zvláště integrace evropské se stal jedním z nejfrekventovanějších jevů posledního desetiletí. Zvláště pro Českou republiku nabývá na významu v souvislosti s jejím úsilím o vstup do Evropské unie, s realizací přístupového procesu, který byl oficiálně zahájen 30. března 1998 a s jejím úspěšným začleněním do tohoto integračního seskupení.

Má-li být uskutečněn vstup České republiky do Evropské unie v roce 2003, pak je v životním zájmu podniků neprodleně přijmout program přístupového partnerství za strategickou prioritu svého rozvoje a postupně realizovat předvstupní integraci s podmínkami existujícími uvnitř Evropské unie. Protože čím hlubší bude předvstupní integrace české ekonomiky s podmínkami existujícími uvnitř unie, tím více se země dokáže přizpůsobit povinnostem spojeným s členstvím.

Z výše uvedeného se stává aktuální nejenom průzkum stavu příprav firem na vstup do Evropské unie a okolnosti s tím spojené, ale také vytvoření nástrojů, které by přispěly k zásadnímu zvyšování konkurenční schopnosti českých firem s ohledem na mnohem tvrdší konkurenční podmínky v Evropské unii.

Cílem tohoto příspěvku je dokumentovat a vyhodnotit na základě statistického zpracování dat, získaných v rámci první etapy výzkumného úkolu VGS „Finanční řízení rozvoje firmy v podmínkách evropské integrace“ na ESF MU, názory zástupců vedení firem na významné problémy finančního řízení v souvislosti s integrací ČR do Evropské unie.

Vlastní výzkum probíhal v rozmezí měsíců únor – červenec 1999 prostřednictvím dotazníkové metody. Na sběru dat se podíleli studenti ESF MU, FP VUT a FEI VUT v Brně. Formální podoba dotazníku vykrystalizovala do dvou samostatných částí. Osloveno bylo 262 respondentů.

2. Dotazníky

První je orientována na identifikační informace o dotazované firmě. Jako relevantní pro daný výzkum byly stanoveny údaje pro upřesnění velikosti, oboru, regionu firmy a funkce či postavení dotazované osoby ve firmě (vlastník & manažer).

Druhá část v podobě konkrétních anketních otázek je tvořena základními pěti dotazy, na které bylo možné odpovědět v rámci strukturovaných odpovědí. Následné tři dotazy byly již formou otevřené otázky, kde měli respondenti volnost v odpovědích a bylo možné hlouběji proniknout do sledovaných jevů a lépe postihnout jejich mínění.

Pro výzkum prováděný v rámci první etapy výzkumného úkolu byly pro interpretaci výsledků ignorovány oborová, regionální a funkční omezení respondenta. Zohledněna byla pouze velikost dotazovaných firem a to velikost podle počtu zaměstnanců. Vyselektovány takto byly skupiny malých a velkých firem

- na základě domácí české metodiky 0-20 zaměstnanců (malá firma) a 21 a více zaměstnanců (velká firma);
- na základě metodiky americké 0-200 zaměstnanců (malá firma) a 201 a více zaměstnanců (velká firma).

3. Základní vyhodnocení výsledků výchozích souborů

3.1. Význam obchodních vazeb ke členům Evropské unie

Úvod dotazníku směřoval k identifikaci významu obchodních vazeb respondentů ke členům Evropské unie. Na položenou otázku odpověděli zástupci firem takto:

Tab. č. 1: Střední hodnota při odpovědi na první otázku dotazníku

Malé firmy		Velké firmy	
Metodika domácí (77 respondentů)	Metodika USA (180 respondentů)	Metodika domácí (185 respondentů)	Metodika USA (82 respondentů)
2,27	2,26	2,05	1,8

Vzhledem k tomu, že odpovědi na položenou otázku byly strukturovány: 1...velmi významné; 2...významné; 3...méně významné; 4...nevýznamné, lze usoudit, že malé firmy přisuzují významu obchodních vazeb ke členům EU menší důraz než firmy velké. Střední hodnota u malých firem 2,3 naznačuje, že obchodní vazby se členy Evropské unie jsou významným momentem při rozhodování a řízení firem v současnosti. S růstem velikosti respondentů je význam obchodních vazeb ještě důraznější.

3.2. Vliv čtyř svobod na budoucí rozvoj firmy

Druhá otázka směřovala k objasnění míry vlivu volného pohybu zboží, služeb, kapitálu a osob jako projevu tzv. vnitřního trhu Unie, na budoucí rozvoj firem.

Tab. č. 2: Střední hodnota při odpovědi na druhou otázku dotazníku

	Malé firmy		Velké firmy	
	Metodika domácí (77 respond.)	Metodika USA (180 respond.)	Metodika domácí (185 respond.)	Metodika USA (82 respond.)
pohyb zboží	2,23	1,91	1,97	2,35
pohyb kapitálu	2,40	2,21	2,24	2,46
pohyb služeb	2,94	2,59	2,46	2,63
pohyb osob	2,68	2,46	2,63	3,04

Výsledky je opět nutné interpretovat na základě strukturovaných odpovědí tj. 1...velmi pozitivně; 2...pozitivně; 3...negativně; 4...velmi negativně; 5...nevím. Lze usoudit, že jestliže se pro

- **volný pohyb zboží** střední hodnota pohybuje v rozmezí od 1,91–2,35, bude tedy ovlivňovat rozvoj českých firem **spíše pozitivně**. Přitom nelze jednoznačně vysledovat zvláštní postoj malých či velkých firem. Lze usuzovat, že české firmy vidí pozitivně, v souvislosti s volným pohybem zboží, rozšíření trhu pro odbyt svých výrobků a s tím i vzrůst prodeje, zřejmě zvýšení jakosti a kvality a odbourání celních bariér snad i snížení byrokracie.
- **volný pohyb kapitálu** střední hodnota pohybuje v rozmezí od 2,21–2,46, opět je právě tento druh „svobody“ českými firmami vnímán jako **pozitivní**. V této souvislosti mohou české firmy pozitivně hodnotit možnosti přílivu a tedy dostupnost kapitálu či zlepšení bankovních služeb. Možné je také vyvodit určité obavy z vyššího zadlužení, vykoupení českých podniků zahraničním kapitálem a z toho vyplývající zmenšení podílu českých podniků na českém trhu.
- **volný pohyb služeb** střední hodnota pohybuje v rozmezí od 2,46–2,94, právě tuto skutečnost vnímají české firmy na svůj budoucí rozvoj pouze jako **pozitivní**. Vzhledem k pohybu zboží nevidí české firmy budoucí vliv pohybu služeb tak zásadně.
- **volný pohyb osob** střední hodnota pohybuje v rozmezí od 2,46–3,04, právě skutečnost volného pohybu osob v rámci EU je hodnocena jako nejvíce ohrožující budoucí rozvoj českých firem. Nejednoznačné je hodnocení v kontextu rozdělení firem na velké a malé. Možné je usuzovat, že české firmy nevidí hlavní přednost mobility pracovní síly ve zvýšení pracovní disciplíny, v relativním snížení ceny pracovní síly vzhledem ke zvýšení produktivity práce či v přílivu kvalifikované pracovní síly, ale spíše naopak v obavách před odlivem nejlepších pracovníků, nutností zaměstnávat cizí pracovní sílu a nahradit tak českou, v možnostech zvýšení pracovních konfliktů apod.

3.3. Produkce vyhovující normám EU

V odpovědi na otázku „v jaké míře je již dnes produkce podniku schopna vyhovět technickým a jiným normám Unie“ jsou odpovědi oslovených následující:

Tab. č. 3: Střední hodnota při odpovědi na třetí otázku dotazníku

Malé firmy		Velké firmy	
Metodika domácí (77 respond.)	Metodika USA (180 respond.)	Metodika domácí (185 respond.)	Metodika USA (82 respond.)
1,7	1,49	1,34	1,41

Ve strukturované odpovědi bylo možné zvolit: 1...velmi dobře; 2...dobře; 3...špatně; 4...velmi špatně; 5...nevím. Střední hodnota odpovědí, bez ohledu velikosti firmy, se pohybovala 1,34 – 1,7. Tedy české firmy vidí technické a jiné normy produkce Unie za totožné s českými, případně nevidí výrazný problém v jejich implementaci. Více bezproblémové jsou ještě velké firmy, jejichž střední hodnota odpovědi se pohybuje 1,34–1,41. Tedy ještě více právě produkce větších firem **velmi dobře** vyhovuje technickým a jiným normám Unie.

3.4. Ochrana hospodářské soutěže

V souvislosti s otázkou zda-li je Česká republika připravena plnit funkce eliminující důsledky dohod mezi podniky, zneužití dominantního postavení firmy či zneužití státní pomoci firmou (prostřednictvím Úřadu na ochranu hospodářské soutěže; ÚOHS) především ve vztahu ke konkurenci ze zahraničí, byly zjištěny následující hodnoty:

Tab. č. 4: Střední hodnota při odpovědi na čtvrtou otázku dotazníku

Malé firmy		Velké firmy	
Metodika domácí (77 respond.)	Metodika USA (180 respond.)	Metodika domácí (185 respond.)	Metodika USA (82 respond.)
3,32	2,86	2,49	3,44

Strukturované odpovědi tj. 1...velmi dobře; 2...dobře; 3...špatně; 4...velmi špatně; 5...nevím, naznačují ne příliš optimistické zjištění. Střední hodnota na položenou otázku se pohybuje mezi 2,49 – 3,44. České podniky bez ohledu na svou velikost hodnotí právě ÚOHS jako orgán, který není příliš schopen eliminovat důsledky různých forem omezování hospodářské soutěže.

3.5. Doba, potřebná k dosažení plné konkurenceschopnosti firmy

Otázka „za kolik let by za stávajícího stavu poměrů měl být podnik schopen plně obstát v soutěži na vnitřním trhu Unie“ vyplynula ze současného vývoje obchodní bilance ČR, která naznačuje, že ne všechny podniky jsou schopny obstát v konkurenčním tlaku ze zahraničí, který po vstupu do Unie ještě více zesílí.

Tab. č. 5: Střední hodnota při odpovědi na pátou otázku dotazníku

Malé firmy		Velké firmy	
Metodika domácí (77 respondentů)	Metodika USA (180 respond.)	Metodika domácí (185 respond.)	Metodika USA (82 respond.)
1,79	1,61	1,68	1,13

Strukturované nabízené odpovědi tj. 1...ihned; 2...do dvou let; 3...do pěti let; 4...do deseti let; 5...nevím opět naznačují vcelku pozitivní hodnocení firem v rámci konkurenčního tlaku vzniklého po vstupu do EU. Bez ohledu na velikost firem se střední hodnota odpovědí pohybuje 1,13 – 1,79, tedy když ne ihned tak do dvou let jsou schopny české firmy reagovat na nové konkurenční prostředí a obstát jeho tlakům. Z pohledu úhlu velikosti firem, lze konstatovat, že velké firmy jsou si ještě jistější v adaptabilitě na silnější konkurenční tlak (viz střední hodnota 1,13).

