

# INEKO

Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy

## **Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov**

### **Obsah:**

#### **Anton MARCINČIN**

RC SFPA, Prešov

[Správa obchodných spoločností: výzva pre Slovensko](#)

#### **Lívia ZEMANOVIČOVÁ**

INEKO, Bratislava

[Manažér – najhorší typ najväčšieho vlastníka?](#)

#### **Miroslav BEBLAVÝ**

INEKO, Bratislava

[Privatizácia insidermi: za akých podmienok sa oplatí „tunelovať“?](#)

#### **Tigran CHAČATURIAN**

Klub Executive MBA

[Corporate Governance – finančné aspekty](#)

#### **Katarína ŠEBEJOVÁ**

Ekonomická univerzita Bratislava

[Význam informácií z pohľadu firmy](#)

---

## Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov

Anton MARCINČIN  
RC SFPA, Prešov

### SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: VÝZVA PRE SLOVENSKO

#### Úvod

- Odkladanie mikroekonomických reforiem sa odzrkadľovalo v nedostatočnom prílive investícií. Aj tie zdroje, ktoré krajina mala, sa vďaka existujúcej legislatíve využívali neefektívne.
- *Tunelovanie* sa stalo racionálnym správaním sa vlastníkov alebo manažérov, a je iba krajším výrazom pre rozkrádanie a spreneveru zvereného majetku.
- Slovenský rast nebol udržateľný kvôli nedostatku nových zdrojov a zlému využívaniu existujúcich zdrojov. Dôvodom je právny a inštitucionálny rámec podnikania, ktorý motivuje ekonomické subjekty, aby vyhľadávali renty a nie aby efektívnou kombináciou výrobných faktorov vytvárali zisk.
- Problematickou oblasťou zostáva správa obchodných spoločností.<sup>1</sup> Schematicky ide o úpravu nasledujúcich vzťahov:
  - *Podnik - dodávateľia tovarov a služieb*. Zlá platobná disciplína je likvidačná hlavne pre malých dodávateľov. Túto oblasť rieši od roku 1996 zákon o exekúcii č. 233/1995 a citeľne sa jej dotkne novela zákona o konkurze a vyrovnaní svojim 30-dňovým limitom: §1 (2) „*Dlžník je v úpadku, ak má viac veriteľov a nie je schopný 30 dní po lehote splatnosti plniť svoje záväzky.*“<sup>2</sup>
  - *Podnik - banky*. V tomto vzťahu bol problém regulácie na oboch stranách. Slabinou bol bankový dohľad, ktorý dovolil, aby veľké aj malé banky systematicky poskytovali úvery od počiatku nevýhodné pre minoritných akcionárov a veriteľov banky. Na druhej strane, neexistovalo efektívne zabezpečenie práv komerčných bánk ako veriteľov, takže komerčné banky nemali k dispozícii nástroje na vymáhanie nesplácaných úverov. Zároveň platná daňová legislatíva nútila banky nahrádzať zlé úvery novými úvermi, aby si znížili daňový základ o fiktívny príjem z istiny, úrokov a penále. Výsledkom slabej regulácie je napríklad 100 miliardový dlh v sanačnej organizácii Slovenská konsolidačná. Ďalším výsledkom je zmrazenie poskytovania úverov. Je to racionálna reakcia bánk na situáciu, v ktorej nemajú žiadnym spôsobom zaručené svoje veriteľské práva. V tejto oblasti je potrebné zefektívniť činnosť dohľadu, za ktorý je v súčasnosti zodpovedná Národná banka, zaviesť trestné postihy pre manažérov bánk a podnikov a zvýšiť zainteresovanosť vkladateľov na prosperovaní banky.
  - *Podnik - štát*. Pokiaľ podnik prestal odvádzať dane a platby za zamestnancov do Sociálnej poisťovne, zdravotných poisťovní a Národného úradu práce, tieto inštitúcie mali len malé možnosti vymáhať svoje pohľadávky. Podľa odhadov Ministerstva financií dosiahla v roku 1999 zadlženosť podnikov voči štátu a verejnoprávnym inštitúciám asi 130 miliárd SK. Snahou Ministerstva financií je zlepšiť a zjednotiť doterajšiu legislatívu, aby spomínané inštitúcie mohli reštrukturalizovať pohľadávky (predajom tretej osobe, kapitalizáciou a následným predajom, poverením tretej osoby vyrovnáť pohľadávku na základe mandátnej zmluvy), odpustiť sankčné poplatky, penále a u nedobytej pohľadávky aj časť istiny.
- *Manažéri - vlastníci*. Podniky s menším objemom kapitálu sú zvyčajne vlastnené jedinou osobou, ktorá dokáže podnik monitorovať aj riadiť. Podniky, ktoré pre svoje optimálne fungovanie potrebujú väčší objem kapitálu využívajú ako zdroj financovania predaj akcií, ktoré na seba viažu určité práva pre ich držiteľov. Je to kvôli diverzifikácii rizika spojeného s vkladom kapitálu do podniku na strane investorov. Pokiaľ práva akcionárov nie sú reálne vymáhateľné, potom podnik nemôže využívať tento zdroj financovania. Takýto model prináša potrebu delegovania časti práv vlastníkov na manažérov, komplikácie v monitorovaní a riadení manažérov a potrebu komplexného systému legislatívnych noriem a inštitúcií upravujúcich tento vzťah. Jeho výhodou

je však možnosť akumulácie „akéhokoľvek“ objemu kapitálu. Tejto oblasti sa týkajú mnohé zákony, hlavne však Obchodný zákonník, Zákon o bankách, Zákon o konkurze a vyrovnaní, Zákon o burze cenných papierov, Zákon o cenných papieroch, Zákon o dlhopisoch, Zákon o investičných spoločnostiach, Zákon o ochrane hospodárskej súťaže a legislatívna úprava dane z príjmov, predpísaná účtovná osnova, rozdiely medzi slovenskými a medzinárodnými účtovnými štandardmi, kvalita práce audítorov a možnosť ich postihu, rozdiely v nazeraní na rozsah a frekvenciu zverejňovania údajov podnikov a bánk, a v nazeraní na samotný obsah výkazov. V slovenskom prostredí býva chápanie postavenia manažéra a vlastníka pokrivené hlavne kvôli spôsobu privatizácie - majoritný vlastník často preberá manažérsku funkciu.

- **Manažéri - zamestnanci.** Špeciálnu pozornosť je treba venovať vzťahu medzi podnikom, predstavovaným manažérmi, a zamestnancami. Investíciu zamestnancov do špecifického ľudského kapitálu (súhrnu vedomostí a schopností, ktoré v kombinácii s konkrétnym kapitálom vytvárajú výstup podniku) je možné považovať za utopenú.<sup>3</sup> Z toho pramení záujem zamestnancov na dobrom fungovaní podniku.
- **Manažéri - iní podielníci.** Za iných podielnikov sa považujú obce, dodávatelia tovarov a služieb a podobne, jednoducho všetky osoby a inštitúcie, ktoré takisto majú záujem na dobrom fungovaní podniku, aj keď tento záujem nie je spojený s vlastníctvom alebo zamestnaním v podniku. Všeobecne sa uznáva, že podnik a jeho manažment musí konať zodpovedne aj voči takýmto podielnikom.

### Vývoj vlastníckych štruktúr

- Prevládajúca vlastnícka štruktúra na Slovensku mala ideálne mať tri hlavné formy: Sólno vlastník, majoritný strategický vlastník a rozptýlený vlastník. Investičné fondy sa mali stať dôležitým zdrojom kapitálu pre podniky a motorom obchodovania na kapitálových trhoch. Situácia sa v priebehu rokov odklonila od tejto predstavy kvôli nasledujúcim príčinám:
- Neexistujúca ochrana minoritných vlastníkov. Situácia došla tak ďaleko, že menej než 67%-ný akcionár mohol byť fakticky pokladaný za minoritného vlastníka.
- Skorumpované súdy. Tie sú popri politickej nestabilite asi druhou najväčšou brzdou hospodárskeho rozvoja na Slovensku.<sup>4</sup> Skorumpovanosť súdov možno najviac vysvetľuje nízky prílev zahraničných investícií.
- Neexistencia trhových nástrojov na vynútený odchod podniku s trhu, ako napríklad bankrot. Táto oblasť súvisí s mierou skorumpovanosti súdov a štátneho zasahovania do komerčnej sféry.
- Neposkytovanie informácií, nedostupnosť záznamov z obchodného registra, formát finančných reportov, neochota inštitúcií vyžadovať údaje od podnikov a informovať.
- Štátom podporované vyhľadávanie rent a rôzne formy štátnej pomoci ako trpenie neplatenia daní a odvodov do povinných fondov, štátne garancie, úvery zo štátnych bánk, poskytovanie štátnych objednávok, prehliadanie *tunelovania* štátnych podnikov a bánk.
- Vývoj vlastníckej štruktúry prebiehal v dvoch fázach - privatizačnej a post-privatizačnej. V privatizačnej fáze sa nomenklatúrni *insideri* snažili zabezpečiť si čo najlepšie postavenie v procese. Tak napríklad docielili zrušenie druhej vlny kupónovej privatizácie a jej nahradenie priamymi predajmi za zlomkové ceny. V post-privatizačnej fáze noví vlastníci maximalizovali svoj príjem rôznymi spôsobmi - od odpredaja podniku až po tvorbu legislatívy (napríklad zákon o revitalizácii podnikov).
- Od investičných privatizačných fondov (IPF) sa očakával v rámci riadenia portfólia buď aktívny prístup k reštrukturalizácii podnikov, alebo odpredaj akcií podnikov investorom. Na strane IPF však bol dvojité problém správy: na jednej strane, vlastníci fondov nemali reálnu možnosť ovplyvniť uzavreté fondy a väčšinou ani možnosť odchodu, preto skutočnými vlastníkmi fondov boli ich manažéri s vlastníctvom minimálneho percenta akcií. Na druhej strane, samotné fondy stáli v nevýhodnej situácii minoritného vlastníka v podnikoch.
- Ak porovnáme post-privatizačný vývoj v podnikoch pôvodne privatizovaných rôznymi metódami, dospejeme k odhadu, že takmer všetky podniky sú, alebo v krátkej dobe (po privatizácii verejnoprospešných podnikov) budú vlastnené majoritným alebo sólno vlastníkom.
- Väčšina slovenských podnikov vstúpila na burzu z donútenia, kvôli kupónovej privatizácii, a (zvlášť slovenskú) burzu nevidia ako zdroj kapitálu, ale skôr iba ako zdroj nepríjemností. Na burze sa obchoduje minimálne. Dôvodov je niekoľko:
- Mnohé spoločnosti sú v podstate uzavreté a nemajú záujem byť verejne obchodované. Z burzy

by mali odísť, tomu však prekáža požiadavka, aby 100% akcionárov súhlasilo so zrušením verejnej obchodovateľnosti.

- Strata dôvery v kolektívne investovanie. Regulácia je taká, že Spoločné hodnotenie vlády SR a Európskej komisie (2000, s.28) konštatuje: „*manipulácia s cenami akcií a zneužívanie dôverných informácií pri obchodovaní s cennými papiermi sa stali normou.*“
- Malý a chudobný domáci trh. Potrebuje päťmiliónová krajina vlastnú burzu? Zvlášť malé tranzitívne krajiny, kde potreba nových zákonov a inštitúcií je obrovská, ale zdroje sú minimálne, by mali zvážiť, či existencia vlastnej burzy má racionálny základ. Domáca burza sa môže stať prekážkou, ak fakt jej existencie je dôvodom na obmedzovanie činností podnikov a investičných fondov.
- Úprava správy obchodných spoločností súvisí jednak s rozvojom existujúcich podnikov, jednak so vznikom nových podnikov. Preto zo súčasného hľadiska je reforma potrebná pre úpravu vlastníckych štruktúr (zväčša koncentráciu a odchod malých vlastníkov) a obnovu dôvery v kolektívne investovanie. Z hľadiska blízkej budúcnosti je reforma potrebná pre rozvoj inovačných podnikov.

### **Reštrukturalizácia podnikov**

- Viacero štúdií sa venovalo stupňu reštrukturalizácie slovenských podnikov.<sup>5</sup> Tvrdíme, že pokiaľ by na Slovensku prebiehala dostatočná reštrukturalizácia podnikov, dnes by sme pozorovali zlepšovanie všetkých skúmaných trendov.
- Podľa údajov Datacentra (Spoločné hodnotenie..., 2000, s.8.) predstavoval celkový hospodársky výsledok v roku 1995 zisk 27,8 miliardy SK, v roku 1996 18,3 miliardy SK, v roku 1997 stratu 2,5 miliardy SK a v roku 1998 zisk 31,3 miliardy SK. Viac ako polovica všetkých podnikov bola v roku 1998 stratová.
- V roku 1999 nastalo v oblasti reštrukturalizácie určité zlepšenie, bol to však rok skôr ukončenia recesie (ktorá prebiehala počas sledovaného obdobia) ako začiatku oživenia.

