

Vydává federální ministerstvo financí ČSFR ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economia, a.s. Praha

© federální ministerstvo financí ČSFR

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Jiří VĚTROVSKÝ: Mezinárodní finanční instituce a čs. reforma.....	93
Karel VLACHYNSKÝ: Základné kategórie finančného manažmentu podniku	101
Mojmír ONDRÁČEK: Platební bilance ve vztahu k vnitřní rovnováze, hospodářskému růstu a zaměstnanosti.....	110

Finance a úvěr v zahraničí

Tomas J.F. RIHA: Vliv zavedení daně z přidané hodnoty na celkové uspořádání daňového systému v Austrálii.....	126
---	-----

Uprostřed čísla: Frederic S. MISHKIN:
Ekonomie peněz, bankovnictví a finančních trhů (na pokračování - 4. část) ss. 125-152

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekcí vyd.
HarperCollins Publishers

Publishers: Federal Ministry of Finance of CSFR in Cooperation with Czechoslovak State Bank In Publishing House Economia, Prague

© Federal Ministry of Finance of CSFR

Editor's Office: Vinohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor In Chief : Ivan Kočárník

CONTENTS

Jiří VĚTROVSKÝ: International Financial Institutions and Our Economic Reform.....	93
Karel VLACHYNSKÝ: The Basic Categories of Enterprise Financial Management.....	101
Mojmír ONDRÁČEK: The Balance of Payments in Relation to Internal Equilibrium, Economic Growth and Employment	110

Finance and Credit Abroad

Tomas J.F. RIHA: The Introduction of VAT and Its Impact on the Tax System in Australia.....	126
---	-----

In this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets** (To Be Continued - Part IV) pp. 125-152

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Základné kategórie finančného manažmentu podniku

Karol VLACHYNSKÝ*

Pojmom finančný manažment označujeme spôsob organizácie a riadenia finančnej činnosti podniku v podmienkach trhového hospodárstva.

Manažerský prístup nazerá na podnikové financie z mikroekonomickej hľadiska, z hľadiska cieľa podnikateľskej činnosti, ktorý sa v trhovej ekonomike charakterizuje a kvantifikuje predovšetkým prostredníctvom finančných veličín. Finančný manažment plánuje a riadi procesy získavania a alokácie kapitálu vo vzájomných súvislostiach tak, aby maximálne prispievali k plneniu podnikateľského cieľa; súčasne organizovaním pohybu peňažných prúdov zabezpečuje platobnú schopnosť podniku a žiadúci stupeň likvidity. Plneniu týchto úloh slúžia aj všetky formy podnikových finančných analýz a plánov.

Podnik je obklopený ekonomickým okolím, musí na jeho konkrétny stav reagovať. Finančný manažment ho však hodnotí z vnútra podniku. Kladie a rieši otázku: čo je potrebné vo finančnom hospodárení podniku robiť, aby sa - pri danom stave ekonomickejho okolia - podnikateľský cieľ plnil čo najlepšie.

V našich podmienkach sa ešte donedávna trh a jeho zákonitosťi veľakrát chápali ako rušivý faktor centralizovaného plánovitého riadenia. Na finančné instrumentárium a peňažné vzťahy vôbec sa pozeralo ako na nástroje zabezpečujúce plnenie plánovaných úloh. Suverenita podnikov všeobecne a vo finančnom hospodárení osobitne bola minimálna. V takej situácii nemalo zmysel hovoriť o finančnom manažmente.

Ekonomická reforma však prechod k rozvinutému trhu vo všetkých jeho segmentoch, pluralitu vlastníckych foriem a na ľu nadvážujúcu suverenitu podnikov, rozbitie monopolného charakteru vnútorného trhu, otvorenie sa medzinárodnej konkurencii, cenovú liberalizáciu a vnútornú konvertibilitu meny chápe ako nutné podmienky efektívneho rozvoja našej ekonomiky. To spôsobuje, že financie sa v podnikoch stávajú základom rozhodovacích procesov. Otázky finančného manažmentu sa preto dostávajú do popredia záujmu podnikových riadiacich štábov.

Moderný finančný manažment pracuje s celým radom kategórií a pojmov. V ďalšom chcem poukázať na štyri základné, ktorým sa v doterajšom systéme nášho finančného hospodárenia venovala celkom nedostatočná pozornosť. Sú to prúdy peňažných hotovostí, riziko, čas a úroková miera (sadzba).

* Doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., pracovník Národohospodárskej fakulty VŠE Bratislava
Príspevok bol odovzdaný redakcii 31.1.1991.

