

# FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XII. • číslo 2 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Leto 2012

## OBSAH

<input type="checkbox"/> <b>ÚVODNÍK</b> .....	1
<i>Andrej RÉVAY, prezident SAF</i>	
<input type="checkbox"/> <b>INTERVIEW</b>	
Marián JUSKO, prezident RÚZ .....	3
<input type="checkbox"/> <b>ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY</b>	
CECGA A ISACA ZAČALI SPOLUPRACOVAŤ .....	5
<i>Zuzana KOPÁČIKOVÁ-ŠTEFANSKÁ</i>	
INFORMAČNÉ ZDROJE PRE VÝNOSOVÚ METÓDU OHODNOCOVANIA AKCIÍ .....	7
<i>Božena HRVOĽOVÁ – Jana MARKOVÁ</i>	
JE MOŽNÁ NEMONOTÓNNA REAKCIA EKONOMIKY NA FIŠKÁLNU KONSOLIDÁCIU? .....	11
<i>Karol ZELENÁK</i>	
POSTAVENIE MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV V EKONOMIKE SR .....	15
<i>Daniel PITOŇÁK</i>	
BUDÚCNOSŤ EUROZÓNY V KONTEXTE ZMENENÝCH PODMIENOK SVETOVÉHO HOSPODÁRSTVA.....	18
<i>Zuzana MORAVČÍKOVÁ – Edmund FIFEK</i>	
<input type="checkbox"/> <b>RECENZIE</b>	
LAČNÝ, M.: SPOLOČENSKÁ ZODPOVEDNOSŤ PODNIKOV A KORPORATÍVNE OBČIANSTVO (Anna LAŠÁKOVÁ) .....	22
REMIŠOVÁ, A.: VADEMÉKUM PODNIKATELSKEJ ETIKY.....	23
<i>(Anna LAŠÁKOVÁ)</i>	
<input type="checkbox"/> <b>STRÁNKY SAF</b>	
VALNÉ ZHROMAŽDENIE SAF (redakcia) .....	25
USKUTOČNENÉ SEMINÁRE A WORKSHOPY SAF (Eduard HOZLÁR).....	28
SPRÁVA ŠTUDENTOV EU ZO STREDOEURÓPSKEJ KONFERENCIE PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV V BUDAPEŠTI.....	31
<input type="checkbox"/> <b>ENGLISH SUMMARY</b> .....	32



### Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

### Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofik, PhD.

### Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. - predseda

Ing. František Chvostaľ

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

### Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

### Vydavateľ

Slovenská asociácia  
podnikových finančníkov

### Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel.: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

### ISSN 1335-5813

### Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

### Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadané do tlače

29.6.2012



Milí členovia, vážení čitatelia a priaznivci Slovenskej asociácie podnikových finančníkov.

Ešte sme poriadne nezačali rok a už sme sa ocitli v dovolenkovej sezóne. Viacerí z nás v tomto období načerpávajú nové sily, aby mohli úspešne ukončiť rok, ktorý z pohľadu nás finančníkov nie je určite jednoduchý a pre viacerých ani taký úspešný ako v predchádzajúcich rokoch. V Slovenskej asociácii podnikových finančníkov sa v tomto období intenzívne venujeme obsahovému zameraniu 10. ročníka odbornej konferencie SAF „**Finančné riadenie podnikov**“, ktorá sa uskutoční **23.- 24. októbra 2012, v Bratislave, v hoteli Austria TREND** (nezabudnite si tento termín zarezervovať) a aktívnemu pripomienkovaniu pripravovanej legislatívy, najmä daňovej, ktorá v najbližšom období významne ovplyvní finančné činnosti v našich podnikoch. Práve oblasť legislatívy je téma, ktorej by som sa chcel venovať, a to z trochu širšieho pohľadu.

V súčasnom období sme (v dôsledku finančnej a dlhovej krízy) v Európskej únii svedkami veľmi intenzívnych diskusií a rokovaní najvyšších európskych a štátnych predstaviteľov ohľadom spôsobu riešenia najmä finančných problémov EÚ. Už sme si zvykli, že v podstatnej časti sa legislatíva pripravuje na úrovni Európskej komisie a Európskeho parlamentu a prostredníctvom direktív a smerníc je transponovaná do národnej legislatívy. Som presvedčený, že v tomto období sme svedkami formovania významných zmien, hľadania nových spoločenských, ekonomických,

finančných riešení a modelov v rámci fungovania európskeho spoločenstva. Tieto zmeny sa prejavujú v čoraz väčšej integrácii hospodárskej a finančnej politiky, ktorá (i vzhľadom na súčasné problémy) prináša so sebou aj rôzne formy regulácie. Keď sa na tieto zmeny pozeráme z pohľadu podnikov, podnikových finančníkov, ich dopad na nás ako „manažérov - zamestnancov“ týchto podnikov je iný, ako keď sa na tie isté zmeny pozeráme z pohľadu občanov a politikov. Keďže veľa podnikov v súčasnosti má charakter medzinárodných holdingových štruktúr, je prirodzené, že podnikom operujúcim v rámci niekoľkých štátov EÚ je výhodnejšie, ak je legislatívne prostredie viac harmonizované. Na druhej strane v takýchto podnikoch prichádza z hľadiska zvyšovania efektívnosti a znižovania nákladov k integrácii činností (zásobovanie, obchod, financovanie,...), čo vedie väčšinou k centralizácii najmä finančných činností do jedného oddelenia pre celú holdingovú štruktúru umiestnenú v materskej spoločnosti, ktorá je väčšinou mimo územia SR. To, čo sa javí z pohľadu podniku za vhodné (efektívne), nemusí sa javiť ako výhodné z pohľadu štátu (politikov), ktorý vytvára priestor práve pre širšie uplatnenie vysokokvalifikovaných činností na území SR. Práve finančné činnosti v rámci takeého vysokého stupňa ekonomickej integrácie, či už z pohľadu medzinárodných podnikov, alebo i slovenských podnikov, ktoré obchodujú so štátmi v rámci EÚ, sú veľmi dôležité z hľadiska rýchlosti ich vykonania, bezpečnosti, kvality, ceny a legislatívnej priechodnosti. Vytvorenie legislatívnych podmienok, ktoré spĺňajú takéto parametre, má za úlohu Európska komisia a Európsky parlament.

Z pohľadu našich podnikov je veľmi dôležité, aby legislatívne podmienky, ktoré sa tvoria na úrovni EÚ, boli na jednej strane vytvorené tak, aby čo najviac vyhovovali našim podmienkam a na druhej strane boli správne transponované do práva SR. Za účelom čo najlepšieho splnenia týchto podmienok je dôležitá účasť zástupcov podnikových finančníkov v oboch fázach tohto procesu. Túto účasť je možné efektívne zabezpečiť prostredníctvom aktívneho členstva v Európskej asociácii podnikových finančníkov (EACT). EACT oslávila v tomto roku 10. výročie svojho vzniku. Pri tejto príležitosti sa uskutočnilo slávnostné zasadnutie 11. mája v Bruseli, na ktorom európska asociácia zhodnotila svoju činnosť a navrhla zvýšenie angažovanosti a aktívnej účasti pri tvorbe le-

gislatívy. Úspech v činnosti EACT, ktorá združuje 20 národných asociácií (NA) zo 17 krajín EU, Švajčiarska a Chorvátska, bol dosiahnutý vďaka vedeniu a efektívnosti predsedu (pracujúceho na dobrovoľnej báze), dobrovoľnej práci národných asociácií, zangažovanosti veľkých podnikov pracujúcich pre EACT (pri regulácii OTC derivátov) a službách Bruselských lobingových organizácií. Úlohou EACT boli dva ciele:

- vývoj štandardov (Direktíva platobných systémov, SEPA, medzinárodné účtovné štandardy), ovplyvňovanie regulácie (OTC deriváty, Basel III – CRD IV, MIFID II a MIFIR, CRA – credit rating agencies) a zdieľanie skúseností medzi staršími a mladšími asociáciami.

V ďalšom období si však EACT vytýčila úlohu a ciele:

- byť na európskej úrovni silnejším hlasom reálnej ekonomiky, než ako môžu dosiahnuť jednotlivé NA prostredníctvom ich vplyvu na národnej úrovni,
- zabezpečiť pravidelné toky informácií o programe finančnej regulácie v rámci EÚ,
- zabezpečiť „networking“ pre členov EACT, zdieľať ich „treasury“ skúsenosti, podporovať rast, rozvíjať ich budúci talent a propagovať najlepšie treasury praktiky.

Tieto ciele je však možné dosiahnuť len vybudovaním profesionálneho a stáleho zastúpenia podnikových finančníkov prostredníctvom EACT v Bruseli, čo si vyžiada organizačné a finančné zabezpečenie tak zo strany jednotlivých NA ako i odbornej a finančnej zangažovanosti veľkých medzinárodných korporácií. Úžitok pre jednotlivé NA to prinesie vo forme poskytovania nasledujúcich možných služieb:

- EACT poskytne prehľadné mesačné (ak treba častejšie) správy o regulačnom programe EÚ, sumáre kľúčových regulačných opatrení, hlavné námety kľúčových aktivít poskytnutých EACT v mene NA, prezentácie poskytnuté zástupcami EACT a členmi NA,
- dá k dispozícii zásobník užitočných materiálov pre použitie členmi NA,
- vytvorí kontaktný bod pre NA v rámci podpory programu EACT na vyjadrenie názoru z pohľadu reálnej ekonomiky,

- kontaktný bod v Bruseli bude slúžiť ako pomoc pre NA a ich členov (stretnutia, schôdzky,...),
- zastúpenie bude slúžiť na organizovanie európskej siete expertov z členov NA za účelom podpory diskusie EACT s regulátormi.

Slovenská asociácia podnikových finančníkov sa postavila plne za vybudovanie stáleho, profesionálneho zastúpenia EACT v Bruseli i s dočasným finančným príspevom s cieľom vytvorenia priestoru pre skvalitnenie úrovne podnikových finančníkov na Slovensku. Som presvedčený, že v čase formovania významných zmien, hľadania riešení nových spoločenských, ekonomických a finančných modelov v rámci fungovania európskeho spoločenstva, v čase prehlbujúcej sa integrácie s dopadom na podnikové finančné činnosti, je potrebné vytvoriť priestor, aby podnikoví finančníci zo Slovenska sa mohli aktívne zúčastňovať týchto diskusií so zámerom ich ovplyvňovania.

Spolupráca v rámci EACT prináša pre členov SAF i výhody v oblasti vzdelávania na základe dohody, ktorú podpísala SAF s EuroFinance. EuroFinance organizuje už 21. ročník celosvetovej, významnej konferencie „**International Cash and Treasury Management**“, ktorá sa uskutoční 26. – 28. Septembra v Grimandy Forum v Monacu.

**Členovia SAF majú na základe dohody zľavu vo výške 25% z ceny a každý 5. zaregistrovaný s kódom SAF bude odmenený ako bezplatný.**

**Prihlásiť sa môžete na:**

**[www.conferences.eurofinance.com/monaco2012](http://www.conferences.eurofinance.com/monaco2012) pri registrácii za účelom 25% zľavy použite kód: SAF.**

*Andrej Révay  
prezident SAF*

# Podľa zamestnávateľov je priestor na úspory väčší, než hovorí vláda

Zamestnávateľské organizácie a podnikateľské inštitúcie zverejnili v marci memorandum pod názvom Výzva budúcej vláde. Obsahuje priority, ktoré zástupcovia zamestnávateľov a podnikateľov žiadajú zahrnúť do Programového vyhlásenia vlády SR. Na Valnom zhromaždení SAF ich predstavil prezident Republikovej únie zamestnávateľov **Marián Jusko**. Podrobnejšie o nich hovoril v rozhovore pre FM.

- ▶ **Prvou prioritou pre podnikateľov je konsolidovať verejné financie s dôrazom na úsporné opatrenia. Minister financií Peter Kažimír však už avizoval, že väčšia časť potrebnej konsolidácie verejných financií sa udeje na strane príjmov. V porovnaní s výdavkovou stránkou rozpočtu by mal tento pomer predstavovať približne dva ku jednej. Je to to, čo si zamestnávatelia predstavujú pod konsolidáciou?**

Rozšírenejší názor medzi zamestnávateľmi je, že priestor na úspory je väčší.

- ▶ **Zamestnávatelia súhlasia, že šetriť treba, to však podľa nich nestačí, potrebné sú aj impulzy, aby ekonomika rástla. Aké konkrétne impulzy sú nevyhnutné?**

Vzhľadom na súčasný stav vo verejných financiách najčastejšie želania ohľadom finančných impulzov podporujúcich dopyt zastávajú len v teoretickej rovine. Druhou skupinou sú opatrenia podporujúce trh práce, jeho pružnosť i ponuku kvalifikovaných pracovných síl. Treťou skupinou je zlepšenie právneho rámca podnikateľského prostredia vrátane zníženia jeho administratívnej náročnosti.

- ▶ **Zvýšiť zamestnanosť si kladie za cieľ každá vláda, ale s minimálnym úspechom. Pribúdajú absolventi na úradoch práce, preto sa čoraz častejšie hovorí o potrebe reformovať školstvo. Ako by sa podľa zamestnávateľov mal zmeniť systém vzdelávania?**

Viac orientovať školstvo na potreby trhu práce, zvýšiť náročnosť na všetkých stupňoch vzdelávacieho systému a financovať podľa spoločenskej prospešnosti vrátane uplatniteľnosti absolventov vo vyštudovanom odbore.

- ▶ **Čo si predstavujete pod požiadavkou vzdelávať pre reálne potreby hospodárstva. Kto by tieto potreby monitorovať a ako by sa výsledky takýchto monitoringov prenášali do školského systému?**

Kvalitný vzdelávací systém musí vychádzať zo súčasných i budúcich potrieb hospodárstva. Jednoduchšie povedané – aké povolania sú a budú potrebné a aká má byť ich náplň, teda kvalifikácia. Keďže školstvo je a bude financované prevažne z verejných zdrojov, spoločnosť má k dispozícii hlavný nástroj, aby sa celospoločenský záujem premietol až do konkrétnych škôl a učebníc.

- ▶ **Reformovať sociálny systém – to je podľa zamestnávateľov ďalšia prioritou, ktorej by nová vláda mala venovať pozornosť. Ako? Zatiaľ sa o tom, že reformu treba, iba hovorí, ale ako tento systém reformovať tak, aby bol prijateľný či akceptovateľný pre všetkých a hlavne – dlhodobo udržateľný?**

Hlavné je, aby sme si oveľa viac ako doteraz uvedomili, že sociálny systém závisí od výsledkov ekonomiky a podľa tejto tézy ho aj parametricky nastavili. Tým by padla téza o politickej priechodnosti či nepriechodnosti jednotlivých opatrení. Napríklad mi-

nimálna mzda by závisela od nejakého ekonomického parametra a nie od túžby politikov robiť ľubivú politiku.

- ▶ **Všetky vlády doteraz deklarovali nielen pri svojom nástupe, ale aj počas mandátu, podporu podnikateľského prostredia. Podnikatelia však majú na to odlišný názor, podporu považujú za nedostatočnú. Na čo ako prvé by sa nová vláda mala v tomto smere zamerať?**

Paradoxne na to, čo mnohých podnikateľov bude aj bolieť. Finančná konsolidácia je úloha číslo jeden. Bez nej sa totiž celé hospodárstvo môže ľahko dostať do totálneho chaosu. Vláda by však túto úlohu mala splniť tak, aby negatívny dopad na podnikateľské prostredie bol čo najnižší.

- ▶ **Slovensko je súčasťou Európskej únie, podrobuje sa celku, no nemalo by byť pasívne. Naopak, v únii by malo presadzovať aj svoje záujmy. Ktoré z takýchto záujmov považujú zamestnávateľia za najdôležitejšie?**

Je ich viacero, ale súhrnom je požiadavka, aby Európa nestrácala svoj výrobný potenciál. Z čiastkových spomeniem striktné dodržiavanie tzv. fiskálneho kompaktu, zlepšenie fungovania spoločného trhu, nutné zmeny v spoločnej poľnohospodárskej i ďalších štrukturálnych politikách a nakoniec aj zefektívnenie činnosti európskych inštitúcií.

- ▶ **Ako môžu zamestnávateľia pomôcť vláde presadzovať oprávnené záujmy Slovenska v Európskej únii?**

Domnievam sa, že hlavne intenzívnejším zapájaním zamestnávateľov a ich expertov do procesu tvorby európskej legislatívy a nielen do jeho záverečnej fázy, keď často sú len dve alternatívy – áno, nie.

