

ANALÝZA VYBRANÝCH DETERMINANTOV ROZHODOVANIA FINANČNÝCH MANAŽÉROV PRI FINANCOVANÍ INVESTIČNÝCH PROJEKTOV V SR

Mária FARKAŠOVSKÁ – Peter KOČKIN

ABSTRAKT

Príspevok je zameraný na hodnotenie alternatív, ktoré sú finančným manažérom dostupné k financovaniu investičných projektov. Charakteristika determinantov ich rozhodovania o spôsobe financovania investičných projektov je realizovaná analýzou vybraných makroekonomických veličín popisujúcich stav a vývoj alokačného mechanizmu kapitálu a to finančného trhu v posledných rokoch. Taktiež popis relevantných externých faktorov ovplyvňujúcich proces rozhodovania o spôsobe financovania investičných projektov je jednou zo základných súčastí tohto príspevku. Výstup analýz realizovaných v príspevku je identifikácia základných faktorov, ktoré vyústili k súčasnej prevahe financovania investičných projektov v SR prostredníctvom bankového úveru.

KLÚČOVÉ SLOVÁ: finančný manažment, kapitálový trh, akcie, dlhopisy, úver, investičné projekty

JEL klasifikácia: G11, G32

ÚVOD

Investičná aktivita je v súčasnosti rozhodujúcou oblasťou ovplyvňujúcou rozvoj a konkurencieschopnosť slovenských podnikov. Nakoľko nevyhnutnosť inovácií a implementácia nových technologických postupov sa stáva rozhodujúcim faktorom úspešnosti podnikov v globálnej konkurencii. Úloha finančného manažmentu podnikov v tejto oblasti spočíva ako uvádzajú Kráľovič a Vlachynský (2002) v troch základných úlohách:

- získanie potrebného kapitálu,
- efektívnu alokáciu kapitálu,
- rozdeľovanie finančných výsledkov.

V príspevku sa budeme venovať prvej z týchto troch základných úloh. K získaniu potrebného kapitálu Kráľovič a Vlachynský (2002) uvádzajú, že úloha získať pre podnik kapitál, charakterizovaná ako proces financovania, je komplexná. Predpokladá dôkladnú znalosť tzv. ekonomického okolia, ktoré na podnik pôsobí. Osobitne dôležitá je znalosť situácie na finančných trhoch, kde podniky kapitál získavajú.

Brealey a Myers (2000) v tejto súvislosti vymedzili úlohu finančného manažéra ako sprostredkovateľa stojaceho medzi operáciami firmy a finančnými trhami. Finančný manažér musí byť oboznámený s finančným trhom a jeho jednotlivými segmentmi. Podrobná analýza základných determinantov rozhodovania o financovaní investičných projektov je preto hlavným zameraním nášho príspevku. Za základné determinanty rozhodovania sa finančných manažérov považujeme informácie, ktoré sú získané analýzou charakteristík a popisných veličín mechanizmu alokácie kapitálu v ekonomike a to finančného trhu.

Kráľovič a Vlachynský (2002) charakterizujú tento mechanizmus takto: „Finančný trh určuje „cenu“, za ktorú môže podnik získať rôzne druhy externých finančných zdrojov

(hotovosť a kapitál), a tým ovplyvňuje rozhodovanie o spôsobe financovania (vlastné a cudzie zdroje), rozhodovanie o finančnej kapitálovej štruktúre. Finančný trh poskytuje finančným manažérom cenné informácie o relatívnom postavení podnikov, výrobných odborov a celých odvetví, čím ich orientuje v možnostiach umiestnenia voľných finančných prostriedkov. Finančný trh je významnou súčasťou celkového podnikateľského prostredia a objektívnym meradlom na hodnotenie vývoja a stavu ekonomiky. Poznanie základných parametrov finančného trhu – „cien“ a „výnosov“ – ako aj poznanie jeho inštitúcií a nástrojov je nevyhnutnou podmienkou úspešného finančného riadenia podniku.“