Prúdy peňažných hotovostí (cash-flow)

Výraz sa používa v dvoch významoch:

- *brutto cash-flow* označuje všetky peňažné príjmy a výdavky podniku za isté obdobie (napr. za rok);

- *netto cash-flow* vyjadruje pozitívne saldo bežných peňažných príjmov a výdavkov, do ktorých nie sú zahrnuté výdavky investičného charakteru. Inakšie povedané - ide o peňažné zdroje, ktoré nie je potrebné momentálne vynakladať na zabezpečenie reprodukcie podnikovej činnosti, o použití ktorých môže teda podnik rozhodovať z dlhodobejších hľadišť. Netto cash-flow zahŕňa (ak odhliadneme od niektorých drobnejších položiek) realizované odpisy a zisk.

Plánovanie, sledovanie a analýza cash-flow v obidvoch uvedených dimenziách sú v trhovej ekonomike nutne v centre pozornosti podniku. Prebytok peňažných príjmov nad výdavkami a primeraná rezerva pohotových platobných prostriedkov na preklenutie prípadných krátkodobých výkyvov sú predpokladom jeho platobnej schopnosti. Len vtedy, keď podnik zabezpečuje taký prebytok v hociktorom časovom momente, má istotu, že splní načas všetky svoje peňažné záväzky. Trvalá platobná schopnosť je prvoradou podmienkou prežitia podniku v trhovej ekonomike. Je základom dôvery účastníarov, dodávateľov a veriteľov, základnou črtou dobrej povesti firmy.

V našej podnikovej praxi sme zatiaľ boli zvyknutí posudzovať podnik podľa jeho nákladov, výnosov a zisku. Každý ekonóm však vie, že výšku zisku možno ovplyvniť rôznymi zásahmi, ktoré majú viac-menej účtovnícky charakter. Je to napr. spôsob časového rozlíšenia nákladov, spôsob oceňovania zásob (najmä zásob nedokončenej výroby), spôsob odpisovania základných prostriedkov a iné. Okrem toho jestvuje časový nesúlad medzi momentom vzniku nákladov a výdavkov, tržieb a príjmov. Najmarkantnejšie je to pri hmotnom investovaní a pri výdavkoch na výskum a vývoj.

To všetko znamená, že evidenciou vykázaný zisk a odpisy sa v jednotlivých obdobiah kvantitatívne nekryjú s netto cash-flow. Preto sa viacerí autori vyslovujú v tom zmysle, že bilančný zisk je istý názor na finančné výsledky podniku, ale cash-flow je tvrdá realita jednoznačne zrejmá z bankového konta firmy, ktorú nemožno účtovníckymi machináciemi ovplyvniť.¹

Napriek tomu sa u nás otázky objemového a časového zlaďovania peňažných prúdov (príjmov a výdavkov) neposudzovali a dosiaľ neposudzujú - na rozdiel od podmienok v rozvinutej trhovej ekonomike - ako prioritné. Je to preto, že pri štátnom vlastníctve podnikov a pri direktívnom systéme riadenia s dôrazom na plnenie vecných úloh plánu nemala platobná neschopnosť za následok pozastavenie dodávok od dodávateľov, odmietnutie ďalšieho úveru bankou, alebo dokonca likvidáciu podniku - a to napriek tomu, že platobná neschopnosť dosahovala a dosahuje celoštátne desiatky miliárd korún.

Nové podmienky však nútia zásadne zmeniť názor na tieto otázky. Konkrétnie to znamená:

- Zmeniť systém finančného plánovania v podnikoch tak, aby sa otázky cash-flow a platobnej schopnosti dostali do popredia záujmu. Platí to nielen pre krátkodobé plánovanie s časovým horizontom do jedného roku (teda pre finančné rozpočtovanie); z hľadiska vývoja peňažných prúdov hotovostí treba posudzovať aj

¹ "Zisk ešte neznamená viacej peňazí v banke." [Dobbins-Witt 1988, s. 38.]

dlhodobejšiu finančnú perspektívu podniku (v rámci finančného predvídania). Metodiku tohto zmeneného prístupu, práve tak ako časový horizont finančného predvídania nemôže podniku v súčasnosti nikto nariadiť - je to vec jeho vlastného záujmu a rozhodnutia.

- Všeobecná monetizácia ekonomiky vedie k tomu, že platobná neschopnosť bude pre podniky vyúsťovať do dôsledkov známych v trhovej ekonomike. Preto ju podnikové vedenia musia posudzovať a analyzovať s plnou vážnosťou. V podmienkach liberalizovaných cien môže platobná neschopnosť vznikať v zásade len z troch dôvodov:

- podnik sa svojimi nákladmi "nev mestí" do ceny, produkuje stratu;
- vyrába výrobky, ktoré nenachádzajú odbyt;
- predáva zákazníkom, ktorí mu neplatia.