- ▶ **Novú vládu žiadate, aby sa skvalitnil sociálny dialóg a spolupráca s reprezentatívnymi organizáciami zamestnávateľov a podnikateľov. Ako konkrétne si takýto kvalitnejší dialóg predstavujete?**

Táto otázka má viac rovín. Premiér zdôrazňuje inštitucionálnu, ale pre mňa, ktorý zastupuje RÚZ na oficiálnej tripartite, sú závažnejšie otázky reprezentatívnosti, obsahovej náplne, ako aj miery spoločenskej prospešnosti sociálneho dialógu. Zdokonaľovať je čo. Len na ilustráciu – o najväčšom sociálnom pnutí za minulej vlády (známe akcie v zdravotníctve) sa v tripartite vôbec nerokovalo a riešenia boli prijaté bez stanovísk oficiálnych predstaviteľov tak zamestnávateľov, ako aj odborárov. To považujem za vážny precedens.

Redakcia

# CECGA a ISACA začali spolupracovať

Zuzana KOPÁČIKOVÁ-ŠTEFANSKÁ



**Predstavitelia asociácií CECGA a ISACA Slovensko sa dohodli na spolupráci s cieľom vytvorenia spoločných benefitov pre svoje členské základne, prepojenia odborných aktivít a vzájomnej podpory pri organizácii podujatí. V tomto článku predstavíme asociáciu ISACA a jej aktivity.**

## Čo je ISACA

ISACA, ako globálna nezisková organizácia zastrešujúca IT a IT profesionálov sa venuje poskytovaniu nástrojov na dosahovanie individuálneho a organizačného úspechu pre viac než 95 000 svojich priaznivcov po celom svete. Cez svoje organizácie vo viac ako 190 krajinách po celom svete vrátane Slovenska poskytuje svojim členom vzdelávanie, zdieľanie zdrojov, profesionálny networking a benefity na lokálnej úrovni.

## Profesionálne uznanie

Členstvo v ISACA a jej certifikačné programy sú globálne akceptované a uznávané. Nezávislé štúdiá dlhodobo prezentujú, že ISACA certifikácie zvyšujú profesionálne uznanie, kredibilitu i zárobky držiteľov certifikátov. S rastúcou komplexnosťou informačných systémov, rizík a potreby súladu s nariadeniami je stále dôležitejšie pre organizácie najímať a udržiavať si zamestnancov, ktorí dokážu porozumieť komplexnosti informačných systémov a ich vzťahu voči úspechu podnikania.

## Návody a postupy

Audítorské štandardy ISACA sú využívané celosvetovo a ISACA výskum adresne reaguje na profesionálne výzvy dnešného podnikania. ISACA aktívne podporuje výskum, ktorého výsledky rozvíjajú produkty užitočné a relevantné pre IT profesionálov v oblastiach IT governance, riadenia, overovania a bezpečnosti. Odborníci z ISACA vyvinuli Business Model informačnej bezpečnosti (BMIS) opierajúci sa o vedomosti a skúsenosti našich členov pri riadení informačnej bezpečnosti. ISACA vyvinula a udržiava medzinárodne uznávaný rámec COBIT®, ktorý pomáha IT profesionálom a lídrom podnikov plniť svoje zodpovednosti voči IT governance pri dosahovaní pridanej hodnoty pre podnikanie

## Profesionálny rozvoj

ISACA je rešpektovaným a uznávaným zdrojom profesionálneho vzdelávania a rozvoja. Spájaním IT profesionálov spomedzi rôznorodých odvetví, lokalít a profesií sa ISACA venuje poskytovaniu produktov a služieb, ktoré prinášajú hodnotu jej členom. Poskytuje vhodné nástroje pre podporu rastu, inovácií a dôveryhodnosti. ISACA ponúka vzdelávacie aktivity v súlade s potrebami všetkých IT profesionálov, od konferencií cez tréningové týždne až po e-learningové vzdelávanie.

## Mám sa stať ISACA členom?

Áno, pokiaľ chcete:

### ▪ Zlepšovať sa vo Vašej profesii.

ISACA poskytuje svojim členom prístup k aktuálnym výsledkom svojho výskumu, jednak prostredníctvom samotnej asociácie, ako aj prostredníctvom svojho pridruženého IT Governance inštitútu. ISACA taktiež sleduje a vymieňa si publikácie s inými organizáciami s cieľom sprístupniť výsledky ich výskumu našim členom.

### ▪ Podporovať svoj profesionálny rast.

ISACA výbor pre štandardy definuje, vyvíja a uverejňuje normy IS auditu, ktoré určujú základnú úroveň kvality auditu, od ktorej sú odvodené ostatné IT auditovacie a IT riadiace aktivity. Pobočky ISACA spolu s medzinárodnou federáciou účtovníkov (IFAC) sa zúčastnili na klasifikovaní medzinárodných smerníc pre informačné technológie vydané IFAC.

### ▪ Zvýrazniť vaše odborné znalosti získaním profesionálnych ohodnotení.

## Certifikovaný audítor informačných systémov

(CISA – „Certified Information system Auditor“) – označuje úroveň vzdelania a spôsobilosť v audite IS systémov, vrátane znalosti príslušných noriem a preukázaní praxe; táto certifikácia označuje spôsobilosť v oblastiach organizácie a riadenia procesov, integrity, zabezpečenia a dostupnosti, vývoja softvéru, nákupu a údržby IS systémov.

**Certifikácia CISM** („Certified Information Security Manager“) – certifikovaný manažér v oblasti informačnej bezpečnosti) označuje spôsobilosť porozumieť, spravovať a riadiť komplexný program informačnej bezpečnosti v podnikoch.

**Certifikácia CGEIT** („Certified in the Governance of Enterprise IT“) – certifikácia v oblasti riadenia podnikových IT) označuje široký rad profesionálov so skúsenosťami a vedomosťami zásad riadenia IT v podnikoch.

**Certifikácia CRISC** („Certified in Risk and Information System Control“) – certifikácia v oblasti riadenia rizika a informačných systémov) je zameraná na označenie okruhu profesionálov so znalosťami riadenia rizika v podnikoch.

## ISACA na Slovensku

ISACA Slovensko vznikla v roku 1999 ako občianske združenie, ktoré úzko spolupracuje s medzinárodnou asociáciou ISACA. Cieľom združenia je zabezpečiť potrebnú úroveň podpory svojim členom a podporiť konzistentný prístup v oblasti auditu a kontroly informačných systémov v súlade s medzinárodnými postupmi.

V súčasnosti je v ISACA Slovensko združených viac ako 147 profesionálov v oblasti bezpečnosti a auditu informačných systémov, a už 82 z nich je držiteľom CISA certifikátu, 37 sú držiteľmi CISM, 15 sú držiteľmi CGEIT certifikátu a 32 držiteľov má certifikát CRISC. Jednotliví členovia pracujú ako audítori, bezpečnostní špecialisti, bezpečnostní konzultanti a IT projektoví manažéri.

K hlavným aktivitám ISACA Slovensko sa radia hlavne vzdelávacie podujatia, a preto už od roku 2002 organizuje pravidelné odborné podujatia, ako napríklad medzinárodnú konferenciu ABIT (Audit a bezpečnosť v IT), od roku 2010 konferenciu ISACA Open Day a ďalšie špecializované odborné semináre - ISACA štandardy, prípravné semináre na skúšky pre certifikáty CISA, CISM, CGEIT, CRISC a klubové večery. Ďalšie podrobnosti o plánovaných aktivitách združenia sú uvedené na webovej stránke [www.isaca.sk](http://www.isaca.sk).

ISACA Slovensko v spolupráci s partnermi pripravuje 30. novembra 2012 (medzinárodný deň informačnej bezpečnosti) spoločensko - filantropicky večer ITVIP. Na tomto podujatí sa predstaví projekt „IT VIP - Robíme IT svet bezpečným“. Podujatie sa koná v spolupráci s Veľvyslanectvom USA v Bratislave a s ďalšími profesnými medzinárodnými IT asociáciami a pod záštitou podpredsedu vlády a ministra financií Petra Kažimíra. Cieľom projektu je upozorniť na komplexnú problematiku riešenia informačnej bezpečnosti a kontinuálneho vzdelávania v oblasti komplexných IT. Podrobnejšie o projekte na stránke [www.itvip.sk](http://www.itvip.sk)

*Autorkou článku je Zuzana Kopáčiková-Štefanská, PhD.  
Head of Marketing & Communications, ISACA Slovensko*



# Informačné zdroje pre výnosovú metódu ohodnocovania akcií

**Božena HRVOĽOVÁ - Jana MARKOVÁ**

## Úvod

Výnosová metóda ohodnocovania akcií, ktorá je založená na súčasnej hodnote budúcich výnosov, je na vyspelých kapitálových trhoch metódou číslo jedna pre odhad ich vnútornej hodnoty. Ostatné metódy ako napríklad majetková metóda, porovnávací metóda, metóda založená na analýze trhu, na reálnych opciách atď. sú považované za doplnkové metódy.

Výnosová metóda pri ohodnocovaní akcií, v závislosti od konkrétnej formy diskontovaných výnosov, používa niekoľko modelov, napríklad modely diskontovaných dividend, model NPVGO (model čistej súčasnej hodnoty rastových príležitostí), modely kapitalizovaných čistých výnosov, modely diskontovaných FCFs, modely diskontovanej hodnoty ekonomického zisku (EVA) atď. My sme navrhli ďalšiu formu výnosu – novovytvorenú hodnotu.<sup>1</sup>

V súčasnosti sa v teórii i praxi, vrátane znaleckej praxe u nás, prednostne využívajú modely diskontovaných *free cash flows* (FCFs). Odporúčame ich vyjadrenie v kategóriách tzv. *vzorca kľúčových generátorov hodnoty*. Viacerí autori, napríklad Koller, Goedhart a Wessels<sup>i</sup> (2005, s. 110) považujú vzorec kľúčových generátorov hodnoty metodologicky za lepšiu alternatívu, ako sú *free cash flow* modely, pretože spája *cash flow* s rastom a výnosom investovaného kapitálu.

Modely FCF existujú vo viacerých variantoch – model FCF Entity, model FCF APV (Adjusted Present Value), Capital CF (CCF) model a model FCF Equity.

Modely sa od seba vzájomne odlišujú spôsobom výpočtu FCF, použitými sadzbami diskontných faktorov a výsledkom, ktorý vznikne diskontovaním FCFs. Všetky vedú k rovnakým výsledkom, ak sa vychádza z rovnakých predpokladov, každý z nich má však pri použití v praxi určité benefity, čo sa v našej teórii i praxi zdôrazňuje menej často.

Prvé tri modely majú rovnaký spôsob výpočtu FCF, odlišujú sa sadzbami diskontných faktorov (mier

kapitalizácie). Podstatným rozdielom medzi prvými tromi modelmi je spôsob, akým sa ohodnocuje daňový štít. V prípade modelu FCF Entity sa hodnota daňového štítu kvantifikuje prostredníctvom sadzby diskontného faktora (WACC), model FCF APV stanovuje hodnotu daňového štítu osobitne a CCF model daňový štít ohodnocuje v *cash flow*.

Teória odporúča použiť model FCF Entity v situácii, keď podnik má relatívne stabilizovanú kapitálovú štruktúru, model FCF APV v situácii očakávania výrazných zmien v kapitálovej štruktúre a model CCF v situácii, keď manažment aktívne riadi kapitálovú štruktúru smerom k cieľovej úrovni. Použitie modelu FCF Equity literatúra odporúča na ohodnocovanie finančných inštitúcií, kde je podiel vlastného a cudzieho kapitálu určený.

K nami navrhovanej novej formy výnosu – novovytvorenej hodnoty – v procese ohodnocovania spoločností (a ich akcií) nás inšpiroval ukazovateľ EVA, ktorý sa tiež najskôr využíval na meranie výkonnosti podniku a až neskôr bol prevzatý aj do ohodnocovania majetku podniku.

*Novovytvorená hodnota* vyjadruje schopnosť podniku tvoriť produkciou svojich výkonov „novú hodnotu“, a to po úhrade nákladov spojených s hlavnými výrobnými faktormi (nielen s nakupovanými vstupmi). Vzniká znížením pridanej hodnoty o osobné náklady, ako aj o náklady na odpisy, čím dostávame predstupeň výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, ktorý, na rozdiel od ukazovateľa novovytvorená hodnota, obsahuje aj „vedľajšie“ efekty podnikovej činnosti, ako sú napríklad výsledný efekt z predaja majetku, dočasných zmien hodnoty majetku vyjadrených vo forme opravných položiek a pod.

Novovytvorená hodnota sa teda vypočíta:

**novovytvorená hodnota = pridaná hodnota – osobné náklady – odpisy**

<sup>1</sup> Pozri podrobnejšie napríklad: Božena HRVOĽOVÁ – Jana MARKOVÁ – Lucia ZACHAR NINČÁK: Moderné metódy ohodnocovania akcií. Ekonomický časopis 59/2011, str.148-163, Božena Hrvolová: Ceny a hodnoty akcií. Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2009

Tento ukazovateľ možno považovať za výsledok spoločnosti zo základných činností bez vedľajších a mimoriadnych (bežne sa neopakujúcich) efektov. Táto jeho prednosť ho predurčuje, podľa nášho názoru, za ukazovateľ vhodný na použitie v procese ohodnocovania majetku väčšiny spoločností a ich akcií. Ďalšou jeho prednosťou (na rozdiel od korigovaného prevádzkového výsledku) je, že je hodnotou, ktorá obvykle nebýva výraznejšie „modifikovaná“ účtovníctvom, keďže sa viaže na tržby z hlavnej činnosti a náklady, ktoré sú vynaložené na výrobu produktov a poskytovanie služieb, z predaja ktorých sa tržby získavajú.

Tento ukazovateľ má však aj určité obmedzenie – nie je vhodný pri aplikácii na stanovenie hodnoty podniku a akcií v takých skupinách ekonomických činností (odvetviach), ktorých ťažisková činnosť sa premieta vo výsledku hospodárenia z finančnej činnosti (napr. lízingové spoločnosti).

### Informačné zdroje pre výnosovú metódu

Odhad vnútornej hodnoty akcie, ktorá je v literatúre definovaná ako súčasná hodnota budúcich príjmov, ktoré plynú z cenného papiera, predpokladá fundamentálnu analýzu, ktorá skúma všetky makroekonomické a mikroekonomické faktory, ktoré ovplyvňujú hodnotu sledovaného cenného papiera (vývoj hrubého domáceho produktu, mieru nezamestnanosti, deficit štátneho rozpočtu, saldo zahraničného obchodu, mieru inflácie, devízové rezervy, devízové kurzy, mieru úspor, úrokové sadzby, ekonomické a politické šoky, vývoj daného odvetvia, vývoj ziskov spoločnosti, výšku vyplatených dividend, likviditu, mieru zadlženosti, jej riziko a pod.).

**Analýza makroprostredia**, kde spoločnosť realizuje svoju podnikateľskú činnosť, je pre odhad vnútornej hodnoty jej akcií veľmi dôležitá. Výsledky makroekonomických ukazovateľov vypovedajú na jednej strane o výsledkoch dosiahnutých podnikmi, a na druhej strane sú odrazom hospodárskej a menovej politiky príslušnej vlády a centrálnej banky. Zdroje informácií o historickom prehľade základných makroekonomických ukazovateľoch, vrátane ich prognóz, sú v SR dostupné na nasledujúcich stránkach:

- Štatistický úrad SR ([www.statistics.sk](http://www.statistics.sk)),
- Národná banka Slovenska ([www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)),
- Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied ([www.savba.sk](http://www.savba.sk)),
- Ministerstvo financií SR ([www.finance.gov.sk](http://www.finance.gov.sk)).

Tieto inštitúcie, vrátane analytikov najväčších bánk v SR, každoročne prezentujú svoje odhady ukazovateľov makroekonomického vývoja na konferencii organizovanej Slovenskou štatistickou a demografickou spoločnosťou (Pohľady na ekonomiku Slovenska) a publikujú ich v spoločnom zborníku a v ďalších publikáciách.

Ďalšími dôležitými informáciami sú špecifiká odvetvia, v ktorom spoločnosť podniká. Odvetvie možno charakterizovať ako súbor subjektov, ktoré sa vyznačujú tým, že sa zaoberajú rovnakou alebo podobnou ekonomickou činnosťou, vyrábajú rovnaké alebo podobné (zameniteľné) výrobky, alebo poskytujú zodpovedajúce služby. Odvetvie je spravidla určené kódom na základe zvolenej štatistickej klasifikácie ekonomických činností SK NACE rev. 2, účinnnej od 1. 1. 2008 (predtým OKEČ), ktorá je na prvých štyroch úrovniach (sekcia, divízia, skupina, trieda) plne kompatibilná so štatistickou klasifikáciou ekonomických činností EÚ (piata úroveň sú národné položky vytvorené pre národné potreby).

Zdroje informácií o odvetviach sú spracované do tabulky č.1.

Jednou z najdôležitejších súčastí fundamentálnej analýzy je finančno-ekonomická analýza spoločnosti (ex-post a ex-ante), ktorá je východiskom pre zostavenie finančného plánu podniku, z ktorého možno potom odhadovať jednotlivé formy výnosov pre modely výnosovej metódy. Medzi najvýznamnejšie podklady pre finančno-ekonomickú analýzu patria účtovné závierky (statement of finances) - súvaha, výkaz ziskov a strát a poznámky.