3.6. Navrhovaná opatření hospodářské politiky

Vzhledem k tomu, že Evropská komise doporučuje české vládě, aby pro posílení konkurenceschopnosti našich firem prováděla intervence do mikrosféry, byla respondentům nabídnuta otevřená otázka, „která opatření hospodářské politiky by podpořila konkurenční postavení firmy v podmínkách vnitřního trhu Unie“. Jako nejvýznamnější a nejčtenější odpovědi bez ohledu na velikost firem či oborové zaměření byly chápány:

Tab. č. 6: Přehled nejčtenějších požadavků státních intervencí

Podpora investic (přístupnější a levnější úvěry)	44 % z dotázaných
Daňové úlevy (rychlejší odpisy)	33 % z dotázaných
Podpora exportu	25 % z dotázaných
Kvalitní legislativa (vynutitelnost práva)	19 % z dotázaných

Potřeba silnějšího kapitálu pramení z neochoty bank poskytovat úvěry menším a středním podnikům za situace, kdy jiné alternativní zdroje financování jsou pro ně nedostupné. Majetkové propojení bank s neprosperujícími podniky a účast zástupců bank ve statutárních orgánech vyúsťuje v přeúvěrování podniků z hlediska vlastníka a jeho zájem na zdravém a rychlém bankrotu je minimální. Menší úvěry jsou administrativně náročnější, rizikovější a vyžadují fundované odborné posouzení podnikatelských záměrů. Složitost celého řízení je často argumentem bank proti menším objemům úvěrů a jejich zdrženlivý postoj k tomuto trhu je i důsledkem současného legislativního prostředí. Jako další významné skutečnosti vidí české firmy ochranu proti nekvalitním a levným dovozům, vysoká cla, byrokracii, pomalost soudů či monopoly. Podporovat by se také mělo více malé a střední podnikání a poskytování státních zakázek.

3.7. Silné stránky firmy

Takto formulovaná otevřená otázka měla přinést konkrétnější představy českých firem o svých silných stránkách, které jim umožní úspěšný rozvoj v rámci vnitřního trhu. Jako nejvýznamnější a nejčtenější odpovědi bez ohledu na velikost firem či oborové zaměření byly chápány:

Tab. č. 7: Přehled nejčtenějších silných stránek respondentů

Tradice a zkušenosti	48 % z dotázaných
Nízká cena produkce (levnější pracovní síla)	36 % z dotázaných
Kvalitní pracovní tým (vysoká odbornost)	31 % z dotázaných
Vysoká kvalita produkce	28 % z dotázaných

Jako další přednosti vidí české firmy zejména svou flexibilitu, specializovanou výrobní základnu, kvalitní informační a řídicí systém, (goodwill) dobré jméno firmy, zavedenou obchodní a servisní síť, dokonce i strategického partnera, znalost domácího a zahraničního trhu, komplexnost služeb a vysokou produktivitu práce.

3.8. Hrozby

Poslední otevřená otázka měla vytvořit rámcový přehled ohrožení českých firem ze strany zahraničních subjektů, která by mohla po našem vstupu do Unie ohrozit či zpomalit (příp. zcela zastavit) rozvoj firmy. Zejména šlo o hodnocení významných prvků zahraniční hospodářské politiky či konkrétní opatření zahraničních firem. Jako nejvýznamnější a nejčtenější odpovědi bez ohledu na velikost firem či oborové zaměření byly chápány:

Tab. č. 8: Přehled nejčtenějších hrozeb respondentů

Silnější kapitál	36 % z dotázaných
Silnější konkurence (bariéry přístupu na trh)	31 % z dotázaných
Cenový tlak (podpora státu)	30 % z dotázaných
Vyšší kvalita produkce (špičkové know-how)	6 % z dotázaných

Jako další ohrožení spatřují české firmy ve zvýšené mobilitě pracovníků (odliv vysoce kvalifikovaných pracovníků), v kartelových dohodách, v pohlčení českých firem, ve zvýšených ekologických požadavcích a v globální ekonomické krizi.

4. Závěr

V současné době mají české firmy významné až velmi významné obchodní vazby ke členům Evropské unie. S větší velikostí firem jsou vazby významnější.

I když lze usuzovat, že výhody členství v Evropské unii budou převyšovat jeho nevýhody, že se vstupem ČR do EU vzniknou pro podniky daleko tvrdší konkurenční podmínky, než na které jsou zvyklé, přesto lze konstatovat, že se podniky

samotné příliš nezúčastňují přístupového procesu a očekávají jistou pomoc od státu v souvislosti se vznikem vnitřního trhu Unie. To lze chápat jako podcenění silnějších konkurenčních tlaků, které po vstupu do EU vzniknou, což by naznačovala optimistická hodnocení podniků samotných na úrovni kvality výroby, technologií, vysoké odbornosti či goodwillu, či jako pasivní očekávání pomoci od státu, který by měl podpořit exportní schopnosti, investice a ochranu domácího trhu před levnými a nekvalitními dovozy. Upravit tedy úvěrové, daňové a účetní politiky, legislativu a vymahatelnost práva.

Tato situace naznačuje, že se pro všechny instituce a aktivity napomáhající adaptaci českým firmám na podmínky integračního seskupení nabízí široký prostor pro rozvoj. Stejně tak jako pro druhou fázi představeného výzkumného projektu, jehož výsledky pomohou přispět k existenci a rozvoji českých firem v podmínkách evropské integrace.

Abstract

The aim of this paper is presentation of the first results of the research target "Financial Management of the Firm Development in the Circumstances of the European Economic Integration". This activity is from the 1999 year a part of the Internal Grant System of the ESF Masaryk University Brno. The research team is consisted from the members of the Chair of Finance. The first impulse for this paper was the statement of the European Commission to the petition of the Czech Republic for the joining to the European Community. To this issue the questionnaire was made. The amount of the nowadays respondent is 262 (mainly allocated in the South of Moravia, Czech Republic). The centre of gravity of the paper is now in the basic statistical features of the collected data and in the discussion of this statistical result. The future activities will aimed to using the more sophisticated statistical methods, to increasing of the quantity of respondents and to determination of the more comprehensive conclusion (especially in the field of the economic theory and the business policy).

Literatura:

- [1] Kalouda, F., Sedláček, J.: Analýza chování českých podniků v přístupovém procesu do EU, In. 4. Mezinárodní konference, „Bankovníctví v krátkodobé prognóze ekonomického vývoje“, Karviná, OPF SU 1999.
- [2] Kalouda, F., Sedláček, J., Hamplová, E.: Integrace ČR do EU jako faktor rozvoje firmy, In. VI. Fakultná mezinárodná konferencia „Kvantitatívne metódy v ekonómii a podnikaní“, Bratislava, FHI EU 1999.
- [3] Kalouda, F., Čámský, F.: Možnosti a podmínky integrace ČR do EU jako faktor rozvoje podniku, In. Acta oeconomica cassoviensia No³, Bratislava – Košice, PHF EU 1999.
- [4] Kalouda, F. a kol.: Finanční řízení firmy v podmínkách evropské integrace, dílčí zpráva první etapy výzkumného úkolu VGS, Brno, ESF MU 1999.

INŠTITÚT VEREJNÉHO PRÍSEUBU V SLOVENSKEJ REPUBLIKE A V NIEKTORÝCH ĎALŠÍCH EURÓPSKÝCH KRAJINÁCH

Branislav Mikovíny

Kľúčové slová

verejný príslub, verejná výzva na odkúpenie akcií, ponuková povinnosť

1. Úvod

Celkový stav slovenskej ekonomiky, nedostatočná likvidita, nevyhovujúca legislatíva, netransparentnosť a z nich vyplývajúca nedostatočná ochrana investorov na našom kapitálovom trhu sú v súčasnosti charakteristické znaky nášho kapitálového trhu. Verejný príslub (tiež sa používajú pojmy verejná výzva, verejná ponuka na odkúpenie akcií alebo tiež ponuková povinnosť) je jedným zo spôsobov ochrany drobných akcionárov pred nadvládou majoritného vlastníka a predstavuje výzvu ostatným akcionárom na odkúpenie časti akcií alebo aj všetkých akcií. V prípade, ak ktorýkoľvek investor má v úmysle nadobudnúť väčší balík akcií a ovládnuť tak spoločnosť, majú minoritní akcionári na výber – buď sa stotožnia so zámermi hlavného akcionára, alebo mu predajú svoje akcie za stanovenú minimálnu cenu.

SR ako uchádzač o členstvo v EÚ bude vo vlastnom záujme postupne implementovať požiadavky direktív EÚ aj v tejto oblasti. Žiadna z direktív sa však zatiaľ komplexne problematikou verejného príslubu ešte nezaoberala, aj keď už od roku 1995 existuje návrh 13. direktívy týkajúcej sa práve verejných príslubov. Navyše, už v roku 1988 bola vydaná Direktíva Rady 88/627/EEC o informáciách, ktoré majú byť publikované pri nadobudnutí alebo strate významného podielu v kótovanej spoločnosti, ktorá ukladá investorovi povinnosť pri presiahnutí alebo poklese pod presne stanovené podiely na základnom imaní upovedomiť spoločnosť a kompetentné orgány do 7 kalendárnych dní.

U nás sa touto oznamovacou povinnosťou zaoberá najmä Zákon o cenných papieroch č.600/1992 Zb. v znení poslednej novely č.128/1999 Zb., ktorá nadobudla účinnosť 1.júla 1999 v § 79a. Napriek tomu, že oznamovacia a ponuková povinnosť (verejný príslub) sú dva nástroje na riešenie toho istého problému (ochrany práv minoritných akcionárov), nevenovala sa im pri prijímaní sekundárnych právnych noriem EÚ rovnaká pozornosť. Inštitút verejného príslubu však na kapitálových trhoch v Európe úspešne funguje, aj keď podmienky jeho vyhlásenia sú odlišné. SR môže preto vychádzať z legislatívy krajín EÚ a legislatívy okolitých postsocialistických krajín, a tak odstrániť nedostatky v súčasnosti platnej právnej úpravy a zabezpečiť dosiahnutie rovnoprávného postavenia všetkých akcionárov.