Takto jednoducho formulované príčiny navodzujú triviálne, aj keď všeobecne platné, opatrenia k napravenej: znižovať náklady, inovať výrobky a predávať len solventným zákazníkom. Pravda, situácia každého podniku je neopakovateľná, je výsledkom zložitej spleti vnútorných a vonkajších vzťahov. Preto hrozba vzniku alebo vznik platobnej neschopnosti v podniku vyžadujú konkrétnu analýzu a na ňu nadväzujúce manažérské rozhodnutia.

Riziko

Riziko ako jednoznačne definovaný pojem sa v ekonómii nepoužíva dlho.² Postupne sa však problematika rizika rozpracúvala a v súčasnosti je jednou zo základných kategórií finančného manažmentu. Pri práci s ňou sa vychádza z predpokladu, že pri rozhodovaní o hodnotom ekonomickej projekte v podniku jestvuje vždy viacero možných variantov riešenia. Podnikové vedenie sa rozhoduje pre variant, ktorý sľubuje priniesť najvyšší úžitok. Varianty s vyššou užitočnosťou sú však sprevádzané zvyčajne aj vyším rizikom. Ide teda o to, rozhodnúť sa pre variant prinášajúci čo najvyšší úžitok, pri ktorom je však riziko pre podnik ešte prijateľné. Podmienkou rozhodovania je kvantifikovať jednak užitočnosť, jednak rizikosť jednotlivých variantov.

Kvantifikácia užitočnosti vychádza z formulácie cieľa (resp. cieľov) podnikovej činnosti - najužitočnejší je ten variant, ktorý najlepšie prispieva k plneniu podnikových cieľov. V otázke formulácie podnikových cieľov však názory ekonómov nie sú zdáleka jednotné.

Klasický prístup tvrdí, že podnik sleduje jeden integrálny cieľ, a to maximalizáciu zisku. Pritom sa však náhľady rôznia v tom, či je to maximalizácia z krátkodobého, alebo dlhodobého hľadiska, či ide o maximalizáciu zisku bilančného (účtovného), alebo tzv. zisku ekonomickejho.³

Novšie smery zastávali názor, že podnik súčasne sleduje viacero cieľov, pričom niektoré z nich sú v konkurenčnom vzťahu. Ide o tzv. teóriu mnohosti podnikových cieľov. Vychádza z toho, že v podniku jestvujú viaceré sociálne skupiny účastníkov reprodukčného procesu (vlastníci, manažéri, radoví pracovníci) s vyhľadenými záuj-

² V zásade je to od roku 1921, keď bola vydaná dnes už klasická kniha F.H. Knighta: Risk, Uncertainty and Profit. Riziko sa tu definovalo ako taká neistota, pri ktorej sme schopní pomocou rozličných - najčastejšie štatistikých - metód kvantifikovať možnosť, resp. pravdepodobnosť vzniku nepriaznivých alternatív. [Knight 1921]

mami presadzovanými pomocou istých spoločenských sôl, ako aj záujmy ekonomickejho okolia podniku (dodávateľov, odberateľov, spoločnosti ako celku). Všetky tieto záujmy ovplyvňujú formuláciu podnikových cieľov.⁴

Zhruba v poslednom desaťročí začína prevládať názor, že podniky sledujú dva základné ciele: ziskovosť z dlhodobého hľadiska a stabilitu - teda vlastne maximálny zisk a minimálne riziko. Sú to zrejme ciele do istej miery konkurenčné, a preto riešenie má vždy kompromisný charakter. Jeho kvantifikáciou je rast trhovej ceny podnikového majetku (v účastinnej spoločnosti rast trhovej ceny účastní).⁵

Kvantifikácia podnikového rizika (resp. rizika jednotlivých variantov riešenia) je ešte zložitejším problémom. Vo všeobecnosti možno riziko členiť na:

- riziko podnikateľské, ktoré zahŕňa jednak trhové riziko (či podnikový produkt bude vôbec predaný a za akú cenu), jednak riziká súvisiace s prevádzkou podniku (zlyhanie zamestnancov, defraudácia, uzavretie obchodu s nespoľahlivým partnerom, chyby v podnikovom informačnom systéme atď.),

- riziko finančné, ktoré zahŕňa riziko úverové, úrokové, kurzové a riziko likvidity.⁶

Budúcu užitočnosť jednotlivých variantov, resp. riešení môže podnikové vedenie len s väčšou alebo menšou presnosťou odhadovať. Hodnoty očakávanej užitočnosti sa môžu pohybovať v istom intervale (kolísat' okolo nejakej veličiny), pričom dosahovanie jednotlivých hodnôt možno očakávať len s istou pravdepodobnosťou. Ak sme schopní takéto rozloženie pravdepodobnosti dostatočne spoľahlivo formulovať, stanoví sa potom očakávaná užitočnosť ako priemer možných efektov vážený pravdepodobnosťou ich výskytu. Intenzita rizika sa v takom prípade kvantifikuje veľkosťou smerodajnej odchýlky daného rozloženia pravdepodobnosti - čím je táto odchýlka väčšia, tým je variant rizikovejší. V praxi je však taký postup t'ažko aplikovateľný práve preto, že nie sú k dispozícii potrebné rozloženia pravdepodobnosti.