Zdroje účtovných závierok v SR sú prehľadne spracované v tabulke č. 2.

**Tabuľka č. 1: Zdroje informácií o odvetviach**

Zdroj	Názov zdroja	Obsah zdroja	Pristup
<b>VEREJNÉ REGISTRE</b>	Register ekonomických subjektov (vedený ŠÚ SR)	Hlavný kód SK NACE a vedľajšie kódy SK NACE	Bezplatne individuálnym prístupom (po podnikoch) v elektronickej podobe na <a href="http://www.statistic.sk">www.statistic.sk</a>
	Štatistický úrad SR	1. Štatistické charakteristiky a hodnotové údaje za odvetvia a skupiny odvetví 2. Predikcie vývoja v rámci tzv. konjunkturálnych analýz	Printová podoba a <a href="http://www.statistics.sk">www.statistics.sk</a>
<b>KOMERČNÉ DATABÁZY</b>	SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o., člen skupiny CRIF	1. Štatistické charakteristiky v rámci publikácie „Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republike“ 2. Štatistické charakteristiky v rámci zdroja analýzy v produkte Univerzálny register plus	1. v printovej podobe a v elektronickej podobe na stránke <a href="http://www.urplus.sk">www.urplus.sk</a> v elektronickej podobe na stránke <a href="http://www.urplus.sk">www.urplus.sk</a>
	Trend holding spol. s r.o.	Odvetvové a sektorové analýzy	<a href="http://www.etrend.sk">www.etrend.sk</a>
	Ekonomický ústav SAV	Odvetvové analýzy a predikcie vývoja	<a href="http://www.sav.sk">www.sav.sk</a>
<b>INÉ ZDROJE</b>	Ministerstvo pôdohospodárstva SR	Vývoj v poľnohospodárskom sektore v rámci tzv. Zelenej správy	<a href="http://www.land.gov.sk">www.land.gov.sk</a>
	Ministerstvo dopravy, výstavby a regionálneho rozvoja SR	Ročenka slovenského stavebníctva	<a href="http://www.telecom.gov.sk">www.telecom.gov.sk</a>
	Národná banka Slovenska	Správy o stave poisťovníctva	<a href="http://www.nbs.sk">www.nbs.sk</a>

*Prameň: Marková, J.: Vlastné spracovanie*
**Tabuľka č. 2: Zdroje účtovných závierok**

Zdroj	Názov zdroja	Obsah zdroja	Pristup
<b>VEREJNÉ REGISTRE</b>	Zbierka listín	účtovné závierky za spoločnosti, ktorým to ukladá osobitný zákon (napr. zákon o obchodnom registri, zákon o účtovníctve)	za poplatok sú z nej poskytované fotokópie aj elektronická verzia účtovných závierok
<b>NEVEREJNÉ REGISTRE</b>	Daňový informačný systém (Daňové riaditeľstvo SR)	účtovné závierky a daňové priznania daňových subjektov	o fotokópiu môže požiadať orgán verejnej moci
<b>VÝROČNÉ SPRÁVY</b>	Zbierka listín	účtovné závierky za spoločnosti, ktorým to ukladá osobitný zákon (napr. zákon o účtovníctve)	za poplatok sú z nej poskytované fotokópie aj elektronická verzia účtovných závierok
	Podniky	spoločnosti, ktoré zverejnili výročnú správu dobrovoľne a ktorým to ukladá osobitný zákon (napr. zákon o účtovníctve)	internetová stránka podniku
<b>VESTNÍKY</b>	Obchodný Vestník	Súvaha, výkaz ziskov a strát, informácia o názore audítora – iba za spoločnosti, ktorým zverejnenie účtovnej závierky ukladá osobitný zákon (napr. zákon o účtovníctve)	v elektronickej podobe: <a href="http://www.justice.gov.sk">www.justice.gov.sk</a> <a href="http://www.zbierka.sk">www.zbierka.sk</a> <a href="http://www.zakony.sk">www.zakony.sk</a>
<b>INŠTITÚCIE KAPITÁLOVÉHO TRHU</b>	Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.	ročná a polročná finančná správa za emitentov podľa trhu, na ktorý bol cenný papier prijatý na obchodovanie	forma nie je ustanovená zákonom, vybrané údaje sú poskytované odberateľom a môžu byť vyžiadané orgánmi verejnej moci
	Národná banka Slovenska		správy môžu byť vyžiadané orgánmi verejnej moci
<b>KOMERČNÉ DATABÁZY</b>	SCB-Slovak Credit Bureau, s.r.o., člen skupiny CRIF	produkt Univerzálny register plus	<a href="http://www.urplus.sk">www.urplus.sk</a> (nástupca produktov <a href="http://www.infinet.sk">www.infinet.sk</a> a <a href="http://www.ur.sk">www.ur.sk</a> )
	Soliditet, s. r. o. (predchádzajúci názov Creditinfo Slovakia, s.r.o.) prebrala aktivity od Albertina data, s.r.o.), člen skupiny BISNODE	nie sú súčasťou osobitného produktu	<a href="http://www.soliditet.sk">www.soliditet.sk</a>
	BISNODE SLOVENSKO, s.r.o. (predchádzajúci názov HOPPENSTEDT BONNIER INFORMATION s.r.o.)	služby Európskej databanky (EDB)	<a href="http://www.edb.sk">www.edb.sk</a>
	Creditreform, s.r.o.	nie sú súčasťou osobitného produktu	<a href="http://www.creditreform.sk">www.creditreform.sk</a>
	Dun & Bradstreet, spol. s r.o.	nie sú súčasťou osobitného produktu	<a href="http://www.dnb.cz">www.dnb.cz</a>
	Bureau van Dijk Elektronik Publishing	aplikácia Amadeus	<a href="http://www.bvdep.com">www.bvdep.com</a>

*Prameň: Marková, J.: Vlastné spracovanie*

Novým zdrojom účtovných závierok, prístupným cez internet bude od roku 2013 tzv. „Register účtovných závierok“, zriadený novelou zákona o účtovníctve (zákon č. 547/2011 Z. z.) ktorý bude obsahovať historické údaje od roku 2009 (v priebehu roku 2012 bude v skúšobnej prevádzke). Register bude zdrojom riadnych a mimoriadnych individuálnych aj konsolidovaných účtovných závierok za rôzne typy účtovných jednotiek a účtovné závierky z neho budú transportované do zbierky listín Obchodného registra. Ministerstvo financií SR poverilo jeho správou svoju rozpočtovú organizáciu DataCentrum. Register je členený na verejnú časť a neverejnú časť (táto bude prístupná subjektu, ktorého sa dokumenty týkajú, subjektom verejnej správy, iným osobám len podľa osobitného predpisu, jej súčasťou budú napr. účtovné závierky účtovných jednotiek účtujúcich v jednoduchom účtovníctve).

Dokumenty do registra budú ukladané v elektronickej alebo listinnej forme, ktorú príslušný daňový úrad prevedie do elektronickej formy. Pre niektoré subjekty a niektoré dokumenty je zavedená povinnosť ich ukladania výhradne v elektronickej forme (napr. za obce a vyššie územné celky budú údaje ukladané do registra cez Štátnu pokladňu). Subjekty, ktoré zostavujú účtovnú závierku podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS a finančné inštitúcie, budú do registra ukladať vyplnené výkazy vybraných údajov z účtovných závierok (individuálnych aj konsolidovaných). Štruktúrovanú podobu budú mať aj Poznámky k účtovnej závierke pre subjekty účtujúce v podvojnóm účtovníctve.

Okrem účtovných závierok sú pre aplikáciu výnosovej metódy ohodnocovania akcií potrebné aj ďalšie informácie o ohodnocovanej spoločnosti – napríklad informácie o kúpach a predajoch spoločností, o zmenách vlastníckej štruktúry, o investíciách, zmenách výrobných programov, o očakávaných hospodárskych výsledkoch, o získaných certifikátoch kvality a pod. Tento druh informácií je možné získať z článkov publikovaných v odborných periodikách, v dennej tlači alebo od spoločností, ktoré poskytujú svojim klientom za odplatu monitoring tlače pre vybrané portfólio informácií a podobne.

Okrem informácií z makroprostredia a ohodnocovanej spoločnosti sú pre výnosovú metódu dôležité informácie z kapitálového trhu. Tieto informácie sú dôležité pre odhad premenných, hlavne pre odhad nákladov vlastného a cudzieho kapitálu. Náklad vlast-

ného kapitálu sa najčastejšie odhaduje na základe známeho modelu CAPM. Aktuálne informácie o trhových úrokových sadzbách možno nájsť na webových stránkach NBS a stránkach jednotlivých komerčných bánk, informácie o výnosoch štátnych pokladničných poukázok a štátnych dlhopisov na webovej stránke spoločnosti ARDAL (www.ardal.sk), ktorá je Agentúrou pre riadenie a likviditu štátnych dlhových cenných papierov. Keďže slovenský kapitálový trh je nefunkčný, orientáciu v odvetvových beta koeficientoch a prirážkach za riziko investori a znalci čerpajú z amerického prostredia, ktoré možno nájsť napríklad na webovej stránke www.damodaran.com.

### Záver

Posledná finančná kríza nás znova upozornila na to, že investovanie do akcií, tvorba vhodného portfólia pri kolektívnom investovaní atď. si vyžaduje potrebu návratu k fundamentom – k závislosti ceny akcií od ziskov spoločností, tempa ich rastu a nákladov na kapitál spoločností potrebný na dosahovanie kladných hospodárskych výsledkov. Tento vzťah vyjadruje vzorec *klúčových generátorov hodnoty*, ktorý ma prioritu v teórii i znaleckej praxi. Pre výnosovú metódu navrhujeme nový model, založený na novovytvorenej hodnote, ktorý ma v porovnaní s *free cash flow* modelmi určité výhody, ale aj isté obmedzenia.

### Literatúra

- COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. (2000): Valuation Measuring and Managing Value of Company. Third edition. New York: University Edition Mc Kinsey & Company, Inc.
- DAMODARAN, A. (1996): Investment Valuation. New York: John Wiley Sons, Inc.
- HRVOLOVÁ, B. (2009): Ceny a hodnoty akcií. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM.
- KOLLER, T. – GOEDHART, M. – WESSELS, D. (2005): Valuation Measuring and Managing Value of Company. Fourth edition. New Jersey: Wiley John Wiley & Sons, Inc.
- MARÍK M. a kol. (2003): Metody oceňování podniku. Praha: EKOPRESS, s. r. o.
- MARSHALL, A. (1890): Principles of Economics. Zv.1. New York: MacMillan & Co.
- MARÍKOVÁ, P. (2009): Vzájemné vztahy výnosových metod pro oceňování podniku. [Habilitation práce.] Praha: VŠE v Praze.
- PROKEŠ, O. (2007): Hodnotenie podnikovej výkonnosti a výnosnosti v širšom ekonomickom prostredí. [Dizertačná práca.] Bratislava: FPM EU v Bratislave
- ŠNIRCOVÁ, J. (2008): Analýza tvorby novovytvorenej hodnoty v podnikoch slovenskej ekonomiky. Acta Oeconomica Cassoviensia, I, č. 1, s. 36 – 44.

*Autorkami článku sú prof. Ing. Božena Hrvolová, PhD.  
z Fakulty podnikového manažmentu EU v Bratislave  
a Ing. Jana Marková  
chief Analyst, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.*

# Je možná nemonotónna reakcia ekonomiky na fiškálnu konsolidáciu?

Karol ZELENÁK

Pozornosť verejnosti a finančných trhov sa aktuálne vo zvýšenej miere sústreďuje na politické špičky európskych krajín a predovšetkým krajín eurozóny, či budú schopné a ochotné vyvinúť razantné kroky a vysporiadať sa s ich aktuálne neľahkou finančnou situáciou a razatne znížiť verejné deficity a zadĺženost jednotlivých krajín. Vlády väčšiny krajín stoja pred potrebou akútnej konsolidácie ich verejných financií s cieľom zvýšiť dôveru trhov v udržateľnosť verejných financií väčšiny a obnoviť ekonomický rast ako aj dôveru voči mene euro. Politické špičky však veľakrát váhajú s konsolidačnými opatreniami a len ťažko sa podujímajú na ozdravné kroky a nevyhnutné škrty. Ich váhavý postoj súvisí s neochotou politikov niesť prípadné politické náklady nepopulárnych opatrení súvisiacich so znižovaním deficitov, ktoré by sa im mohli vrátiť v podobe nepriaznivých volebných výsledkov. Navyše v dôsledku zníženia verejných výdavkov sa obávajú spomalenia už aj tak v mnohých prípadoch krehkého rastu ekonomiky. Niektoré poznatky ekonomickej teórie, ako aj historická skúsenosť niektorých členských krajín EÚ však poukazujú na to, že na takéto obavy nie vždy sú dôvody a fiškálna konsolidácia môže znamenať aj impulz k bezprostrednej akcelerácii ekonomiky.

Keď v máji v roku 1990 talianski ekonómovia profesor **Francesco Giavazzi** z Boconiho univerzity v Miláne a profesor neapolskej univerzity **Marco Pagano** uverejnili vlastnú štúdiu pod názvom „Môžu byť výrazné fiškálne konsolidácie expanzívne? Príbeh dvoch malých európskych krajín“<sup>1</sup>, ich práca vyvolala značné diskusie v odbornej verejnosti. Giavazzi a Pagano vo svojej práci analyzovali fiškálne konsolidácie vykonané v rámci 15 krajín sveta<sup>2</sup> v 80-tych rokoch minulého storočia, pričom dospeli k prekvapujúcim

záverom. Podľa vtedy prevládajúceho presvedčenia boli fiškálne konsolidácie v ekonomike s vysokou pravdepodobnosťou z krátkodobého hľadiska sprevádzané kontrakciou reálneho agregátneho dopytu, vyvolanou reštriktívnym pôsobením fiškálnej politiky. Giavazzi a Pagano vo svojej štúdií však poukázali na 2 prípady krajín (Dánsko v období rokov 1983-1984 a Írsko v období 1987-1989), kde v rámci fiškálnej konsolidácie tieto krajiny v uvedenom období podstúpili výraznú konsolidáciu verejných financií sprevádzanú znížením verejných výdavkov a celkových rozpočtových deficitov, pričom ekonomiky oboch krajín bezprostredne po konsolidácii akcelerovali a ani v jednej z nich sa neprejavil prechodný „tlmiaci“ dopad ozdravných opatrení na ekonomiku. Tieto závery vyvolali značnú polemiku, či je podobná reakcia ekonomiky pri fiškálnej konsolidácii možná a čo ju ovplyvňuje. Uvedený scenár fiškálnej konsolidácie sa začal v odbornej praxi označovať ako „**nekeynesiánsky efekt**“, respektíve „**nekeynesiánsky scenár**“<sup>3</sup> fiškálnej konsolidácie.

Na základe týchto poznatkov, má zmysel analyzovať, či sa podobné konsolidačné scenáre a priaznivé reakcie ekonomiky na fiškálnu konsolidáciu v minulosti v krajinách EÚ vyskytli. Počas rokov 1995 až 2005 sa v dnešných 27 členských krajinách Európskej únie vyskytlo 155 konsolidačných epizód, v rámci ktorých došlo k zníženiu nominálneho deficitu<sup>4</sup> (resp. zvýšeniu prebytku) verejnej správy. Priemerná dĺžka nominálnej konsolidácie trvala dva a pol roka. Pri zohľadnení vývoja cyklicky očisteného primárneho salda (teda očisteného o vplyv ekonomického cyklu a platených úrokov za verejných dlh) sa v krajinách EÚ27 v sledovanom období vyskytlo 139 konsolidačných epizód. Prehľad konsolidačných epizód je v tabuľke č.1.

<sup>1</sup> GIAVAZZI, F. – PAGANO, M. 1990. Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. NBER Working Paper No. w3372. Macro Annual 5, 1990, p. 75-111.

<sup>2</sup> Rakúsko, Belgicko, Nemecká spolková republika, Dánsko, Španielsko, Francúzsko, Grécko, Taliansko, Írsko, Holandsko, Nórsko, Švédsko, Veľká Británia, Japonsko, USA

<sup>3</sup> Preklad z anglického výrazu „non-keynesian effect“, respektíve „non-keynesian scenario“.

<sup>4</sup> Epizódu konsolidačného obdobia v tomto prípade je definovaná ako rok, počas ktorého nastalo zlepšenie nominálneho salda verejných financií vyjadreného ako percento HDP.