### **Správa obchodných spoločností**

- Podľa La Portu a kol. (1999), rozdiel vo vlastníckych štruktúrach verejne obchodovaných podnikov, veľkosti kapitálových trhov, dividendovej politike a prístupu podnikov k vonkajším financiám v rôznych krajinách je daný spôsobom, akým sú investori (vlastníci a akcionári) legislatívne chránení pred vyvlastnením manažérmi a veľkými akcionármi. Za *insiderov* považujú nielen manažérov, ale aj veľkých akcionárov. Vyvlastnenie má formu buď jednoduchého ukradnutia zisku alebo predaja výstupu alebo aktív inému podniku vo vlastníctve *insiderov* za nižšiu ako trhovú cenu.<sup>6</sup> Aj keď tieto aktivity väčšinou bývajú perfektne zákonné, ich účinok je rovnaký, ako krádež.
- Práva *outsiderov* sú vo všeobecnosti chránené vymáhaním regulácie a zákonov. Regulácia vládnych agentúr a burzy obsahuje niektoré kritické požiadavky na podnik, ako zverejňovanie údajov a ich účtovnú podobu, ktoré sú nevyhnutnou podmienkou informovanosti investorov a výkonu ich vlastníckych práv. Medzi inými právami akcionárov je podstatná možnosť žalovať manažérov alebo veľkého akcionára za vyvlastnenie. Vo väčšine krajín sú zákony a regulácie vymáhané sčasti regulátormi trhu, sčasti súdmi a sčasti účastníkmi na trhu.
- Krajiny so zvykovým právom majú najsilnejšiu a krajiny s francúzskym občianskym právom najslabšiu ochranu *outsiderov* (akcionárov a veriteľov). Krajiny s nemeckým občianskym právom sú uprostred, s dôrazom na ochranu práv veriteľov. Rozdiely medzi rôznymi právnymi systémami sú správnejšie popísané ako lepšia alebo horšia ochrana *outsiderov* a nie ako buď ochrana akcionárov, alebo ochrana veriteľov.
- V systéme zvykového práva zvyčajne sudcovia robia zákonné pravidlá, založené na precedensoch a inšpirované všeobecnými princípmi, akými sú aj *fiduciárne* povinnosti.<sup>7</sup> Sudcovia aplikujú všeobecné princípy aj keď konkrétna aktivita nebola popísaná alebo zakázaná zákonom. Pokiaľ ide o vyvlastnenie investorov, sudcovia zisťujú či *insideri* neporušili svoje *fiduciárne* povinnosti hoci aj bezprecedentným spôsobom. Naopak, zákonné normy v občianskom práve sú písané zákonodarcami a sudcovia nemôžu ísť za hranicu presných ustanovení zákona. Dôsledkom toho *insider*, ktorý nájde spôsob, ako vyvlastniť *outsiderov* bez toho, aby porušil explicitné ustanovenia zákona, sa nemusí báť stíhania za vyvlastnenie.
- Dôležitým záverom La Porta a kol. (1999) je, že reforma správy obchodných spoločností by sa mala zamerať na ochranu práv *outsiderov*, teda akcionárov aj veriteľov, a nielen na jednu z týchto dvoch skupín.
- Neexistuje zoznam krokov reformy správy obchodných spoločností. Existuje však niekoľko

princípov, na ktorých by reforma mala byť postavená:

- Pravidlá musia mať formu zákonov. Zákony formujú finančné trhy.
- Dodržiavanie zákonov musí byť vymáhateľné. Cieľom nie je vytvoriť ideálnu množinu pravidiel a potom premýšľať, ako môže byť vymáhaná, ale pripraviť pravidlá, ktoré môžu byť vymáhané existujúcimi štruktúrami.
- Pokiaľ sa nedá spoľahnúť na vymáhanie súkromných kontraktov alebo zákonov súdmi, potom je lepšie uplatniť vládnu reguláciu finančných trhov.
- Na Slovensku je potrebné urobiť čo najskôr niekoľko významných zmien. Obchodný zákonník potrebuje reformu najurgentnejšie v oblastiach koordinácie úprav v občianskom zákonníku, zákone o cenných papieroch a trestnom zákonníku, aby vyvlastňovanie *outsiderov* nebolo úplne v súlade s existujúcim právom. Nestačí prispôbovanie obchodného zákonníka direktívam EÚ, lebo v EÚ zatiaľ v tejto oblasti neexistuje zhoda, a preto direktívy nevytvárajú komplexný rámec. Na zváženie je aj vyňatie častí o podniku a vytvorenie samotného zákona o podniku, ako ho má napríklad Nemecko a Francúzsko.

---

<sup>1</sup> Termín správa obchodných spoločností bol zvolený po diskusii so slovenskými a českými odborníkmi ako preklad anglického *corporate governance*. Pozri Marcinčin (2000a, poznámka redakcie, s.97).

<sup>2</sup> Návrh novely zákona o konkurze a vyrovnání č. 328/1991 prístupný na [www.justice.gov.sk](http://www.justice.gov.sk).

<sup>3</sup> V anglickej terminológii *sunk investment*.

<sup>4</sup> Podľa výskumu verejnej mienky Žitňanského a Rintela (2000), respondenti pokladali za dva hlavné problémy v oblasti legislatívy a práva vymáhanie práva (67% respondentov) a vzťahy veriteľov a dlžníkov (59%).

<sup>5</sup> Napríklad v knihe Marcinčin a Beblavý (eds., 2000) sa tejto téme venuje viacero autorov.

<sup>6</sup> *Transfer pricing a Asset stripping*.

<sup>7</sup> *Fiduciary* v zmysle zmocnenca, ktorý je lojálny zmocniteľovi.

---

## Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov

Lívia ZEMANOVIČOVÁ  
INEKO, Bratislava

### MANAŽÉR – NAJHORŠÍ TYP NAJVÄČŠIEHO VLASTNÍKA?

Za účelom zisťovania úrovne správy a riadenia v slovenských stredných a veľkých podnikoch uskutočnil Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy (INEKO) na jar 2000 dotazníkový prieskum.

#### 1. Popis vzorky údajov

Na výber podnikov sme použili databázu slovenských podnikov Albertina. Vyše 2500 slovenských podnikov splnilo nasledujúce kritériá:

##### Kritériá výberu:

	% počet podnikov
<b>Veľkosť</b> - 50- 249 zamestnancov	79%
250- zamestnancov	21%
<b>Právna forma</b> - akciová spoločnosť	60%
spoločnosť s ručením obmedzeným	40%
<b>Typ podniku</b> - aktívna zisková organizácia	
Sektor - priemysel a služby (OKEČ 10-45, 51, 60-64 a 74).	
<b>Prevažujúce vlastníctvo</b> - súkromné tuzemské	77%
zahraničné	9%
medzinárodné s prevažujúcim súkromným sektorom	9%
štátne podniky	4%.

Náhodným výberom sme rozoslali dotazníky 1.500 podnikom. Z nich nám 160 odpovedalo tak, že sme ich mohli zaradiť do našej vzorky. Dotazníkový prieskum bol anonymný, čo nám neumožnilo kombinovať tzv. mäkké údaje z dotazníkov s účtovnými závierkami podnikov. Odpovede z dotazníka sme triedili podľa typu najväčšieho vlastníka a najväčšieho vlastníckeho podielu.

#### 2. Analýza výsledkov výskumu

##### 2.1. Charakteristika vlastníctva

Tabuľka 1. Najväčší vlastníci podnikov

Najväčší vlastnícky podiel	Typ vlastníka (%)					
	Manažér	Zahr. investor	Podnik v skupine	Domáci investor	Štát	Spolu

Stredne veľký podnik						
0-50%	11	0	3	6	2	23
51-66%	4	3	1	1	1	10
67-100%	11	8	8	4	1	32
Stredné podniky spolu	26	11	12	11	4	65
Veľký podnik						
0-50%	3	0	1	1	1	5
51-66%	0	0	0	3	1	3
67-100%	0	8	4	3	6	21
Veľké podniky spolu	3	8	5	7	8	29
Spolu	31	21	18	18	12	100

*Prameň: Výpočet autora. Tabuľka uvádza percentuálny počet podnikov v ktorom má daný vlastník x%. Percentá sú počítané z celkového počtu podnikov.*

Najväčšiu časť tvoria podniky s **najväčším vlastníkom manažérom** (31%).

Najväčší vlastník má vo vyše polovici podnikov (53%) **minimálne dvojtretinový** vlastnícky podiel. Menšinový podiel v 28% podnikov a vlastnícky podiel 51-66% len v 13% podnikov.

**Nadpolovičná, no nižšia ako dvojtretinová väčšina zaujíma len málo investorov, čo zrejme súvisí s právnou úpravou.** Na prijatie rozhodnutí ako zmena stanov, zmeny v základnom imaní a zrušenie spoločnosti je potrebný súhlas aspoň dvojtretinovej väčšiny (prítomných vlastníkov). Mnohí investori, hlavne zahraniční, majú teda záujem na úplnom zabezpečení svojich vlastníckych práv, čo svedčí o ich nedôvere slovenskému podnikateľskému prostrediu.

V stredných podnikoch má najväčší vlastník **menšinový** vlastnícky podiel v 23% podnikov, nadpolovičný (51-66%) v 10% a vyše **dvojtretinový** (67%-) v 32%. V prípade veľkých podnikoch má menšinového najväčšieho vlastníka 5% podnikov, nadpolovičného (51-66%) 3% a **dvojtretinového** (67%-) až 21% podnikov. **V prípade stredných podnikov ostala štruktúra akcionárov rozdrobená, u veľkých sa koncentrovala.**

**Manažéri** sa koncentrujú hlavne v **stredných** podnikoch, kde majú buď **menšinový podiel** alebo vyše dvojtretinovú väčšinu. Pri menšinových vlastníckych podieloch treba zohľadniť aj využívanie tzv. skrytých alebo tichých vlastníckych podielov nepresahujúcich 5%, aby u najväčšieho vlastníka nebola prekročená hranica 30%, pri ktorej treba verejný prísľub.

**Zahranční investori** ako najväčší vlastníci majú zvyčajne **vyše dvojtretinový podiel**, **minimálne však nadpolovičný podiel**, čo súvisí s ich snahou maximálne si v nestabilnom prostredí zabezpečiť svoje vlastnícke práva. Ich rozloženie do veľkých a stredných podnikov je skoro rovnomerné.

**Štát** je najčastejším najväčším vlastníkom vo **veľkých podnikoch**, kde má **vyše dvojtretinovú väčšinu**.

## 2.2. Financovanie podniku

Tabuľka 2. Financovanie podniku

Typ najväčšieho vlastníka	Vklady vlastníkov	Domáce banky	Pobočky zahraničných bánk	Zahrančné banky	Dodávatelia	Podnik v skupine	Verejno-právne inštitúcie	Kapitálový trh	Iný spôsob	Spolu
Manažér	54	16	1	5	7	1	3	0	12	100
Štát	20	27	3	13	18	0	0	0	18	100
Podnik v skupine a domáci	32	16	5	4	20	11	1	0	9	100

investor										
Zahraničný investor	41	5	9	7	17	15	0	0	6	100
Spolu	40	15	4	6	15	7	1	0	11	99

*Prameň: Výpočet autora. Percentá sú počítané z celkového počtu podnikov.*

**Priemerný** slovenský stredný a veľký podnik financujú vklady vlastníkov (40%), domáce banky a dodávatelia (po 15%), zahraničné banky a ich pobočky (10%), podniky v skupine (7%) a iný spôsob (11%). (pozri posledný riadok Tab. 2)

V podnikoch s najväčším vlastníkom manažérom predstavujú vklady vlastníkov až 54% a zahraničné banky a ich pobočky len 6%, banky celkovo 22%.

**Podniky s najväčším vlastníkom štátom** naopak využívajú banky na financovanie až na 43%, čo svedčí o tom, že pravdepodobne môžu ľahšie a lacnejšie získať úver hlavne od štátom kontrolovaných bánk alebo prostredníctvom záruk za úvery, čo spôsobujú istú deformáciu celkového podnikateľského prostredia.

Podniky so **zahraničným investorom** majú vyšší podiel úverov od zahraničných bánk a ich pobočiek (15%), súvisí to zrejme s ich lepšou kredibilitou a povestou medzi zahraničnými bankami a s tým, že si môžu požičať lacnejšie. Vyšší podiel pri týchto podnikoch vykazuje aj financovanie cez podniky v skupine (15%).

### 2.3. Poskytovanie úverov a rentabilita

Až 55% podnikov s najväčším vlastníkom zahraničným investorom pociťuje v správaní bánk voči klientom v poslednej dobe pozitívnu zmenu, kým v priemere za všetky podniky je to len 38%. Najmenej pozitívnych zmien zaznamenali podniky s najväčším vlastníkom domácim investorom alebo podnikom v skupine.

**Tabuľka 3. Úrokové sadzby a rentabilita (%) podľa typu najväčšieho vlastníka**

Typ najväčšieho vlastníka	dlhodobý úver	krátkodobý úver	rentabilita investícií
Manažér	15,42	17,45	9,58
Zahraničný investor	11,04	15,06	10,62
Podnik v skupine	12,72	14,60	10,55
Domáci investor	15,56	16,73	10,77
Štát	12,83	12,78	9,88
Spolu	13,84	16,35	10,51

*Prameň: Výpočet autora.*

**Tabuľka 4. Úrokové sadzby a rentabilita (%) podľa najväčšieho vlastnickeho podielu**

Najväčší vlastnícky podiel	dlhodobý úver	krátkodobý úver	rentabilita investícií
0-50%	14,77	17,05	9,69
51-66%	16,93	17,50	8,64
67-100%	12,70	15,23	10,83
Spolu	13,84	16,35	10,51

*Prameň: Výpočet autora.*

Aj naďalej pretrváva paradoxná situácia, že väčšina podnikov môže získať dlhodobý úver za nižšiu úrokovú sadzbu ako krátkodobý, dlhodobý za 13,84% a krátkodobý za 16,35%. Tento paradox platí pre všetky typy najväčších vlastníkov. **Obidve úrokové sadzby sú navyše vyššie ako rentabilita investícií, čo znamená, že podnik svoje úvery nemôže z daných projektov splatiť.** Priemerná rentabilita pri všetkých typoch vlastníkov sa pohybuje okolo 10%.

**Najdrahšie si požičiavajú podniky s najväčším vlastníkom manažérom,** ktoré majú aj najhoršiu rentabilitu investícií, oproti iným skupinám podnikov s výnimkou štátu, až o 1%. Manažéri teda v najväčšej miere idú aj do



neefektívnych projektov.

**Najlacnejšie dlhodobé úvery môžu získať podniky so zahraničným vlastníkom.** Nižšie ako 5,5% úrokové sadzby malo len necelých 10% podnikov, pričom ide o podniky s najväčším vlastníkom zahraničným investorom a s podnikom v skupine. Dôvodom môžu byť lepšie väzby na banky a väčšia dôveryhodnosť podnikov zo zahraničnou účasťou ako aj získavanie úverov od podnikov v skupine.

Podniky s najväčším vlastníkom **štátom** majú približne rovnakú úrokovú mieru pri krátkodobom a dlhodobom úvere, táto miera je navyše relatívne nízka v porovnaní s inými typmi najväčších vlastníkov. Dá sa interpretovať získavaním úverov od štátom kontrolovaných bánk, prípadne štátnymi zárukami za úvery.

Veľkú variabilitu či už v prípade úrokových sadzieb alebo rentability badať v prípade podnikov v skupine. Napr. pri dlhodobom úvere ide až o rozpätie skoro 8%. Najmenšiu variabilitu badať u podnikov s najväčším vlastníkom manažérom, čo znamená, že nie sú výrazné rozdiely v úrokových sadzbách pri jednotlivých podnikoch v tejto skupine a všetky si požičiavajú drahú. Pri podnikoch v skupine a štáte badať veľkú variabilitu rentability investícií, teda že existujú podniky s výrazne nižšou a výrazne vyššou rentabilitou ako je priemer.