Lepšia situácia je v rozvinutých ekonomikách pri hodnotení rizikovosti jednotlivých cenných papierov - teda pri hodnotení rizikovosti finančného investovania. Intenzitu rizika tu na základe údajov finančného trhu kvantifikujú špecializované inštitúcie.⁷

Ani pri splnení podmienky kvantifikácie užitočnosti a rizika možných variantov nie je rozhodovací proces jednoznačný. Pôsobí pri ňom aj subjektívny faktor. Jednotliví ľudia a jednotlivé podnikové riadiace štáby majú totiž rozdielny vzťah k riziku. Jestvujú podnikateľské subjekty s averziou k riziku, ktoré sú ochotné akceptovať

³ Ekonomický zisk sa výčísluje ako rozdiel medzi výnosmi a nákladmi stanovenými pri uplatnení princípu "nákladov stratených príležitostí" (opportunity costs). Znamená to, že použitie výrobných faktorov sa oceňuje nie účtovnými nákladmi, ale výnosom, ktorého sme se vzdali tým, že ich používame tak, ako ich používame. Tak napr. tým, že isté zariadenie používame pri reprodukčnom procese v podniku, vzdávame sa možnosti prenajať ho inému a inkasovať nájomné. Preto jeho použitie v podniku možno oceniť výškou možného nájomného, ktorého sme sa vzdali, atď. Podrobnejšie pozri napr. [Blair-Kenny 1987, s. 185 n.].

⁴ podrobnejšie napr. [Simon 1967, s. 1-10], [Franke-Hax 1988, s. 1-28]

⁵ podrobnejšie napr. [Levy-Sarnat 1978, s. 9-11], [Bruce-McKern-Pollard-Skully 1989, s. 2-5]

⁶ Prehľad a vzájomnú súvislosť podnikových rizík pozri napr. [Sarwall 1989, s. 11-16].

⁷ Vo Veľkej Británii London Business School na základe mesačných burzových údajov za posledných päť rokov spracováva a každý kvartál publikuje kvantifikáciu rizikovosti približne 2 000 domáčich účastní [Dobbins-Witt 1988, s. 73]. Podobne napr. v Austrálii burza - Australian Stock Exchange - kvantifikuje rizikovosť účastní 400 najväčších spoločností [Bruce-McKern-Pollard-Skully 1989; Sarwall 1989].

zvýšené riziko len vtedy, keď prírastok očakávanej užitočnosti riešenia je vyšší než prírastok rizika. Na druhej strane podnikateľské subjekty so sklonom k riziku sú ochotné prijať aj rýchlejší rast rizika, než je rast užitočnosti (pravda, zasa len do určitého stupňa).⁸

Finančný manažment pracuje s kategóriou rizika pri riešení mnohých otázok. Osobitne významné je to však v dvoch problémových okruhoch. Sú to:

a) *investičné rozhodnutia*, a to ako pri vecnom (reálnom), tak aj pri finančnom investovaní. Pri vecnom investovaní - tj. pri získavaní kapacít pre reprodukčný proces - sa pracuje s dlhodovým odhadom budúcich efektov, ktoré možno určovať len s istým stupňom pravdepodobnosti. Čím dlhšie je obdobie, na ktoré treba odhady spracovať (obdobie životnosti investovaním nadobudnutých kapacít), tým menšia je spoľahlivosť odhadu a s tým rastie aj stupeň rizika. Pri finančnom investovaní sa nejedná o vývoj rizikovosti v čase, ale o rozdielnu rizikovosť rôznych cenných papierov v reálnom čase;

b) *rozhodnutia o optimalizácii štruktúry podnikového kapitálu*. Tieto v sebe zahŕňajú riešenie troch čiastkových otázok:

- pomeru medzi vlastným a cudzím kapitálom,
- zloženia cudzieho kapitálu z hľadiska návratnosti (pomer dlhodobých a krátkodobých záväzkov),
- objemu mimobilančného financovania.⁹

Tradične sa o týchto otázkach rozhodovalo podľa "ceny" jednotlivých štrukturálnych zložiek kapitálu pre podnik. Moderný finančný manažment do rozhodovacích kritérií vnáša ocenenie finančného rizika (najmä rizika likvidity). Logika úvah je nasledujúca: Rast podielu cudzieho kapitálu znižuje vážený priemer "ceny" kapitálu, nakoľko úroky z úveru sú súčasťou nákladov, a preto znižujú základ dôchodkovej dane. Súčasne však rast úverovej zaťaženosťi zvyšuje riziko vzniku nákladov spojených s platobnou neschopnosťou a s jej prekonávaním (až vrátane nákladov možnej likvidácie podniku). Optimálna štruktúra kapitálu minimalizuje súčet "ceny" kapitálu a nákladov spojených s daným stupňom finančného rizika.¹⁰