Na základe uvedených skutočností v príspevku vykonáme analýzu charakteristík a veličín popisujúcich jednotlivé spôsoby financovania investičných projektov v pôsobnosti finančných manažérov. Podnikateľský sektor na Slovensku môže získať dlhodobu voľnú finančnú zdroj (kapitál) na financovanie investičných projektov od bankového sektora, alebo prostredníctvom organizovaného trhu s cennými papiermi. Nakoľko existujú len tri základné alternatívy získania dlhodobých finančných zdrojov (kapitálu) súkromnou spoločnosťou a to emisiou akcií, emisiou dlhopisov a bankovým úverom budeme sa zaoberať analýzou a popisom týchto možností v posledných rokoch.

1. EMISIA AKCIÍ

Získať dlhodobé zdroje emisiou akcií je v slovenských podmienkach všeobecne značne zložitá. Po prvé väčšina spoločností, ktoré by mohli umiestniť svoje akcie na burze má už dávnejšie jasne vyprofilovanú štruktúru vlastníkov, kde takýto krok by ju mohol deformovať. Málktorá akciová spoločnosť sa v súčasnosti odhodlá k emitovaniu nových akcií, práve z tohto dôvodu súkromné spoločnosti taktiež musia uvažovať, či by ich akcie boli dostatočne atraktívne pre investorov, aby vôbec predpokladaný objem dodatočného kapitálu získali. K tomu treba dodať, že postavenie a práva minoritných akcionárov na Slovensku sú dlhodobu vážnym legislatívnym problémom, čo záujem investorov o novo emitované akcie výrazne znižuje. Investori taktiež požadujú prémiiu za riziko pri akciách v porovnaní s dlhopismi. Slovenský trh s akciami dlhodobu nevykazuje ziskovosť investícií umiestnených do emisií akcií. Spomeňme ešte, že s umiestnením akcií na burzovom trhu sú spojené značné náklady na provízie, reklamu, poplatky, administratívne náklady atď. Emitovanie akcií má aj svoje výhody, ako ich popisuje napr. Jílek (1997), ale ak základnou požiadavkou súkromnej spoločnosti je získať určený obnos dodatočného kapitálu, táto možnosť práve z dôvodu hore popísaných aspektov sa javí ako nevýhodná. Spoločnosť pravdepodobne nezíska dostatočný obnos dodatočného kapitálu, môžu nastať problémy s novými vlastníkami akcií, poprípade zmenou relatívnych podielov súčasných vlastníkov. Pripočítajme ku tomu náklady spojené s takouto emisiou ako aj očakávania vyšších výnosov investorov a môžeme takúto možnosť pre súkromný podnik v posledných rokoch na Slovensku vylúčiť.