Začína sa prejavovať tendencia poskytovania úverov podľa typu najväčšieho vlastníka. Podniky s najväčším vlastníkom manažérom by podľa tejto hypotézy vychádzali pre banky ako najviac rizikové a všetky približne na rovnakej úrovni. Za najbezpečnejšie banky zrejme považujú podniky so zahraničným investorom alebo podniky v skupine, avšak medzi jednotlivými podnikmi v týchto skupinách existujú výrazné rozdiely.

Podniky s minimálne dvojtretinovým vlastníkom môžu získať úvery za nižšie sadzby v porovnaní s priemerom, takisto majú vyššiu rentabilitu, kým podniky s menším ako dvojtretinovým vlastníkom si požičiavajú drahšie pri nižšej rentabilite.

Zdá sa teda, že koncentrácia vlastníctva má pozitívny vplyv na cenu úveru ako aj na rentabilitu. Môže to byť spôsobené lepším hodnotením zo strany veriteľa, keďže tieto podniky vykazujú väčšiu stabilitu a dá sa predpokladať, že pri takom vysokom vlastníckom podiele má vlastník záujem na fungovaní podniku a nie na jeho tunelovaní. Takisto sa znižuje riziko vplyvu minoritných akcionárov.

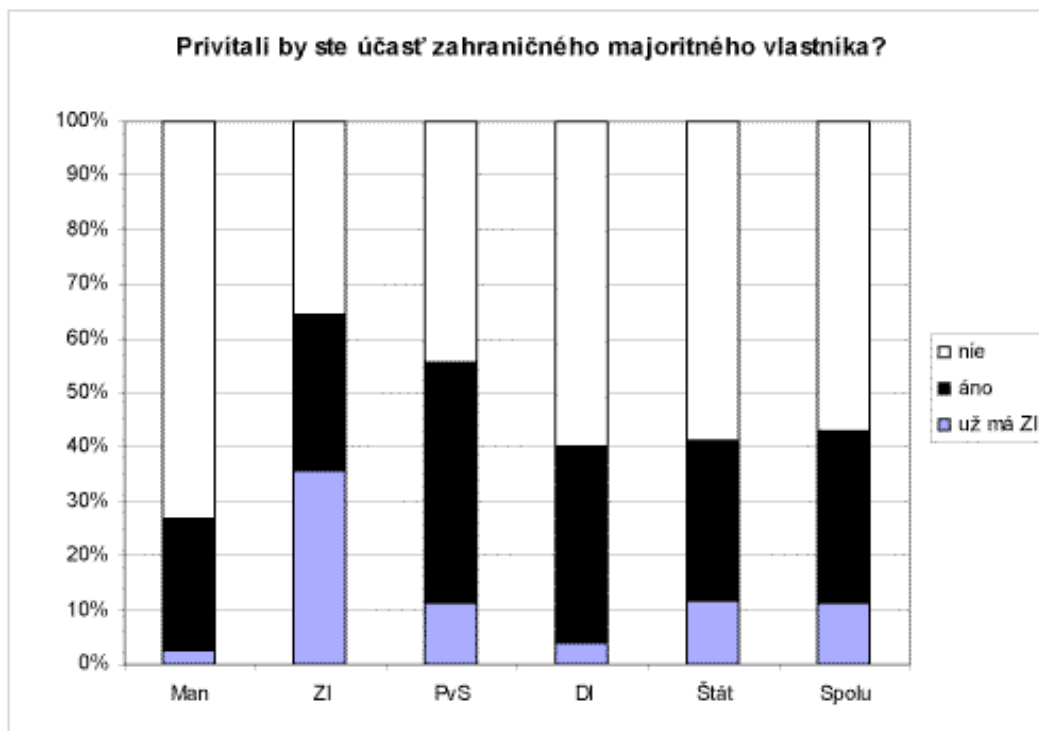
## 2.4. Vlastníci a nový kapitál

Len necelá tretina podnikateľov by privítala majoritného zahraničného investora vo svojom podniku. Viac ako polovica podnikov si naopak majoritného zahraničného vlastníka neželá. V prípade minoritného zahraničného investora sú výsledky opačné. Skoro 60 % podnikov by privítalo zahraničný kapitál nepresahujúci 50 % majetku podniku a len necelých 30 % si neželá minoritného vlastníka. Okolo 11 % podnikov už zahraničného investora má.

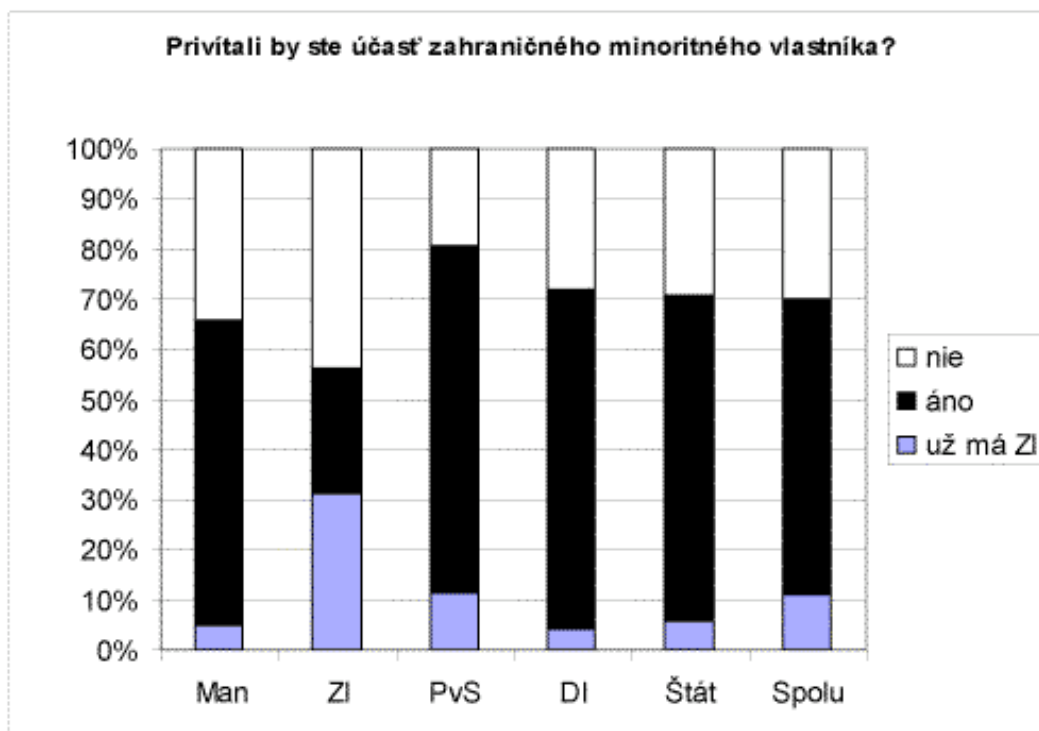
CPHR organizovalo podobný prieskum aj v roku 1997. Výsledky sa výrazne neodlišujú od tohtoročných.<sup>8</sup>

Možno teda pozorovať, že ani nepriaznivý celkový vývoj v slovenskej podnikovej sfére, ako pokles rentability, zvyšovanie zadlženosti a zhoršovanie likvidity neprimäli podniky zriecť sa časti rozhodovacích práv výmenou za zahraničný kapitál.

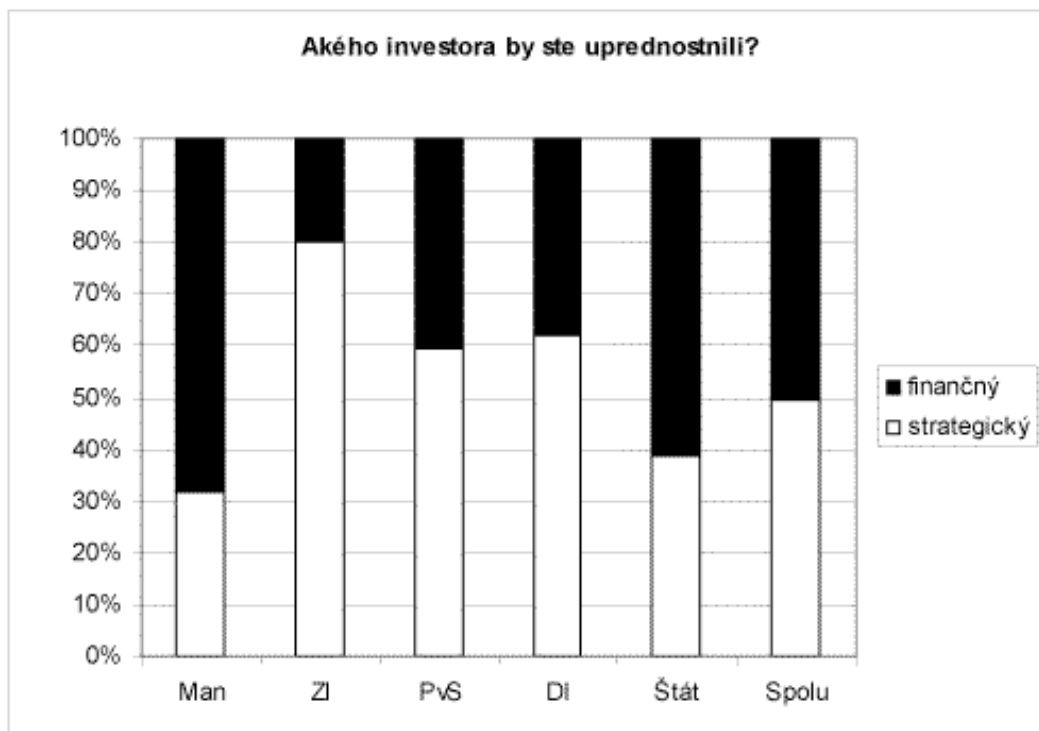
### Graf 1.



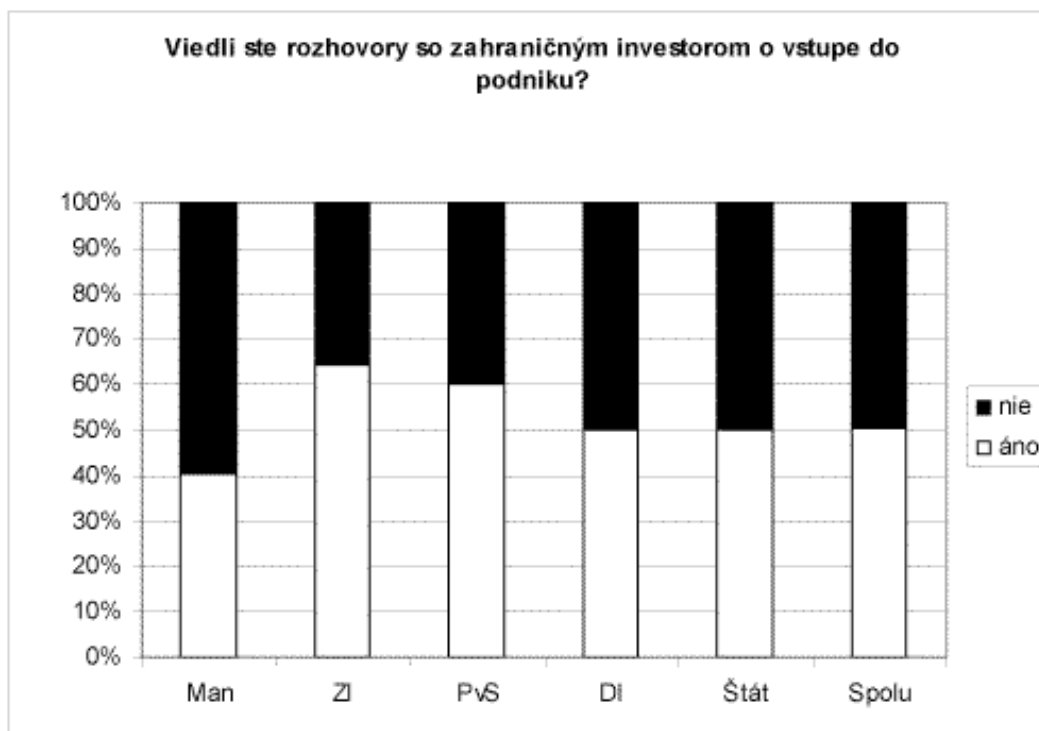
**Graf 2.**



**Graf 3.**



**Graf 4.**



Relatívne málo podnikov s najväčším vlastníkom manažérom už má zahraničného investora (len 5%) a prejavujú aj najväčšiu nechuť či už k majoritnému (73%) alebo minoritnému (34%) zahraničnému vlastníkovi, čo sú výrazne vyššie hodnoty ako priemer 57% resp. 30%.

Podniky s domácim investorom majú takisto málo zahraničných investorov (4%), ale skôr by ich privítali vo svojom podniku ako manažéri (60% nechce majoritného a 28% minoritného). Podniky v skupine už v 12% prípadov majú zahraničného investora a polovica zvyšných by uvítala majoritného a skoro 70% minoritného zahraničného investora.

Napriek vyrovnanému pomeru v celej vzorke (50% podnikov by uprednostnilo finančného a 50% strategického investora) sú výrazné rozdiely podľa typu najväčšieho vlastníka. Zatiaľ čo manažéri uprednostňujú finančného investora (68%), podniky so zahraničným, domácim investorom a podniky v skupine uprednostňujú strategického investora (80%, 62% a 59%). Je teda badateľná snaha manažérov o získanie financií bez následného poskytnutia kontroly.

Rozhovory o vstupe zahraničného investora viedlo 50% podnikov, podniky s najväčším vlastníkom manažérom len v 40% prípadoch.

Napriek tomu, že sa podnikom nepodarilo získať úver, tak len 37% z nich sa obrátilo na potenciálneho investora s ponukou na vstup, najaktívnejšími pritom boli podniky v skupine a domáci investori (okolo 44%). V prípade štátom a manažermi vlastnených podnikov len 23% resp. 32%.