V našich doterajších podmienkach sa kategória rizika pri riadení finančného hospodárenia podnikov nedoceňovala a dosiaľ nedoceňuje. Obidve skupiny rozhodnutí, o ktorých sme sa zmienili - tj. investičné rozhodnutia a rozhodnutia o štruktúre kapitálu -, boli v zásade prijímané mimo podniku v rôznych nadpodnikových orgánoch a dovádzané do podnikov rozpisom plánu po riadiacej vertikále. Preto sa podniky za také rozhodnutia necitili zodpovedné. Nekonali pod tlakom rizika, že finančný neúspech povedie až k ich prípadnej likvidácii ako hospodáriaceho subjektu.

Prechod k trhovému hospodárstvu situáciu mení. Preto bude potrebné veľa vykonať v problematike kvantifikácie rizík podnikov v našich konkrétnych podmienkach a vo využívaní týchto kvantifikácií pri finančných rozhodnutiach.

⁸ Teóriu očakávanej užitočnosti ako prví formulovali John von Neumann a Oscar Morgernstern v štyridsiatych rokoch (podrobnejšie [von Neumann-Morgernstern 1944]).

⁹ Rozumie sa pod tým získavanie zdrojov formami, ktoré neovplyvňujú priamo štruktúru podnikového kapitálu vykázanú v bilancii: leasing, factoring a forfaiting.

¹⁰ Úvahy sú založené na známej analýze vplyvu štruktúry kapitálu na oceňovanie firmy vykonanej koncom päťdesiatych rokov F. Modiglianim a M. Millerom (tzv. M&M-prístup). Prvé zverejnenie: - [Modigliani-Miller 1958]. Myšlienky boli ďalej rozvinuté v mnohých prácach.

Čas ako faktor finančného rozhodovania

Rešpektovanie faktora času pri finančnom rozhodovaní je založené na vcelku triviálnom poznatku, že finančné zdroje, ktoré sú k dispozícii v súčasnosti, majú vyššiu hodnotu než zdroje, ktoré budú k dispozícii v budúcnosti. Veľkosť rozdielu je ovplyvnená výškou úrokovej sadzby, s ktorou pracujeme pri aktualizácii budúcich efektov.

Zohľadňovanie času prepočtom efektov na súčasnú hodnotu sa vo finančnom manažmente uplatňuje pri riešení viacerých problémov. Sú to najmä investičné rozhodnutia, stanovovanie trhovej ceny majetku, kalkulácie výhodnosti leasingu a iné.

a) *Investičné rozhodnutie* sa tu chápe v najširšom zmysle slova ako dlhodobé vloženie prostriedkov s cieľom získať v budúcnosti isté efekty. Pri hodnotení variantných riešení je základným kritériom výberu spravidla výška čistej súčasnej hodnoty projektu. Aj keď ide len o jednu z možných a používaných metód,¹¹ v modernom manažmente sa považuje za najspôsahlivejšiu, a preto rozhodujúcu. Základný prístup (platný plne pri projektoch s jednorazovým vkladom prostriedkov v jednom časovom momente) možno opísť známym vzorcom

$$\check{C}_{sh} = \frac{E_1}{(1+i)} + \frac{E_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+i)^n} - I$$

pričom \check{C}_{sh} = čistá súčasná hodnota projektu

E = netto cash-flow (odpisy a zisk) vzťahujúce sa k investičnému projektu

i = úroková sadzba aktualizácie

n = počet období životnosti

I = jednorazové investičné náklady

Čím je súčasná čistá hodnota vyššia, tým je projekt efektívnejší.

Diskutabilná je pri tomto prístupe najmä úroková sadzba aktualizácie, pretože od jej stanovenia do veľkej miery závisia výsledky. Odporučajú sa dve riešenia:

- ako úrokovú sadzbu použiť aktuálnu mieru rentability podnikového kapitálu. Tento pragmatický prístup by mal zaručiť, že sa neprijme investičný projekt, ktorý by zhoršil podnikom už dosahovanú mieru rentability;

- uplatniť princíp nákladov stratených príležitostí (opportunity cost). Znamená to použiť ako úrokovú sadzbu mieru efektu, ktorého sa podnik vzdáva, ak prostriedky vkladá do hodnoteného projektu. O konkrétnej výške môžu byť spory, pretože aj efekty alternatívneho použitia možno určiť len s istou pravdepodobnosťou. Nesporne najnižšou použiteľnou úrokovou sadzbou je miera efektu, ktorý prináša tzv. bezrizikové investovanie (termínovaný vklad prostriedkov v banke alebo nákup štátnych dlhopisov).