V ďalších kapitolách sú uvedené základné kritériá verejných príslubov v SR a niektorých európskych krajinách (Chorvátsko, Česká republika, Dánsko, Estónsko, Francúzsko, Fínsko, Holandsko, Írsko, Nemecko, Nórsko, Portugalsko, Poľsko, Rakúsko, Slovenská republika, Švajčiarsko, Španielsko) na základe verejne dostupných údajov z právnych noriem a iných dokumentov, ktoré publikujú burzy, nezávislé regulačné orgány alebo ministerstvá.

2. Typ základnej právnej normy

V Slovenskej republike je to základnou právnou normou zákon o cenných papieroch. V ostatných krajinách plní túto úlohu buď zákon o cenných papieroch (Portugalsko), zákon o obchodovaní s cennými papiermi (Poľsko, Dánsko), zákon o burze cenných papierov (Švajčiarsko), zákon o trhu s cennými papiermi (Estónsko), prípadne zákon, ktorý rieši výhradne otázky prevzatia kontroly nad inou spoločnosťou (Rakúsko, Chorvátsko). V Nemecku platí kódex vypracovaný ministerstvom financií. Výnimkou je tiež Česká republika, kde je táto problematika upravená v Obchodnom zákonníku. Okrem týchto zákonov sa spravidla verejnou výzvou zaoberajú predpisy regulačných orgánov v danej krajine a tiež niektoré burzové predpisy.

3. Regulačný orgán

Na Slovensku vykonáva zatiaľ dozor nad dodržiavaním tejto povinnosti MF SR. V priebehu roku 2000 by mal vzniknúť Úrad pre finančný trh, ktorý by mal zastrešovať dozor nad finančným trhom, teda aj v tejto oblasti. V ostatných krajinách na dodržiavanie zákonov pre oblasť kapitálového trhu dohliada nezávislý regulačný orgán, prípadne existuje komisia, ktorá sa zaoberá len otázkami prevzatia kontroly nad inou spoločnosťou (Nemecko, Rakúsko, Švajčiarsko).

4. Rozsah pôsobnosti

Návrh 13. direktívy, vypracovanej Parlamentom EÚ a Radou EÚ, neurčuje bližšie, na akcie ktorých spoločností sa vzťahuje verejná výzva. Na vyspelých kapitálových trhoch sa táto povinnosť týka len akcií kótovaných spoločností. V prípade Slovenskej republiky a postsocialistických krajín sa povinnosť vyhlásiť verejný príslub vzťahuje na všetky verejne obchodovateľné spoločnosti. Príčinou takejto prísnejšej právnej úpravy je fakt, že v týchto krajinách sa kapitálový trh stále ešte len vyvíja a právne vedomie emitentov nie je na požadovanej úrovni. Mnohí emitenti (nielen u nás) nemajú záujem o kótovanie svojich akcií, napríklad kvôli neochote poskytovať informácie o spoločnosti alebo kvôli tomu, že manažéri spoločnosti nevidia pri súčasnom stave na našom kapitálovom trhu v kótovaní akcií žiadnu výhodu, ktorá by mohla kompenzovať relatívne vysoké náklady na kótovanie. V budúcnosti však tieto krajiny pravdepodobne tiež pristúpia k voľnejšej právnej úprave a zúžia rozsah pôsobnosti len na kótované spoločnosti. Príslušné zákony vo všetkých spomínaných krajinách obsahujú ustanovenie, ktorým sa oznamovacia povinnosť vzťahuje aj na konanie v zhode, resp. konanie majetkovo vzájomne prepojených osôb.

5. Doba trvania

Doba, počas ktorej platí verejný prísľub je na Slovensku určená zákonom v rozpätí 30-60 kalendárnych dní. Niekde je dĺžka stanovená v závislosti od obchodných dní (Rakúsko, Švajčiarsko). Inde (Chorvátsko, Česká republika) je zase fixne stanovený iba minimálny počet dní. Vo všeobecnosti je však trvanie verejnej výzvy v rozpätí 20–60 dní. Vo väčšine krajín existujú výnimky, ktoré umožňujú skrátiť, resp. predĺžiť dobu trvania v taxatívne vymenovaných prípadoch, napr. z dôvodu vyhlásenia viacerých verejných ponúk v rovnakom období.

6. Cena za akciu

Cena za akciu pri verejnom prísľube sa môže odvíjať od jednej alebo viacerých cien stanovených právnou normou. Na Slovensku platí, že ponúkaná cena za akciu nemôže byť nižšia ako bola priemerná cena na verejnom trhu za posledných 6 mesiacov pred oznámením verejného prísľubu a zároveň nemôže byť nižšia ako 50 % hodnoty čistého obchodného imania pripadajúceho na jednu akciu podľa poslednej overenej účtovnej závierky. Pod čistým obchodným imaním (pojem používaný v Obchodnom zákonníku) rozumieme z účtovného hľadiska majetok spoločnosti očistený o záväzky.

V Nórsku sa zase vychádza z najvyššej ceny, ktorú navrhovateľ zaplatil za akcie tej istej spoločnosti za posledných 6 mesiacov pred oznámením verejného prísľubu alebo zo súčasnej trhovej ceny. Navrhovateľ je povinný akceptovať vyššiu z týchto cien.

V Švajčiarsku a Rakúsku platí, že táto cena nesmie byť o viac ako 25 % nižšia (v Rakúsku maximálne o 15 % nižšia) ako maximálna cena, ktorú navrhovateľ zaplatil za akcie cieľovej spoločnosti za posledných 12 mesiacov.

Počet mesiacov, z ktorých sa vypočítava maximálna cena sa pohybuje od 3 mesiacov (Nemecko), 6 mesiacov (Poľsko) až po 12 mesiacov (Chorvátsko). V Českej republike sa cena rovná váženému priemeru cien za posledných 6 mesiacov.

7. Percentuálny limit

V tomto bode je možné najzreteľnejšie vidieť dôsledky nedostatočnej harmonizácie v tejto oblasti, pretože limity, pri prekročení ktorých vzniká povinnosť vypísať verejný prísľub sa pohybujú v rozpätí od 25 % (Španielsko, Chorvátsko); 30 % (Holandsko, Írsko, Slovensko, Rakúsko); 33,3 % (Francúzsko, Švajčiarsko); 40 % (Nórsko); 50 % (Portugalsko, Poľsko, Estónsko); 66,6 % (Fínsko) až po 90 % (Dánsko). Odlišnosti pri stanovení percentuálnych hraníc sú dané historickým vývojom a neochotou krajín dohodnúť sa na harmonizácii v tejto oblasti. Výnimkou je prípad Nemecka a Českej republiky. Legislatíva Českej republiky rozoznáva totiž niekoľko percentuálnych hraníc – 50 %; 66,6% a 75 %. V Nemecku zase na základe novelizácie príslušnej právnej normy z roku 1997 bola vypustená hranica 50 % a nahradená všeobecnejším pojmom „získanie kontroly nad spoločnosťou“.

8. Nedostatky našej právnej úpravy

Je zrejme, že nie iba nekvalitné zákony doviedli slovenský kapitálový do stavu, v akom sa nachádza v súčasnosti. Avšak ich skvalitňovaním a približovaním sa štandardom platným v krajinách EÚ je možné proces jeho ozdravenia výrazne urýchliť. Poukázaním na nedostatky zákona o cenných papieroch a iných zákonov pre oblasť kapitálového trhu, pripravených začiatkom 90. rokov ešte bez patričných skúseností, je možné tieto zákony zlepšiť s cieľom priblížiť sa kapitálovým trhom EÚ.

Skutočnosťou, ktorá ponukovú povinnosť na slovenskom kapitálovom trhu znehodnocuje, je výnimka v prípade osôb, ktoré nadobudli podiel na majetku emitenta podľa Zákona č. 92/1991 Zb. o podmienkach prevodu majetku štátu na iné osoby v znení neskorších predpisov. Toto ustanovenie by malo byť zo zákona odstránené, aby sa tak zabezpečila rovnoprávnosť všetkých investorov.

Sporná je tiež aplikácia zákona v prípade, ak niekto chce nadobudnúť viac ako 30 % akcií primárnym úpisom. Nedokonalosť zákona v tomto smere sa prejavila aj v júni 1998, kedy sa Slovenská poisťovňa rozhodla kapitálovo vstúpiť do Investičnej a rozvojovej banky formou navýšenia základného imania. Vzhľadom k tomu by bolo vhodnejšie zaviesť povinnosť vyhlásiť verejný príslub iba pri prevodoch akcií na verejnom trhu, ale na navyšovanie základného imania by sa táto povinnosť nevzťahovala. Tým by sa predišlo nedorozumeniam medzi organizátormi verejného trhu a investormi.

Zo zákona tiež nie je jasné, či sa povinnosť vzťahuje na každé prekročenie hranice 30 % alebo postačuje verejná výzva akcionárom v prípade prvého prekročenia tejto hranice. Riešením by mohla byť zmena zákona v tom zmysle, aby sa ponuková povinnosť od investora vyžadovala len pri prvom prekročení hranice, ale pri ďalšom zvyšovaní podielu nad uvedenú hranicu by už nebola nutná. Inou alternatívou (podobne ako v Českej republike) by mohlo byť stanovenie niekoľkých hraníc, pričom pri prekročení každej z nich by musel byť vykonaný verejný príslub na odkúpenie zvyšných akcií. Takouto myšlienkou sa MF SR zaoberalo už v roku 1998, pričom na základe odporúčaní expertov PHARE mali byť hranice vo výške 33 %, 50 % a 67 %.

Stanovenie minimálnej ceny ako priemernej ceny na verejnom trhu za posledných 6 mesiacov už niekoľko rokov podliehalo tvrdej kritike zo strany samoregulačných organizácií z toho dôvodu, že na našom kapitálovom trhu je ľahko možné manipulovať ceny akcií. Dôsledkom tejto kritiky bolo nafixovanie kúpnej ceny aj na výšku čistého obchodného imania.

Náš zákon by mal tiež jasne stanoviť povinnosť vyhlásiť verejný príslub aj v prípade všetkých cenných papierov (aj derivátov cenných papierov), s ktorými je spojené právo ich majiteľa upísať nové akcie spoločnosti. Taktiež by malo byť postihnutelné konanie niektorých obchodníkov s cennými papiermi, ktorí kupovali od ľudí akcie spoločností, na ktoré bol vyhlásený verejný príslub (bez toho, aby ich o tom upovedomili) a potom ich predávali zo ziskom.

9. Záver

Vyššie uvedené nedostatky zákona by mali byť v rámci rekodifikácie zákona o cenných papieroch ošetrené navrhovanými opatreniami tak, aby bola ochrana práv minoritných akcionárov výraznejšie posilnená ako dotetaz.