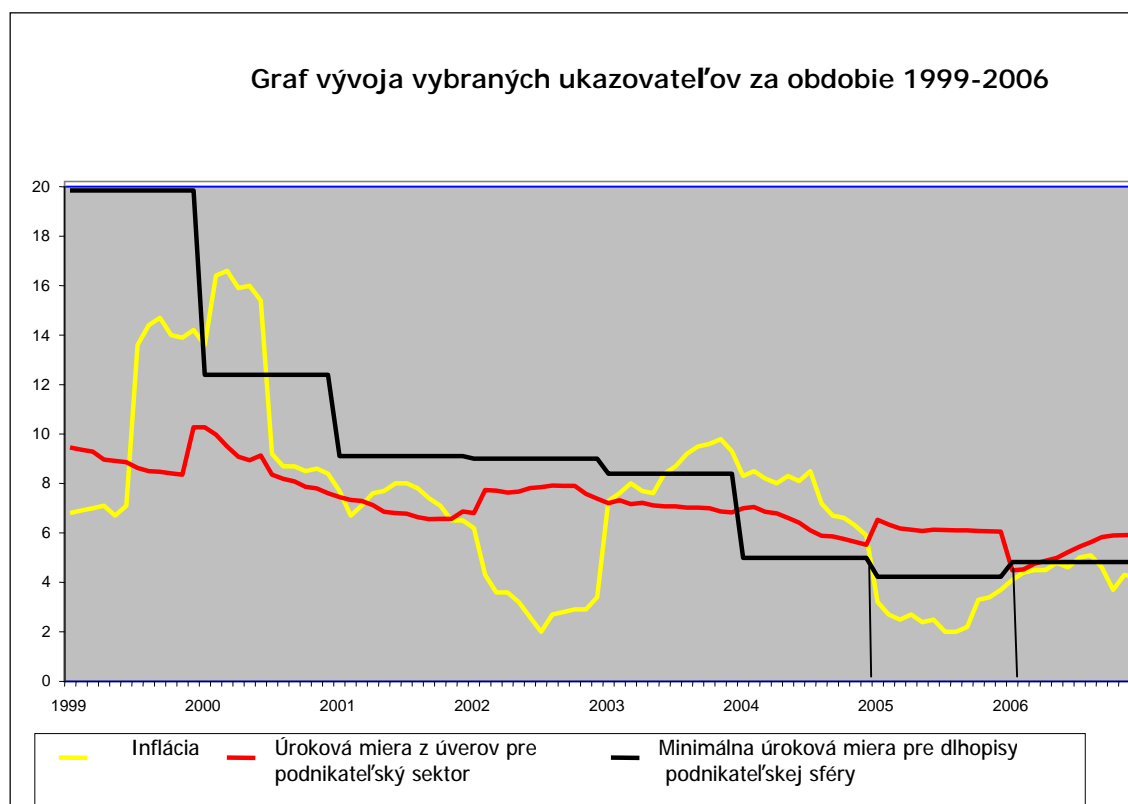
2. POROVNANIE ZÍSKAVANIA DODATOČNÉHO KAPITÁLU EMISIOU DLHOPISOV A BANKOVÝM ÚVEROM

Ak odhliadneme od možnosti získania dlhodobých finančných zdrojov emisiou akcií zostanú nám iba dve alternatívy: emisia dlhopisov alebo bankový úver. Aby existovala vôbec motivácia k emisii dlhopisov musí byť splnená základná podmienka efektívnosti, teda úspora nákladov. Podnik bude emitovať dlhopisy v prípade ak suma nákladov spojená s emisiou dlhopisov (náklady realizácie + úrokové náklady) bude nižšia ako suma nákladov spojená s bankovým úverom. Budeme analyzovať, či podnikateľský sektor získaval kapitál emisiou

dlhopisov na trhu Burzy cenných papierov v Bratislave (BCPB), nakoľko je v súčasnosti jediným organizátorom trhu s cennými papiermi na Slovensku. K tomu aby sme tak mohli urobiť, musíme špecifikovať situáciu, v zmysle časového obdobia alebo momentu v priebehu minulých rokov existencie burzy, kedy existoval priestor pre efektívne umiestnenie súkromných dlhopisov na tomto trhu.

Analyzovať teda budeme vývoj relevantných faktorov vplyvujúcich na rozhodovanie súkromných podnikov o umiestnení emisie dlhopisov na trhu BCPB. Logicky predpokladáme, že takáto situácia môže nastať v tom prípade, ak existuje rozpätie medzi nákladmi (úrokovou mierou) úveru a najnižšou možnou sadzbou výnosu (v zmysle nákladových úrokov), pri ktorom je možné dlhopisy na trhu umiestniť. Zároveň predpokladáme, že súkromná spoločnosť nemohla na tomto trhu umiestniť dlhopisy s menšou výnosnosťou ako je inflácia (investori by takýto dlhopis pravdepodobne ignorovali). Situáciu posledných rokov nám ilustruje Graf 1.