Tabuľka č.1:

Konsolidačné epizódy v krajinách EÚ27						
AT	1996,	1997,	2000,	2001,	2005	
BE	1996,	1997,	1998,	2001,	2003	
CY	1998,	2000,	2004,	2005		
DE	1996,	1997,	1998,	1999,	2000,	2003, 2005
ES	1996,	1997,	1999,	2001,	2002,	2005
FI	1996,	1997,	1998,	2000,	2005	
FR	1996,	1997,	1998,	1999,	2001,	2004, 2005
GR	1996,	1997,	1998,	1999,	2001,	2002, 2005
HU	1996,	1999,	2000,	2003,	2004	
IE	1996,	1997,	1998,	2000,	2003,	2004
IT	1996,	1997				
LT	1998,	1999,	2000,	2002,	2005	
LU	1996,	1997,	2000,	2001,	2005	
LV	1996,	1997,	2000,	2001,	2003,	2004
MT	1997,	1999,	2001,	2002,	2004,	2005
NL	1996,	1999,	2000,	2004,	2005	
PL	1999,	2002,	2004,	2005		
PT	1999,	2002,	2003			
RO	1999,	2001,	2002,	2004		
SE	1996,	1997	1998,	2000,	2004,	2005
SI	1996,	1998,	2001,	2002,	2004,	2005
SK	1997,	1998,	2001,	2003,	2004	
BG	2001,	2003,	2004			
CZ	1996,	1997	1999,	2003,	2004	
DK	1996,	1997,	1998,	1999,	2004,	2005
EE	1997,	2000,	2001,	2002,	2003	
GB	1996,	1997,	1998,	1999,	2000,	2005

*Definícia epizódy konsolidačného obdobia – rok, počas ktorého nastalo zlepšenie cyklicky očisteného primárneho salda verejných financií vyjadreného ako percento HDP.  
Epizóda expanzívneho konsolidačného obdobia – tempo rastu reálneho HDP je počas roka konsolidácie ako aj v období dvoch rokov po konsolidácii vyššie ako rast reálneho HDP v období počas dvoch rokov pred konsolidáciou. (v tabuľke sú vyznačené zeleným pozadím).*

Zdroj: vlastné výpočty autora. Zoznam skratiek krajín: AT- Rakúsko, RO- Rumunsko, BG- Bulharsko, SE- Švédsko, BE- Belgicko, SI- Slovinsko, CY- Cyprus, SK- Slovensko, CZ- Česká Republika, DE- Nemecko, DK- Dánsko, EE- Estónsko, ES- Španielsko, FI- Fínsko, FR- Francúzsko, GB- Veľká Británia, GR- Grécko, HU- Maďarsko, IE- Írsko, IT- Taliansko, LT- Litva, LU- Luxembursko, LV- Lotyšsko, MT- Malta, NL- Holandsko, PL- Poľsko, PT- Portugalsko

Priemerná dĺžka konsolidácie bola 1,8 roka (približne 22 mesiacov). Z uvedených konsolidačných epizód približne štvrtina (34 konsolidačných epizód) mala expanzívny charakter (teda tempo rastu ekonomiky bolo počas roka konsolidácie, ako aj v období dvoch rokov po konsolidácii vyššie ako tempo rastu ekonomiky v období dva roky pred fiškálnou konsolidáciou), pričom priemerná dĺžka takejto expanzívnej konsolidačnej epizódy bola počas analyzovaného obdobia 1,42 roka (17 mesiacov), čo je významne kratšia dĺžka konsolidačnej epizódy v porovnaní s neexpanzívnymi konsolidačnými epizódami (ktoré nesprievádzal ekonomický rast), ktoré trvali v priemere dva roky.

Ekonomický rast počas obdobia fiškálnej konsolidácie však mohol byť ovplyvňovaný aj podporným vplyvom expanzívne riadenej menovej politiky. Preto má zmysel hľadať konsolidačné periódy, kde nedochádzalo k uvoľňovaniu menovej politiky a teda tá netvorila impulz k ekonomickému rastu. Po vylúčení možného podporného vplyvu expanzívnej menovej politiky bolo v sledovanom období rokov 1995 až 2005 získaných 9 tzv. čistých expanzívnych konsoli-

dačných epizód, v rámci ktorých pôsobila menová politika prostredníctvom nástroja úrokových mier reštriktívne.

Tabuľka č.2:

Čisté a plne čisté expanzívne konsolidačné epizódy	
CY	2004
DE	1998
FR	1998
LV	1996, 1997
MT	2005
NL	2004
DK	2004
GB	1997,

*Epizóda čistého expanzívneho konsolidačného obdobia – epizóda expanzívneho fiškálneho konsolidačného obdobia v rámci ktorej krátkodobé reálne úrokové miery neklesajú a zároveň súčet priemerných ročných zmien reálnych krátkodobých úrokových mier je za obdobie (t-1 až t+2) nezáporný.  
Epizóda plne čistého expanzívneho konsolidačného obdobia – epizóda čistého expanzívneho konsolidačného obdobia, kde počas konsolidačnej epizódy (roka konsolidácie) nedošlo k zn hodnoteniu efektívneho reálneho výmenného kurzu. (v tabuľke sú vyznačené zeleným pozadím)*

Zdroj: vlastné výpočty autora

Z identifikovaných expanzívnych konsolidačných epizód mala v skúmanom období iba necelá tretina (9 epizód z 34 expanzívnych epizód) charakter čistej konsolidačnej epizódy. Teda približne tri štvrtiny epizód fiškálnej konsolidácie v období rokov 1995 až

2005, v rámci ktorých došlo k akcelerácii rastu v ekonomike mohli byť ovplyvnené, okrem iných faktorov aj uvoľňujúcou sa menovou politikou. Ďalším faktorom podporujúcim rast ekonomiky môže byť aj vývoj vývoj zahraničného dopytu a konkurencieschopnosť krajiny, ktoré ovplyvňujú vývoj reálneho efektívneho kurzu krajiny. V prípade, že reálny efektívny výmenný kurz slabne, krajina získava konkurečnú výhodu voči svojim obchodným partnerom. Naopak pri jeho posilnení svoju konkurečnú výhodu znižuje. Z tohto dôvodu má zmysel vylúčiť tie fiškálne konsolidácie, pri ktorých dochádzalo k oslabovaniu reálneho efektívneho výmenného kurzu. Z deviatich čistých expanzívnych konsolidačných epizód iba štyri konsolidačné epizódy (1996 a 1997 v Lotyšsku, 2005 na Malte a 1997 vo Veľkej Británii) mali charakter plne čistej expanzívnej konsolidácie. Teda v rámci týchto konsolidačných epizód dochádzalo k posilňovaniu reálneho efektívneho výmenného kurzu, a teda reálny efektívny výmenný kurz nemohol byť faktorom, ktorý by spôsoboval akceleráciu ekonomiky.

### Analýza prítomnosti nekeynesiánskeho efektu pri fiškálnych konsolidáciách

Nekeynesiánsky scenár reakcie ekonomiky na fiškálnu konsolidáciu je možné preskúmať aj prostredníctvom ekonometrických techník. Využívajúc historické dáta za reálnu ekonomiku a verejné rozpočty dnešných 27 členských krajín EÚ, je možné odhadnúť prostredníctvom metódy odhadu panelových údajov (tzv. cross country regresie) tzv. reakčnú rovnicu opisujúcu reakciu súkromnej spotreby na fiškálne premenné v tvare:

$$SPOTR_{it} = a_0 + a_1 HDP_{it} + \alpha_1 RVYD_{it} + \beta_1 RPRIJM_{it} + D_{it} \cdot (\alpha_2 RVYD_{it} + \beta_2 RPRIJM_{it}) + a_3 REER_{it} + a_4 UROK_{it}$$

Kde  $SPOTR_{it}$  je miera rastu/poklesu reálnej súkromnej spotreby,  $HDP_{it}$  - miera rastu/poklesu reálneho produktu ekonomiky,  $RVYD_{it}$  - zmena rozpočtových výdavkov vyjadrených ako % HDP,  $RPRIJM_{it}$  - zmena rozpočtových príjmov vyjadrených ako % HDP,  $D_{it}$  - umelá premenná nadobúdajúca hodnotu 1 v rokoch fiškálnej konsolidácie, inak nadobúda hodnotu 0,  $REER_{it}$  - miera rastu/poklesu reálneho efektívneho výmenného kurzu,  $UROK_{it}$  - zmena reálnej úrokovej miery (money market interest rate), index  $i$  reprezentuje krajinu a index  $t$  obdobie. Na základe keynesiánskej teórie sa dá predpokladať pozitívna relácia medzi

verejnými výdavkami (ich nárastom) a súkromnou spotrebou (jej rastom), teda koeficient  $\alpha_1 > 0$  a zároveň negatívny vzťah medzi výškou verejných príjmov a súkromnou spotrebou, teda  $\beta_1 < 0$ . Pokiaľ však hypotéza o prítomnosti nekeynesiánskeho efektu pri fiškálnych konsolidáciách je pravdivá, tradičný keynesiánsky efekt môže byť znížený alebo aj prevážený, a teda koeficienty  $\alpha_2 < 0$  a  $\beta_2 > 0$ . V rámci odhadnutej rovnice<sup>5</sup> (Tabuľka č. 3) sú odhadnuté parametre štatisticky významné a dostatočne uspokojivo opisujú skutočnosť. Zároveň  $\alpha_1 > 0$  a  $\beta_1 < 0$  a  $\alpha_2 < 0$  a  $\beta_2 > 0$ , čo je v súlade s predpokladmi o existencii nemonotónneho efektu v rámci analyzovaných fiškálnych konsolidácií.

Tabuľka č. 3:

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (II.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta ( $a_0$ )	-0.145538 (-0.771205)	-0.218255 (-0.948456)	-0.216682 (-0.565632)	-0.427435 (-1.113201)	-0.389756 (-1.128905)
HDP ( $a_1$ )	0.991700* (23.97545)	1.008792* (16.83818)	1.004597* (10.55508)	1.078607* (11.34423)	1.073604* (13.09836)
RPRIJM ( $\beta_1$ )	-0.138936** (-1.850597)	-0.126683** (-1.771204)	-0.163356* (-1.97792)	-0.128718** (-1.667894)	-0.128905** (-1.668824)
RVYD ( $\alpha_1$ )	0.266317* (3.160625)	0.264856* (3.394719)	0.291504* (2.611368)	0.291772* (2.778576)	0.285110* (13.09836)
D*RPRIJM ( $\beta_2$ )	0.394089* (2.233175)	0.374226* (2.266785)	0.448359** (1.787287)	0.375642*** (1.634083)	0.406277** (1.818788)
D*RVYD ( $\alpha_2$ )	-0.330837* (-2.268812)	-0.325372* (-2.436952)	-0.398574** (-1.953641)	-0.331423** (-1.711606)	-0.322002** (-1.677304)
REER ( $a_3$ )	-0.058954 (-1.226786)	-0.057923*** (-1.589545)	-0.079810 (-1.358715)	-0.043832 (-0.754347)	-0.046181 (-0.813373)
UROK ( $a_4$ )	-0.074180* (-2.383806)	-0.069527* (-2.614171)	-0.049803*** (-1.413229)	-0.059204** (-1.744289)	-0.063714** (-1.866741)
R <sup>2</sup>	0.742181	0.742807	0.764444	0.737630	0.737874
F - štatistika	23.37542	23.54840	6.255136	23.54840	27.52520
Hausmanov test <sup>a</sup>	*	132.3400	132.3400	132.3400	140.4800
Waldov test <sup>b</sup>	*	23.88302	23.88302	23.88302	94.52395
Sarganov test <sup>c</sup>	*	7.421328	7.385535	7.756011	3.726162
Počet pozorovaní	369	369	369	369	369

\*, \*\*, \*\*\* - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T štatistiky sú uvedené v zátvorkách.

Ako závislá premenná bola modelovaná dynamika reálnej súkromnej spotreby.

a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonómne členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).

b - Wald test pre overovanie významnosti inštrumentálnych premenných. V tabuľke sú uvedené hodnoty F štatistiky získané v rámci testu. Použitie inštrumenty sú štatisticky významné na hladine významnosti 5%.

c - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelaované hodnoty sú  $\chi^2(3) = 7,81473$  v prípade (I.) a  $\chi^2(1) = 3,84146$  v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.

Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodnej odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná pre HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.

Zdroj: vlastné výpočty autora

Vyššie boli prostredníctvom empirickej analýzy vytypané 4 konsolidačné obdobia, ktoré sú výraznými kandidátmi na epizódy fiškálnych konsolidácií

<sup>5</sup> Reakčná rovnica je odhadnutá prostredníctvom viacerých ekonometrických techník (jednoduchá metóda najmenších štvorcov, dvojstupňová metóda najmenších štvorcov, v rámci ktorej boli modelované fixné i náhodné efekty v rámci panelu dát).

v rámci ktorých prebehov nekeynesiánsky efekt. Preto bola reakčná funkcia odhadnutá ešte raz, iba v rámci štyroch konsolidačných epizód<sup>6</sup> identifikovaných v rámci empirickej analýzy (Veľká Británia (1997), Malta (2005) a Lotyšsko (1996 a 1997)). Z odhadnutých výstupov vyplýva, že kým  $\beta_1$  a  $\beta_2$  pri väčšine odhadov nie sú štatisticky významné,  $\alpha_1$  a  $\alpha_2$  vykazujú štatistickú významnosť na požadovanej úrovni. Tento jav môže súvisieť s faktom, že tieto konsolidačné epizódy boli vykonávané predovšetkým na strane rozpočtových výdavkov, teda konsolidačný impulz prichádzal predovšetkým zo strany rozpočtových výdavkov. Nekeynesiánsky efekt pri výdavkoch v rámci týchto štyroch konsolidačných epizód bol navyše výrazne vyšší oproti nekeynesiánskemu efektu pri výdavkoch v rámci všetkých konsolidačných epizód, teda  $|\alpha_2|$  v tabuľke č. 4 je výrazne vyššie ako  $|\alpha_1|$  v tabuľke č.3.

Z analyzovaných záverov vyplýva, že v reálnej ekonomike existuje nemonotónny (nelineárny) vzťah medzi fiškálnou politikou a ekonomickým rastom. Kým v princípe platia závery keynesovej teórie o vplyve fiškálnych premenných (pozitívnom vplyve nárastu výdavkov a tlmiacom vplyve rastu rozpočtových príjmov) na ekonomický rast, v období fiškálnych konsolidácií môže dôjsť k situácii, že tradičné keynesiánske vzťahy v ekonomike sú tlmené, alebo dokonca prevážené nemonotónnym charakterom týchto vzťahov (nekeynesiánsky efekt) a že fiškálna konsolidácia môže pôsobiť dokonca stimulujuco pre ekonomický rast. Aj tieto závery potvrdzujú, že večná obava politikov z rýchlej a razantnej konsolidácie verejných financií nemusí byť vždy namieste a môže byť doslova brzdou ekonomického rastu, nakoľko scenár ekonomického rastu bezprostredne po fiškálnej konsolidácii je nielen možný, ale za istých okolností dokonca aj pravdepodobný.

Tabuľka č. 4:

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (II.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta ( $a_0$ )	0.074215 (0.331737)	-0.342644 (-0.867193)	-0.155240 (-0.379252)	-0.342644 (-0.867193)	-0.329258 (-0.913583)
HDP ( $a_1$ )	0.997174* (20.75552)	1.127715* (10.59932)	1.075562* (8.917662)	1.127715* (10.59932)	1.123239 (12.07376)
RPRIJM ( $\beta_1$ )	-0.018918 (-0.305010)	-0.007120 (-0.108698)	-0.016296 (-0.253175)	-0.007120 (-0.108698)	-0.007651 (-0.117171)
RVYD ( $\alpha_1$ )	0.130910* (1.983935)	0.169850* (2.419297)	0.149115* (2.089110)	0.169850* (2.419297)	0.168669* (2.430651)
D*RPRIJM ( $\beta_2$ )	-5.242241 (-1.154746)	-5.946122 (-1.397597)	-6.166485 (-1.307242)	-5.946122 (-1.397597)	5.919798*** (-1.402091)
D*VYD ( $\alpha_2$ )	-3.286775** (-1.795883)	-3.654212* (-2.191064)	-3.652914* (-1.998977)	-3.654212 (-2.191064)	-3.642190* (-2.207533)
REER ( $a_3$ )	-0.050885 (-0.900795)	-0.029286 (-0.519301)	-0.055289 (-0.939150)	-0.029286 (-0.519301)	-0.029931 (-0.538491)
UROK ( $a_4$ )	-0.066617* (-2.037393)	-0.045753 (-1.357543)	-0.036363 (-1.071172)	-0.045753 (-1.357543)	-0.046361 (-1.399673)
R <sup>2</sup>	0.741488	0.731121	0.758375	0.730597	0.731866
F- štatistika	149.9706	23.23597	6.234463	23.23597	30.24530
Hausmanov test <sup>a</sup>	*	133.2137	133.2137	133.2137	133.7418
Sarganov test <sup>b</sup>	*	7.599186	7.453431	7.746786	3.784833
Počet pozorovaní	369	369	369	369	369
*, **, *** - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T					
Štatistiky sú uvedené v zátvorkách.					
Ako závislá premenná bola modelovaná dynamika zmeny objemu súkromnej reálnej spotreby.					
a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonómne členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).					
b - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelované hodnoty sú $\chi^2(3) = 7,81473$ v prípade (I.) a $\chi^2(1) = 3,84146$ v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.					
Výsledky získané prostredníctvom estimátora spojeného regresného modelu s náhodnými efektmi sa nápadne podobajú odhadom získaných prostredníctvom estimátora dvojstupňovej metódy najmenších štvorcov, čo naznačuje že odhadnutá variácia jednotlivých efektov je blízka 0, (bližšie pozri Baltagi, 2003, str. 18).					
Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodne odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.					