b) *Stanovovanie trhovej ceny majetku, resp. podniku ako celku* je druhou oblastou, kde sa ráta s faktorom času. Viaceré oceňovacie metódy sú - podobne ako metódy hodnotenia investičných projektov - založené na určovaní čistej súčasnej hodnoty rozdielu medzi bežnými príjmami a bežnými výdavkami (teda netto cash-flow). Do úvahy sa berú údaje za obdobie, po ktoré predpokladáme, že majetok bude produkčne využívaný. Môže to byť obdobie časove obmedzené (napr. bohatstvom ložiska pri ťažbe nerastov, dobu životnosti základného zariadenia a pod.), alebo možno

¹¹ Pri hodnotení sa používajú metódy založené na výpočte budúcej rentability a výnosnosti investície, metódy vychádzajúce z doby úhrady (návratnosti) a metódy aktualizačné pracujúce s výpočtom čistej súčasnej hodnoty alebo vnútornej miery výnosnosti (vnútorného výnosového percenta). Podrobnejšie pozri napr. [Majcher 1990, s. 204-215].

rátat' s časovo neobmedzeným produktívnym využívaním (ako je to napr. pri cene pôdy).

Základným problémom týchto metód je, že vychádzajú z odhadu efektov na rôzne dlhé obdobie do budúcnosti. Pritom sú dané efekty ovplyvňované mnohými dynamicky sa vyvíjajúcimi faktormi. Ide jednak o faktory pôsobiace všeobecne (pohyb cien, úrokových sadzieb, kurzov, daňových sadzieb, rozpočtovej politiky štátu a i.), jednak o faktory špecifické pre daný odbor podnikania (konjunktúra v odbore, vstup nových subjektov na trh a pod.).

Preto oceňovanie majetku pomocou rôznych prepočtov je len istým východiskom ceny, vysvetlením jej úrovne, stanovením orientačnej hranice pre ponuku kupujúceho alebo východiskom rokovania pri fúzii podnikov. Skutočná cena je vždy výsledkom dohody uzatváanej v konkrétnych podmienkach daného trhu.¹²

c) Ďalším príkladom uplatňovania faktora času je aj *kalkulácia výhodnosti leasingu*. Ide o porovnanie výhodnosti variantov získania majetkovej súčasti, a sice: získať ju pomocou leasingu, alebo majetkovú súčasť kúpiť. Pri kúpe zasa môže ísť buď o kúpu z vlastných zdrojov, alebo z úveru. Prakticky to znamená stanoviť čistú súčasnú hodnotu cash-flow pre leasing a pre nákup z vlastných zdrojov alebo z úveru, pričom ako úroková sadzba aktualizácie sa berú náklady pôžičky. Variant s najnižšou čistou súčasnou hodnotou nákladov je pre podnik najvýhodnejší.

Zohľadňovanie faktora času použitím obdobných postupov uplatňuje finančný manažment aj pri riešení ďalších čiastkových problémov. Je to napr. hľadanie optimálneho termínu obnovy zariadenia a pod.

Doterajšie skúsenosti s časom ako faktorom finančného rozhodovania v našich podmienkach jednoznačne ukazujú, že sa rešpektoval neuspokojivo. Nebolo to z neznalosti príslušných metodických postupov - veď napr. pri prepočtoch ekonomickej efektívnosti investícii sa bežne pracovalo so súčasnou čistou hodnotou, resp. s vnútorným výnosovým percentom. Dôvodom bolo, že výsledky prepočtov tohto druhu neboli pre rozhodovací proces prioritné. Rozhodovanie z nich nevychádzalo - naopak prepočty sa často upravovali tak, aby aj číselne zdôvodnili už vopred podľa iných kritérií prijaté riešenia.

Pre budúlosť teda u nás nie je potrebné vyvíjať nejaké nové metodické postupy zohľadňovania faktora času pri investičných a iných finančných rozhodnutiach. Pozornosť treba sústredit' na zisťovanie vstupných veličín prepočtov, aby čo najreálnejšie odrážali ekonomickú skutočnosť a jej vývoj. Hlavné však je, aby ekonomický systém nutil reálne výsledky prepočtov akceptovať a rešpektovať ako základ procesu rozhodovania.

Úrokové sadzby

V našom doterajšom vývoji nehrali úrokové sadzby (úroková miera) zďaleka takú úlohu, aká je v ekonomike vyspelých štátov bežná. Bolo to dané úverovým monopolom Štátnej banky, faktickým podriadením depozitnej a úverovej politiky direktívne presadzovanému národochospodárskemu plánu a s tým súvisiacou nedostatočne rozvinutou monetarizáciou hospodárstva. Úrokové sadzby vo vnútri štátu boli stanovované na nízkej úrovni a v podstate voluntaristicky.