Graf 1 Vývoj vybraných veličín vplyvujúcich na rozhodovanie súkromných podnikov o umiestnení emisie dlhopisov na trhu BCPB v %



Prameň: www.nbs.sk, www.statistics.sk, www.bsse.sk, vlastný výpočet

Inflácia - je vyjadrená indexom spotrebiteľských cien tak, ako vo svojich štatistikách uvádza Národná banka Slovenska. Hodnoty ukazuje Tabuľka 1:

Tabuľka 1 Inflácia v SR

Inflácia	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
2006	4,1	4,4	4,5	4,5	4,8	4,6	5	5,1	4,6	3,7	4,3	4,2
2005	3,2	2,7	2,5	2,7	2,4	2,5	2	2	2,2	3,3	3,4	3,7
2004	8,3	8,5	8,2	8	8,3	8,1	8,5	7,2	6,7	6,6	6,3	5,9
2003	7,3	7,6	8	7,7	7,6	8,4	8,7	9,2	9,5	9,6	9,8	9,3
2002	6,2	4,3	3,6	3,6	3,2	2,6	2	2,7	2,8	2,9	2,9	3,4
2001	7,7	6,7	7,1	7,6	7,7	8	8	7,8	7,4	7,1	6,5	6,5
2000	13,6	16,4	16,6	15,9	16	15,4	9,2	8,7	8,7	8,5	8,6	8,4
1999	6,8	6,9	7	7,1	6,7	7,1	13,6	14,4	14,7	14	13,9	14,2

Prameň: www.nbs.sk

Úroková miera z úverov pre podnikateľský sektor - v danom grafe odzrkadľuje hodnoty priemernej úrokovej miery vykázananej NBS. Uvedomujeme si, že pre rôzne doby splatnosti úverov existovala variabilita, avšak pre potreby našej analýzy nám priemer týchto hodnôt postačuje. Aby sme však mohli porovnať úver tak veľkého objemu ako je minimálny limit pre emisiu dlhopisov, hodnoty sme znížili o 5%, čo zhruba zodpovedá zvýhodneniu úrokovej sadzby z úveru bánk pri tak veľkých úveroch. Poplatky sú zanedbateľnou položkou pri takomto objeme úveru. Hodnoty nám ukazujú Tabuľka 2.

Tabuľka 2 Úroková miera z úverov pre podnikateľský sektor

úroková miera z úverov pre podnikateľský sektor	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
2006	4,49	4,53	4,76	4,87	4,99	5,22	5,44	5,62	5,82	5,90	5,91	5,92
2005	6,54	6,33	6,18	6,13	6,08	6,13	6,12	6,10	6,10	6,08	6,07	6,05
2004	6,99	7,04	6,86	6,79	6,61	6,42	6,10	5,88	5,85	5,76	5,64	5,52
2003	7,20	7,32	7,16	7,22	7,12	7,08	7,08	7,03	7,03	6,99	6,87	6,82
2002	6,81	7,73	7,71	7,63	7,68	7,82	7,85	7,91	7,90	7,90	7,58	7,39
2001	7,45	7,33	7,30	7,13	6,86	6,80	6,77	6,64	6,55	6,57	6,56	6,87
2000	10,27	9,98	9,49	9,09	8,93	9,14	8,36	8,19	8,09	7,87	7,79	7,60
1999	9,46	9,37	9,29	8,96	8,92	8,86	8,63	8,49	8,48	8,41	8,36	10,27

Prameň: www.nbs.sk

Minimálna úroková miera pre súkromné dlhopisy – túto hranicu sme určili takým spôsobom, že za jej základ sme v zmysle Chovancovej (2002) určili priemerný výnos p.a. zo štátnych dlhopisov umiestnených na trhu BCPB v danom roku. Umiestniť, v konkrétnom období (roku), emisiu súkromných dlhopisov s nižšou sadzbou nie je možné, nakoľko v zásade celý trh je tvorený v podstate len štátnymi dlhopismi, kde hodnoty podielov obchodov so štátnymi dlhopismi na celkovom obrate a podielov kapitalizácie štátnych dlhopisov na celkovej trhovej kapitalizácii dlhodobo vysoko presahujú 90%, čo je prejavom crowding-out efektu v pokročilej fáze. Spriemerovanie výnosu štátnych dlhopisov v danom roku neodzrkadľuje rôznu dobu splatnosti rôznych emisií, použili sme však pre každý rok vážený priemer.