Príloha: ŠTATISTICKÉ ÚDAJE

Tabuľka č.1: Verejné prísluby v rokoch 1998-1999

BCPB	vyhlásené verejné prísluby	úspešné verejné prísluby
1998	73	72
1999	44	39
2000	expirácia 1 verejného príslubu z roku 1999	
RM-Systém	vyhlásené verejné prísluby	úspešné verejné prísluby
1998	33	29
1999	43	23
2000	expirácia 10 verejných príslubov z roku 1999	

Zdroj: www.bsse.sk
www.rms.sk

Abstract

This article presents investors' information obligation in compliance with § 79a of the Securities Act No. 600/1992 ensuring an adequate level of protection for minority shareholders in case an investor acquires a major holding in a public company in Slovakia. The investor (a natural or legal person) is obliged to announce a takeover bid – an offer made to the holders of the securities of the company to acquire all or part of such securities by cash. There is also an obligation to notify both the central depository and the company if the investor obtains or disposes securities and consequently exceeds or falls below specified percentage of voting rights. Following this legislative framework a recent situation in Slovakia in comparison with some other countries has been analysed. As a result of this analysis some recommendations are

suggested to amend the Securities Act because the more internationally adopted regulations our capital market implements the higher level of efficiency it reaches.

Literatúra:

- [1] Baláž, V.: Kapitálový trh Európskej únie. Veda, Bratislava, 1997, str. 23-70
- [2] Sita: IRB odstránila prekážku realizácie verejného prísľubu Slovenskej poisťovne. SME, 27.6.1998, str.8.
- [3] Kyselý, L.:Problémom kapitálového trhu je nekorektné správanie subjektov. Trend, 18.2.1998, str.10.
- [4] Špáni, I.: Aby sa z cenných papierov nestali bezcenné papiere. Práca, 12.4.1999, str.1.
- [5] Council Directive of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of . OJ No L 348, 17.12.1988, pp.62-66 (www.europa.eu.int)
- [6] COM (95) 655 final: Proposal for 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids, Brussels, 7. 2. 1996, Office for Publication of the European Communities, L-2985 Luxembourg. (www.europa.eu.int)
- [7] BCPB: Burzový poriadok, Pravidlá obchodovania, Poplatkový poriadok – rok 1999 (www.bsse.sk)
- [8] Česká republika: Zákon č. 513/1992 Sb. Obchodní zákonník
- [9] Dánsko: Danish Securities Trading Act of November 6, 1998 (www.xcse.dk/uk/bestilling/regel)
- [10] Estónsko: Securities Market Act. 1993. (www.tse.ee/publications/)
- [11] Chorvátsko: Law for the Takeover of Joint-Stock Companies of November 7, 1997. (www.zse.hr/Takeover_code.html)
- [12] Nemecko: Takeover Code of the Exchange Expert Commission at the Federal Ministry of Finance. 1995. (www.kodex.de)
- [13] Nórsko: Act on Securities Trading of June 19, 1997 (www.ose.no/pdf/)
- [14] Poľsko: Law on the Public Trading of Securities of March 22,1991 (www.kpwig.gov.pl/e1_ang.htm)
- [15] Portugalsko: Portuguese Capital market. 1997.
- [16] Rakúsko: First Decree issued by the Take-over Commission of March 9, 1999, regulating the implementation of the Take-over Act. (www.takeover.at)
- [17] Rakúsko:Take-over Act. 1999. (www.takeover.at)
- [18] Slovenská republika: Zákon č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch v znení neskorších predpisov
- [19] Švajčiarsko: Federal Act on Stock Exchange and Securities Trading Act of March 24,1995. (www.takeover.ch)

VÝVOJOVÉ TENDENCIE V MEDZINÁRODNOM ZDANENÍ V PODMIENKACH GLOBALIZÁCIE EKONOMIKY

Gizela Lénártová

Kľúčové slová

Globalizácia, zdanenie, adaptácia, konkurencia

1. Úvod

Svetový vývoj v 80. rokoch bol charakteristický predovšetkým prechodom od národného hospodárstva k svetovému hospodárstvu. Táto tendencia spôsobuje, že predstavy o izolovanom, sebestačnom, od nikoho nezávislom národnom hospodárstve sú ilúziou. Globalizáciou, ktorú prof. Šíbl charakterizuje ako rozvoj ekonomických a aj ďalších procesov v celosvetovom meradle, kulminuje historická tendencia vývoja národného reprodukčného procesu, ktorý postupne prekračuje priestor národných ekonomík, vytvára medzinárodné spojenia, neskôr regionálne a interregionálne väzby a napokon nadobúda celosvetovú dimenziu. Globalizáciu urýchlil vedeckotechnický rozvoj, predovšetkým rozvoj prúdových lietadiel, komunikačných družíc, ako aj také globálne problémy - znečisťovanie životného prostredia, globálne otepľovanie, zoslabovanie ozónovej vrstvy, problémy hladu a biedy vo svete, obavy z nukleárnej katastrofy, medzinárodnej organizovaná zločinnosť, obchod s drogami, hrozba AIDS, ktoré neobyčajne prehĺbili procesy globalizácie a urobili zo sveta – obrazne povedané globálnu hospodársku dedinu. Okrem týchto objektívnych procesov je globalizácia zosilňovaná subjektívnymi potrebami, ekonomickými záujmami a snahami o posilnenie ekonomickej a politickej moci. Z makroekonomického hľadiska významnú úlohu v rozvoji globalizačných procesov mal vznik nadnárodných inštitúcií, ktoré hlavne po druhej svetovej vojne sa stali základom povojnovej medzinárodnej ekonomickej štruktúry.

Z mikroekonomického hľadiska najvýznamnejšími nositeľom globalizačných tendencií sú nadnárodné (transnacionálne resp. multinacionálne) korporácie. Globalizácia poznačuje reprodukčný proces národných ekonomík svojimi protikladnými – pozitívnymi aj negatívnymi účinkami.

Cieľom príspevku je poukázať na významné procesy v súčasnom ekonomickom prostredí a analyzovať vplyv globalizácie na zdanenie a opačne ako zdanenie ovplyvňuje podnikateľské aktivity vo svete.

2. Globalizácia a zdanenie

Hlavnými prvkami v procese riešenia dôsledkov internacionalizácie a integrácie v daňových systémoch sú adaptácia, konkurencia, koordinácia a harmonizácia.

V prípade prvých dvoch elementov – **adaptácia a konkurencia** - krajiny operujú s ich individuálnymi kapacitami s snahe minimalizovať náklady alebo maximalizovať výhody, ktoré integrácia prináša. Tieto prvky sú využívané prevažne uzavretými krajinami s počiatočnými vysokými daňovými sadzbami. Proces adaptácie a konkurencie v daňovej politike krajín sa prejavujú sledovaním okolitých štátov či zoskupení a následnými individuálnymi krokmi k ochrane vlastných hospodárskych záujmov, prípadne s cieľom prilákať do svojej jurisdikcie daňovníkov z iných krajín. **Koordinácia** sa môže vyskytovať vo viacerých formách. **Neformálna koordinácia** spočíva v príležitostných kontaktoch daňových úradov rôznych krajín spojených s výmenou informácií o plánovaných reformách, pokusoch riešiť problémy a prípadnou snahou stanovenia spoločných pravidiel pre výmenu informácií o daňovníkoch na redukcii daňových únikov. **Formálnou koordináciou** sú stretnutia na vysokých úrovniach, na ktorých predstavitelia krajín konzultujú s partnermi pripravované zmeny v snahe zabrániť takým zmenám v daňovej legislatíve, ktorá by mohla ovplyvniť iné krajiny. Určitá forma koordinácie daňovej politiky na medzinárodnej úrovni je zabezpečovaná **Výborom pre fiškálne záležitosti pri OECD (Committee of Fiscal Affairs of OECD, ďalej skratka CFA OECD)**. V oblasti daňovej koordinácie je veľmi obtiažne stanoviť a dosiahnuť odsúhlasenie odovzdania obdobných právomocí do rúk medzinárodnej inštitúcie. Tým je výrazne sťažený proces **harmonizácie – procesu, v rámci ktorého individuálne krajiny vyslovia súhlas s vyrovnávaním sadzieb a základov ťažiskových daní**. Harmonizácia daňových systémov nie je jednoduchá a jej potreba sa stále viac potláča. Príkladom je aj prípad Európskej únie, ktorej napredovanie v procese harmonizácie v členských štátoch nebola tak úspešná, ako boli pôvodne stanovené ciele.

Efekt globalizácie na daňový výnos, daňovú efektívnosť a spravodlivosť je evidentný a práve tento efekt si vynucuje zásahy a zmeny jednotlivých daňových systémov. Globalizačné tendencie majú na zdaňovanie pozitívne aj negatívne vplyvy tak pre štát ako aj podnikateľskú sféru.

Pozitívne vplyvy pre štát – spájanie ekonomík na jednej strane zvyšuje blahobyt ľudstva lepším využívaním zdrojov, rastúcou konkurenciou na rozširujúcich sa trhoch, úsporami v rozsahu výroby nadnárodných spoločností, lepším využívaním dočasne voľného kapitálu apod. Tieto pozitívne vplyvy na hospodárstvo sa premietajú aj zdanenia. Štát dosahuje z výkonnejšieho hospodárstva vyšší daňový výnos. Pozitívne vplyvy pre podnikateľov- podnikatelia v dôsledku globalizácie získavajú vyššiu úroveň mobility ziskov (daňových základní) do oblastí s nižším daňovým zaťažením. **Negatívne vplyvy pre štát** vznikajú v súvislosti s nedostatočne rýchlym, kvalitným a koordinovaným prispôbovaním daňových systémov jednotlivých štátov týmto globalizačným tendenciám hlavne pri výbere daní. Vyššia mobilita zdaniteľných ziskov vedie k účelnému využívaniu daňových dohôd (treaty shopping), k čoraz častejšiemu transferovaniu ziskov do daňových rajov, k rozsiahlym daňovým únikom a takto k poklesu daňových výnosov do domácich verejných rozpočtov. **Negatívne vplyvy globalizácie pre podnikateľskú sféru** a niekedy i pre štát spočívajú predovšetkým z viacnásobného zdanenia resp. dvojitého zdanenia tých istých príjmov resp. majetku. To je nevyhnutné riešiť premysleným a koordinovaným prispôbovaním vnútorných daňových systémov krajín – uzatváraním bilaterálnych alebo multilaterálnych zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia medzi krajinami.