## 2.5. Práva a povinnosti orgánov spoločnosti<sup>9</sup>

### 2.5.1. Zloženie predstavenstva

Členovia predstavenstva sú prevažne interní (zamestnaní v podniku), až 59% podnikov uvádza, že externou je menej ako tretina členov predstavenstva. V 55% prípadoch pracujú vyše dve tretiny členov predstavenstva dokonca v manažmente. Pritom manažér je najväčším vlastníkom len v 31% podnikov a v približne v polovici prípadoch jeho vlastnícky podiel nepresahuje 50%. Nezávislé predstavenstvo (vyše 2/3 externých členov) má len 9% podnikov a predstavenstvo, kde vyše dve tretiny členov nepracujú v manažmente len 10% podnikov.

V prípade podnikov s najväčším vlastníkom manažérom má predstavenstvo až v 71% prípadoch vyše dve tretiny interných členov a v 61% prípadoch vyše dvoch tretín z nich dokonca pracuje v manažmente.

V takomto prípade, teda keď manažéri majú silné zastúpenie v predstavenstve, by bolo logické, aby zúžili právomoci dozornej rady, k čomu sa vrátim v ďalšej časti.

U malých akciových spoločností ide aj o „nedostatok ľudí“, pretože predstavenstvo a dozorná rada majú mať zo zákona minimálne troch členov, čo je relatívne nákladné. Takisto kvôli väčšej pružnosti a operatívosti sa preto často spájajú manažérske funkcie s členstvom v predstavenstve.

**Tabuľka 5. Koľko členov predstavenstva je externých? (%)**

Typ najväčšieho vlastníka	Percentuálny podiel externých členov predstavenstva				
	-32%	33-50%	51-66%	67-100%	Spolu
Manažér	71	4	2	2	100
Zahraničný investor	42	15	0	12	100
Podnik v skupine	64	0	11	7	100
Domáci investor	45	10	17	17	100
Štát	63	11	5	11	100
Spolu	59	8	6	9	100

*Prameň: Výpočet autora. Percentá sú počítané z počtu podnikov daného typu najväčšieho vlastníka a vyjadrujú koľko percent podnikov podľa daného typu najväčšieho vlastníka má uvedený podiel externých členov predstavenstva.*

**Tabuľka 6. Koľko členov predstavenstva nepracuje v manažmente? (%)**

Typ najväčšieho vlastníka	Percentuálny podiel členov predstavenstva nepracujúcich v manažmente				
	-32%	33-50%	51-66%	67-100%	Spolu
Manažér	61	10	4	4	100
Zahraničný investor	48	9	0	12	100
Podnik v skupine	54	4	11	11	100
Domáci investor	45	7	14	21	100
Štát	63	11	5	5	100
Spolu	55	8	6	10	100

*Prameň: Výpočet autora. Percentá sú počítané z počtu podnikov daného typu najväčšieho vlastníka a vyjadrujú koľko percent podnikov podľa daného typu najväčšieho vlastníka má uvedený podiel členov predstavenstva nezamestnaných v manažmente.*

## 2.5.2. Práva a povinnosti dozornej rady

Pri hodnotení sme brali do úvahy len akciové spoločnosti, keďže v prípade spoločnosti s ručením obmedzeným nevlýva zo zákona povinnosť utvorenia tohto orgánu. Všetky akciové spoločnosti z našej vzorky majú dozornú radu.

**Napriek tomu, že aktivity ako dohliadať na činnosť predstavenstva, kontrolovať údaje obsiahnuté v obchodných a účtovných knihách, skúmať účtovnú závierku a podávať správy valnému zhromaždeniu sú stanovené zákonom, podiel podnikov, kde ich dozorná rada vykonáva, je nízky.** Právo dohliadať na činnosť predstavenstva má dozorná rada v necelých 79% podnikov. V spoločnostiach s najväčším vlastníkom manažérom je to len 46%. Dozorná rada kontroluje údaje v účtovných a obchodných knihách len v 65% prípadov. Účtovnú závierku skúma len 78% podnikov a správy valnému zhromaždeniu podáva 74% podnikov, v prípade zahraničných vlastníkov len 56%. Ostatné práva a povinnosti spadajú zo zákona do právomoci predstavenstva, pokiaľ stanovy neurčujú inak. Počet podnikov, kde ich vykonáva dozorná rada je teda výrazne nižší v porovnaní s prvými 4 činnosťami.

Percento plnenia práv a povinností je v prípade podnikov s najväčším vlastníkom štátom vždy nad celkovým priemerom, pri najväčšom vlastníkovi manažérovi výrazne málo oproti priemeru aj iným typom vlastníka, najmä pri nasledujúcich činnostiach: dohliadať na činnosť predstavenstva, schvaľovať a odvolávať členov manažmentu, určovať platy manažérov, schvaľovať zásadné rozhodnutia ako strategický plán a joint-venture. Napríklad žiadna dozorná rada v podniku s najväčším vlastníkom manažérom neurčuje platy manažmentu, táto činnosť je zrejme v kompetencii predstavenstva, kde má manažment výrazné zastúpenie. Veľmi nízke je aj percento podnikov, kde dozorná rada môže schvaľovať a odvolávať členov manažmentu. Pravdepodobne je opäť v kompetencii predstavenstva, kde má manažment silnú pozíciu a de facto rozhoduje sám o svojej existencii.

**Tabuľka 7. Práva a povinnosti dozornej rady (%)**

Typ najväčšieho vlastníka	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Manažér	46	62	62	69	8	0	39	38	23	0
Zahraničný investor	91	46	82	56	36	9	37	36	46	9
Podnik v skupine	88	75	100	88	38	31	50	50	56	25
Domáci investor	76	67	67	71	14	14	19	19	24	24
Štát	93	64	79	79	29	50	50	50	64	43
Spolu	79	65	78	74	23	22	39	39	43	21

*Prameň: Výpočet autora. Percentá sú počítané zo základu počtu podnikov daného typu najväčšieho vlastníka a vyjadrujú, v koľkých % podnikov dozorné rady vykonávajú dané aktivity.*

- 1- dohliadať na činnosť predstavenstva,
- 2- kontrolovať údaje obsiahnuté v obchodných a účtovných knihách,
- 3- skúmať účtovnú závierku,
- 4- podávať správy valnému zhromaždeniu,
- 5- schvaľovať a odvolávať členov manažmentu,
- 6- určovať platy manažérov,
- 7- schvaľovať zásadné rozhodnutia: majetkové zmeny
- 8- investície,
- 9- strategický plán
- 10- joint-venture.

## 2.6. Zverejňovanie informácií

**Tabuľka 8. Frekvencia zverejňovania informácií (%)**

Typ najväčšieho vlastníka	Raz ročne	Častejšie	Neuviedli	Spolu
Manažér	69	27	4	100
Zahraničný investor	64	30	6	100
Podnik v skupine	68	32	0	100

Domáci investor	52	41	7	100
Štát	47	53	0	100
Spolu	63	34	3	100

*Prameň: Výpočet autora. Percentá sú počítané zo základu počtu podnikov daného typu najväčšieho vlastníka.*

Len 34 % podnikov zverejňuje informácie častejšie ako raz ročne, z čoho 20 % častejšie ako dvakrát do roka. Väčšina podnikov (63 %) sa stále uspokojuje so zákonným zverejnením účtovnej závierky raz do roka. V prípade manažermi vlastnených podnikov je zverejňovanie informácií o hospodárení najmenej časté, len 27% zverejňuje informácie častejšie ako raz ročne. V prípade štátom vlastnených podnikov je to až 53%. Zohľadniť však treba skutočnosť, že manažéri sú najväčšími vlastníkami zväčša v stredných podnikoch, kým štát hlavne vo veľkých.

#### **Tabuľka 9. Spôsob zverejňovania informácií**

Spôsob zverejňovania	Počet podnikov %	
V Obchodnom vestníku	82	58,6%
Na internete	15	10,7%
Iným spôsobom	64	45,7%
Spolu	140	100,0%

*Prameň: Výpočet autora.*

Väčšina spoločností zverejňuje informácie o hospodárení v Obchodnom vestníku ako to stanovuje zákon pre všetky akciové spoločnosti a ostatné spoločnosti, ktoré spĺňajú dve z troch kvantitatívnych kritérií (počet zamestnancov, obrat a zisk). Pri osobitnej analýze akciových spoločností, sme zistili, že len 66% z nich si plní svoju zákonnú povinnosť zverejňovania informácií. Vyše 10 % podnikov využíva internet, podniky s najväčším vlastníkom štátom až v 21%. Medzi inými spôsobmi zverejňovania informácií naši respondenti uviedli tlač, štatistický úrad, MH SR, BCPB, ..., ktoré využíva 46% podnikov.

## **2.7. Hodnotenie podnikateľského prostredia a legislatívy**

### **2.7.1. Hodnotenie podnikateľského prostredia**

Za najväznejšie problémy považujú podniky nestabilné podnikateľské prostredie, slabú vymáhateľnosť práva a netransparentnosť a korupciu. Na opačnom konci tabuľky sa umiestnili colné predpisy, nestabilita slovenskej koruny a nedostatok kvalifikovaných pracovníkov.<sup>10</sup>

#### **Tabuľka 10.**

Hodnotenie podnikateľského prostredia	Známky
slabá vymáhateľnosť práva	4,27
nestabilné podnikateľské prostredie	4,12
netransparentnosť a korupcia	3,97
klientelizmus, protekcionizmus	3,88
vysoké odvodové zaťaženie	3,84
platobná schopnosť	3,79
nedostatočný prístup k úverom	3,78
pasivita štátnych orgánov	3,64
nestabilita trhu	3,56
nefunkčný zákon o bankrotoch	3,53
hospodárska politika vlády	3,52
ochrana vnútorného trhu pre domácich výrobcov (certifikáty, licencie, clá)	3,12
colné predpisy	2,88
nestabilita slovenskej koruny	2,67
nedostatok kvalifikovaných pracovníkov	2,40

## 2.7.2. Hodnotenie legislatívy

Podniky mali hodnotiť legislatívu stupnicou 1 (výborná) až 5 (nedostatočná). Obchodný zákonník a Zákon o cenných papieroch hodnotia podnikatelia relatívne priaznivo (2,77 a 2,86). Naopak najhoršie hodnotenie dostal zákon o konkurze a vyrovnaní (starý) – 4,1.

Tabuľka 11.

Hodnotenie legislatívy	Známky
Zákon o konkurze a vyrovnaní	4,08
Zákon na ochranu minoritných akcionárov	3,56
Regulácia penzijného a poisťného sektora	3,33
Zákon o cenných papieroch	2,86
Obchodný zákonník	2,77

Prameň: Výpočet autora.

## Záver

Viaceré štúdie zo zahraničia ukázali, že najhoršie výsledky majú manažérske spoločnosti. Napríklad Blanchard a Aghion (1995)<sup>11</sup> predpokladali, že hodnota podniku je rozdielna pre manažérov a vonkajších investorov a ukázali, že manažérske vlastníctvo môže viesť k suboptimálnej miere reštrukturalizácie a spomaleniu odpredaja podniku inému investorovi. Transition Report 1995<sup>12</sup> doložil, že podniky privatizované manažermi mali horšie výsledky ako podniky privatizované vonkajšími investormi.

Ako ukazujú výsledky tohto výskumu na Slovensku prevládajú podniky s najväčším vlastníkom manažérom a rovnako sa potvrdil aj trend ich najmenej efektívnosti.

## Ak sú najväčším vlastníkom manažéri, tak

- potrebujú na kontrolu oficiálne menší vlastnícky podiel ako priemer (pozor na skryté podiely pod 5%),
- koncentrujú sa v stredných podnikoch,
- tieto podniky majú väčšie zastúpenie manažmentu v predstavenstve,
- poskytujú dozornej rade menej právomocí,
- požičiavajú si najdrahšie,
- majú najnižšiu rentabilitu investícií,
- napriek tomu, že si požičiavajú najdrahšie, sú najmenej ochotní vzdať sa kontroly výmenou za vstup investora, (Je síce pravdou, že vlastnícky kapitál je vzhľadom na daňové aspekty najdrahší, ale v prípade, keď banky nedávajú úvery asi nie je iná dlhodobá možnosť'),
- najvýznamnejším zdrojom financovania sú vklady vlastníkov, v menšej miere využívajú úvery,
- najčastejšie zvolávajú valné zhromaždenia (schvaľovať si zmeny stanov, zmeny v predstavenstve,...)
- najmenej často zverejňujú informácie.

- Z toho vyplýva, že manažér pri malom vlastníckom podiele, ktorý mu však umožňuje kontrolu podniku, je málo zainteresovaný na dobrom fungovaní podniku. a úplne racionálne sa zameriava skôr na zveľadovanie vlastného bohatstva, pokiaľ mu to zákon (kogentnými ustanoveniami alebo ich neexistenciou) a vzájomná „dohoda“ s vlastníkom (v rámci stanov spoločnosti) umožňuje.
- Pokrivená správa a riadenie podnikov vedú k nefunkčnosti spoločnosti. Bolo by preto potrebné právne uznať a upraviť vzťah principála a agenta, pretože ak tento nie je dobre definovaný, manažéri sledujú svoje krátkodobé záujmy a odmietajú vstup nových financií. Takéto spoločnosti, a je ich skoro tretina, navyše nemajú záujem, aby prebehla reštrukturalizácia prípadne legislatívne zmeny. Obohacovanie sa na úkor spoločnosti je však len krátkodobý cieľ, pretože spoločnosť sa nedá tunelovať do nekonečna.
- Navyše sú spoločnosti s najväčším vlastníkom manažérom uzavreté nielen zvnútra ale aj zvonku. Zvnútra znamená, že sa v najväčšej miere sa bránia vstupu vonkajšieho investora a delenia rozhodovacích práv. Na druhej strane vonkajšie podnikateľské prostredie negarantuje bezrizikový

vstup minoritných investorov, čo súvisí s nízkou vymáhateľnosťou práva a nestabilným podnikateľským prostredím. Môže to znamenať, že portfóliové investície nemajú v slovenskom prostredí význam a do podnikov sa oplatí vstúpiť len majoritne a najlepšie dvojtretinovou väčšinou. Kapitálový trh v tomto prípade neplní funkciu uloženia voľných finančných zdrojov do akcií.

- Keďže väčšina členov predstavenstva je interných alebo dokonca pracuje v manažmente a teda dochádza k zlúčeniu manažérskych funkcií s členstvom v predstavenstve, sa zdá byť dvojorgánový model spoločnosti podľa nemeckého práva nefunkčný minimálne pre stredne veľké akciové spoločnosti, kde naozaj chýbajú ľudia a do orgánov spoločnosti sa dosadzujú formálne. Pre tieto spoločnosti by bol možno výhodnejší jednoorgánový americký model. (Board of Directors).