¹² Oceňovanie podniku ako celku je samostatným zložitým problémom. Pre jeho riešenie je rozpracovaných viaceru metód. Pozri napr. [Wöhe 1986, s. 700-717].

V trhovej ekonomike je úrok významnou kategóriou. Zahŕňa v sebe v zásade tri položky:

- odmenu veriteľa za znášanie rizika možnej straty kapitálu;
- úhradu nákladov spojených s poskytnutím úveru a jeho správou;
- platbu zabezpečujúcu rovnováhu medzi dopytom po kapitáli a peniazoch a ich ponukou. Táto časť sa mení podľa stavu trhu a možno ju nazvať "čistým" alebo "netto" úrokom.¹³

V praxi je úroková miera a jej pohyb indikátorom stavu kapitálového a peňažného trhu a súčasne sa využíva ako nástroj monetárnej politiky emisnej banky. Finančný trh pracuje s troma základnými úrokovými sadzbami:

a) *Diskontná sadzba emisnej banky* je úrokovou sadzbou, pri ktorej centrálna banka poskytuje úver obchodným bankám. Jej zvyšovanie pôsobí deflačne (resp. je súčasťou protiinflačného pôsobenia centrálnej banky), zatiaľ čo zníženie všeobecne zlaciňuje úver a stimuluje tak podnikateľskú aktivitu ekonomických subjektov.

Od tejto sadzby je odvodená diskontná sadzba obchodných báň - t.j. úroková sadzba, pri ktorej od klientov nakupujú zmenky a šeky pred lehotou ich splatnosti (eskontujú ich). Táto sadzba je vyššia než diskontná sadzba emisnej banky - rozdiel tvorí tzv. úrokový zisk obchodnej banky.

b) *Medzibanková úroková sadzba* je sadzba, pri ktorej si poskytujú krátkodobý úver obchodné banky navzájom. Veľké obchodné banky vo významných finančných centrách túto úrokovú sadzbu denne publikujú. Na jej základe sa vytvárajú medzinárodne používané sadzby vychádzajúce zo sadzieb na európskom peňažnom trhu za posledné 3, resp. 6 mesiacov.¹⁴

c) *"Prime rate"* je najnižšia úroková sadzba vyrubovaná v USA obchodnými bankami pri poskytovaní krátkodobých úverov dobre prosperujúcim a finančne zdravým klientom. Od relatívne stabilnej tzv. "riadenej prime rate" bežnej v minulosti sa v súčasnosti prešlo k plynule sa meniacej sadzbe - tzv. "floating prime rate" (sadzby sa menia spravidla týždenne). Postavenie amerických báň v svetovom hospodárskom systéme spôsobuje, že pohyb "prime rate" v USA pôsobí na úrokovú politiku obchodných báň vo všetkých vyspelých štátach.

Úrokové sadzby jednotlivých bankových, ale aj finančných úverov sú od uvedených základných sadzieb odvislé, pravda, zohľadňujú ďalšie dva faktory, a súčasne čas a riziko. S lehotou splatnosti a rizikom rastie aj úroková sadzba.

Kategóriu úrokovej miery používa finančný manažment nielen vo vzťahu k depozitám a úverom, ale v širšom chápaní aj vo vzťahu k vlastnému kapitálu (ako mieru jeho výnosnosti), pri určovaní "ceny kapitálu", ceny podniku, investičných rozhodnutiach a pri riešení mnohých ďalších čiastkových problémov.

Oddelenie emisnej banky od obchodnej banky, vznik ďalších obchodných báň a ich začínajúca konkurencia, ako aj uvedomelá antiinflačná politika Štátnej banky a ministerstiev financií spôsobujú, že úrokové sadzby sa u nás nielen výrazne zvýšili, ale začínajú aj po kvalitatívnej stránke skutočne pôsobiť ako dôležitý ekonomický nástroj.

¹³ Teória úroku, ktorou sa tu nemienime zaoberať, je súčasťou prakticky každej ekonomickej teoretickej školy. Pomerne komplexný prehľad tejto problematiky aj s bohatou bibliografiou priniesol Shackle G.L.S. [Survey of ...1966, s. 108-153].

¹⁴ Tak sa stretávame s pojмami LIBOR (London Interbank Offered Rate), FIBOR (Frankfurter Interbank Offered Rate), NIBOR (New York ...), TIBOR (Tokyo ...) atď.

Záverom

Treba ešte raz zdôrazniť, že finančný manažment podnikov je jednoznačne fenoménom trhovej ekonomiky. Hĺbka a šírka jeho uplatňovania sú priamo závislé od rozvoja trhového hospodárstva a v jeho rámci najmä od monetarizácie ekonomiky a suverenity podnikov. Preto prvky finančného manažmentu, o ktorých sme sa zmienili, sa u nás budú uplatňovať so stále rastúcou intenzitou. Z týchto dôvodov štúdium a rozvíjanie práve tejto problematiky považujeme v súčasnej dobe za osobitne prínosné.