3. Koordinácia a harmonizácia

Slovenská republika má uzatvorených vyše **30 zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia**, okrem týchto zostávajú v platnosti staršie zmluvy uzatvorené ako mnohostranné dohody medzi štátmi bývalej RVHP. Množstvo štátov viazaných týmito zmluvami sa však stále znižuje vďaka uzatvoreniu nových zmlúv (napr. Maďarsko, Poľsko, Rusko) alebo odstúpením od starých zmlúv (napr. Kazachstan). Na zamedzenie medzinárodného dvojitého zdanenia sa vo svete aj v SR využívajú vnútroštátne i medzinárodné opatrenia.

Vnútroštátne opatrenia uplatňované v rámci vlastných daňových predpisov určujú predovšetkým daňové povinnosti, druhy daní a vymedzujú tiež kto, kedy a v akej výške bude zdaňovaný podľa domáceho daňového zákona. V Slovenskej republike sú v daňovom zákone č. 286/1992 Zb. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov legislatívne upravené problémy zdroja príjmu, vymedzenie a aplikácia obvyklých cien, stála prevádzkareň, problematika kontroly transferového oceňovania, zrážková daň zdanenia príjmov atď. Možno konštatovať, že na **Slovensku sú vytvorené legislatívne daňové predpoklady pre rozvoj medzinárodných aktivít, na druhej strane situácia s konkrétnou aplikáciou týchto noriem v praxi je podstatne horšia. Ani daňová správa, ani väčšina daňových poradcov sa zatiaľ nešpecializovala na tieto zložité a náročné problémy medzinárodného zdanenia v domácom daňovom systéme. Na vylúčenie dvojitého zdanenia využíva aj Slovenská republika metódy široko uplatňované a overené vo svete – metódu vyňatia a metódu zápočtu.**

Medzištátne opatrenia, ktoré sa orientujú na koordináciu daňových systémov dvoch resp. viacerých štátov tak, aby na jednej strane príjmy toho istého daňovníka neboli dvakrát alebo viackrát zdanené. Tieto medzinárodné zmluvy majú vyššiu právnu silu ako vnútroštátny daňový predpis, ale nikdy nemôže stanoviť daňovú povinnosť nad rozsah domáceho zákona. Z obsahu takejto zmluvy vyplýva, ktoré daňové výnosy budú rozdelené medzi obidva štáty a ktoré budú zdanené iba v jednom z nich. Predmetom týchto zmlúv sú najmä dane z príjmov, majetku a iné priame dane. Nezaoberajú sa nepriamymi daňami (DPH a spotrebné dane), ktoré sa v medzinárodnom zdanení v rámci EÚ riešia procesom harmonizácie.

Harmonizácia daní ako postupné približovanie historicky odlišných daňových systémov členských štátov znamená súčasne určité obmedzenie národnej suverenity a preto bola často krát sprevádzaná neochotou či dokonca odporom niektorých členských štátov. Proces harmonizácie bol ďaleko úspešnejší v oblasti nepriamych daní (DPH a spotrebných daní), čo znamenalo odstránenie daňových hraníc v rámci EÚ a vytvorenie rovnakých konkurenčných podmienok. V súčasnosti daňová harmonizácia je zacielená predovšetkým na:

- Odstránenie daňových hraníc s cieľom vytvoriť rovnaké konkurenčné podmienky pre podnikanie a rovnosť súťaže medzi partnermi v EÚ,
- Zjednotenie a unifikáciu vnútorného trhu EÚ ako hlavného motora integračných procesov v regióne,
- Zosúladienie štruktúry daňových sústav a spôsobu výberu základných daní v jednotlivých členských štátoch.
- Akceleráciu integračných procesov Európy.

V 90 - tých rokoch boli prijaté nasledovné dokumenty:

- Direktíva „**Parent-Subsidiary Directive**“, ktorá eliminuje dvojité zdanenie dividend platené dcérskou spoločnosťou materskej spoločnosti nachádzajúcej sa v inom členskom štáte.
- **Direktíva „Merger Directive“**, ktorá predstavuje všeobecný systém zdaňovania, na základe ktorého každý kapitálový zisk vyplývajúci zo spájania sa, štiepenia, výmeny alebo transferov akcií bude zdanený až po jeho realizácii.
- **„Arbitration Convention“** patrí do kategórie harmonizácie dane z príjmov. Táto konvencia zaviedla rozhodovací proces vytvorený na predchádzanie dvojitého zdanenia, ktorý môže byť následkom rozdielnej interpretácie transferových cien v jednotlivých členských štátoch.

4. Záver

Treba zdôrazniť, že uvedené procesy, ako je daňová konkurencia a daňová harmonizácia pôsobia protismerne. Cieľom procesov daňovej konkurencie je poskytnúť celý rad daňových výhod v porovnaní s krajinou susediacou resp. konkurenčnou, zatiaľ čo daňová harmonizácia je proces približovania a zosúladovania daňových systémov.

Európska únia rozpracovala tzv. predstupovú stratégiu vo vzťahu k asociovaným krajinám strednej a východnej Európy – ide o rozvoj takých vzťahov (program Phare, asociačné dohody), ktoré majú napomôcť pripraviť asociované štáty na vstup do EÚ. Vychádza sa z toho, že členstvo v EÚ so sebou prináša nielen práva, ale zároveň povinnosti, medzi ktoré patrí predovšetkým úplné prevzatie legislatívy EÚ.

Predstupovú fázu zahájil kodaňský summit v roku 1993, za ktorým nasledoval essenský summit v roku 1994. Slovenská republika podpísala asociačnú dohodu v roku 1993. Medzi hlavné opatrenia predstupovej stratégie asociovaných krajín patrí aproximácia práva definovaná v Bielej knihe z roku 1995. Tu bolo vytýčených 23 oblastí legislatívnej činnosti – pod bodom č. 10 Priame zdaňovanie a bod č. 22 Nepriame zdaňovanie.

Pre každú z týchto oblastí sa v Bielej knihe určuje logické poradie krokov, ktoré pri aproximácii treba vykonať.

Abstract

The paper deals with influence of globalisation on taxation. The author argues that in fiscal systems adaptation, competitiveness, co-ordination and harmonisation are the most important implications of globalisation. Pros and cons of globalisation impact on government policy and budget as well as on entrepreneurial functioning has been explored.

Literatúra:

- [1] Tanzi,V.: Taxation in an Integreting World, Washington D.C., The Brookings Institution 1995.
- [2] Kupec,V.: Daňové vzťahy k zahraničiu a zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia. Bratislava. 1996.
- [3] OECD: Tax sparing a reconsideration. Paris, OECD 1998.
- [4] Sedmihradský,M.: Harmonizace zdanení společností v Evropské unii, prednáška na V. ročníku medzinárodnej konferencie „Teoretické a praktické aspekty verejných financi“, VŠE, Praha marec 1999.
- [5] Gonda.V.: Harmonizácia národných daňových sústav EÚ – podmienka úspešnosti EÚ v globálnom súťažení. IBC International Business cooperation, 1999,10,č. 3.

**INFORMACE O PEDAGOGICKÉ,
VĚDECKÉ A VÝZKUMNÉ ČINNOSTI
KATEDER FINANCÍ**

MOŽNOSTI ANALÝZY FINANČNÍHO SYSTÉMU

Aleš Ševčík a kol.

Klíčová slova

1. Úvod

Základním výzkumným zaměřením katedry financí ESF MU v Brně v uplynulém období se postupně stala analýza finančního systému a jeho determinace vzhledem k finančním interakcím a instrumentům v ČR. V rámci uvedené analýzy byly zpřesněny teoretické a metodické postupy analýzy finančního systému v relaci vybraných problémů finanční teorie a možností oceňování finančních aktiv s využitím programové podpory. Cílem tohoto příspěvku je naznačení východisek provedeného výzkumu i záměrů pro příští období.

2. Východiska výzkumu

Zaměření výzkumného záměru na vymezení kritérií a struktury finančního systému, determinace trhů v rámci mezinárodních finančních vztahů a posouzením metod oceňování cenných papírů vzhledem na tvorbu portfolia cenných papírů, umožnilo v rámci výzkumu katedry se zabývat tvorbou a aplikací programových podpor výzkumu a výuky.

Dalším rozvedením výzkumu na účtování, oceňování a vykazování finančních instrumentů, řízení aktiv a pasiv subjektů vzhledem k riziku a rentabilitě soustavy, charakteristice motivů a ekonomických důsledků fúzování podnikatelských subjektů, systematizaci forem a komparace hospodaření s aktivy institucí spolu s posouzením právní úpravy finančních institucí a instrumentů v ČR, má za následek rozšíření možností analýzy finančního systému do konkrétních a přesnějších vazeb.

Základním teoretickým východiskem řešení se staly postupy obsažené v teorii finančního systému, který je definovanými vazbami prokázaný globální analýzou a vázán k ekonomickému systému a který lze na základě rozdílných kritérií strukturovat.

Kritéria pro segmentaci byla zvolena vzhledem k metodám oceňování finančních aktiv a možnostem finanční teorie a oceňování v relaci standardních a specifických postupů účtování a vzhledem k obsahu právní úpravy. Za významný je považován analytický přístup z hlediska řízení finančních aktiv vybraných domácích a zahraničních finančních institucí a subjektů podnikání.

Řešení složité strukturovaného finančního systému vycházelo z výzkumných zpráv realizovaného výzkumu jednotlivých částí, domácí a zahraniční literatury, publikací finančních institucí, finančních informací a využívaných programových podpor.

Zaměření výzkumu bylo vedeno vzhledem k posouzení a vytvoření programového produktu, který má ověřit možné zaměření a vedení výzkumu v rámci rozdílně sledovaných odborných problémů ústavu.