## Literatúra

Blanchard, O. a Aghion, P.: On insider privatization, MIT, 1995 Transition Report 1995, EBRD

Marcinčin, A.: Reštrukturalizácia podnikov, Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999

---

<sup>8</sup> Len 28 % podnikov by si želalo majoritného zahraničného investora, kým 72 % by bolo proti vstupu takéhoto investora do svojho podniku. V prípade minoritnej zahraničnej účasti sa 64 % podnikov vyslovilo za vstup a 36 % proti nemu.

<sup>9</sup> Údaje spracované len za akciové spoločnosti.

<sup>10</sup> Z podobných prieskumov medzi podniky v minulých rokoch vyplynulo, že vysoké odvodové zaťaženie, slabá vymáhateľnosť práva a nestabilné podnikateľské prostredie boli hlavnými problémami v rokoch 1991-1993. V rokoch 1994-1998 to bolo taktiež vysoké odvodové zaťaženie, klientelizmus a protekcionizmus a nestabilné podnikateľské prostredie. Nakoniec v rokoch 1998-1999 sa podnikatelia sťažujú hlavne na vysoké odvodové zaťaženie, nestabilné podnikateľské prostredie a nedostatočný prístup k úverom.

<sup>11</sup> Blanchard, O. a Aghion, P. : On insider privatization, MIT, 1995.

<sup>12</sup> Transition Report 1995, EBRD.

---



## Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov

Miroslav BEBLAVÝ

INEKO, Bratislava; University of St. Andrews, St. Andrews

### PRIVATIZÁCIA INSIDERMI: ZA AKÝCH PODMIENOK SA OPLATÍ „TUNELOVAŤ“?

#### Úvod

Tento materiál predstavuje relatívne jednoduchý model správania vlastníkov – manažérov v krajinách s transformujúcou sa ekonomikou. Vychádza zo slovenských skúseností pri privatizácii, v ktorej boli uprednostňovaní vrcholoví manažéri a rodinní príslušníci. Model sa snaží zohľadniť niekoľko dôležitých charakteristík vnútornej kontroly firiem vo východnej Európe. V krajinách prechádzajúcich transformáciou sa všeobecné problémy vnútornej kontroly stupňujú kvôli slabým inštitucionálnym a právnym obmedzeniam a neefektívnej štátnej byrokracii. Následkom je, že činnosť manažmentu firiem nepodlieha žiadnej kontrole. Z tohto dôvodu sa môžu presuny ziskov a nelegálne tunelovanie stať stratégiou, ktorú manažment môže považovať za rovnocennú s inými, legitímnejšími stratégiami – odpredaju spoločnosti vonkajšiemu investorovi, reštrukturalizácii alebo riadenia podniku „ako zvyčajne“. K nepriaznivému prostrediu uvedenému vyššie prispievajú aj ďalšie faktory: veľmi neisté postkomunistické ekonomické, politické a právne prostredie, ktoré často zvyšuje pravdepodobnosť nepotrebného „drancovania“ do vyššej miery, než pravdepodobnosť úspešnej reštrukturalizácie; častá absencia záujmu vonkajších investorov a/alebo finančných zdrojov dostupných vlastníkovi na reštrukturalizáciu taktiež navádza k protizákonnému tunelovaniu ako výhodnejšej možnosti; potreba investovať značné sumy peňazí do reštrukturalizácie znižuje výnos.

Všeobecným záverom všetkých štyroch verzií modelu prezentovaných v materiáli je, že na Slovensku je riziko nelegálneho tunelovania racionálne uvažujúcimi väčšinovými vlastníkmi spoločnosti relatívne vysoké a predstavuje reálnu možnosť. Je to pravda v ešte väčšej miere ak zaniknú dve alternatívy, s potenciálom väčšej príťažlivosti: predaj vonkajšiemu investorovi a reštrukturalizácia vrátane doplnkových investícií. Spôsob konštrukcie modelu umožňuje jeho využitie v mnohých ďalších krajinách prechádzajúcich transformáciou, kde je výrazná kontrola manažmentu. Dôvodom je skutočnosť, že prostredie a jeho zvrátená motivácia sa väčšinou zhodujú, hoci ceny alebo konkrétna politika štátu sa môže odlišovať.

Navrhovaná koncepcia, ktorá môže problém zmierniť, by mala vychádzať z úvahy, aké premenné prítomné v modeli dokáže vláda politicky ovplyvniť. Najrealistickejším prístupom sú pravdepodobne základné kroky smerom k zníženiu pravdepodobnosti neodhaleného a nedokázaného tunelovania.

#### Podpora modelu

Pred tvorbou modelu je dôležité sa dôkladne zamerať na skutočnosti odlišujúce prostredie, v ktorom pôsobia noví vlastníci, od „zvyčajnej“ podnikateľskej praxe a právneho prostredia na Západe. Pokiaľ ide o privatizáciu a jej nepriaznivé dôsledky, za najdôležitejšie je možné považovať nasledujúce faktory:

1/ Nedostatočne rozvinuté právne a inštitucionálne predpoklady pre trhovú ekonomiku. Následkom toho je, že pre jednotlivých aktérov je veľmi ťažké spoľahnúť sa, že štátny a súdny systém zohrajú správne svoju úlohu. Preto sú „pravidlá hry“ iné. Zle fungujúce súdy, slabé a niekedy skorumpované kontrolné úrady ako aj nevyvinuté kapitálové trhy (Black, Kraakman a Hay 1996, str. 247) sú často považované za najzreteľnejšie príznaky daného stavu. K nerešpektovaniu zákona vedie napríklad aj to, že „Manažéri ruských podnikov nemôžu dodržiavať zákon, zverejňovať svoje presné finančné výsledky a súčasne prežiť.“ (tamtiež, str. 254 – 255). Do určitej miery to platí pre všetky ostatné krajiny prechádzajúce transformáciou. Dôsledkom je, že porušovanie zákona s cieľom získať osobný prospech nepredstavuje pre manažérov žiadnu psychologickú bariéru.

2/ Okrem právneho a inštitucionálneho vaku sa vytvorila rýchla privatizácia svoje vlastné problémy. Dôsledkom vysokého počtu podnikov sprivatizovaných v krátkom časovom úseku a nedostatku skúseností je takmer nemožné pre aparát v príslušných vládnych inštitúciách odhaliť dostatočne zavčasu nelegálne tunelovanie, alebo následne získať dôkazy o tom, či príčinou bankrotu bolo nelegálne tunelovanie alebo skutočný bankrot. „Takéto organizácie trpia rovnakou nekompetenciou a politickým zasahovaním do práce – čo je dedičstvo zo socialistickej éry – ako ktorákoľvek iná súčasť štátneho aparátu transformujúcej sa krajiny.“ (Frydman, Murphy a Rapaczynski 1998, pozri časť 1.6). Nízka pravdepodobnosť odhalenia a potrestania nelegálneho tunelovania má za následok, že takáto stratégia predstavuje pre manažérov jednu zo základných zvažovaných možností, skôr ako výnimku.

3/ Relatívna technologická zaostalosť a nedostatočný vývoj privatizovaných podnikov si často vyžaduje od vlastníkov vysoké investície. Pri takomto spôsobe investovania však má spoločnosť zvyčajne šancu mnoho získať na základe jej doteraz nevyužitého ľudského kapitálu a trhového potenciálu.

4/ Hoci to platí i pre mnohé spoločnosti na Západe, privatizované podniky vo východnej Európe majú prevažne jasného vlastníka v zmysle, že konkrétna osoba alebo malá skupina kontroluje väčšinu akcií. Model sa explicitne zameriava na modelovanie prípadov, kedy túto skupinu vlastníkov predstavuje manažment spoločnosti.

## Stratégie

Pri výskume privatizácie na Slovensku zistíme, že v praxi sa realizovali v podstate štyri druhy privatizácie. [pozri Mikloš 1996, Mikloš 1997, Mikloš 1998 a Beblavý 1998]

Prvou stratégiou je nelegálne tunelovanie. V modelovom príklade splatia noví majitelia iba prvú splátku a vytunelujú spoločnosť presúvaním zisku prostredníctvom nadsadených cien a pomocou úverov, za ktoré ručia majetkom privatizovanej spoločnosti. Ten je však v skutočnosti prepožičaný iným firmám alebo osobám. Kvôli pomalému právnemu systému a neefektívnosti štátu pri spätnom vymáhaní firmy trvá často roky, kým štát získa nezaplatenú firmu späť. Vtedy je z nej už len schránka plná dlhov.

Druhou stratégiou je predaj spoločnosti novými majiteľmi investorovi, ktorým je zvyčajne, hoci nie nevyhnutne, medzinárodná spoločnosť pôsobiaca v rovnakej oblasti. Cena, ktorú investor zaplatí je obvykle vyššia ako cena pôvodne zaplatená štátu. Rozdiel ide do vrečka domácejmu privatizérovi. (Do tohto modelu spadá aj stratégia likvidácie spoločnosti jej majiteľmi, hoci takýto výsledok bolo možné pozorovať v praxi iba zriedka. Existencia vonkajšieho investora preto znamená, že existuje kupec pre celú spoločnosť, alebo niektoré jej časti za cenu blízku zostatkovej hodnote. Neexistencia vonkajšieho investora bude znamenať, že na predaj firmy alebo jej hlavných aktív v podstate neexistuje trh.)

Pri tretej stratégii postupujú noví majitelia ako skutoční investori v snahe spoločnosť reštrukturalizovať, investovať do nej a doviest' ju k prosperite. Tichým predpokladom je, že takáto reštrukturalizácia a investícia je po štyridsiatich rokoch komunizmu potrebná pre všetky spoločnosti v transformujúcich sa krajinách. Tento predpoklad je súčasťou zmlúv vo forme požiadavky, aby noví majitelia firmy do nej počas nasledujúcich desať rokov investovali istú sumu.

Existuje aj štvrtá stratégia nazvaná „podnik ako každý iný“, pri ktorej majitelia v podstate riadia spoločnosť bez reštrukturalizácie, odpredaja alebo vytunelovania a okrem zaplatenia FNM nepodniknú iné kroky. Môžeme predpokladať, že hodnota spoločnosti počas nasledujúcich 10 rokov výrazne klesne ako dôsledok znižujúcej sa konkurencieschopnosti.

## Predpoklady

Jednoduchý model toho, ako faktory určujú, ktorá zo štyroch stratégií je v skutočnosti zvolená, sa zakladá na nasledujúcich predpokladoch:

1) Naša modelová spoločnosť je stredný alebo veľký priemyselný podnik so zameraním na čokoľvek od spracovania potravín až po výrobu ocele. Kvôli komunistickému dedičstvu výrazne zaostáva za svojimi západnými konkurentmi po technologickej a iných stránkach.

- do výpočtov nie je zahrnutá úroková sadzba, pretože všetky premenné sú prepočítané na ich súčasnú hodnotu.

2) Väčšinové vlastníctvo spoločnosti je v rukách manažmentu:

- noví majitelia, ktorí prijímajú rozhodnutie pre niektorú zo stratégií, sú manažérmi firmy (prevládajúca situácia) alebo sa do takejto pozície sami uvedú okamžite po kúpe firmy. Preto budeme v tomto modeli považovať manažment za vlastníkov. Ten svojím konaním optimalizuje svoju situáciu za podmienok určených inými faktormi. Osobu alebo viac osôb, ktoré vlastnia viac ako 50% akcií môžeme považovať za vlastníka. Premenná „podiel vo vlastníctve manažmentu“ – PVVM – je preto  $> 0,5$ .

### 3) Potreba rozsiahlej investície:

- okrem zvyčajného priebežného investovania, ktoré je nevyhnutné realizovať v každej firme, je potrebné v nasledujúcich 5-10 rokoch uskutočniť relatívne vysokú investíciu, aby bola životaschopná a dlhodobou konkurencieschopná. Ak k investícii nedôjde, hodnota spoločnosti výrazne klesne. Kvôli jednoduchosti predpokladajme, že úroveň nevyhnutných investícií sa rovná úrovni stanovenej v kúpno-predajnej zmluve uzatvorenej medzi FNM a novými majiteľmi.
- vďaka efektu „doháňania konkurencie“ a súčasnému nedostatočnému využitiu trhového potenciálu spoločnosti, hodnota firmy po investičnom programe pravdepodobne prevýši pôvodnú hodnotu a pridanú investíciu.

### 4) Predajná cena je výrazne nižšia ako hodnota aktív.

- cena, za ktorú bola spoločnosť predaná je stanovená ako 25% účtovnej hodnoty jej majetku. Prvá splátka je stanovená vo výške 10% kúpnej ceny, čo predstavuje 2,5% účtovnej hodnoty majetku. Takéto podmienky v priemere predstavujú skutočnú prax v slovenskej privatizácii v rokoch 1995-1998. [pozri Mikloš 1996 a 1998] Manažéri platia iba za svoj podiel spoločnosti. V našom modeli je účtovná hodnota spoločnosti rovná jej zostatkovej hodnote.

### 5) Nezákonné tunelovanie ako bezriziková možnosť porovnateľná s ostatnými možnosťami.

- s ohľadom na inštitucionálne a právne vákuum je veľmi pravdepodobné, že ilegálne tunelovanie nebude potrestané. Jedinou námietkou je, že zvyčajne nie je možné vytunelovať všetok majetok firmy, pretože veľká časť jej hodnoty je uložená v aktívach, ktoré nie je možné vytunelovať.

## 1. Základný model

Označme si zostatkovú hodnotu hmotných aktív firmy ako ZH. Ak sa pozrieme na firmu ako balík hmotného majetku a nie ako na firmu v tradičnom zmysle slova, dokážeme sa vyhnúť ťažkostiam spôsobených nevyhnutnosťou uvažovať aj o výrobných funkciách atď.