*Autorom článku je Karol Zeleňák  
doktorand na Katedre Operačného výskumu  
a ekonometrie FHI EU v Bratislave*

<sup>6</sup> Parameter D dosahoval hodnotu 1 iba v uvedených konsolidačných epizódach v daných krajinách, inak mal hodnotu nula.

# Postavenie malých a stredných podnikov v ekonomike SR

**Daniel PITOŇÁK**

Podobne ako v ostatných krajinách s rozvinutou trhovou ekonomikou sú aj na Slovensku malé a stredné podniky (MSP) pilierom hospodárstva. Táto kategória reprezentuje 99,9% počtu podnikov, pričom poskytuje pracovné miesta pre 72,2 % pracovnej sily v podnikovej ekonomike a má zhruba polovičný podiel na tvorbe kľúčových ekonomických ukazovateľov (pridaná hodnota, hrubá produkcia, zisk pred zdanením)<sup>1</sup>. Systematické zlepšovanie podmienok pre podnikanie MSP je preto dôležitým predpokladom rozvoja ekonomiky a zabezpečenia hospodárskeho rastu. Na rozdiel od veľkých podnikov je kategória MSP osobitne citlivá na zmeny v podnikateľskom prostredí ktoré sa s určitým časovým odstupom vždy premietajú do kvantitatívnych charakteristík tohto sektora.

Podľa údajov Štatistického úradu SR v r. 2011 na Slovensku pôsobilo 555 608 malých a stredných podnikov. Napriek platnosti definície Európskej únie (Nariadenie ES č.800/2008) v štatistickej praxi sa používa pre identifikáciu MSP len parameter počtu zamestnancov. Ďalšími parametrami určenými v nariadení sú ročný obrat/ bilančná suma a samostatnosť podniku, tieto sú však z hľadiska dostupnosti dát často krát ťažko overiteľné, a preto sa v štatistickom hodnotení nezohľadňujú. Rozdelenie MSP na Slovensku podľa jednotlivých veľkostných kategórií je uvedené v nasledujúcej tabuľke:

V bežných cenách medziročne rástla hrubá produkcia v MSP (právnické osoby) o 8,4 % a dosiahla úroveň 47 843 mil. Eur. Hrubá produkcia mikro podnikov sa medziročne zvýšila o 0,8 % na úroveň 10 030,3 mil. Eur, malých podnikov o 21,2 % na úroveň 15 982,8 mil. Eur a stredných podnikov o 4,0 % a dosiahla úroveň 21 829,6 mil. Eur. Hrubá produkcia vo veľkých podnikoch v nefinančnom sektore sa medziročne zvýšila o 10,5 %, na hodnotu 65 063,8 mil. Eur. Zatiaľ čo celkový podiel MSP (právnické osoby) na hrubej produkcii v nefinančnom podnikovom sektore medziročne klesol o 0,4 p.b. podiel malých podnikov dosiahol rast 1,4 p.b. %.

Menšiu dynamiku zaznamenal rast pridanej hodnoty ktorá v kategórii MSP (právnické osoby) medziročne narástla v bežných cenách o 3,5 % a dosiahla úroveň 18 009 mil. Eur. Pridaná hodnota mikro podnikov sa medziročne znížila o 6,5 % na úroveň 4 887,9 mil. Eur, pridaná hodnota malých podnikov bola medziročne vyššia o 16,0 % (6 293,8 mil. Eur) a stredných podnikov o 1,1 % a dosiahla úroveň 6 827,4 mil. Eur. Pridaná hodnota vo veľkých podnikoch v nefinančnom sektore medziročne narástla o 5,4 % na úroveň 14 368,9 mil. Eur. Podiel MSP-PO na tvorbe pridanej hodnoty v nefinančnom podnikovom sektore dosiahol v roku 2011 55,6 %, čo predstavuje medziročný pokles o 0,5 p.b.). Podiel mikro podnikov zaznamenal pokles o 1,7 p.b., podiel malých podnikov

## Stav malých a stredných podnikov ku koncu r. 2011

Kategória	Počet	Podiel %
Fyzické osoby – živnostníci	375 722	67,6
Fyzické osoby – slobodné povolania	19 069	3,4
Fyzické osoby – samostatne hospodáriaci roľníci	7 534	1,4
Fyzické osoby spolu	402 325	72,3
Právnické osoby – mikropodniky (0 – 9 zamestnancov)	136 672	24,6
Právnické osoby – malé podniky (10 – 49 zamestnancov)	13 850	2,5
Právnické osoby – stredné podniky (50 – 249 zamestnancov)	2 761	0,5
Právnické osoby spolu	153 283	27,6
<b>MSP spolu</b>	<b>555 608</b>	<b>99,9</b>
Veľké podniky (nad 250 zamestnancov)	598	0,1
<b>Podniky na Slovensku spolu</b>	<b>556 206</b>	<b>100,0</b>

dosiahol rast o 2 p.b. a podiel stredných podnikov pokles o 0,7 p.b.). Podobne ako v prípade hrubej produkcia opäť rástla iba kategória malých podnikov.

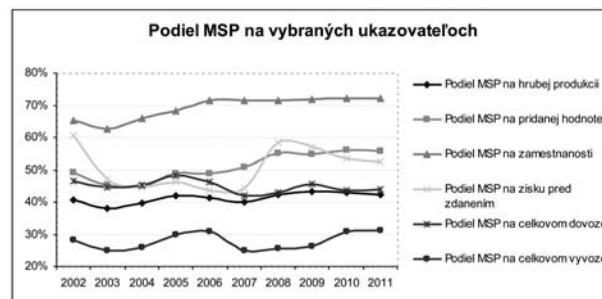
Medziročný nárast zisku v MSP (právnické osoby) v nefinančnom podnikovom sektore dosiahol 9,8 % čo predstavuje úroveň 5 038 mil. Eur. Zisk pred zdanením mikro podnikov sa medziročne zvýšil o 15,8 % na úroveň 1 854 mil. Eur, malých podnikov o 15,6 % na 1 847 mil. Eur a zisk stredných podnikov sa znížil o 3,9 % na úroveň 1 337 mil. Eur. Zisk pred zdanením veľkých podnikov v nefinančnom sektore medziročne narástol o 15,0 % na úroveň 4 601 mil. Eur. Podiel MSP na zisku pred zdanením v nefinančnom sektore dosiahol 52,3 % čo predstavuje pokles o 1,1 p.b.. Mikro podniky zaznamenali rast o 0,6 p.b.), rovnaký rast zaznamenali aj malé podniky, stredné podniky dosiahli pokles o 2,3 p.b. Na rozdiel od poklesu v kategóriách hrubá produkcia a pridaná hodnota zaznamenala kategória mikropodnikov nárast v tvorbe zisku, čo potvrdzuje snahy o väčšiu produktivitu.

Z pohľadu zamestnanosti v porovnaní s rokom 2010 kategória MSP (právnické aj fyzické osoby) znamenala medziročný nárast o 2,6 % (45,9 tis. pracovníkov). V kategórii fyzických osôb zamestnanosť vzrástla o 0,4 %, v prípade malých podnikov o 6,6 % a stredných podnikov o 2,5 %. Priemerný počet zamestnaných osôb vo veľkých podnikoch medziročne narástol o 2,7 %. V r.2011 fyzické osoby zamestnávali 35,9 %, mikropodniky 7,7%, malé podniky 13,6 %, stredné podniky 15,0 % a veľké podniky 27,8 %. Malé a stredné podniky v roku 2011 tvorili 72,2 % podiel na zamestnanosti v podnikovej ekonomike (rovnako ako v roku 2010), podiel na celkovej zamestnanosti v hospodárstve SR bol 59,6 %<sup>2</sup>. V r. 2011 bol teda zaznamenaný rast zamestnanosti po predchádzajúcom poklese v roku 2010 (pokles o 0,5 %).

MSP sa podieľali na celkovom objeme vývozu 31,0 %, čo predstavuje 15 947,3 mil. Eur. Oproti r. 2010 vývoz narástol o 0,2 p.b.. V prípade dovozu tvoril podiel MSP na celkovom dovoze SR v roku 2011 44,0 %, čo predstavuje 21 941,8 mil. Eur. Podobne ako v prípade vývozu bol zaznamenaný medziročný rast, konkrétne o 0,6 p.b. Aj napriek zaznamenaným rastom je podiel MSP na zahraničnom obchode v porovnaní s inými ekonomickými ukazovateľmi výrazne nižší a presadenie sa slovenských MSP v globálnej ekonomike zostáva problema-

tické. V prípade proexportne orientovanej a otvorenej ekonomiky akou je Slovensko je však potrebné a z dlhodobého hľadiska nevyhnutné podporovať zahraničnú expanziu (internacionalizáciu) malých a stredných podnikov ako jednu z podmienok udržania ich konkurencieschopnosti.

Vývoj podielu MSP na jednotlivých ekonomických ukazovateľoch sumarizuje nasledujúci graf:



Zdroj: ŠÚ SR

V porovnaní s priemerom EÚ sa Slovensko vyznačuje výrazne veľkým zastúpením mikropodnikov. Aj keď početné zastúpenie tejto kategórie podnikov je na Slovensku len mierne vyššie ako v krajinách EÚ je v mikropodnikoch zamestnaných až o 1/3 viac pracovných síl oproti EÚ. Zároveň Slovensko zaznamenáva oproti EÚ nižší podiel zamestnanosti v kategóriách malých a stredných podnikov. Celkovo je však zamestnanosť v MSP na Slovensku vyššia ako je priemer EÚ. Podrobnosti sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

*Porovnanie veľkostnej štruktúry a zamestnanosti podnikateľského sektora v SR a EÚ*

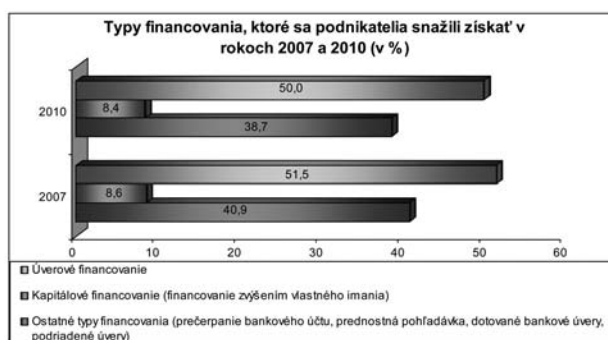
		mikro	malý	stredný	veľký	MSP	Spolu
		%					
Počet podnikov	EÚ -27	92,2	6,5	1,1	0,2	99,8	100,0
	SK	96,1	3,2	0,5	0,1	99,9	100,0
Zamestnanosť	EÚ -27	29,0	20,5	17,2	33,3	66,7	100,0
	SK	39,6	17,1	15,6	27,8	72,2	100,0

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat

Sektor MSP na Slovensku je tvorený najmä mikropodnikmi a malými podnikmi. Tieto 2 kategórie sú najviac ohrozené zmenami podnikateľského prostredia a majú aj najväčší problém z hľadiska prístupu k financovaniu a dlhodobej udržateľnosti. Podľa prieskumu GEM (Global Entrepreneurship Monitor) 2011 malo Slovensko najvyššiu mieru ukončovania podnikania v Európe. Najvýznamnejšou príčinou

ukončenia podnikania je neziskovosť podniku (36,63%), nasledovaná osobnými dôvodmi (13,22%) a nájdením si zamestnania alebo inej podnikateľskej príležitosti (11,96%).

Slovensko je charakteristické pomerne obmedzenými možnosťami komerčného financovania podnikov. V krajine prakticky neexistuje kapitálový trh, segment rizikového kapitálu je rozvinutý len veľmi slabo, nízka je aj aktivita neformálnych investorov. Porovnanie využitia jednotlivých typov financovania MSP, podľa výsledkov prieskumu Prístup malých a stredných podnikov k financiám, v rokoch 2007 a 2010 uvádza nasledovný graf:



Zdroj: Eurostat, upravené NARMSP

Aj keď došlo medzi rokmi 2007 a 2010 k poklesu vo všetkých sledovaných kategóriách ich štruktúra ako aj vysoký podiel zostali zachované. Slovensko sa umiestnilo na popredných miestach v počte podnikateľov, ktorí sa snažili o získanie posudzovaných externých typov financovania, pričom v rámci úverového financovania bolo Slovensko dokonca na prvom mieste v EÚ v počte podnikateľov (50,0 %), ktorí sa snažili o získanie tohto typu financovania. To potvrdzuje výraznú koncentráciu MSP na komerčné úverové financovanie.

V záujme zabezpečenia rastu a zvyšovania konkurencieschopnosti podnikov je potrebné zabezpečiť systematickú podporu MSP, najmä vo vzťahu k najviac ohrozeným kategóriám. Opatrenia je potrebné zamerať na vstup do podnikania, rozvoj podnikateľských schopností, zavádzanie inovatívnych riešení a moderných technológií, vyhľadávanie obchodných a technologických partnerov, zahraničnú expanziu ako aj na zabezpečenie alternatívneho financovania v prípadoch nedostatočnej ponuky (medzery na trhu) zo strany komerčných produktov. Jedným z takýchto opatrení je aj iniciatíva EÚ JEREMIE, ktorá sa po

dlhom období prípravy konečne dostáva do fázy realizácie. Spustenie prvého komponentu – záručnej schémy, ktorá poskytne záruky na zvýhodnené úvery v objeme viac ako 200 mil. €, sa predpokladá v najbližších mesiacoch. V období do konca r. 2012 by sa mal taktiež spustiť komponent rizikového kapitálu. Tretí komponent, úverový program zdieľaného rizika, je v štádiu prípravy s predpokladom spustenia v r. 2013. Ďalšie špecifické finančné programy založené na poskytovaní návratnej pomoci sú plánované v rámci budúceho programového obdobia Politiky súdržnosti EÚ v období r. 2014 – 2020.

Positívnym krokom v tomto smere bolo prihlásenie sa novej vlády SR k iniciatíve Európskej komisie Zákon o malých podnikoch (Small Business Act – SBA). SBA je kľúčovým nástrojom EÚ na dosiahnutie cieľov stratégie Európa 2020 v oblasti ekonomického rozvoja a rozvoja podnikania, pričom táto iniciatíva bude určujúca aj pri nastavovaní Politiky súdržnosti v nadchádzajúcom programovom období. V súvislosti s implementáciou SBA je potrebné realizovať viaceré zmeny podnikateľského prostredia zamerané na zníženie administratívneho zaťaženia, zlepšenie komunikácie medzi verejnou správou a podnikateľmi, zlepšenie vymožitelnosti práva ako aj dôsledné uplatnenie princípu „najsťôr myslí na malé podniky“ (Think Small First) pri tvorbe a aktualizácii legislatívy. Zostáva veriť, že týmito systémovými opatreniami, v kombinácii s vhodnými formami pomoci, bude možné dosiahnuť rast MSP na Slovensku a zabezpečiť ich väčšie presadenie sa na globálnom trhu.

*Autorom článku je Daniel Pitoňák  
z Národnej agentúry pre rozvoj malého  
a stredného podnikania*

<sup>1</sup> Údaje sú dostupné len za kategóriu právnických osôb – nefinančných korporácií. Podľa metodiky ŠU SR sú za nefinančné korporácie považované ziskovo orientované podnikateľské subjekty zapísané v obchodnom registri vo všetkých oblastiach činnosti, okrem finančných činností. Patria sem tiež príspevkové organizácie, ktoré svoje výdavky kryjú z viac ako 50 % tržbami

<sup>2</sup> Podľa štvrtročného podnikového výkazníctva ŠU SR

<sup>3</sup> Eurostat, Structural Business Statistics 2009

<sup>4</sup> ŠU SR 2011

<sup>5</sup> Eurostat, Structural Business Statistics 2009

<sup>6</sup> ŠU SR 2011

# Budúcnosť eurozóny v kontexte zmenených podmienok svetového hospodárstva

**Zuzana MORAVČÍKOVÁ - Edmund FIFEK**

Európska menová únia prechádza v súčasnosti zložitým vývojom, počas ktorého sa objavujú viaceré problémy súvisiace s dlhovou krízou. Súčasná situácia má na eurozónu mimoriadne veľký dosah. Projekt jednotnej európskej meny bol dosiaľ považovaný za veľmi úspešný, ale súčasný vývoj testuje jej reálnu životaschopnosť a spoľahlivosť. Hospodárska kríza poukázala na veľké rozdiely medzi jednotlivými členmi eurozóny a priniesla pokles ekonomickej výkonnosti, zvýšenie nezamestnanosti a hlavne napätie v eurozóne. Predstavitelia jednotlivých štátov eurozóny a Európskej únie sa snažia vzniknuté problémy efektívne riešiť a hľadajú rôzne možnosti pomocných opatrení. Prijímanie opatrení je však zložitý proces, pričom dôležité je nielen prijímanie opatrení, ale aj reakcie trhov na dané opatrenia. Tieto sa v súčasnosti vyznačujú vysokou dávkou nestability.