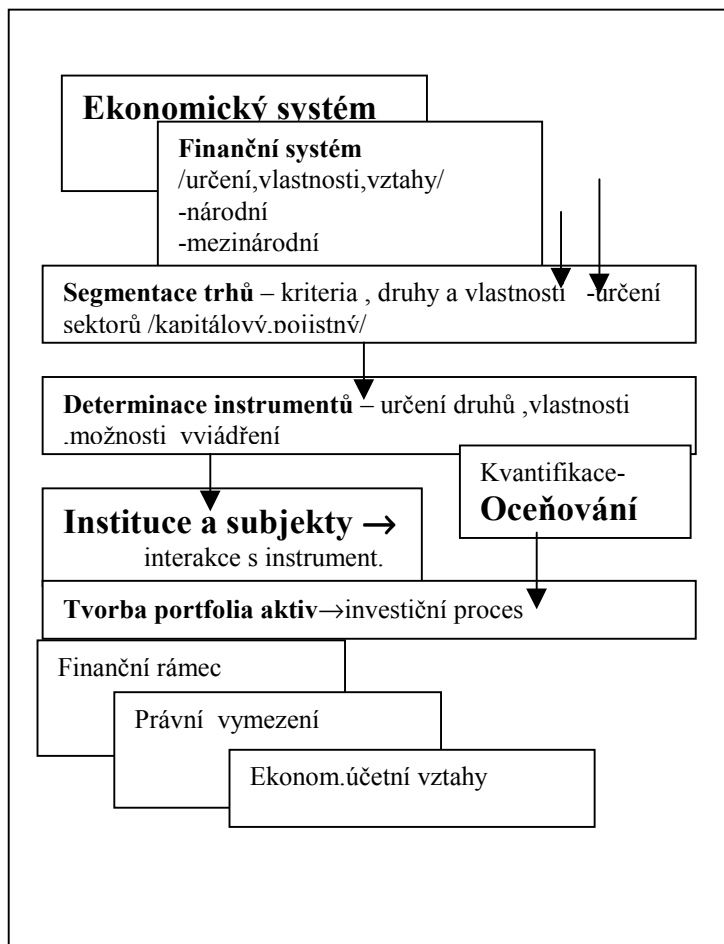
3. Metodický postup

Výzkumné zprávy ve dvou kontrolovaných etapách vycházely z obsahu zadaného výzkumného úkolu a metodického postupu.

Metodický postup dílčích výzkumných částí měl následující postupy:

- název dílčího úkolu, zprávný dílčí zprávu, uvedení vzhledem k výzkumnému úkolu
- určení hlavního cíle a předmětu výzkumu / zaměření dílčího výzkumu/
- uvedení cílů vzhledem k zaměření výzkumu katedry a fakulty
- teoretická východiska řešení –literární odkazy, výzkumné zprávy, finanční informace
- historický vývoj, geneze problému
- uvedení současného stavu poznání dílčích problémů
- segmentace vazeb a profilace možných řešení problému
- stanovení metodického postupu v relaci na ostatní dílčí výzkumy
- vztah řešeného problému k výzkumnému úkolu
- vymezení institucí a subjektů
- vymezení finančních interakcí
- determinace instrumentů
- ekonomické, finanční a matematické vyjádření vlastností- oceňování aktiv
- možnosti aplikace-posouzení
- posouzení možností vyjádření ve strukturované formě
- posouzení možné tvorby programové podpory
- závěry k dílčím úkolům
- dílčí a souhrnné závěry
- další teoretické a aplikační doporučení

Výzkum se v základní rovině zaměřil do následujících teoretických vztahů :



4. Výsledky analýzy finančního systému

Cílem výzkumného úkolu bylo zpřesnění teoretických a metodických přístupů k analýze finančního systému v relaci posouzení možností řešení vybraných problémů finanční teorie, oceňování finančních aktiv, aplikace teorie portfolia, bankovníctví a pojišťovnictví, firemních financí, účetnictví a finančního práva vzhledem k možnostem jejich vyjádření ve strukturovaných formách [9].

Analýzu finančního systému lze rozdělit do více částí. Teoretická část analýzy vychází z vymezení finančního systému v sektorech ekonomického systému a zejména charakterizuje :

- vztah finančního a ekonomického systému,
- interakce ekonomických subjektů / subjekty a instituce/, motivace vstupu na finanční trhy,
- strukturu finančních trhů a jejich charakteristiky,
- predikce standardních tendencí vyspělých finančních systémů.

K segmentaci finančních trhů je využito teoretického členění, které je rozvedeno o charakteristiky subjektů působících na trzích a jejich vzájemné interakce zejména na kapitálovém trhu. V uvedené části jsou vymezeny funkce, instrumenty a interakce jednotlivých trhů.

Za významné dílčí závěry byly považovány přístupy k determinaci devizového trhu v rámci devizových operací a jejich subjektů. Jednotlivé subjekty provádějící devizové operace mohou mít různé motivy a důvody zajistit se proti kursovému pohybu, případně dosáhnout zisku z kursových rozdílů. Proto je nezbytné se zabývat jak technikou používaných devizových operací, tak hlavními účely provádění těchto operací, se zvláštním zřetelem k řízení devizových rizik, devizové expozici a hedgingu devizových rizik [5].

Zvláštní pozornost analýzy finančního systému v rámci mezinárodních finančních interakcí se vztahuje na působení devizového kursu při rozhodování exportérů a importérů, na charakteristiku devizového trhu a jeho strukturu k organizační struktuře u subjektů devizového trhu, principy obchodování a devizové operace z hlediska techniky jejich provádění a řízení devizových rizik

Závislost interakcí zahraničních a domácích podnikatelských subjektů se prosazuje v komplexu a promítá se do kalkulací vývozců a dovozců, působí na rozhodování o vývozu a dovozu a na nabídku a poptávku finančních aktiv trhu.

Zajímavým řešením základních teoretických východisek je považována charakteristika pojistného trhu, ukazatele měření a jeho specifické principy, obsah, členění a faktory, které ho ovlivňují [2]. Společně s analýzou aktivace finančních derivátů bankovních subjektů významně působí na riziko základních finančních interakcí subjektů trhu. Při zkoumání dané problematiky byly vymezeny možná rizika z pohledu řízení aktiv a pasiv a zmírnění jejich dopadu do rentability a stability subjektů. Výsledkem bylo vymezení silných a slabých stránek těchto nástrojů obecně a v prostředí České republiky

Při zkoumání řízení finančních aktiv a pasiv vzhledem k riziku a rentabilitě soustavy z pohledu řízení a zmírnění jejich dopadu do rentability a stability subjektů s použitím finančních derivátů se dospělo na základě analýzy silných a slabých stránek těchto nástrojů obecně a v prostředí České republiky k doporučení použití finančních derivátů v oblasti řízení bankovní rozvahy. Přestože stav prostředí zatím plně neumožňuje jejich plné využití a praktickou realizaci těchto nástrojů, je nezbytné dále analyzovat využití možností těchto nástrojů na domácím a zejména na mezinárodním finančním trhu [4].

Cenným poznatkem je zejména, že použití finančních derivátů v oblasti řízení bankovních aktiv a pasiv lze ve větší či menší míře aplikovat na všechna základní rizika bankovní rozvahy, ať už jde o riziko úrokové sazby, devizové riziko, rizika v oblasti cenných papírů, případně další rizika.

Podstatná část analýzy finančního systému se vztahuje k dílčím výstupům zaměřených do analýzy jednotlivých subjektů [3]. Při řešení dané problematiky se vycházelo z vymezení charakteristik motivů a ekonomických důsledků integrací podniků, zejména transakcí, fúzí a akvizic v rámci finanční teorie.

Na tuto část navazuje původní teoretická řešení prezentovaná zejména teorií finančního řízení podniku. Na základě teorie jsou v uvedené souvislosti problémy efektivní kapitálové struktury a problémy získávání a měření nákladů kapitálu, dividendové politiky, hodnocení efektivnosti investic, oceňování majetku či v neposlední řadě hodnocení finanční situace podniku. Všechny oblasti se dotýkají finančních interakcí podniků a napomáhají systematizovat jednotlivé přístupy a formy.

Závěry charakteristiky motivů a ekonomických důsledků spojování podniků a jejich komparace zejména v části finanční analýzy ve strukturované formě a softwarově zpracovatelné je ve stavu, kdy jsou k dispozici informace zpracované v elektronické podobě využitelné pro finanční analýzu.

Uspořádání informací má dvojí charakter. Zásadní rozdíl je v úrovni agregace dat do jednotlivých adresářů. Jedním z počátečních problémů práce s daty může být v jejich načítání a pak vlastní zpracování. Data v databázi jsou v různých souborech. Vhodné se jeví použití programu Excel, a to proto, že prostřednictvím tohoto tabulkového procesoru lze informace bez problému načítat pokud jsou v potřebných /dbf/ souborech a dále pak použít pro zpracování a analýzu.

Orientace při hledání konkrétních informací z databáze není složitá, ale v časové řadě s roky 1998-1999 vzhledem k velkému počtu podadresářů je pracná. Tento problém je možné vyřešit speciálním vyhledávacím souborem, který zkompletuje do samostatného souboru identifikační charakteristiky firem z informační databáze a jejich hledání pak usnadní. Základními identifikačními charakteristiky jsou IČO, název firmy, ročník a číslo Obchodního věstníku a také rok(y), za které jsou účetní závěrky sestaveny [3].

Analýza má povahu základního teoretického výzkumu zaměřeného i do firemních financí. Předmětem zkoumání je interakce subjektů, finančních instrumentů a institucí v kontextu finančních, účetních, daňových a právních aspektů. Výzkum se zabýval uvedenou problematikou ve dvou základních rovinách. První lze definovat jako informativně dokumentační a jejím základním cílem je zmapovat a vysvětlit obsahovou i jevovou stránku procesů, které do současné doby v oblasti podnikových spojení probíhaly. Druhá dimenze v sobě zahrnuje analytické pohledy na dílčí otázky interakcí podnikových spojení a formuluje syntetická stanoviska na základě více kritériálního zkoumání. Z hlediska metodologického se jedná spíše o výzkum deskriptivní, v závěrečné části práce o výzkum exploatační.

Analýza podnikatelského subjektu je doplněna účetními vztahy. Rozvoj finančních trhů a zejména mezinárodních interakcí má za následek používání rozmanitých finančních instrumentů, kterými se obecně rozumí kontrakt, který vyvolává

současné vznik finančního aktiva v jednom podniku a finančního závazku nebo kapitálového nástroje v jiném podnik [7].

Přístupy ke zveřejňování i zobrazování finančních instrumentů v účetnictví jsou značně odlišné v závislosti na národních úpravách účetnictví, přijatých a tradičně užívaných jednotlivými státy.

Při účtování, oceňování a vykazování finančních instrumentů a derivátů bylo zjištěno, že úprava účtování o derivátech nevyplývá ani z účetních směrnic EU a IAS. Zvláštní mezinárodní účetní standard, který by doplnil podmínky vykazování a zveřejňování finančních nástrojů řešených v IAS 32, se teprve připravuje. Praxe účtování o finančních derivátech je ve státech EU rozdílná a i uvnitř členských států nejednotná.

Z uvedeného důvodu je třeba problém nadále sledovat a analyzovat možné přístupy k účtovní zejména finančních derivátů. Mezi účetní operace s finančními nástroji lze zařadit i půjčování a zastavení cenných papírů, resp. účtování o kuponech.