- hodnota podielu akcií vo vlastníctve manažmentu je potom  $ZH \cdot PVVM$ .
- nevyhnutné investície znásobené podielom vo vlastníctve manažmentu  $I = a \cdot PVVM \cdot ZH$ , pričom  $a$  predstavuje koeficient podielu zo zostatkovej hodnoty firmy, ktorý je potrebné investovať, aby sa firma vyrovnala západnej konkurencii;  $a > 0$ .
- hodnota podielu manažmentu po ukončení investičného programu:  $(1 + a \cdot x) \cdot PVVM \cdot ZH$ , pričom  $x$  označuje efekt predchádzajúceho nedostatočného využitia potenciálu spoločnosti;  $x > 0$  alebo  $x = 0$ .
- hodnota podielu manažmentu po 10 rokoch ak sa nerealizuje rozsiahly investičný program:  $d \cdot PVVM \cdot ZH$ ;  $0 < d < 1$ .
- hodnota, ktorú je možné vytunelovať:  $w \cdot ZH$ , pričom  $w$  označuje koeficient možného tunelovania,  $0 < w < 1$ .

Pozrime sa teraz na celkové náklady a celkové príjmy manažmentu pri každej z prezentovaných stratégií. Jediným nákladom, ktorý musí v každom prípade uhradiť je  $0,025 \cdot PVVM \cdot ZH$  vo forme prvej splátky za svoj podiel akcií. Následne sa musí rozhodnúť pre niektorú zo stratégií.

### Stratégia 1: (nezákonné tunelovanie)

- manažment už nič nezaplatí, čo znamená, že jeho celkové náklady (CN) dosiahnu:

$$CN = 0,025 * PVVM * ZH$$

- jeho celkový výnos (CV) predstavuje:

$$CV = w * ZH \text{ (koľko dokáže ilegálne vytunelovať)}$$

- jeho celkový zisk (CZ) dosahuje:

$$CZ = (w/PVVM - 0,025) * PVVM * ZH$$

### **Stratégia 2: (predaj vonkajšiemu investorovi)**

- manažment už nič nezaplatí, čo znamená, že jeho celkové náklady dosahujú:

$$CN = 0,025 * PVVM * ZH.$$

- manažment predá svoj podiel akcií vonkajšiemu investorovi za  $PVVM * ZH$  (hodnota jeho podielu na majetku) –  $0,225 * PVVM * ZH$ .

$$CV = 0,775 * PVVM * ZH$$

- jeho celkový zisk dosahuje:

$$CZ = 0,75 * PVVM * ZH$$

### **Stratégia 3 (reštrukturalizácia)**

- manažment by musel štátu zaplatiť v nasledujúcich 10 rokoch  $0,25 * PVVM * ZH$ , plus nevyhnutné investície  $a * PVVM * ZH$ :

$$CN = 0,25 * PVVM * ZH + a * PVVM * ZH$$

- hodnota jeho podielu akcií by sa zmenila na:

$$CV = (1 + a + x) * PVVM * ZH$$

- celkový zisk by dosahoval  $(1 + a + x) * PVVM * ZH - 0,25 * PVVM * ZH - a * PVVM * ZH$ :

$$CZ = (0,75 + x) * PVVM * ZH$$

### **Stratégia 4 („podnik ako každý iný“)**

- manažment by musel počas nasledujúcich 10 rokov zaplatiť štátu  $0,25 * PVVM * ZH$

$$CN = 0,25 * PVVM * ZH$$

- hodnota jeho podielu akcií, z ktorého by mal potenciálne príjem, by sa znížila, pretože by sa znížila konkurencieschopnosť firmy:

$$CV = d * PVVM * ZH$$

- celkový zisk by dosiahol:

$$CZ = (d - 0,25) * PVVM * ZH$$

Sumarizácia celkového zisku:

$$\text{stratégia 1: } CZ = (w/PVVM - 0,025) * PVVM * ZH$$

stratégia 2:  $CZ = 0,75 \cdot PVVM \cdot ZH$

stratégia 3:  $CZ = (0,75+x) \cdot PVVM \cdot ZH$

stratégia 4:  $CZ = (d-0,25) \cdot PVVM \cdot ZH$

Z tohto základného modelu vyplýva niekoľko celkom pochopiteľných skutočností:

- použijeme výrazy typické pre stratégiu hier: keďže  $d < 1$ , stratégie 2 and 3 vždy dominujú nad stratégiou 4, t.j. ak manažment dokáže spoločnosť predať alebo reštrukturalizovať, bude toto riešenie uprednostňovať pred stratégiou „podnik ako každý iný“.
- Stratégia 3 mierne prevažuje nad stratégiou 2. Prevažuje najmä v prípade, ak investíciou do nedostatočne využívanej firmy je možné dosiahnuť prémii navyše, meranú koeficientom  $x$ . V prípade, že to možné nie je, zjavne nezáleží na tom, či budú spoločnosť reštrukturalizovať sami, alebo túto úlohu prenechajú cudzím investorom.
- Model však má ďalšie, omnoho zaujímavejšie, znaky. V prvom rade, porovnajme CZ pri nelegálnom tunelovaní s CZ pri použití stratégie 2, ktorá vraj vedie k zvýšeniu hodnoty firmy. Takéto porovnanie je veľmi dôležité v prípade, ak noví vlastníci nie sú schopní zabezpečiť úver na nevyhnutné investície a sami nevlastnia nevyhnutný kapitál – trpko reálny predpoklad v transformujúcich sa ekonomikách. Porovnanie vedie k vylúčeniu stratégie 3.

V ďalšom kroku vypočítame, pre každú úroveň PVVM (od 0,5 vyššie) hodnotu koeficientu tunelovania  $w$ , pre ktorú bude celkový zisk z oboch stratégií rovnaký. (Potom pre  $w$  väčšie ako táto hodnota bude tunelovanie uprednostňované pred maximalizáciou zisku zo strany vlastníkov).

$$CZ_1 = CZ_2$$

$$(w/PVVM - 0,025) \cdot PVVM \cdot ZH = 0,75 \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$w/PVVM - 0,025 = 0,75$$

$$w = 0,775 \cdot PVVM$$

PVVM	zodpovedajúce $w$
0,5	0,387
0,6	0,465
0,7	0,542
0,8	0,620
0,9	0,697
1,0	0,775

Vidíme, že dokonca aj pre väčšiny akcionárov môže byť atraktívnejšie vytunelovať vlastnú spoločnosť, ako ju odpredať vonkajšiemu investorovi, pretože zodpovedajúce hodnoty  $w$  sú dosť nízke, najmä ak  $0,5 < PVVM < 0,7$ . Keďže iba zriedka bolo manažmentu umožnené kúpiť viac ako 67% akcií, tieto hodnoty sú obzvlášť alarmujúce.

d) Pristúpme k ďalšiemu rozšíreniu modelu. Veľmi často sa vyskytne prípad, že neexistuje žiaden vonkajší investor, resp. investor, ktorý by prejavil záujem o kúpu spoločnosti, takže stratégiu 2 taktiež vylúčime. („S výnimkou prirodzených monopolov a malého množstva lukratívnych hroziakov, akými sú telekomunikácie, doprava a dokonca televízia, v protiklade k naivnému presvedčeniu v regióne, zahraniční investori sa nehrnú do kúpy postkomunistických dinosaurov.“ [Frydman, Murphy a Rapaczynski 1998, časť 1.5.] Iba zriedka je na takúto investíciu k dispozícii domáci kapitál.) V takomto prípade zostávajú vlastníkom iba stratégie 1 a 4.

Vykonáme analogický výpočet k predchádzajúcemu, zodpovedajúce hodnoty  $w$  vypočítame pre rôzne úrovne PVVM a pre  $d=0,5$  (predpokladáme, že spoločnosť stratí polovicu zo svojej hodnoty v priebehu 10 rokov ak sa nevyrovná západným konkurentom):

CZ 1 = CZ4

$$(w/PVVM - 0,025)*PVVM*ZH = (0,5-0,25)*PVVM*ZH$$

$$w/PVVM - 0,025 = 0,5 - 0,25$$

$$w = 0,275*PVVM$$

PVVM	zodpovedajúce w
0,5	0,137
0,6	0,165
0,7	0,192
0,8	0,220
0,9	0,247
1,0	0,275

Zodpovedajúce hodnoty w sú natoľko nízke, že tunelovanie sa stáva prevládajúcou stratégiou (nie je reálne očakávať, že novým vlastníkom sa nepodarí tunelovaním získať aspoň tretinu ZH). Zo základného modelu možno vyvodit' výsledok, že v situácii so slabými inštitucionálnymi a právnymi obmedzeniami a s malým objemom dostupného kapitálu - situácii, ktorá je veľmi dobre známa podnikateľom vo východnej Európe – môže byť najlepšou stratégiou racionálneho uvažujúceho manažmentu s väčšinovým vlastníctvom akcií nelegálne tunelovanie kúpenej spoločnosti, a to dokonca aj v prípade, ak dokáže nájsť investora alebo pokračovať v riadení spoločnosti bez bankrotu.

## 2. Model s nehmotnými aktívami

Základný model uvažoval o podniku ako o balíku hmotných aktív. Spoločnosti však majú aj svoju organizačnú formu, svoj „zväzok zmlúv“, [Miller 1992, str. 5] a iné vzťahy. V postkomunistických krajinách to platí o to viac, že hodnota strojového zariadenia, budov alebo pohľadávok je často pochybná. Majetok, ktorý je nehmotný (značka), a ktorý nie je uvedený v súvahe (podiel na trhu, ľudský kapitál), môže mať podstatne vyššiu hodnotu ako hmotné aktíva. Rozšírením základného modelu v tejto časti sa pokúšame túto skutočnosť zohľadniť pridaním „nehmotnej hodnoty“ (NH) k „zostatkovej hodnote“ (ZH) spoločnosti. Súčasná hodnota (SH) spoločnosti je teda súčtom NH a ZH :  $SH = ZH + NH$ . V tomto modeli sa zmena odrazí v príjmoch vlastníkov (v niektorých prípadoch), nie však v ich nákladoch – či platia za firmu štátu, alebo do nej investujú, náklady sú určované hmotnými aktívami (pretože sú založené na účtovnej hodnote uvedenej v súvahe, kde dokonca aj značky mali v komunistickom účtovníctve nízke ohodnotenie.)

Preto vlastníci čelia rovnakým nákladom, ako pri základnom modeli:

$$\text{Stratégia 1 - } CN1 = 0,025*PVVM*ZH$$

$$\text{Stratégia 2 - } CN2 = 0,25*PVVM*ZH$$

$$\text{Stratégia 3 - } CN3 = 0,25*PVVM*ZH + a*PVVM*ZH$$

$$\text{Stratégia 4 - } CN4 = 0,25*PVVM*ZH$$

Príjmy sa však v niektorých prípadoch menia:

Stratégia 1: nelegálne tunelovanie zjavne umožňuje iba zisk hmotného majetku. Preto sa celkový príjem z „rabovania firmy“ nemení. Aby sme však problém v komplexnejšom prípade zjednodušili, vynecháme koeficient tunelovania w. (V základnom modeli mal koeficient w za úlohu zohľadniť práve skutočnosť, že veľkú časť hodnoty firmy nie je možné vytunelovať.) Takže,

$$CVI = ZH$$

Stratégia 2: na druhej strane, vonkajší investori majú tendenciu kupovať postkomunistické spoločnosti nie kvôli ich strojovému zariadeniu, či atraktívnemu umiestneniu, ale presne pre ich podiel na trhu,

značku a zamestnancov. Takže ak chce v tomto modeli vonkajší investor kúpiť spoločnosť, môžeme logicky očakávať, že bude ochotný zaplatiť za súčasnú, a nie za zostatkovú hodnotu spoločnosti. Takže príjem vlastníka bude:

$$CV2 = PVVM * SH = PVVM * ZH + PVVM * NH$$

Stratégia 3: takmer to isté platí pri reštrukturalizácii. Zmyslom dodatočnej investície je zvýšiť použiteľnosť nehmotných aktív. Preto je príjem vlastníka v prípade reštrukturalizácie založený na súčasnej a nie zostatkovej hodnote. Na druhej strane, zavedenie NH nám umožňuje vynechať koeficient  $x$ , ktorý predstavoval slabé využitie spoločnosti v základnom modeli bez nehmotného majetku.

$$CV3 = PVVM * SH(1+a) = PVVM * ZH(1+a) + PVVM * NH(1+a)$$

Stratégia 4: súčasnú hodnotu musíme použiť aj v stratégii „podnik ako každý iný“, pretože jej úlohou je ukázať, ako by zmenila celkovú hodnotu spoločnosti. Výsledkom je

$$CV4 = d * PVVM * SH = d * PVVM * ZH + d * PVVM * NH.$$

Teraz môžeme vypočítať celkové zisky vlastníkov pri použití 4 dostupných stratégií:

$$CZ1 = ZH * PVVM / (1 - 0,025)$$

$$CZ2 = 0,75 * PVVM * ZH + PVVM * NH$$

$$CZ3 = 0,75 * PVVM * ZH + PVVM * NH$$

$$CZ4 = (d - 0,25) * PVVM * ZH + d * PVVM * NH$$

Hlavným rozdielom medzi týmito a základným modelom je jasná rovnocennosť stratégií 2 a 3. Odráža skutočnosť, že v modeli, kde sú nehmotné aktíva zahrnuté v cene, by skutočne nemalo záležať na tom, kto ich využíva – či sú to vlastníci alebo vonkajší investor. Stratégie 2 a 3 môžeme kvalifikovať ako identické. Príťažlivosť niektorej z nich pre vlastníkov je potom založená na iných faktoroch – dostupnosti investora, dostupnosti prostriedkov na reštrukturalizáciu alebo na osobných preferenciách. (Na druhej strane, rozšírenie modelu o neistotu a averziu k riziku zvýrazní rozdiely medzi oboma stratégiami pre vlastníkov v prostredí charakterizovanom neistotou a averziou k riziku.)

Porovnanie stratégií:

1. predaj alebo reštrukturalizácia verzus tunelovanie:

Aby boli stratégie 2 a 3 príťažlivejšie ako stratégia 1, musí platiť  $NH * PVVM + 0,725 * PVVM * ZH > ZH$ . Keďže vieme, že PVVM sa pohybuje v rozpätí od 0,5 do 1; môžeme sa zamerať na extrémnu hodnotu tejto premennej, aby sme získali náznak výsledku

- pre PVVM = 0,5 musí platiť  $NH > 1,28 * ZH$ , aby bolo tunelovanie menej hodnotnou variantou.

- pre PVVM = 1 musí platiť  $NH > 0,275 * ZH$ , aby bolo tunelovanie menej hodnotnou variantou.