LITERATÚRA

- BLAIR, R.B. - KENNY, L.W.: *Microeconomics with Business Applications*. New York, John Wiley & Sons 1987.
- BRUCE, R. - McKERN, B. - POLLARD, I. - SKULLY, M.: *Handbook of Australian Corporate Finance*. Sydney, Butterworth 1989.
- DOBBINS, R. - WITT, S.F.: *Practical Financial Management*. Oxford, Basil Blackwell Ltd. 1988.
- FRANKE, G. - HAX, H.: *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*. Berlin, Heidelberg, Springer Verlag 1988.
- KNIGHT, F.H.: *Risk, Uncertainty and Profit*. New York 1921.
- LEVY, H. - SARNAT, M.: *Capital Investment and Financial Decisions*. London, Prentice Hall International, Inc. 1978.
- MAJCHER, M. et al.: Financie podnikateľskej sféry a burzovníctva. Bratislava. Edičné stredisko VŠE 1990.
- MODIGLIANI, F. - MILLER, M.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Revue, June 1958.
- NEUMANN, J. von - MORGERNSTERN, O.: *Theory of Games and Economic Behaviour*. Princeton University Press 1944.
- SARWAL, A.K.: *International Handbook of Financial Instruments and Transactions*. London, Butterworth 1989.
- SIMON, H.A.: *Theories of Decision Making in Economics and Behavioural Science - in Surveys of Economic Theory*, Vol. III. New York 1967.
- Surveys of Economic Theory*. Vol. I. New York, McMillan, St. Martin's Press 1966.
- WÖHE, G.: *Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. 16. vydanie. München, Verlag Franz Vahlen 1986.

SUMMARY

Basic Categories of the Enterprise Financial Management

Financial management is defined as a method of organization and operating of enterprise's financial activity in the conditions of a market economy. The author deals with four basic categories of a modern financial management, to which was payed quite insufficient attention in the previous system of financial economy in the ČSFR. They are cash-flow, risk, time, and interest rate.

Planning, observing and analysing of cash-flow in net and gross approach is in the market economy necessarily in the centre of attention of each enterprise. Surplus of cash receipts over cash expenditures and adequate reserve of available means of payment for balancing of accidental short-time swings are pre-conditions of enterprise's liquidity.

Every decision made by enterprises has two aspects: maximalization of utility according to aims of enterprises and minimalization of risks in different variants; necessary condition of de-

cision-making is an effort to calculate these two aspects. Risk is connected mainly with two areas of decision-making: investment and optimization of a structure of enterprise's capital assets.

The factor of time is connected with calculations of various possibilities of investment, assessing of market prices of property or enterprise as a whole, calculations of a profitability of leasing.

The interest rate is very important factor under market conditions; financial market operates with three basic interest rates: discount interest rate of a central bank, inter-bank interest rate and prime rate. Actual interest rates are derived from basic interest rates but with respect to time and risk.

DT: 339.72.053; 330.36 (437)

Platební bilance ve vztahu k vnitřní rovnováze, hospodářskému růstu a zaměstnanosti

Mojmír ONDRÁČEK*

Jako koncentrovaný peněžní výraz situace na úseku vnějších styků té které národní ekonomiky představuje platební bilance v ekonomickém (nikoliv účetním) smyslu důležitý okruh sledování problematiky hospodářského a finančního vývoje. Je to dáno tím, že se zde protíná působení vnitřních a vnějších činitelů v konkrétních historických podmírkách postavení daného ekonomického komplexu ve světovém hospodářství. Souhrnné vyjádření pohybu zboží, peněz a nehmotných statků mezi určitou zemí a ostatním světem podává ve svém celku, výsledku a skladbě specifický obraz o stavu ekonomiky, charakteru jejího rozvoje i zaměření a úspěšnosti prováděné hospodářské politiky - to vše ve světle hodnotových měřítek směrodatných pro formování mezinárodní dělby práce tak, jak se promítají v peněžní formě do sféry mezinárodních plateb a měnových vztahů.

Tento fakt platí vždy a za všech okolností, neprojevuje se však ve všech případech shodně. V tomto ohledu lze obecně říci, že vypovídací schopnost platební bilance a její reakce na změny vnitřních a vnějších ekonomických podmínek je tím průkaznější, resp. citlivější, čím více se v hospodářském životě prosazují tržní mechanismy a čím větší úloha v něm připadá penězům. Nejvyšší stupeň bude tedy patrný u zemí (ekonomických celků) se směnitelnými měnami. Naopak nejnižší stupeň se projevuje

* Ing. Mojmír Ondráček, CSc., pracovník studijně-výzkumného centra FMF Praha
Rukopis předán do redakce 15.1.1991.