Tato nejednotnost účetních přístupů neumožňuje prozatím získat srovnatelné účetní informace z různých zemí a ztěžuje pochopení rozvahových i mimo rozvahových finančních instrumentů, finanční situace, výkonnosti i peněžních toků podniků. Také v českém účetnictví nejsou dosud otázky účtování o finančních nástrojích komplexně vyřešeny a v současné době probíhají odborné diskuse v kontextu mezinárodních standardů a zejména v souvislosti s připravovanou novelou zákona o účetnictví.

Dosavadní závěry analýzy právní úpravy vztahů finančních institucí a instrumentů jsou zpracovány způsobem, který je umožňuje vyjádřit v budoucnu ve strukturované podobě. Dosud není ukončeno definitivní vymezení, ale předpokládáme, že problémy právního rámce finančního systému ČR budou strukturovány v důsledné návaznosti na ekonomickou analýzu finančního trhu a struktura právní analýzy se jí plně podřídí [6].

V následující etapě výzkumu budu věnována hlavní pozornost zejména novelizované právní úpravě všech hlavních finančních institucí (r. 1999/2000). Těžiště práce se soustředí na prohlubování studia a analyzování Evropského práva v kontextu naší zákonné úpravy subjektů a instrumentů finančního systému.

5. Programová podpora

Samostatnou částí analýzy jsou postupy vedoucí k oceňování finančních aktiv s posouzením možností programové podpory výzkumných záměrů vztažených k teorii portfolia. Za významné jsou považovány analýzy vztažené k oceňování aktiv, resp. oceňování jednotlivých titulů a celého portfolia cenných papírů. Součástí analýzy je rozveden model oceňování kapitálových aktiv [1].

Na základě oceňování finančních aktiv byly posuzovány dostupné a vhodné programové podpory pro finanční analýzu a obchodní strategii.

Při posouzení vhodnosti softwarových produktů je potřebné analyzovat trh finančního softwaru z hlediska výrobců, výrobků a cenových relací, zjistit kvalitativní stránky produktů, posoudit názory a doporučení finančních analytiků.

Zejména se jedná o produkty společnosti Equis International, Inc. (USA) na technickou analýzu, MB Risk Management, Ltd. (Velká Británie), programy pro finanční deriváty a Basispoint, GmbH. (Německo).

Posouzení produktů a jejich aplikačních možností z hlediska demo verzí jednotlivých programů a využitím časově omezených funkčních verzí jednotlivých programů umožnil rozvoj programových podpor pracoviště.

Byl aktivován program MetaStock, verze 6.5 pro Windows produkt firmy Equis International, Inc. Program je používán analytiky a považujeme za vhodné jeho využití ve výuce a při zpracování seminárních a diplomových prací v oblasti trhu akcií, obligací, futures kontraktů, podílových listů, měn i komodit.

Pozn.: Při prezentaci ve výuce je vhodné spojení PC s nainstalovaným MetaStockem (notebook) a data projektor. MetaStock, obdobně jak i jiné softwarové produkty používané pro technickou analýzu, je převážně graficky orientovaný.

Cílem výzkumu bylo posouzení a vytvoření vstupního vlastního programu, který by současně umožňoval jak oceňování opcí pro obchodní účely a podporoval vytvoření optimální obchodní strategie, tak i metodickou podporu při oceňování a obchodování s opcemi v praxi.

Program je rozdělen na dvě části – výstupní – vhodnou pro obchodní účely a prováděcí, vhodnou pro analytické a studijní účely.

Za podstatný výstup je považována tvorba a aplikace programové podpory, která umožňuje modelovat jednotlivé obchodní dny, analýzu základních parametrů jednotlivých opcí /cena kupní resp. prodejní opce, delta kupní resp. prodejní opce (citlivost na změnu spotové ceny), gama kupní resp. prodejní opce (citlivost na změnu delty), kappa kupní resp. prodejní opce (citlivost na změnu volatility), rho kupní resp. prodejní opce (citlivost na změnu úrokové míry), theta kupní resp. prodejní opce (citlivost na změnu času) a atd. Údaje jsou dostupné za jednotlivé realizační ceny. Program dále umožňuje určit zisk resp. ztrátu za daný obchodní den a jednotlivé opce a celkový zisk resp. ztrátu za všechny opce za daný obchodní den a tvorbu grafu zisku a ztráty [8].

Program umožňuje dosažení výsledků ve dvou úrovních, finanční – potenciální výsledek za celkové období v korunách při jednotlivých spotových cenách daného aktiva a skutečný celkový výsledek v korunách při aktuální spotové ceně a grafické – graf potenciálního zisku a ztráty při jednotlivých spotových cenách daného aktiva. Uživatel mění pouze aktuální spotové ceny, datum, ceny opcí dosažené na trhu (ty se mohou lišit od teoreticky správných cen), a v případě potřeby volatilitu, úrokovou míru, nejnižší realizační cenu a startovní hodnotu osy "x".

V současné podobě je program vymezen pro 5 podkladových aktiv (potenciálně obchodovaných na BCPP) a na 1 obchodní týden. Je možné jej rozšířit na libovolný počet podkladových aktiv (pouhým překopírováním jednoho aktiva) a na libovolné časové období (vkládáním nových listů). Předpokládáme, že pro výuku postačuje v té podobě, ve které se v současnosti nachází.

Pro obchodní účely je jeho úprava technickou záležitostí [8].

Uvedený program je výsledkem posouzení možností a potřeby pracoviště, který umožňuje další výzkumný a odborný rozvoj.

6. Alternativní možnosti další analýzy finančního systému

Stávající výzkumné práce potvrzují nezbytnost týmové práce, zvláště při analýze složitě strukturovaného finančního systému. Z důvodu zajištění potřebné výzkumné kapacity a komparace dosažených výzkumných výsledků byly předloženy návrhy na přijetí výzkumného grantu mezi katedrou financí ESF v Brně a Národohospodářskou fakultou v Bratislavě.

Další výzkumné řešení přináší potřebnost dopracování problémů analýzy finančního systému, finančních produktů, finančních aktiv, finanční analýzy a účtování podnikatelského subjektu v rámci právních forem v relaci přizpůsobování tranzitního finančního systému integračnímu seskupení a trendům na světových finančních trzích.

Výzkum v první fázi nemohl řešit všechny vyznačené problémy geneze značně dynamického finančního systému a jeho vývoje. Zaměření navazujících etap výzkumu, které je v současnosti předmětem dalšího zpřesnění je spojené s následujícími návrhy.

Na základě uvedeného metodicky a teoreticky rozpracovaného výzkumu se očekává prohloubení analýzy finančního systému v rámci kapitálového trhu. Uvedenou část s využitím matematických metod je nutné dále zpřesnit dle jednotlivých charakteristik a alokace finančních aktiv a vytvořit dostatečné teoretické základy pro jejich oceňování a finanční investování.

Pro analýzu investičního procesu považujeme za potřebné prohloubení kapitálového trhu na základě teorie portfolia v relaci oceňování finančních aktiv, resp. modifikace modelů a měření výnosnosti portfolia. V rozvedených relacích se očekává posouzení a implementace potřebných programových produktů, které budou navázány na výstupy úvodní fáze výzkumu. Zejména jsou očekávány programové produkty analýzy akcií a dluhopisů, možnosti tvorby optimálního portfolia a determinace podkladových aktiv pro analýzu finančních derivátů.

Dále budou rozvíjeny metody analýzy na úrovni globálních /makro/, odvětvových a firemních /mikro / postupů k oceňování finančních aktiv v relaci teorie s aplikovanými výstupy interakcí subjektů finančního systému. Mají být posouzeny stávající a budoucí potřeby účetního systému a jeho využití k analytickým možnostem kvantifikace finančních aktiv rozdílných primárních a koncových účastníků finančních operací ve speciálních investičních situacích.

Za významné je považováno další rozvedení právních přístupů ke generaci finančních aktiv a pojetí interakcí institucí a subjektů kapitálového trhu ve strukturované podobě a s ohledem na obsah výzkumu.

Abstract

The paper compares results obtained by research in Czech firms by ESF MU Brno and by the agency AMASIA Prague. The research investigates behaviour of Czech

firms in the process of joining EU. The article mentions results of research made with the Czech public and in EU member countries. Statistical evaluation is performed and preliminary conclusions following the analysis are formulated.

Literatura

- [1] Čámský, F.: Oceňování CP-teorie portfolia
- [2] Čejková V.:Pojistný trh.
- [3] Hamplová E.: Ekonomické aspekty integrací podniků
- [4] Petrjánošová B.: Rizika řízení aktiv a pasiv banky a možnosti jejich zajištění finančními deriváty
- [5] Sponer M.: Determinace devizového trhu v rámci mezinárodních finančních trhů, instituce a subjekty devizového trhu, interakce a instrumenty.
- [6] Šedová J.:Finanční systém – Platná právní úprava finančních institucí a finančních instrumentů
- [7] Sedláček, J.: Účetní aspekty finančních aktiv.
- [8] Štunc B.: Popis programu-manuál,program /disketa/
- [9] Ševčík A.: Výzkumná zpráva katedry financí, prosinec 1999 a návrh výzkumného úkolu , leden 2000.

ANALÝZA STRUKTURÁLNÍCH ZMĚN FINANČNÍHO SYSTÉMU V EVROPSKÉ UNII A V ČESKÉ REPUBLICCE

Stanislav Polouček

Klíčová slova

institucionální výzkum, globalizace, bankovníctví, pojišťovnictví, platební a zúčtovací styk, finanční trhy, účetnictví, zdanění, malé a střední podnikání

V rámci institucionálního výzkumu bylo na katedře financí a katedře účetnictví OPF SU v Karviné zahájeno v roce 1999 řešení projektu „Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice“. Projekt je koncipován na léta 1999-2003 a bude se na něm zatím podílet celkem 9 řešitelů: Ing. Beata Blechová, Ing. Jana Janoušková, Ing. Pavel Jiříček, Ing. Barbora Kozlová, Doc. Ing. Lumír Kulháněk, CSc., Ing. Stanislav Matuszek, Ing. Petra Růčková, Ph.D., Ing. Eva Sikorová, CSc. a dále odpovědný řešitel Doc. RNDr. PhDr. Stanislav Polouček, CSc.