Preto rozsah pomeru medzi NH a ZH, v ktorom sú vlastníci indiferentní medzi týmito troma stratégiami je od 0,275 do 1,28, ako sa percento podielu vo vlastníctve majiteľa postupne znižuje z 1 na 0,5. Takže hoci takéto rozšírenie modelu nevyklučuje možnosť tunelovania, ukazuje sa, že ak podstatná časť hodnoty spoločnosti spočíva v jej nehmotnom majetku (viac ako 56%, v najhoršej alternatívnej scenárii modelu), predaj spoločnosti alebo jej reštrukturalizácia by mali byť uprednostnené pred jej vyrabovaním.

2. tunelovanie versus stratégia „podnik ako každý iný“:

Ak riadenie spoločnosti bez podstatných zmien bude pre vlastníkov hodnotnejšie ako jej vytunelovanie, bude platiť  $(d - 0,225) * PVVM * ZH + d * PVVM * ZH > ZH$ . Stanovme si hornú hranicu a priradíme  $d = 0,5$  (firma skúmaná v modeli je prežívajúci postkomunistický podnik, ktorý s veľkou pravdepodobnosťou do 10 rokov stratí svoje trhy alebo dokonca zbankrotuje ak nepríde k jeho reštrukturalizácii – predpoklad, že dokonca aj pri stratégii „podnik ako každý iný“ bude jeho hodnota o 10 rokov polovičná je dostatočne veľkorysý). Ak znovu preveríme rozsah daných hodnôt, daných PVVM = 0,5 a 1, výsledok

bude:

- pre  $PVVM = 0,5$  musí platiť  $NH > 3,45 * ZH$ , aby bola uprednostnená stratégia „podnik ako každý iný“
- pre  $PVVM = 1$  musí platiť  $NH > 1,45 * ZH$ , aby bola uprednostnená stratégia „podnik ako každý iný“

Riziko tunelovania preto zostáva veľmi výrazné v prípade, že vlastníci nemôžu spoločnosť rozvinúť ani predať a sú nútení vybrať si medzi stratégiou „podnik ako každý iný“ a stratégiou tunelovania. Ak majú len mierne väčšinový vlastnícky podiel, nehmotné aktíva firmy by museli predstavovať úplnú väčšinu hodnoty spoločnosti, aby sa tunelovanie sa neoplatilo. Je potrebné tiež pripomenúť, že hodnota 0,5 bola stanovená ako horná hranica, pričom v extrémne rizikovom postkomunistickom prostredí, bude v mnohých prípadoch veľmi nízka. Aby sme však mohli takúto situáciu lepšie modelovať, zavedieme faktor neistoty.

(3. Mali by sme tiež porovnať stratégie 2 a 3 so stratégiou 4. Výsledkom by však bolo, že ak  $(1-d)*PVVM*ZH + (1-d)*PVVM*N > 0$ , stratégie 2 a 3 sú príťažlivejšie. Keďže  $d < 1$ , bude to v tejto verzii modelu platiť vždy.)

Záver: v modeli bez faktoru neistoty a averzie k riziku, ale s nehmotným majetkom zahrnutým do celkovej hodnoty spoločnosti, je posilnená tendencia k reštrukturalizácii alebo predaju vonkajšiemu investorovi. Nie je to však v žiadnom prípade istota. Najmä v prípade mierne väčšinového vlastníctva (ktoré, ako sme už spomenuli, bolo častým prípadom v slovenskej privatizácii), motivácia k „rabovaniu“ je stále často silná.

### 3. Model s faktormi neistoty a averzie k riziku

V tretej časti rozvineme ten istý model, aby zohľadňoval účinky neistoty a averzie k riziku. Veľmi nestále ekonomické, politické a medzinárodné podmienky charakterizujú postkomunistické podnikateľské prostredie dokonca výraznejšie, ako je tomu v západných ekonomikách. Ich zahrnutie preto mimoriadne zvyšuje hodnotu modelu. Na druhej strane sa môže veľmi ľahko stať, že model bude príliš komplikovaný na to, aby poskytoval zmysluplné výsledky. Preto musíme pristúpiť na niektoré zjednodušenia:

1. Aby sa model nestal príliš komplikovaný, a aby poskytoval zmysluplné výsledky, vrátime sa k ponímaniu spoločnosti ako balíka hmotného majetku. Zmyslom zahrnutia nehmotných aktív do predchádzajúceho modelu bolo ukázať, ako môžu posunúť pohnútky niektorých vlastníkov k „legitímnejšiemu“ využitiu svojho majetku namiesto jeho tunelovania. V tomto prípade to platí tiež a zahrnutie nehmotného majetku by nemalo výrazný vplyv na okolnosti skúmané v tomto modeli: do akej miery je motivácia ovplyvnená neistotou a averziou k riziku.

2. Kvôli zjednodušeniu predpokladajme, že výška investície do spoločnosti v prípade reštrukturalizácie sa rovná jej zostatkovej hodnote –  $ZH$ . Účinok reštrukturalizácie na hodnotu majetku spoločnosti je označený konštantou  $x$ . Hodnota akcií vlastníkov, ktorá dosahuje pred reštrukturalizáciou  $PVVM*ZH$  by dosiahla  $x*PVVM*ZH$  po nej. Keďže doplnková investícia vlastníkov v tomto scenári je  $PVVM*ZH$  (ich podiel na bremene doplnkových investícií), musí platiť  $x > 1$ , aby vlastníci mali k reštrukturalizácii dôvod. (V opačnom prípade platí, že čistá súčasná hodnota spoločnosti je záporná, čo však nie je možnosť, ktorá by bola predmetom tohto modelu).

3. Opäť kvôli zjednodušeniu vynecháme „koeficient tunelovania“. Budeme predpokladať, že ak je nelegálne tunelovanie úspešné, vlastníkom sa podarilo presunúť celú hodnotu spoločnosti a ich príjem sa rovná jej zostatkovej hodnote,  $ZH$ .

#### 3.a. Neistota bez averzie k riziku

Rozšírený model zahrňuje dva možné zásadné výsledky:

a) Stratégia zvolená vlastníckmi zlyhá a ich príjem je nulový (keďže všetky stratégie nesú so sebou isté náklady, celkový zisk je záporný a závisí od množstva vložených nákladov). Ide o nasledujúce prípady:

1. v prípade nelegálneho tunelovania je činnosť veľmi skoro odhalená a dokázaná a spoločnosť je novým vlastníkom následne odobratá

2. v prípade, že reštrukturalizácia nebude úspešná a spoločnosť zbankrotuje, majetok podniku prepadá



do vlastníctva veriteľov

3. v prípade použitia stratégie „podnik ako každý iný“ je výsledok rovnaký – bankrot a strata majetku vlastníkov.

b) stratégia, zvolená vlastníckmi je úspešná a ich výnos je zodpovedajúci – v prípade nelegálneho tunelovania ide o zostatkovú hodnotu celej spoločnosti, ZH; v prípade stratégie „podnik ako každý iný“ ide o podiel majiteľov na zostatkovej hodnote –  $PVVM \cdot ZH$ . V prípade reštrukturalizácie sa zostatková hodnota vlastníckovho podielu vynásobí konštantou  $x$ , ktorá predstavuje účinok doplnkových investícií a reštrukturalizácie –  $x \cdot PVVM \cdot ZH$ . To znamená:

1. pri použití stratégie tunelovania vlastníci dosiahnu presun majetku a zisku alebo jeho úverové zaťaženie, pričom z firmy zostane iba prázdna schránka, ktorá sa vráti do rúk štátu.

2. v prípade reštrukturalizácie sa spoločnosť úspešne revitalizuje a stáva sa uznávaným konkurentom v regióne.

3. v prípade stratégie „podnik ako každý iný“ organizácii sa podarilo udržať sa nad vodou a uchovať si niečo zo svojej pozície na trhu. (Samozrejme, takáto pravdepodobnosť je omnoho nižšia ako pravdepodobnosť stratégie úspešnej reštrukturalizácie.)

Definujme si teraz koeficienty pravdepodobnosti pre každú stratégiu:

$a_k$  je pravdepodobnosť že stratégia  $k$  zlyhá

$b_k$  je pravdepodobnosť že stratégia  $k$  bude úspešná

( $a_k + b_k = 1$ )

Stratégia predaja vonkajšiemu investorovi nie je zahrnutá do výpočtu pravdepodobností, pretože predaj akcií je možnosť, ktorú má majiteľ, a ktorá nepodlieha pravdepodobnosti. Ak existujú záujemcovia o kúpu, táto možnosť je otvorená, ak nie, táto možnosť mizne.

Takže, na základe predpokladov modelu môžeme vypočítať výnos každej stratégie nasledujúcim spôsobom:

$$CV1 = a_1 \cdot 0 + b_1 \cdot ZH$$

$$CV2 = PVVM \cdot ZH$$

$$CV3 = a_3 \cdot 0 + b_3 \cdot x \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CV4 = a_4 \cdot 0 + b_4 \cdot PVVM \cdot ZH$$

Náklady na jednotlivé stratégie nezávisia od ich výsledku a je preto možné ich stanoviť bez ohľadu na pravdepodobnosť (na základe predchádzajúceho modelu):

$$CN1 = 0,025 \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CN2 = 0,25 \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CN3 = 1,25 \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CN4 = 0,25 \cdot PVVM \cdot ZH$$

Preto môžeme celkový zisk z každej stratégie vypočítať nasledovným spôsobom:

$$CZ1 = (b_1 / PVVM - 0,025) \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CZ2 = 0,75 \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CZ3 = (b_3 \cdot x - 1,25) \cdot PVVM \cdot ZH$$

$$CZ4 = (b4 - 0,25) * PVVM * ZH$$

Zisk každej zo stratégií môžeme porovnať s ostatnými stratégiami

### 1. stratégia reštrukturalizácie versus ostatné stratégie

- reštrukturalizácia má prednosť pred predajom ak  $x * b3 > 2$
- reštrukturalizácia má prednosť pred tunelovaním ak  $x * b3 > 0,225 + b1 / PVVM$
- reštrukturalizácia má prednosť pred stratégiou „podnik ako každý iný“ ak  $x * b3 > b4 + 1$

Niekoľko príkladov nám pomôže vysvetliť, čo to znamená:

- ak existuje 50%-ná šanca, že reštrukturalizácia bude úspešná (s ohľadom na neistoty postkomunistického prostredia sa jedná o dostatočne veľkorysý predpoklad), musí platiť, že  $x > 4$ , aby stratégia reštrukturalizácie mala prednosť pred predajom spoločnosti. Zostatková hodnota podniku v dobe predaja plus doplnkové investície v rovnakej výške stanovia hodnotu  $x$  na 2. Takže čistá reštrukturalizácia (nájdenie nových trhov, využitie nevyužitého potenciálu atď.) by musela priniesť ďalšie zdvojnásobenie zostatkovej hodnoty spoločnosti. Z uvedeného vyplýva, že novým vlastníkom sa zvyčajne nevyplatia snahy o rozvoj podniku, ktorý nemá veľký potenciál.

- do akej miery to platí pre stratégiu tunelovania závisí od skutočného vlastníckeho podielu nových akcionárov (PVVM). Ak sa jeho hodnota blíži tesne k 0,5 (a predpokladaná pravdepodobnosť úspešného „drancovania“  $b1$  je pomerne vysoká – blíži sa k hodnote 1), potom hodnota  $x * b3$ , pri ktorých je reštrukturalizácia preferovaná pred nelegálnym vytunelovaním, vzrastie nad 3. Aby to však platilo, hodnota pridaná reštrukturalizáciou ako aj pravdepodobnosť úspechu musí byť vysoká, čo je vzácny prípad.

- tretí príklad je relatívne jasný, hoci neposkytuje žiadne jasné odpovede. Nasledujúcu situáciu nerieši, ale skôr ju definuje – vlastníci sa môžu pokúsiť investovať vysoké sumy peňazí s rizikom nulovej návratnosti ale v nádeji na vysokú návratnosť v prípade úspechu, alebo sa môžu pokúsiť riadiť spoločnosť bez doplnkových investícií, s vedomím, že aj tak čelia riziku kolapsu a bankrotu.

### 2. ostatné stratégie porovnané navzájom

- predaj vonkajšiemu investorovi je lepšia stratégia ako „podnik ako každý iný“ v prípade, že  $1 > b4$  (t.j. vždy).

- tunelovanie má prednosť pred stratégiou „podnik ako každý iný“ ak  $0,225 + b1 / PVVM > b4$  (takmer vždy – v nestabilnom postkomunistickom prostredí charakterizovanom slabými právnymi obmedzeniami; pravdepodobnosť úspešného „drancovania“  $b1$  sama osebe sa môže rovnať alebo prevýšiť pravdepodobnosť úspešného prežitia  $b4$  bez reštrukturalizácie. Tento argument posilňuje aj vynásobenie  $b1$  koeficientom  $1 / PVVM$  a pričítanie 0,225.)

- predaj vonkajšiemu investorovi je stratégia uprednostňovaná pred tunelovaním ak  $0,775 * PVVM > b1$ . (Neistota pridala na príťažlivosti bezrizikového predaja v porovnaní s predchádzajúcimi modelmi avšak ak má  $b1$  vysokú hodnotu a vlastníci kontrolujú iba miernu väčšinu /napr. 51% namiesto 90%/, príťažlivosť nelegálneho tunelovania môže byť ešte stále vysoká.)

3. záver: podmienky neistoty majú *ceteris paribus* za následok nižšiu pravdepodobnosť, že sa noví majitelia odhodlajú na reštrukturalizáciu sami, pretože pravdepodobnosť úspechu býva zvyčajne omnoho nižšia ako pravdepodobnosť úspešného tunelovania alebo istota, ktorá plynie z predaja. Nie je tomu tak v prípadoch, keď firma disponuje vysokým reštrukturalizačným potenciálom pri súčasne vysokej pravdepodobnosti úspešnej reštrukturalizácie. Pri výbere medzi rôznymi stratégiami zvykne prevládať tunelovanie, s výnimkou prípadu, keď majú majitelia vo vlastníctve veľmi výraznú väčšinu akcií, alebo keď sa výrazne zvyšuje riziko odhalenia nelegálneho „vyplienenia“ spoločnosti. Ak nie je možné nájsť kupca, pravdepodobnosť nelegálneho tunelovania je *ceteris paribus* vyššia, v porovnaní s pravdepodobnosťou úspešnej reštrukturalizácie. Tá je často príliš nízka, aby sa pre majiteľov stala reštrukturalizácia uprednostnenou voľbou.