Založenie eurozóny bol od začiatku ekonomický, ale aj politický projekt. Jej vznik priniesol viaceré mikroekonomické výhody, akými sú napríklad zbavenie rizika z vnútroeurópskych kurzových zmien alebo úspora transakčných nákladov. Jedným z makroekonomických argumentov bola snaha uviesť do obehu jednu silnú menu, ktorá by mala predpoklady súťažiť s dolárom. Pred vypuknutím dlhovej krízy bol projekt eura považovaný za veľmi úspešný a progresívny, no v súčasnosti sú euro a jeho prínosy často spochybňované. Eurozóna však stále predstavuje silné hospodárske zoskupenie, čo dokumentuje aj nasledujúca tabuľka.

**Tabuľka 1: Porovnanie eurozóny s inými ekonomikami**

	počet obyvateľov (v mil.) 2009	HDP v PKS (v mld. €) 2009	% svetového HDP	Export tovarov a služieb ako % z HDP	Import tovarov a služieb ako % z HDP
<b>Eurozóna</b>	328	8 421	17,39 %	20,35 %	19,67 %
<b>EÚ 27</b>	498	11 714	24,1 %	13,31 %	13,53 %
<b>USA</b>	307	10 966	22,6 %	10,73 %	13,58 %
<b>Japonsko</b>	128	3 183	6,5 %	13,94 %	13,79 %
<b>Čína</b>	1 331	7 003	14,5 %	26,68 %	23,35 %

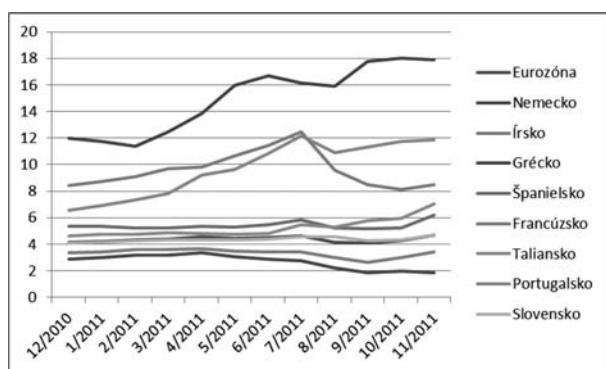
Formovanie eurozóny je neustále sa vyvíjajúci proces. Počiatky jej vzniku súvisia už s prvými integračnými snahami v Európe v 50-tych rokoch 90. storočia, ktorými bolo založenie Európskeho spoločenstva uhlia a ocele a tiež s podpisom Rímskych zmlúv, ktorými bolo založené Európske hospodárske spoločenstvo a Európske spoločenstvo pre atómovú energiu. Tieto zmluvy obsahovali ustanovenia o spolupráci v menovej oblasti, ktoré však nemali veľký význam. Vtedajších 6 členov spoločenstva bolo zapojených do brettonwoodského menového systému. Na konci šesťdesiatych rokov sa objavila myšlienka vytvorenia hospodárskej a menovej únie. Táto myšlienka vznikla aj v dôsledku menových výkyvov v tomto období, ktoré súviseli aj so zrušením zlatej konvertibility dolára v roku 1971. Bolo to zároveň aj obdobie ropnej krízy, keď sa začali prejavovať niektoré hospodárske a sociálne problémy. Členské štáty Spoločenstva preto chceli vytvoriť v Európe systém, ktorý by zabezpečo-

val určitú stabilitu. Dňa 24. apríla 1972 bol vytvorený tzv. systém menového hada ktorý stanovil fluktuatívne pásmo medzi jednotlivými národnými menami Spoločenstva. Menový had predstavoval určitý pokus o stabilizáciu devízových kurzov, aj keď bol často hodnotený ako jednostranný a nepružný. Integrované snahy v Európe v menovej oblasti aj naďalej pokračovali, čoho výsledkom bolo vytvorenie Európskeho menového systému ERM, na základe ktorého bol neskôr vytvorený v súčasnosti dobre známy mechanizmus ERM II. Tento mechanizmus zohral dôležitú úlohu pri zavádzaní eura a jeho cieľom je podporiť stabilitu mien krajín EÚ a zredukovať kurzové výkyvy jednotlivých národných mien.

Vývoj v eurozóne zaznamenal výrazné zmeny po prepuknutí globálnej finančnej a hospodárskej krízy, ktorej dôsledkom bol vznik dlhovej krízy. Problémy zhoršil aj fakt, že pôvodné kritéria pre stabilitu, ktoré neboli dodržiavané, neboli ani sankcionované a krajiny neboli motivované k finančnej disciplíne. Všetky tieto skutočnosti znamenali a znamenajú pre eurozónu potrebu riešenia vzniknutých problémov. Prvé vážnejšie problémy musela eurozóna riešiť začiatkom roku 2010 v súvislosti s problémami v Grécku. Dnes možno konštatovať, že eurozóna nebola na danú situáciu pripravená a nebola schopná riešiť razantne vzniknuté problémy.

Nespokojnosť so súčasnou situáciou v eurozóne prejavujú aj trhy, čo možno vidieť pri predaji dlhopisov členských krajín eurozóny. Nasledujúci graf zobrazuje ako sa vyvíjali výnosy z vládnych dlhopisov vo vybraných krajinách eurozóny za obdobie posledného roka.

**Graf 1: Výnosy z 10. ročných vládnych dlhopisov, uvádzané v mesačných priemeroch za obdobie 12/2010 – 11/2011**



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov z eurostatu, dostupných na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teimf050>

Globálna finančná a hospodárska kríza priniesla viaceré problémy, ktoré musia štáty eurozóny riešiť. V Európe vznikol záchranný systém, ktorý má niekoľko zložiek. Skladá sa z Európskeho fondu finančnej stability – EFSF (European Financial Stability Facility), z Európskeho mechanizmu finančnej stability EFSM (European Financial Stabilization Mechanism) a z garancií a úverov od Medzinárodného menového fondu (MMF). Platnosť EFSF končí v júli 2013 a mal by byť nahradený Európskym stabilizačným mechanizmom (ESM), ktorý by mal byť trvalým nástrojom na financovanie pomoci pre členské krajiny Európskej menovej únie.

Európsky fond finančnej stability – EFSF bol zriadený 7. júla 2010 v nadväznosti na rozhodnutie členských štátov z 10. mája 2010 a jeho hlavnou úlohou je zabezpečiť finančnú stabilitu menovej únie tým, že v prípade výnimočných okolností poskytne dočasnú finančnú pomoc štátom eurozóny. Jeho členmi sa stalo všetkých 16 vtedajších členov eurozóny. EFSF môže vydávať dlhopisy, prípadne využívať iné dlhové nástroje na získanie finančných zdrojov, ktoré potom požičiava problémovým krajinám. Za zdroje EFSF ručia členské krajiny eurozóny proporčne tak, ako je to uvedené v nasledujúcej tabuľke.

**Tabuľka: 2 Záruky krajín v EFSF**

Krajina	Pôvodný EFSF Ručenie (v mil. eur)	Pôvodný EFSF 5 podiel	Rozšírený EFSF Ručenie (v mil. eur)	Rozšírený EFSF 5 podiel
Belgicko	15292,18	3,48%	27031,99	3,47%
Nemecko	119390,07	27,13%	211045,90	27,06%
Írsko	7002,4	1,59%	12378,15	1,59%
Španielsko	52352,51	11,90%	92543,56	11,87%
Francúzsko	89657,45	20,38%	158487,53	20,32%
Taliansko	78784,72	17,91%	139267,81	17,86%
Cyprus	863,09	0,20%	1525,68	0,20%
Luxemburg	1101,39	0,25%	1946,94	0,25%
Malta	398,44	0,09%	704,33	0,09%
Holandsko	25143,58	5,71%	44446,32	5,70%
Rakúsko	12241,43	2,78%	21639,19	2,78%
Portugalsko	11035,38	2,51%	19507,26	2,50%
Slovinsko	2072,92	0,47%	3664,30	0,47%
Slovensko	4371,54	0,99%	7727,57	0,99%
Fínsko	7905,2	1,80%	13974,03	1,79%
Grécko	12387,7	2,82%	21897,74	2,81%
Estónsko	-	-	1994,86	0,26%
Spolu	<b>440000</b>	<b>100,00%</b>	<b>779783,16</b>	<b>100,00%</b>

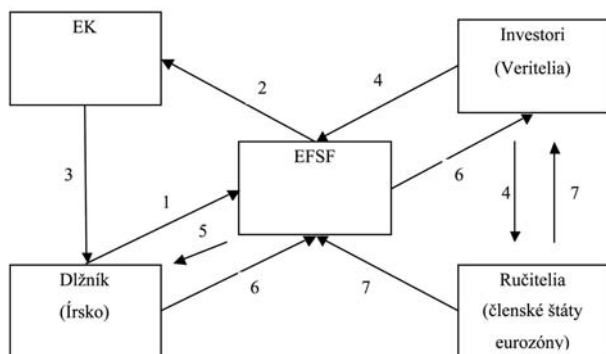
Pôvodne bol EFSF vytvorený vo výške 440 mld eur. V dôsledku rastúcich problémov vo viacerých krajinách eurozóny, súvisiacich najmä s problémami pri financovaní dlhu, sa ukázala výška tohto mechanizmu ako nedostatočná. Z tohto dôvodu bolo potrebné navýšiť maximálnu sumu, z ktorej môžu byť poskytnuté úvery a pôžičky. Suma bola navýšená na 779 mld. Eur. Toto navýšenie bolo najskôr dohodnuté na európskej úrovni a bolo potrebné ratifikovať ho v jednotlivých parlamentoch členských štátov, čo sa v niektorých prípadoch stretlo s problémami. Príkladom je aj prípad Slovenska a pád vlády súvisiaci s problémami pri schvaľovaní zvyšovania tohto mechanizmu.

EFSF má formu akciovej spoločnosti a sídli v Luxemburgu. Riaditeľom je Klaus Regling, bývalý nemecký minister financií, ktorý v minulosti pôsobil aj v medzinárodnom menovom fonde a v Európskej komisii. Je riadený Správnou radou, ktorá prijíma rozhodnutia kvalifikovanou väčšinou t. j. 2/3 prítomných členov a zároveň aspoň 80 % hlasov vážených upísaným kapitálom. Sú prípady, keď stanovky vyžadujú aj jednohlasné stanovisko – napríklad rozhodnutie o poskytnutí úveru členskému štátu eurozóny, ako to bolo v prípade Írska.

Pozitívnym znakom EFSF je jeho rating. V septembri 2010 dostal najvyšší možný investičný rating AAA od 3 ratingových agentúr – Standard & Poors, Moody's a Fitch Ratings. Tento dobrý rating súvisí s faktom, že ručenie akcionárov je vo výške 120 % z vydaných dlhopisov.

Detailný priebeh poskytnutia finančnej pomoci prostredníctvom EFSF uvádzame v nasledujúcej schéme:

**Schéma 1 fungovanie EFSF**



- 1/ Krajina eurozóny požiada o pomoc v rámci EFSF.
- 2/ EFSF informuje Európsku komisiu o žiadosti krajiny, ktorá požiadala o pomoc. Následne komisia preverí, či je daná krajina skutočne v takých problémoch (mimoriadne okolnosti), ktoré si vyžadujú poskytnutie pomoci, a či nie je možné riešiť danú situáciu inými nápravnými opatreniami.
- 3/ Európska komisia vydá rozhodnutie a potvrdí, že daná krajina potrebuje pomoc, a začne s danou krajinou rokovať o podmienkach úverovej zmluvy.
- 4/ V tom istom čase vstupuje EFSF na finančný trh a vydáva dlhopisy. Investori dlhopisy skúpia a zároveň sa stávajú veriteľmi. Ručiteľmi týchto dlhopisov sa stávajú členské štáty eurozóny (akcionári).
- 5/ EFSF získa peniaze na finančnom trhu a následne poskytuje pôžičku Írsku, ktoré podpíše úverovú zmluvu. Podmienky úverovej zmluvy sú približne rovnaké ako podmienky, za ktorých boli vydané dlhopisy, avšak nikdy nie nižšie, keďže EFSF nemôže ísť do mínusu.
- 6/ Daná krajina spláca úver a EFSF následne spláca svoje záväzky z vydaných dlhopisov. V tomto prípade sú ručitelia v podstate mimo a nemusia nič platiť.
- 7/ Ak by daná krajina nebola schopná splácať úver, EFSF požiada o plnenie ručiteľov (členské štáty eurozóny), ktorí zaplatia dlh za danú krajinu. V tomto prípade môže nastať situácia, že nie všetky členské štáty budú schopné plniť záruky (napr. SR nebude mať peniaze, tak za neho zaplatí napr. Nemecko, avšak tu vzniká záväzok SR voči Nemecku tento dlh uhradiť). V prípade, že členské štáty eurozóny nebudú mať dostatok peňazí, EFSF využije tzv. „hotovostnú rezervu“. Ak nastane situácia, že EFSF si nebude vedieť plniť svoje záväzky, investori (veritelia) môžu priamo požiadať o plnenie (splatenie dlhu za danú krajinu) jednotlivé členské štáty eurozóny.

Európsky mechanizmus finančnej stability bol zriadený 10. mája 2010 za účelom finančnej pomoci všetkým členom Európskej únie v prípade, ak by hrozila finančná nerovnováha spôsobená výnimočnými okolnosťami. Finančná pomoc z Európskeho mechanizmu finančnej stability môže byť aktivovaná len na základe spoločného úverového programu Európskej únie a Medzinárodného menového fondu. Maximálny objem, ktorý môže byť poskytnutý z prostried-

kov tohto mechanizmu, je 60 mld. eur, ktoré pochádzajú z vlastných finančných nástrojov Európskej únie a sú garantované rozpočtom Európskej únie. Finančná pomoc z tohto mechanizmu môže byť poskytnutá na návrh Európskej komisie a po konzultáciách s ECB rozhodnutím ministrov financií v rade ECOFIN, pričom musí byť schválená kvalifikovanou väčšinou.

Európsky stabilizačný mechanizmus je mechanizmus, ktorý by mal začať platiť v júli 2013, keď uplynie platnosť Európskeho fondu finančnej stability. Mechanizmus bude vytvorený na základe zmluvy medzi členskými štátmi eurozóny. Bude mať formu medzivládnej organizácie, riadiacej sa medzinárodným právom verejným, so sídlom v Luxemburgu.

Funkciou tohto mechanizmu bude mobilizácia finančných prostriedkov a poskytovanie finančnej pomoci členským krajinám eurozóny za prísnych podmienok. Túto pomoc získajú krajiny, ktoré sa budú nachádzať vo vážnych finančných problémoch. Cieľom bude zachovanie celkovej finančnej stability eurozóny. V tomto mechanizme bude platiť iný spôsob prispievania ako v predchádzajúcom Európskom fonde finančnej stability. V EFSF bol kľúč prispievania stanovený podľa účasti na bankovom kapitáli v Európskej centrálnej banke, t. z. že sa odvíjal z 50 % od počtu obyvateľov danej krajiny a z 50 % bol určený na základe výšky HDP daného členského štátu. Kľúč prispievania v novom mechanizme sa odvíja zo 75 % z podielu krajiny na celkovom hrubom národnom dôchodku (GNI) eurozóny a z 25 % z podielu krajiny na celkovom kapitáli ECB, čo predstavuje váhu 12,5 % podielu na počte obyvateľov a 12,5 % podiel krajiny na HDP eurozóny. Podstatným rozdielom medzi EFSF a ESM je aj fakt, že pri EFSF poskytujú členské krajiny iba záruky za jeho platobnú schopnosť. EFSF funguje ako svojrázna akciová spoločnosť a peniaze si požičiava na trhu. Členské krajiny by teda poskytovali peniaze na pôžičku iba v prípade, že krajina, ktorá si z EFSF požičia, nie je schopná splácať svoje záväzky. Pri ESM krajiny nebudú poskytovať už len záruky, ale zložia 80 miliárd eur. Ďalších 620 miliárd eur budú poskytovať vo forme kapitálu na požiadanie ako garanciu, čiže celková úverová kapacita ESM bude 700 miliárd eur. Výhodou tohto nového mechanizmu je fakt, že úvery z neho poskytnuté by mali byť lacnejšie ako tie, ktoré poskytuje súčasný Európsky fond finančnej stability.

Existujú rôzne názory na to, ako bude eurozóna vyzeráť v budúcnosti. Jedno je však isté – eurozóna už nikdy nebude taká aká bola pred krízou. Do akej miery si euro dokáže obhájiť svoje silné postavenie na trhoch a udržať svoju spoľahlivosť aj v čase dlhovej krízy záleží od viacerých faktorov. Dôležité sú však nielen opatrenia vytvorené na pôde európskych inštitúcií, ale aj ich prijatie a realizácia zo strany jednotlivých členských štátov.