V predchádzajúcich častiach sme popísali značnú averziu investorov k riziku, teda umiestnenie súkromných dlhopisov na trhu BCPB si vyžaduje rizikovú prémiiu, ktorú sme odhadli vo výške 10%. Odmenu za nedostatočnú likviditu musíme taktiež zohľadniť navýšením tejto sadzby o ďalších 5%. Tieto úpravy sme robili, lebo menšie prémie pri súkromných dlhopisoch by boli pravdepodobne nedostatočné, aby zabezpečili atraktivnosť pre investorov. Samozrejme, že s klesajúcou bonitou emitentov by tieto prémie výrazne rástli. Hodnoty uvádza Tabuľka 3.

Tabuľka 3 Minimálna úroková miera pre dlhopisy podnikateľskej sféry

Rok	Minimálna úroková miera pre dlhopisy podnikateľskej sféry
2006	4,83
2005	4,22
2004	4,99
2003	8,39
2002	9,01
2001	9,10
2000	12,40
1999	19,85

Prameň: www.bsse.sk, vlastný výpočet

ZÁVER

Uvedené grafické znázornenie (Graf 1) ukazuje, že priestor na umiestnenie emisie súkromných dlhopisov na trh BCPB v posledných rokoch sa takmer nevyskytol, s výnimkou krátkeho obdobia s relatívne málo výrazným signálom, ktorý by mohla podnikateľská sféra identifikovať. Zohľadniť musíme aj značné poplatky spojené s emisiou dlhopisov, ktoré sa však pohybujú rádovo v promile vo vzťahu k celkovému objemu emisie. Nie je však taktiež isté, či by investori o súkromné dlhopisy za akokoľvek výhodných podmienok prejavili dostatočný záujem, čo túto možnosť oproti istote zabezpečenia celého objemu požadovaného dodatočného kapitálu súkromnou spoločnosťou bankovým úverom taktiež znevýhodňuje.

Tieto charakteristiky kapitálového trhu a organizovaného trhu s cennými papiermi na Slovensku pretrvávajú po obdobie niekoľkých rokov. Úpravy tohto systému v poslednom období nevytvorili priestor pre získanie dlhodobých finančných zdrojov (kapitálu) podnikateľskou sférou v takomto prípade. Výstupom našej analýzy je, že charakteristiky trhu s cennými papiermi neumožňujú financovať investičné projekty podnikov prostredníctvom emisie akcií alebo dlhopisov. Finančným manažérom slovenský finančný trh ponúka v zásade jedinú alternatívu pre získanie potrebného kapitálu a to bankovým úverom.

LITERATÚRA

1. BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4
2. CHOVANCOVÁ, B. a kol.: *Finančný trh*. Bratislava: EUROUNION, 2002. ISBN 80-88984-31-9
3. JÍLEK, J.: *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3

4. KRÁLOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K.: *Finančný manažment*. Bratislava: IURA EDITION, 2002. ISBN 80-89047-17-3
5. www.bsse.sk
6. www.nbs.sk
7. www.statistics.sk

INFORMÁCIE O AUTOROCH

Doc. Ing. Mária Farkašovská, CSc. a Ing. Peter Kočkin sú členovia Katedry ekonómie Podnikovohospodárskej fakulty v Košiciach Ekonomickej univerzity v Bratislave. Vo svojej vedeckej práci sa zameriavajú na problematiku finančných trhov a makroekonómie.

Adresa: PHF, Tajovského 13, 041 30 Košice.
e-mail: farkasovska@euke.sk, kockin@euke.sk