Z obsahového hlediska projekt pokrývá 9 základních okruhů:

1. Proces globalizace finančního sektoru a jeho specifika z hlediska Evropské unie
 - charakteristika globalizace finančního sektoru
 - globalizace z hlediska České republiky a z hlediska EU
 - globalizace v oblasti bankovníctví a pojišťovnictví (včetně platebního a zúčtovacího styku)
 - globalizace finančních trhů
 - globalizace podnikatelského sektoru (včetně řízení korporací, daňových a účetních aspektů)
2. Vývoj struktury finančního systému v 90. letech a jeho očekávaný vývoj po roce 2000
 - struktura bankovního sektoru a jeho efektivnost
 - struktura bankovního sektoru z hlediska velikosti bank
 - privatizace bankovního sektoru
 - kapitálové vazby firem finančního a nefinančního sektoru
 - transparentnost finančního systému a asymetrie informací
 - stabilita finančního systému a finanční (bankovní) krize
3. Strukturální změny v oblasti bankovníctví v České republice a v EU
 - změny ve struktuře bankovního sektoru v souvislosti se vstupem České republiky do EU
 - organizační struktury bank a jejich změny pro zachování konkurenceschopnosti v rámci EU
 - uplatňování legislativy EU v oblasti bankovníctví v České republice

- fúze a akvizice v bankovním sektoru a jejich dopad na české bankovníctví po vstupu do EU
- efektivnost bankovního sektoru České republiky a zemí EU
- 4. Strukturální změny v oblasti pojišťovnictví v České republice a v EU
 - změny ve struktuře sektoru pojišťovnictví v České republice
 - uplatňování legislativy EU v oblasti pojišťovnictví v České republice
 - proces integrace pojišťoven a pojišťovacích společností v rámci EU a dopad tohoto procesu na pojišťovací trh v České republice
- 5. Vývoj platebního a zúčtovacího systému v České republice a v EU
 - harmonizace legislativy v oblasti platebního a zúčtovacího styku v České republice a EU
 - tuzemský a zahraniční platební styk v procesu připojení České republiky k EU
 - zapojení České republiky do MCC (mezinárodní clearingová centra CEDEL a EUROCLEAR)
- 6. Integrace kapitálových trhů České republiky a kapitálových trhů zemí EU
 - vývoj kapitálových trhů v České republice a v EU
 - harmonizace legislativy v oblasti kapitálových trhů v České republice a EU
 - trhy derivátů v České republice po vstupu ČR do EU
 - možnosti tvorby optimálního portfolia investora v rámci EU
- 7. Evropský měnový systém (EMS) a Česká republika
 - předpoklady připojení České republiky k EMS
 - vliv Evropské centrální banky (ECB) na měnovou politiku ČNB
 - postavení ČNB v rámci ECB
 - volný pohyb kapitálu v rámci EU a mimo EU
 - systém devizových kurzů a EMS, možnosti pro Českou republiku
- 8. Daňové a účetní aspekty vstupu České republiky do EU
 - uplatňování daňové a účetní legislativy EU v České republice
 - mezinárodní účetní standardy
 - harmonizace zdanění v EU
 - vývoj daňových systémů v EU
 - daňová konkurence a podnikatelské iniciativy v rámci EU
 - jednotná terminologie v souladu se vstupem ČR do EU (jednotnost výkladu z pohledu podnikatelských i nepodnikatelských subjektů)
 - účetní, daňové, marketingové a legislativní aspekty rozvoje malého a středního podnikání (včetně spolupráce podnikatelských i nepodnikatelských subjektů) při vstupu České republiky do EU
- 9. Analýza dividendové politiky českých firem a předpokládané změny související se vstupem ČR do EU
 - analýza podmínek, v nichž jsou uskutečňována dividendová rozhodnutí v České republice a porovnání s vybranými zeměmi EU
 - existence informační asymetrie mezi jednotlivými zájmovými skupinami
 - vznik zastupitelských nákladů, které jsou spjaty s výkonem vlastnických práv (zejména v případě institucionálních vlastníků)

Rok 1999 byl obdobím zahájení prací, získávání vstupních údajů a informací. Poznamenán byl také výrazným omezením původně požadovaných prostředků na tento projekt. Proto se řešitelé zaměřili pouze na analýzu výchozích předpokladů celkového obsahového zaměření výzkumu v některých oblastech a na daňové a účetní aspekty vstupu České republiky do Evropské unie, tedy na vybrané problémy prvního okruhu a osmého okruhu z původních 9 okruhů projektu. Výsledky studií, které jsou shrnuty v závěrečné zprávě (Analýza strukturálních změn finančního systému v Evropské unii a v České republice. Závěrečná zpráva výzkumného projektu za rok 1999. Odpovědný řešitel: Stanislav Polouček. Karviná, OPF SU 1999. 44 s.) potvrzují, že se jedná o nosnou problematiku, vhodnou k dalšímu řešení právě na OPF SU. Řešená problematika totiž na jedné straně doplňuje existující výzkumný projekt fakulty, orientovaný na malé a střední podnikání, a navazuje na něj, na druhé straně vědecko výzkumnou činnost na fakultě diverzifikuje a vytváří předpoklady pro zapojení v podstatě všech pedagogických a vědecko výzkumných pracovníků na OPF do vědy a výzkumu na vlastní fakultě.

Závěrečná zpráva projektu za rok 1999 zahrnuje 7 okruhů:

- charakteristiku globalizace finančního sektoru (Doc. Stanislav Polouček);
- globalizaci v oblasti bankovníctví a pojišťovnictví (Ing. Petra Růčková);
- globalizaci v oblasti platebního a zúčtovacího styku (Ing. Pavel Jiříček);
- globalizaci finančních trhů (Doc. Kulhánek, Ing. Matuszek);
- mezinárodní harmonizaci účetnictví, její význam s vazbou na účetnictví České republiky (Ing. Eva Sikorová, Ing. Jana Janoušková, Ing. Barbora Kozlová);
- problematiku harmonizace zdanění v EU (Ing. Beata Blechová);
- účetní, daňové, marketingové a legislativní aspekty rozvoje malého a středního podnikání (včetně spolupráce podnikatelských i nepodnikatelských subjektů) při vstupu České republiky do EU (Ing. Eva Sikorová).

V případě, že financování projektu bude odpovídat v dalších letech původnímu záměru, předpokládají řešitelé podstatné rozšíření výzkumu. V souladu s původním zaměřením bude výzkum orientován na všech 9 vymezených okruhů, případně může být obsahově i personálně rozšířen. V úvahu přichází také spolupráce s partnerskými katedrami na českých i slovenských vysokých školách.

Abstract

The paper is focused on a research project based at the Department of Finance and Department of Accounting at Silesian University, School of Business Administration. The main features of the project are described and results of the first year of research are presented.

Adresy zúčastněných kateder

Slezská univerzita v Opavě
Obchodně podnikatelská fakulta
Karviná
katedra financí
Univerzitní nám. 76
733 40 Karviná

Masarykova univerzita Brno
Ekonomicko-správní fakulta
katedra financí
Lipová 41a
659 79 Brno

Univerzita Mateja Bela Banská Bystrica
Fakulta financí
katedra účetnictví a daňovnictví
Tajovského 10
974 01 Banská Bystrica

Ekonomická univerzita Bratislava
Fakulta podnikového manažmentu
katedra podnikových financí
Dolnozemska cesta I
852 35 Bratislava

Ekonomická univerzita Bratislava
Národohospodárska fakulta
katedra peňažníctva
Dolnozemska cesta I
852 35 Bratislava

Vysoká škola báňská - Technická
univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
katedra financí
Sokolská 33
701 21 Ostrava

Seznam autorů

RNDr. František Čámský, ESF – MU Brno, camsky@econ.muni.cz
Doc. Ing. Viktória Čejková, PhD., ESF-MU Brno, cejkova@econ.muni.cz
Dr. Ing. Peter Daniel, FF UMB Banská Bystrica, daniel@financ.umb.sk
Dr. Ing. Dana Dluhošová, EKF VŠB-TU Ostrava, dluhosova@vsb.cz
Ing. Roman Dvorčák, FF UMB Banská Bystrica, dvorcak@financ.umb.sk
Doc. Ing. Elena Fetišiovová, CSc., FPM EU Bratislava, fetisovova@euba.sk
Ing. Ivana Ficzoová, FF UMB Banská Bystrica, ficzova@financ.umb.sk
Ing. Dana Forišková, EKF VŠB-TU Ostrava, foriskova@vsb.cz
Ing. Eva Hamplová, Ph.D., ESF MU Brno, hamplova@econ.muni.cz
Doc. Ing. Anežka Jankovská, CSc., NHF EU Bratislava, jankovska@dec.euba.sk
Ing. Pavel Jiříček, OPF SU Karviná, jiricek@opf.slu.cz
Ing. František Kalouda, CSc. MBA, ESF MU Brno, kalouda@econ.muni.cz
Doc. Ing. Mária Klimiková, CSc., NHF EU Bratislava, klimikova@dec.euba.sk
Ing. Karel Kořený, OPF SU Karviná, koreny@opf.slu.cz
Doc. Ing. Jozef Kralovič, CSc., FPM EU Bratislava, kralovic@euba.sk
Ing. Peter Krištofik, FF UMB Banská Bystrica, kristofik@financ.umb.sk
Doc. Ing. Lumír Kulháněk, CSc., OPF SU Karviná, kulhanek@opf.slu.cz
Doc. Ing. Gizela Lénártová, CSc., FPM EU Bratislava, lenartova@euba.sk

Ing. Peter Markovič, FPM EU Bratislava, markovic@euba.sk
Ing. Stanislav Matuszek, OPF SU Karviná, matuszek@opf.slu.cz
Doc. Ing. Oľga Miková, CSc., FPM EU Bratislava, mikova@euba.sk
Ing. Branislav Mikoviny, FF UMB Banská Bystrica, mikoviny@financ.umb.sk
Doc. Ing. Božena Petrjánošová, CSc. ESF MU Brno, petrjanosova@econ.muni.cz
Dr. Ing. Anna Polednáková, FPM EU Bratislava, polednakova@euba.sk
Doc. RNDr. PhDr. Stanislav Polouček, CSc., OPF SU Karviná, poloucek@opf.slu.cz
Ing. Petra Růčková, Ph.D., OPF SU Karviná, ruckova@opf.slu.cz
Doc. Ing. Jaroslav Sedláček, CSc., ESF MU Brno, sedlacek@econ.muni.cz
Ing. Milan Sochor, FPM EU Bratislava, sochor@euba.sk
Ing. Miroslav Sponer, Ph.D., ESF MU Brno, sponer@econ.muni.cz
JUDr. Jindřiška Šedová, CSc., ESF MU Brno, sedova@econ.muni.cz
Doc. Ing. Aleš Ševčík, CSc., ESF MU Brno, sevcik@econ.muni.cz
Ing. Milan Třaskalík, OPF SU Karviná, traskalik@opf.slu.cz
Ing. Vladimír Úradníček, Ph.D., FF UMB Banská Bystrica, uradnicek@financ.umb.sk
Doc. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal, EKF VŠB-TU Ostrava, zmeskal@vsb.cz