*Autormi článku je Ing. Zuzana Moravčíková  
 a Ing. Edmund Fifek, PhD. z Obchodnej fakulty EU  
 v Bratislave.*

### Zoznam použitých zdrojov:

- DEMĽAN, V. 2010. *Euroval: všetko o záchranej sieti Európy*. [online]. 2010. [citované 25.2.2011]. Dostupné na internete: <<http://www.investujeme.sk/clanky/euroval-vsetko-zachrannej-sieti-europy/>>
- MACHALA, K. 2010. První krize eura: analýza možných cest. In: *Bankovníctví: měsíčník vydavatelství Economia*. Praha: Economia, 2010. ISSN 1213-4272, 2010, roč. 18, č. 6-7, s. 8 - 10
- NEMEC, M. 2009. *Menová politika ako jedna z príčin vzniku finančnej krízy*. In: *Nová ekonomika : vedecký časopis Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave*. Bratislava: EKONÓM, 2009. ISSN 1336-1732, 2009, roč. 2, č. 2, s. 5-14.
- ZIMKOVÁ, E. 2011. Ako sa poučiť z problémov eurozóny?. In: *Biatec*. ISSN 1335-0900, 2011, roč. 19, č. 2, s. 8 - 11
- WORKIE, T. M. a kol. 2009. *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Globálna finančná a hospodárska kríza*. Bratislava : Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, 2009. 280 s. ISBN 978-80-7144-175-5
- Autormi článku sú Ing. Zuzana Moravčíková a Ing. Edmund Fifek, PhD. z Ekonomickej univerzity v Bratislave

# Spoločenská zodpovednosť podnikov a korporatívne občianstvo – otázky a výzvy

**Martin LAČNÝ**

Nová vedecká monografia Ing. Martina Lačného, PhD. s názvom *Spoločenská zodpovednosť podnikov a korporatívne občianstvo – otázky a výzvy* prezentuje prierezový pohľad na základné koncepcie spoločenskej zodpovednosti podnikov (SZP). Spracúva teda tematiku, ktorá sa čoraz viac udomácňuje aj v slovenskom podnikateľskom prostredí. Na túto tému sa už v našej odbornej spisbe napísalo množstvo vedeckých i populárnych prác. Komplexnosť SZP má však podľa môjho názoru za následok, že len niektoré z týchto prác sa zakladajú na teoretickej fundovanosti a dokážu priniesť v aplikačnej rovine praktický návod či informáciu využiteľnú pre podnikateľskú sféru. Práca Martina Lačného predstavuje v tomto kontexte pozitívny príklad.

Hoci sa jedná o dominantne manažérsku problematiku, publikácia má výrazný filozofický podtext. Autor v nej zúročil svoju interdisciplinárnu akademickú prípravu a možno práve vďaka tejto interdisciplinárnej optike je text spracovaný pútavou ako aj zrozumiteľnou formou. Varuje pred stádovitým správaním a slepým nasledovaním zvykovej morálky. Vychádza z myšlienky, že etické konanie u človeka predpokladá isté intelektuálne a charakterové cnosti. A práve ich absencia je kameňom úrazu pri pochopení miesta a úlohy SZP v manažmente podniku. Navyše, rovnako ako v praxi, ani v akademických kruhoch nepanuje jednotná predstava o charaktere a funkciách SZP, čo sa negatívne prejavuje pri implementácii, resp. pokusoch o zavedenie SZP do podnikových procesov. Autor si vo svetle týchto skutočností dáva vo svojej publikácii za cieľ sprehľadniť a vysvetliť rozmanité koncepcie a myšlienkové smery SZP, pričom základným mottom publikácie je výzva k väčšej zrozumiteľnosti a realistikosti modelov merania a kontrolovateľnosti výsledkov hodnotenia SZP. Autor akcentuje význam etiky sociálnych dôsledkov pri hodnotení SZP a navrhuje používať ju ako východiskový princíp pri meraní SZP. Nejde teda o zodpovednosť za samotný charakter konania ale o zod-

povednosť za *dôsledky* konania podniku vo vzťahu k stakeholderom (záujmovým skupinám podniku).

V oblasti SZP je množstvo otvorených otázok, ktoré napriek úsiliu vynakladaného vo firmách i akademickej sfére, ostávajú zatiaľ nedoriešené. Publikácia Martina Lačného spracúva, ako už zo samotného názvu zahŕňajúceho slová „otázky a výzvy“ vyplýva, práve „najboľavejšie“ miesta SZP majúce výrazný dosah na prax. Prostredníctvom komentovania vplyvných konceptov implementácie a reportingu SZP (Triple Bottom Line, Global Reporting Initiative a Integrovaný model SZP) autor prekonáva niektoré stereotypy komplikujúce praktické stránky zavádzania SZP. Vysvetľuje aj podstatu a význam často používaných pojmov, ktoré súvisia so SZP ako korporatívne občianstvo či spoločenská udržateľnosť, čím prispieva k spresneniu používaného kategoriálneho aparátu podnikateľskej etiky. Vychádza pritom z diel renomovaných odborníkov v oblasti podnikateľskej etiky R. C. Solomona, P. Ulricha a A. Remišovej. Nastoluje otázky, napríklad, ako určiť funkčné kritériá zodpovedného konania podniku vo vzťahu k stakeholderov, unifikovať či neunifikovať spôsob merania SZP, prípadne či zaviesť pre podniky povinnosť reportovať SZP aktivity na pravidelnej báze?

Publikácia patrí k prácam, ktoré nabádajú prehodnotiť zaužívané vymedzenie zmyslu existencie podniku. Je vôbec v dnešných časoch mysliteľné naďalej trvať na poučke, že základným dôvodom fungovania podniku je produkovať zisk? Nebolo by vhodnejšie vo svetle súčasnej hospodárskej recesie, ktorej prvotnou príčinou je kríza morálnych hodnôt súdobej spoločnosti, trvať na novej definícii, ktorá dopĺňa pôvodný dôvod, produkovať zisk, o prihliadanie na potreby a záujmy všetkých stakeholderov? Monografia *Spoločenská zodpovednosť podnikov a korporatívne občianstvo – otázky a výzvy* kultivovane reaguje na aktuálne problémy a predstavuje prínos tak pre akademickú ako aj širšiu manažérsku obec.

Mgr. Anna Lašáková, PhD.

# Vademékum podnikateľskej etiky

**Anna REMIŠOVÁ**

V dobe, kedy sa mnohé spoločnosti otriasajú v základoch kvôli vážnym etickým problémom, je publikácia prof. PhDr. Anny Remišovej, CSc. *Vademékum podnikateľskej etiky* na slovenskom knižničnom trhu viac než vítaná. Súčasnosť je poznačená rôznymi morálnymi škandálmi a ukazuje sa, že rovnako ako iné krajiny, ani naša spoločnosť, slovenské firemné prostredie nevnímajú, nie je imúnna voči amorálnym praktikám určitých jednotlivcov. Dôvodov, pre ktoré sa ľudia rozhodnú konať v príkrom protiklade s etickými princípmi, napriek tomu, že sú schopní reálne diferencovať medzi morálnym a amorálnym konaním, je nesporne viac. Ich objasňovaním sa zaoberá hneď niekoľko vied, v prvom rade je to však etika. Táto vedná disciplína ponúka množstvo praktických návodov, ako žiť kvalitne a dobre. Úroveň kvality nášho života sa odvíja od rôznych faktorov, či už ekonomických, sociálnych alebo environmentálnych, ale podstatnou je v tomto kontexte práve morálka spoločnosti, v ktorej žijeme. Ako však možno zlepšiť kvalitu nášho života? Publikácia *Vademékum podnikateľskej etiky* ponúka celkom konkrétny návod, ako riešiť túto otázku na mezoúrovni fungovania spoločnosti, teda na úrovni firiem a podnikania.

Publikácia pozostáva zo šiestich kapitol a úvodného slova, v rámci ktorého autorka predostiera čitateľom ústrednú myšlienku a koncepciu danej publikácie. Odpovedá na základné otázky: Prečo patrí etika do podnikania? Prečo organizácie prijímajú etické kódexy? Čo je etický kódex a akým spôsobom ho možno zaviesť do organizácie? Aké ďalšie nástroje, okrem etického kódexu, možno využiť pri implementácii etiky do organizácie? Nezanedbateľné pozitívum predstavuje slovník pojmov zaradený na záver knihy, prostredníctvom ktorého sa čitateľ, ktorý sa nie celkom vyzná v odborných termínoch podnikateľskej etiky, dokáže poľahky v texte knihy orientovať. Prístupnosť obsahu publikácie pre laickú verejnosť zvy-

šujú aj ukážky etických okienok v šiestej kapitole. Základná idea, ktorá je viac či menej implicitne prítomná vo všetkých kapitolách tejto publikácie je, že pracovné prostredie hrá významnú úlohu pri formovaní morálneho myslenia a konania jednotlivcov. Keď si uvedomíme, že približne tretinu života strávime v pracovnom prostredí, a keď k tomu pričítame fakt, že charakter pracovného prostredia, v ktorom sa pohybujeme sa výrazne, hoci často neuvedomovane, podpisuje na našich hodnotách, postojoch a normách správania, je jasné, že morálna úroveň pracovného prostredia je extrémne dôležitá. Ovplyvňuje individuálnu rovinu morálky, teda morálku jednotlivca. Pri absencii etických pravidiel v pracovnom prostredí je otázna dlhodobá udržateľnosť podnikania a rešpekt zamestnancov pre záujmy firmy. Navyše, etické normy a princípy preukázateľne zvyšujú kvalitu pracovného života a spokojnosť zamestnancov, čím pozitívne ovplyvňujú pracovnú výkonnosť. Z tohto hľadiska sú manažéri, ako dominantní tvorcovia charakteru organizačnej kultúry, jednoznačne zodpovední za úroveň morálky v pracovnom prostredí. V prípade, že sa vedenie firmy podujme cielavedome budovať etickú organizačnú kultúru a implementuje etický kódex, musí riadenie tohto procesu zveriť kvalifikovanému odborníkovi. Manažéri by v tomto procese mali vystupovať ako rolové vzory pre ostatných zamestnancov, čo znamená, že oni sami by mali byť presvedčení o význame etického kódexu pre firmu.

Publikácie prof. PhDr. Anny Remišovej, CSc. na tému podnikateľskej a manažerskej etiky ako aj etických kódexov sú vysoko cenené a v odborných kruhoch uznávané. Nie je teda v tejto sfére žiadnym nováčikom. Túto skutočnosť zvyrazňuje aj fakt, že prof. PhDr. Anna Remišová, CSc. je v odborných kruhoch vnímaná ako zakladateľka vlastnej školy podnikateľskej etiky na Slovensku, ktorá má v súčasnosti už aj nasledovníkov. V novej publikácii *Vademékum*

*podnikateľskej etiky* autorka zúročila svoje bohaté praktické skúsenosti s implementáciou etiky do podnikovej praxe, ako aj svoje hlboké teoretické znalosti z oblasti podnikateľskej etiky ako vednej disciplíny. Pri koncipovaní práce vychádzala z poznatkov z vlastnej poradenskej činnosti pre významné slovenské firmy, v ktorých realizovala etické školenia. V jednej z celosvetovo najvýznamnejších chemických a petrolejárskych rafinérií vedie etickú poradňu a pôsobí aj ako členka etickej rady.

Práve prepojenie teórie s praxou činí z danej publikácie absolútne ojedinelý a hodnotný zdroj praktických informácií pre podnikateľskú sféru, odbornú a manažérsku verejnosť. Na slovenskom odbornom knižničnom trhu takýto typ publikácie dlhodobo absentoval. Pútavou a zrozumiteľnou formou vysvetľuje, prečo je etika v ekonomike dôležitá a najmä, ako môžu podnikatelia, resp. manažéri uviesť etické princípy do každodennej praxe vo svojich podnikoch. Publikácia poukazuje na to, že bez toho, aby sa etika stala systematickou súčasťou riadenia, nemožno dosiahnuť jej presadenie na všetkých úrovniach organizácie.

*Vademékum podnikateľskej etiky* by nemalo chýbať v knižnici ktorejkoľvek firmy. Zároveň táto publikácia môže slúžiť aj ako základná literatúra v rámci výučby podnikateľskej etiky pre študentov vysokých škôl. Možno ju odporúčať aj špecialistom, ktorí sa rozhodli pre poradenskú činnosť pre firemnú prax v oblasti etiky.

*Mgr. Anna Lašáková, PhD.*

# Valné zhromaždenie SAF

**V**alné zhromaždenie Slovenskej asociácie podnikových finančníkov, ktoré sa uskutočnilo 4. apríla 2012, hodnotilo činnosť za uplynulý rok a formulovalo najdôležitejšie úlohy asociácie v roku 2012. Výsledky aj plány prezentoval prezident SAF Andrej Révay. Schválené dokumenty sú uverejnené na [www.asocfin.sk](http://www.asocfin.sk)

časopisu Finančný manažér, sa zameriavala predovšetkým na plnenie plánu činnosti asociácie a jej chodu, na organizovanie odborných podujatí a prípravu konferencie, ďalej na získavanie a prípravu odborných článkov pre časopis, prípravu a realizáciu brainstormingov v užšom kruhu.



Na snímke pohľad na účastníkov Valného zhromaždenia SAF

## Činnosť SAF v roku 2011

V roku 2011 bola činnosť SAF zameraná na plnenie odborných zámerov v troch hlavných oblastiach činnosti: semináre, časopis a konferencia. Okrem seminárov a konferencie sa odborné zámery realizovali formou odborných diskusií v rámci pracovných skupín, aktívnou účasťou na podujatiach spolupracujúcich spoločností, spoluprácou so zahraničnými partnerskými organizáciami, prípravou vzdelávacích programov pre členov SAF, ako aj vydávaním odborného časopisu Finančný manažér pre svojich členov a taktiež zverejňovaním informácií na internetových stránkach [www.asocfin.sk](http://www.asocfin.sk).

Správna rada v roku 2011 zasadala celkom 5-krát. Činnosť Správnej rady, Rady starších, vedúcich odborných komisií, členov redakcie a redakčnej rady

Veľmi dôležitú úlohu v živote SAF má spolupráca s MF SR, Výborom pre financie, rozpočet a menu Národnej rady SR, MS SR, ako i spolupráca v rámci asociácií, členov EACT a IGTA. Veľa času bolo venovaného rokovaniam pri príprave Registra účtovných závierok, zmenám účtovných a daňových zákonov, európskej legislatíve. Asociácia bola v uplynulom roku veľmi aktívna pri pripomienkovaní zákonov z dielne MF SR, MH SR a MS.

Okrem zakladajúcich a riadnych členov má SAF aj čestných členov – prof. Karol Vlachynský a prof. Božena Hrvoľová z EU v Bratislave, Ing. Oľga Dzurková, Ing. František Sieklik, Ing. Roman Dvorčák, Ing. Peter Daniel a Ing. Peter Krištofík získali čestné členstvo za dlhoročnú prácu v prospech asociácie a šírenie dobrého mena SAF.

## Odborné semináre/konferencie v roku 2011 (www.asocfin.sk)

### ► Prijaté a pripravované opatrenia v odvodových a daňových povinnostiach a ich vplyv na podnikateľské prostredie

**Prednášajúci:** Richard Sulík, predseda NR SR, Marián Jusko, prezident RÚZ

### ► Aktuálne informácie v oblasti správy daní a poplatkov a účtovníctva

**Prednášajúci:** Ing. B. Jurčíková, DÚ pre vybrané subjekty, Ing. M. Horváthová, MF SR

### ► Význam informácií pre transparentnosť podnikateľského prostredia

Brainstorming so zástupcami MF SR a MS SR

### ► Novelizácia Zákonníka práce - aktuálne informácie z pripravovaných legislatívnych úprav (Odborná diskusia pred VZ SAF)

**Prednášajúci:** RNDr. Xaver Gubáš, hlavný poradca ministra, MPSVR SR

### ► Vymožitelnosť práva, exekúcie, register exekúcií, aplikačné problémy v praxi

(odborné podujatie pre exekútorov, správcov a členov SAF)

**Prednášajúci:** JUDr. Jozef Ďurica, exekútor, JUDr. Alena Szalayová, exekútor, JUDr. Zuzana Kamenská, MS SR, JUDr. Branislav Pospíšil, advokát, MS SR, Ing. Miloslav Andraško, MH SR, Mgr. Daniel Pitoňák, NARMSP

### ► Nová realita finančného manažéra

(spoločný seminár SAF a IBM)

**Prednášajúci:** za SAF: Ing. Andrej Révay, Ing. Miroslav Galamboš

### ► Aktuálne zmeny v podnikateľskom prostredí s aspektom na zníženie podnikateľského rizika

**Prednášajúci:** Ing. Katarína Šebejová, Trend, Ing. Viera Laszová, MF SR, Ing. Róbert Merva, MH SR, Ing. Ján Dutko, MV SR, JUDr. Zuzana Kamenská, MS SR, JUDr. Branislav Pospíšil, advokát, MS SR, RNDr. Lubor Malina, em-fin, s.r.o., Ing. Daniel Pitoňák, NARMSP, MH SR

### ► Odborná diskusia na tému dlhovej krízy a jej dopadoch za účasti finančných manažérov významných inštitúcií a podnikov

Najvýznamnejšou aktivitou SAF je každý rok konferencia **Finančné riadenie podnikov**. Jej v poradí 9. ročník sa uskutočnil 13. októbra 2011 pod záštitou guvernéra NBS Jozefa Makúcha.

Konferenciu organizovala SAF v spolupráci s Eco-pressom – vydavateľom Hospodárskych novín. V predvečer konferencie sa – tak, ako každý rok – konala recepcia pre účastníkov konferencie a pozvaných hostí. Tentoraz mala o čosi slávnostnejší nádych – prítomní si na nej pripomenuli 15. výročie založenia SAF.

#### Na konferencii odzneli príspevky týchto prednášajúcich:

Jozef Makúch, guvernér NBS, Ján Tóth, riaditeľ Inštitútu finančnej politiky MF SR, Elena Kohútiková, členka predstavenstva VÚB a.s., Christoph Kaderli, IBM, Ing. Stanislav Krivý, manažér oddelenia investičného bankovníctva ČSOB, Ing. Adrián Belánik, MF SR, Ing. Tomáš Gajdoš, MH SR, Ing. Vladimír Podstránsky, E.I.C., a.s., Ing. Miroslav Džupinka, INTE-RAUDIT združenie, audítor, Ing. Radoslav Jonáš, MŽP SR.

#### SAF pre svojich členov

Hlavné zámery v tejto oblasti smerovali už tradične do vytvárania platformy na výmenu skúseností a názorov v oblasti finančného riadenia podnikov, podnikateľského prostredia a vzdelávania. Dôležitou úlohou SAF je presadzovať záujmy svojich členov – podnikateľskej sféry – pri posudzovaní a pripomienkovaní zámerov výkonnej a zákonodarnej moci na národnej a tiež európskej úrovni. SAF má vybudované dobré meno pre dobré partnerstvo s MF SR a s parlamentným výborom pre financie, rozpočet a menu hlavne pre oblasť tvorby legislatívy. Pre svojich členov sa SAF snaží sprostredkovať nové informácie z oblasti ekonomických zákonov a formou seminárov prediskutovať ich význam a dopady na činnosť finančných manažérov, hospodárenie subjektov a pod.

SAF pokračovala v ponuke vzdelávania na základe zmluvy s ACT. Ide o program „Treasury management“ ako medzinárodne uznávaný certifikačný program. Cena programu bola pre členov SAF zvý-

hodnená 20-percentnou zľavou a táto ponuka platí aj v tomto roku. Celkovo sa doteraz zúčastnilo tohto vzdelávania 6 členov SAF.

Informácie o konaných a pripravovaných aktivitách sú zverejňované na stránkach SAF: [www.asocfin.sk](http://www.asocfin.sk).

## Máme priveľa vysokých škôl

Tradične sa na úvodnej, slávnostnej časti valného zhromaždenia SAF 4. apríla 2012 zúčastnili hostia – tento rok to bol rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave prof. Rudolf Sivák a prezident Republikovej únie zamestnávateľov Marián Jusko.

„Absolventi Ekonomickej univerzity v Bratislave sú druhí najlepšie platení, po absolventoch Slovenskej technickej univerzity,“ konštatoval prof. Sivák.

V súčasnosti existuje na Slovensku 27 fakúlt ekonomického a manažérskeho zamerania. Je to veľa, jednak z hľadiska kvality výučby, jednak z hľadiska potrieb trhu práce.

Zosúladenie potrieb trhu práce a systému vzdelávania bolo jedným z bodov memoranda, ktoré zamestnávateľské inštitúcie ešte začiatkom marca, tesne pred parlamentnými voľbami, adresovali budúcej vláde.

O jednotlivých požiadavkách či stanoviskách zamestnávateľov informoval prezident Republikovej únie zamestnávateľov Marián Jusko. Viac sa dozviete z rozhovoru, ktorý poskytol FM.



Rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave prof. Rudolf Sivák sa vo svojom vystúpení venoval téme vysokoškolského vzdelávania na Slovensku vo väzbe na hospodársku prax a trh práce. Upozornil na neúmerný nárast počtu vysokých škôl za posledných 20 rokov. Zatiaľ čo v rokoch 1989 až 1990 študovalo na 13 vysokých školách na Slovensku 63-tisíc študentov, v roku 2011 ich na 37 vysokých školách a univerzitách (z toho 20 verejných, 14 súkromných a troch štátnych) študovalo 250-tisíc.

*Na snímke hlavní hostia VZ SAF s prezidentom SAF – zľava prof. Rudolf Sivák (rektor EU), Andrej Révay (prezident SAF) a Marián Jusko (prezident RUZ)*

# Uskutočnené semináre a workshopy SAF

## **Pohľadávky v obchodných vzťahoch - nástroje na zníženie rizika z neplatenia**

V dňoch 24. a 25. mája 2012 sa uskutočnil v hoteli Magnólia v Piešťanoch dvojdňový seminár, ktorý bol zameraný na riešenie širších problémov súvisiacich s firemnými pohľadávkami a následnými problémami financovania potrieb podniku.

V prvom dni boli prediskutované problémy v oblasti vymáhania pohľadávok z pohľadu vplyvu nových legislatívnych úprav (JUDr. A. Szálavová). Ing. S. Záhorcová vo svojom príspevku otvorila tému zmenky a biancozmenky ako zabezpečovacieho nástroja a jeho uplatnenia v konkurznom konaní. Zaujímavú diskusiu vyvolalo vystúpenie Ing. D. Pukača z Eximbanky, ktorý sa venoval poisteniu obchodovateľného rizika so zameraním na cezhraničné pohľadávky. Tému **Riešenie pohľadávok sektora verejnej správy a pohľadávok voči podnikom s účasťou štátu púta-  
vým spôsobom predniesol Ing. Martin Senčák, vedúci úradu MZ SR.**

Osvedčený lektor JUDr. Branislav Pospíšil sa zamerával na Zmeny v korporátnych bankrotach, čo vyvolalo dlhú diskusiu hlavne zúčastnených správcov. Riaditeľ spoločnosti VÚB Factoring, a.s. Ing. Dušan Čižmárik oboznámil účastníkov s možnosťami faktoringu pohľadávok v čase ekonomickej a finančnej krízy. Cenný príspevok **Procesy riadenia reštrukturalizácie firiem (nevynútených hrozbou konkurzu) prezentoval Ing. Radovan Čechvala.** Záujem zúčastnených sa prejavil aj pri poslednej téme seminára **Účtovné a daňové aspekty postúpenia a odpísania pohľadávky, ktorú uviedol Ing. Martin Tužinský, PhD.**

Tento seminár bol MS SR uznaný ako odborné podujatie pre vzdelávanie správcov. Jednotlivé príspevky si môžete pozrieť na stránkach SAF [www.asocfin.sk](http://www.asocfin.sk) v rubrike Realizované konferencie a semináre.



*Lektor JUDr. Branislav Pospíšil  
počas svojho vystúpenia*

## **Stretnutie finančných manažérov k dlhovej kríze**

Po pol roku pokračovala pod gesciou SAF diskusia finančných manažérov k dlhovej kríze, jej vývoju a očakávaniam. Stretnutie sa konalo 28. mája 2012 za účasti guvernéra NBS Jozefa Makúcha, bývalého guvernéra Ivana Šramka, zástupcov bánk (VÚB – Elena Kohútiková, UniCredit Bank – Miroslav Strokendl, Volksbank – Vladimír Vaňo) a zástupcov veľkých podnikov (Železiarne Podbrezová, Mondi, Matador, Duslo, GGE, IBM Slovensko, Doprastav, PosAm, Axasoft) a tiež zástupcov odbornej verejnosti. Guvernér NBS informoval účastníkov o doterajšom vývoji ekonomiky Slovenska a krátkodobých očakávaniach z európskeho pohľadu. Prevládajú optimistické tendencie. Pán Šramko uviedol najnovšie údaje európskeho vývoja, ktoré tiež charakterizoval ako mierne optimistické. V ďalšom sa rozvinula diskusia o úlohe bánk, nových reguláciách finančného sektora a o zdrojoch financovania podnikov. Diskusiu významným spôsobom obohatil analytik Volksbank pán Vaňo.

### Workshop Finančné riadenie podnikov – riadenie likvidity, riadenie cash flow, uplatňovanie softvérových nástrojov

Z iniciatívy SAF a írskej spoločnosti idconsulting s.r.o. sídliacej v Českej republike sa dňa 30. mája 2012 v priestoroch Írskeho veľvyslanectva v Bratislave a za účasti írskeho veľvyslanca konal workshop zameraný na riadenie likvidity a cash flow v podnikoch rôznej veľkosti. Boli prezentované nasledovné témy:

1. **Úlohy a výzvy spoločnosti pri riadení treasury, pracovného kapitálu a pri realizácii platobného styku** - Petr Jablonsky, Risk & Insurance Manager, Michal Ebrle, programmer analyst, NET4GAS
2. **Ako sme spojili SW a treasury – TMS pomáha pri riadení cash flow, treasury, pracovného kapitálu aj platobného styku** - Gary Thomas, Managing Director, idconsulting s.r.o. on behalf of Salmon Software, Michal Beneš, Senior Manager, Grant Thomson Advisory on behalf of Salmon Software

V diskusii veľmi iniciatívne vystúpili zástupcovia členov SAF – ZSE a SPP.

### Workshop s Branislavom Ďurajkom, partnerom KPMG, na tému Harmonizácia daní v EÚ

V rámci svojich plánovaných aktivít Komisia SAF pre dane a clá (vedúci Ing. M. Galamboš) pripravila zaujímavý workshop určený pre vrcholový manažment na dlhodobo diskutovanú európsku tému Harmonizácia daní v EÚ. Workshop sa konal dňa 6. júna 2012 v priestoroch hotela Zochova chata, Modra – Piesok a zúčastnilo sa ho 34 účastníkov. Postupne boli prediskutované nasledovné témy:

1. **Zmluva o EÚ a jej vplyv na vývoj v oblasti daní** (Smernice EÚ a dane, Nariadenia EÚ, ECJ rozhodnutia)
2. **Harmonizácia a vývoj v oblasti priamych daní** (CCCTB, Transférové oceňovanie, financial transaction tax, bankové dane)
3. **Harmonizácia a vývoj v oblasti nepriamych a ostatných daní** (DPH, Spotrebné dane, Dane z osobných aut, Daň z nákladných aut – Eurovignette, Daň zo zhromažďovania kapitálu, Sociálne poistenie)



Írsky veľvyslanec v rozhovore s prezidentom SAF  
A. Révayom počas workshopu

Workshop bol vedený pánom Ďurajkom na vysokej odbornej úrovni. Vo veľmi fundovanej diskusii vystúpili pani Smolková (Matador Group), pán Sadloň (Slovnaft), pani Meager (SPP), pán Minársky, pani Kvačkajová (Železiarne Podbrezová), pani Slezáková (Slovintegra). Účastníci s priebehom workshopu vyjadrili spokojnosť.

### Trend Business Breakfast

Trend pod záštitou SAF zrealizoval dňa 12 júna 2012 v Hoteli Kempinski v Bratislave panelovú diskusiu na tému **Rozvíjajte biznis na základe dát, nie intuície**. Na stretnutí odzneli základné príspevky od panelistov z IBM, Volksbank, Kovohuty, BDO a SAF. Jednotliví prednášajúci (Marian Bódi, Ondřej Bothe, Petr Sekera, Ján Čarnogurský, Petr Kymlička a Andrej Révay) diskutovali zmeny v úlohe a postavení finančných riaditeľov, venovali sa spoľahlivosti zdrojov informácií pre rozhodovanie a tiež nástrojom na zvýšenie spoľahlivosti informácií a transformácii dát na informácie pre rôzne úrovne hierarchie riadenia.

### Komisia dane a clá

Dňa 20. júna 2012 sa v rámci spolupráce s Ekonomickou univerzitou v Bratislave zišlo rozšírené zasadnutie Komisie SAF pre dane a clá pod vedením Ing. Miroslava Galamboša za účelom zhromaždenia a spracovania pripomienok k novele zákona o DPH. Okrem zástupcov firiem – členov SAF sa zasadnutia zúčastnili aj vysokoškolskí učitelia z Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity. Počas dvojhodinového zasadnutia sa zjednotili názory jednotlivých firiem na formuláciu pripomienok. Záverečným spracovaním pripomienok zaslaných na MF SR bol poverený p. Galamboš.

*Eduard Hozlár*



*Účastníci workshopu si so záujmom vypočuli vystúpenie B. Ďurajku*

# Správa študentov Ekonomickej univerzity zo Stredoeurópskej konferencie podnikových finančníkov v Budapešti

Dňa 3. mája 2012 sa na pôde Ekonomickej univerzity uskutočnila prednáška p. Georgea Juscsaka, výkonného riaditeľa banky J.P.Morgan Asset Management. Prednášková sála bola naplnená takmer do posledného miesta a po tejto prednáške nasledovala ďalšia, určená pre užší okruh vopred prihlásených študentov. Na tejto prihláške boli na základe proaktivity vybraní traja študenti, zástupcovia Ekonomickej univerzity, rôznych fakúlt, ktorí sa zúčastnili dvojdnovej Stredoeurópskej konferencie podnikových finančníkov v Budapešti.

Pre nás, ako študentov Ekonomickej univerzity, bola účasť na galavečeri a následnej konferencii veľkým prínosom. Počas svojho štúdia sa stretávame najmä s teoretickými poznatkami a s ľuďmi, ktorí sú z akademického prostredia. Je preto veľká pridaná hodnota, keď sa môžeme dostať k informáciám z praxe. Počas nášho pobytu v Budapešti sme sa rozprávali s ľuďmi, ktorí sú doma v oblasti podnikových financií a pohybovali sa v prostredí, do ktorého sa kariérnym rastom dostaneme o niekoľko rokov.

Ako študenti si samozrejme všímame a nasávame všetky možné teoretické a najmä praktické informácie. Môžem za všetkých troch povedať, že veľkým prínosom pre nás bola konferencia po obsahovej stránke, rovnako ako aj po stránke prezentačných zručností. V priebehu konferencie sme sa zoznámili s viacerými ľuďmi, ktorí sú kariérne na vyšších pozíciách. Považujeme za veľmi zaujímavé poznať jednotlivé príbehy kariérneho rastu, a inšpirovať sa nimi.

Veľmi oceňujeme spoluprácu Slovenskej asociácie podnikových finančníkov, banky J.P.Morgan a Ekonomickej univerzity. Je to veľmi dôležitý krok pre školu smerom k západnému systému vysokého školstva, kde spolupráca univerzít s vládou a ostatnými firmami je na úplne inej úrovni. Sme presvedčení, že na Ekonomickej univerzite je medzi študentmi ľudský kapitál, ktorý môžu firmy nielen pomôcť rozvíjať, ale aj aktívne využiť. Či už formou súťaží, inovatívnych tematických projektov alebo iným spôsobom, ktorý zapojí aktívnych študentov do firemných aktivít. Podporujeme tento druh spolupráce a dúfame, že v budúcnosti bude príležitostí tohto typu ešte viac.

*Bc. Maroš Činčura,  
Ing. Hanka Rohalová,  
Bc. Ján Marek*

# ENGLISH SUMMARY

On the last page we offer brief English summaries of all papers presented in the current issue of our quarterly journal.

## EDITORIAL

The editorial note is prepared by Andrej Révay, president of SAF. He presents his views on current activities in the world of treasury and introduces selected important activities of SAF for this year.

## INTERVIEW

### CECGA AND ISACA STARTED WITH THE COOPERATION

Zuzana KOPÁČIKOVÁ-ŠTEFANSKÁ

### INFORMATIONAL SOURCES FOR INCOME METHOD OF SHARES' EVALUATION

Božena HRVOLOVÁ – Jana MARKOVÁ

### IS THE NON-MONOTONOUS REACTION OF ECONOMY TO FISCAL CONSOLIDATION POSSIBLE?

Karol ZELENĚÁK

### SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES IN SLOVAK ECONOMY

Daniel PITOŇÁK

### FUTURE OF EUROZONE IN THE CONTEXT OF CHANGED CONDITIONS OF THE WORLD ECONOMY

Zuzana MORAVČÍKOVÁ – Edmund FIFEK

## REVIEWS

LAČNÝ, M.: Corporate social responsibility and corporative citizenship (Anna LAŠÁKOVÁ)

Remišová, A.: Vademecum of entrepreneurial ethics (Anna LAŠÁKOVÁ)

## ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

- **Annual meeting of SAF**
- **Realized seminars and workshops of SAF**
- **Students' report from the Central European Conference of Treasurers in Budapest**