### 3.b. Neistota spojená s averziou k riziku

K modelu teraz pridáme dôležitý faktor – averziu majiteľov k riziku. Vyplýva z jednoduchej skutočnosti:

manažéri ani ostatní si počas egalitárskej komunistckej éry nenahromadili významné množstvo majetku. V dôsledku toho hodnota akcií spoločnosti, ktorú riadia a spoluvlastnia zvyčajne prevyšuje ich ostatný majetok desať, sto, a niekedy až tisícnásobne. Je preto bezpečné domnievať sa, že ich averzia k riziku bude v priemere vysoká, ak pôjde o akcie predstavujúce ich jedinú možnosť získať skutočné bohatstvo.

Averzia k riziku je včlenená do modelu s neistotou, pričom ju charakterizujú hodnoty očakávaného výnosu, rizikovej prémie a ekvivalentu istoty. (Pozri Milgrom a Roberts 1992, str. 210 – 211). Pri každej stratégii použijeme celkový výnos CV ako očakávaný výnos. Pre každý očakávaný výnos potom určíme rizikovú prémii ako  $1/2 * r * \text{Var}(CV)$ , pričom  $r$  predstavuje koeficient absolútnej averzie k riziku a je nezávislý od CV. (pozri tamtiež). Nakoniec odčítame celkové náklady, ktoré sú fixné, a nie sú určené pravdepodobnosťou. Potom môžeme porovnať výsledky – istý ekvivalent celkového zisku z individuálnych stratégií.

Za týmto účelom musíme vypočítať varianciu pre každú stratégiu:

1.  $\text{Var}(CV1) = b1 * (1 - b1) * ZH^2$
2.  $\text{Var}(CV2) = 0$
3.  $\text{Var}(CV3) = b3 * (1 - b3) * ZH^2 * PVVM^2 * x^2$
4.  $\text{Var}(CV4) = b4 * (1 - b4) * PVVM^2 * ZH^2$

Zistené ekvivalenty potom nadobúdajú hodnoty:

1.  $CZ1 = (b1/PVVM - 0,025) * PVVM * ZH - 1/2 * r * b1 * (1 - b1) * ZH^2$
2.  $CZ2 = 0,75 * PVVM * ZH$
3.  $CZ3 = b3 * (1 - b3) * ZH^2 * PVVM^2 * x^2 - 1/2 * r * (b3 * x - 1,25) * PVVM * ZH$
4.  $CZ4 = b4 * (1 - b4) * PVVM^2 * ZH^2 - 1/2 * r * (b4 - 0,25) * PVVM * ZH$

Zisk pri použití jednotlivých stratégií potom môžeme vzájomne porovnať. Avšak, zložitost' vyplývajúca z vyššieho modelu vylučuje akékoľvek zmysluplné závery v nasledujúcich prípadoch:

1. reštrukturalizácia je lepšia voľba ako tunelovanie, ak platí  $ZH * PVVM * (x * b3 + 0,0025/PVVM - b1 - 1,25) - 1/2 * r * ZH^2 * [x^2 * PVVM^2 * (b3 - b3^2) - (b1 - b1^2)] > 0$ , čo nemá príliš veľký význam, pretože nie je možné určiť okolnosti, za ktorých riziková prémia  $1/2 * r * ZH^2 * [x^2 * PVVM^2 * (b3 - b3^2) - (b1 - b1^2)]$  bude pozitívna alebo negatívna. Nie je teda možné určiť, či zavedenie averzie k riziku zvýši pravdepodobnosť tunelovania v porovnaní s reštrukturalizáciou.

2. Reštrukturalizáciu však môžeme porovnávať s predajom vonkajšiemu investorovi, ktorý zasa môžeme porovnať s tunelovaním:

- reštrukturalizácia bude lepšia voľba ako predaj, ak bude platiť  $x * b3 - 2 - 1/2 * r * (b3 - b3^2) * ZH * PVVM * x^2 > 0$ . I keď je tento výraz tiež zložitý, izolovanie rizikovej prémie  $1/2 * r * (b3 - b3^2) * ZH * PVVM * x^2$  poskytuje určité informácie. Nakoľko  $r$ ,  $ZH$ ,  $PVVM$ ,  $x$  a  $(b3 - b3^2)$  sú pozitívne (posledné preto, lebo  $0 < b3 < 1$ ), celková riziková prémia bude mať tiež pozitívnu hodnotu. Pretože rizikovú premiu odčítame, výsledkom je, že vlastníci s averziou k riziku budú oveľa častejšie preferovať bezrizikovú alternatívu – predaj. Čo je dôležitejšie, môžeme identifikovať faktory určujúce veľkosť rizikovej prémie:  $r$ ,  $ZH$ ,  $PVVM$ ,  $x$  a  $b3$ . Pretože  $x$  a  $b3$  sa vo zvyšnej časti výrazu správajú opačne (ich narastajúca hodnota spôsobuje, že alternatíva reštrukturalizácie sa stáva príťažlivejšou), výsledok je jednoznačný jedine v prípade  $r$ ,  $ZH$  a  $PVVM$ . *Ceteris paribus*, vyššie hodnoty absolútneho koeficientu averzie k riziku a zostatková hodnota akcií vlastníkov spôsobujú, že predaj sa stáva v porovnaní s reštrukturalizáciou príťažlivejší.

- predaj bude lepšou voľbou ako tunelovanie v prípade, keď bude platiť  $0,775 * PVVM - b1 + 1/2 * r * ZH * (b1 - b1^2) > 0$ . Opäť a bez prekvapenia platí, že riziková prémia je pozitívna, čo prispieva k zvýšeniu príťažlivosti predaja *ceteris paribus*, pričom  $r$ ,  $PVVM$  a  $ZH$  jednoznačne prispievajú k danému stavu.

3. Rovnaký postup použijeme pri porovnávaní predaja vonkajšiemu investorovi so stratégiou „podnik ako každý iný“, kde bola prvá alternatíva vždy lepšia ako druhá, dokonca aj bez averzie k riziku, ktorá jej príťažlivosť ešte zvyšuje:  $PVVM \cdot ZH \cdot (1 - b_4) + 1/2 \cdot r \cdot PVVM^2 \cdot ZH^2 \cdot (b_4 - b_4^2) > 0$ .

4. Zložitejšia situácia nastáva, ak sa dve započítané rizikové prémie dostanú do konfliktu. Jeden z takýchto prípadov sme už odložili bokom, pretože bol príliš komplikovaný. Zvyšné dva prípady poskytujú určité informácie:

- stratégia „podnik ako každý iný“ je príťažlivejšia ako tunelovanie ak platí:  $ZH \cdot [(b_4 - 0,225) \cdot PVVM - b_1 - 1/2 \cdot r \cdot ZH \cdot (PVVM^2 \cdot (b_4 - b_4^2) - (b_1 - b_1^2)))] > 0$ .

- reštrukturalizácia je príťažlivejšia ako stratégia „podnik ako každý iný“ ak platí:  $ZH \cdot PVVM [x \cdot b_3 - 1 - b_4 - 1/2 \cdot r \cdot ZH \cdot PVVM (x^2 \cdot (b_3 - b_3^2) - (b_4 - b_4^2))] > 0$ .

Pri predchádzajúcej verzii modelu sme zistili, že tunelovanie býva zvyčajne príťažlivejšie ako stratégia „podnik ako každý iný“. Zavedenie averzie k riziku do modelu posilní tento argument v prípade, že platí  $PVVM^2 \cdot (b_4 - b_4^2) > (b_1 - b_1^2)$ . Ak znamienko nerovnosti obrátíme, averzia k riziku znižuje pravdepodobnosť tunelovania. Kvôli tvaru funkcie  $b - b^2$  sú výsledky nejednoznačné. To isté platí pre porovnanie stratégií reštrukturalizácie a „podnik ako každý iný“.

## Záver

V tomto materiáli sme predstavili relatívne jednoduchý model správania sa vlastníkov – manažérov v transformujúcich sa krajinách. V dôsledku slabých inštitucionálnych a právnych obmedzení a neefektívnej vládnej byrokracie sa v týchto krajinách zhoršili problémy s vplyvom insiderov, ktoré vedú k absencii akejkoľvek kontroly manažmentu. Transfery ziskov a nelegálne tunelovanie sa preto stávajú stratégiou riadenia, ktorú je možné považovať za rovnocennú iným, legitímnejším stratégiám – predaju spoločnosti vonkajšiemu investorovi, reštrukturalizácii či stratégii „podnik ako každý iný“. K opísanému nepriaznivému prostrediu prispievajú doplnkové faktory: vysoká neistota postkomunistického ekonomického, politického a právneho prostredia, ktorá má často za následok, že pravdepodobnosť nepotrebaného „rabovania“ je vyššia ako pravdepodobnosť úspešnej reštrukturalizácie; častý nedostatok vonkajších záujemcov o investovanie, ako aj nedostatok finančných zdrojov potrebných na reštrukturalizáciu, tiež prispieva k voľbe protizákonného tunelovania ako príťažlivejšej alternatívy; potreba vysokých investícií do reštrukturalizácie znižuje atraktivnosť takéhoto postupu.

Na popis situácie sme zostavili jednoduchý model, s cieľom analyzovať motiváciu vlastníkov, ktorí stoja pred výberom jednej zo štyroch stratégií. Okrem už spomínaného nepriaznivého prostredia, ktoré je príznačné pre všetky postkomunistické krajiny, model odráža i špecifiká slovenského spôsobu privatizácie – nízke ceny a ich rozdelenie do splátok na obdobie 10 rokov. Hodnota spoločnosti bola stanovená ako súčet zostatkových hodnôt jej hmotných aktív.

Výsledky, získané s použitím základného modelu ukazujú, že zvrátená motivácia môžu byť zdrojom zdanlivo absurdnej situácie – väčšina vlastníci drancujú vlastnú spoločnosť. Tunelovanie sa stáva atraktívnym najmä v prípade, ak manažment vlastní iba o málo viac ako 50% spoločnosti (zvyčajný prípad v slovenskej privatizácii). Čím menší je vlastnícky podiel tých, ktorí podnik kontrolujú, tým lukratívnejšie je pre nich, v porovnaní s výnosmi z vlastných akcií, vykrádať spoločnosti ako celok. (Kvôli ťažkopádnej byrokracii stratégia tunelovania umožňuje vlastníkom zaplatiť za spoločnosť iba prvú splátku a vytunelovať ju skôr, ako je vláda schopná prevziať ju späť do vlastných rúk. V porovnaní s ostatnými stratégiám to preto vlastníkom výrazne znižuje náklady.) Obzvlášť alarmujúcim bolo zistenie, že dokonca v prípadoch, keď vlastníci mali možnosť predaja vonkajšiemu investorovi alebo reštrukturalizácie spoločnosti, nelegálne tunelovanie mohlo byť často pre nich finančne príťažlivejšie. Na druhej strane sme zohľadnili jav označovaný ako „pasca prázdnych rúk“. Ak nie sú k dispozícii finančné zdroje ani záujem vhodného investora (a je to častý prípad), noví vlastníci, ktorí sú teoreticky miliónári, sú konfrontovaní s jedinou legitímnou možnosťou – zvoliť stratégiu „podnik ako každý iný“ a riadiť spoločnosť bez investícií a bez reštrukturalizácie – čeliac pritom narastajúcej konkurencii na svojich trhoch. V takomto prípade je ľahké pochopiť to, čo ukázal základný model: zvyčajne sa vlastníkom oplatí zachrániť aspoň časť svojho nového vlastníctva nelegálnym tunelovaním ako čeliť znižovaniu hodnoty spoločnosti, ktorá sa ocitla bez prostriedkov a investícií (nehovoriac o vysokej pravdepodobnosti bankrotu).

V ďalších častiach sme do modelu zaviedli komplexnejšie modifikácie a analyzovali ich dôsledok na závery vyvodené zo základného modelu.

Prvá modifikácia sa zameriavala na prípad, keď do hodnoty spoločnosti rátame nielen hmotný majetok, ale aj nehmotné aktíva, ako napr. značky, podiel na trhu alebo ľudské zdroje. Výsledkom bolo, že v porovnaní so základným modelom sa zvýši výhodnosť iných stratégií ako tunelovanie. Preto tento model čiastočne odstraňuje obavy, že nelegálne tunelovanie je pre racionálne uvažujúcich vlastníkov takmer nevyhnutné. Aj pri zohľadnení nehmotného majetku však takýto výsledok nie je istý. Znovu sa objavuje skutočnosť, že ak akcie vlastníkov len o málo prevyšujú 50%, motivácia k tunelovaniu môže byť výrazná, v porovnaní s reštrukturalizáciou či stratégiou „podnik ako každý iný“. Neplatí to však, ak hodnota nehmotného majetku prevyšuje hodnotu hmotného majetku. Omnoho znekludňujúcejšie však je, že hoci táto modifikácia zvyšuje príťažlivosť stratégie „podnik ako každý iný“, táto bledne v porovnaní s tunelovaním – okrem prípadu, keď hodnota spoločnosti spočíva s výraznou prevahou v jej nehmotných aktívach. Takže jav „pasca prázdnych rúk“ je stále aktuálny.

Zostávajúce dve rozšírenia modelu berú do úvahy to, ako neistota a averzia k riziku môžu ovplyvniť motiváciu majiteľa. (Pretože nechceme, aby bol model príliš komplikovaný, vrátíme sa k vnímaniu hodnoty spoločnosti, akoby pozostávala iba z hmotného majetku.) V predchádzajúcich dvoch modeloch boli výsledky určené koeficientmi. V verzii modelu sme k výsledkom priradili pravdepodobnosti.

Neistota sama osebe zvyšuje príťažlivosť predaja vonkajšiemu investorovi práve preto, že takáto stratégia v sebe nenesie neistotu. Zistili sme, že ak momentálne v spoločnosti nie je vysoká pravdepodobnosť úspešnej reštrukturalizácie a potenciál pre výrazné zvýšenie využiteľnosti, reštrukturalizácia nebude najuprednostňovanejšou voľbou. Namiesto toho budú dvoma najčastejšími riešeniami tunelovanie a predaj. (Ani v tomto prípade nebude aktuálna stratégia „podnik ako každý iný“, pretože „pasca prázdnych rúk“ stále platí). Hoci neistota prispieva k výhodnosti predaja spoločnosti v porovnaní s jej vytunelovaním, predpokladaná vysoká úspešnosť „vyrabovania“ je zvyčajne vyššia. Aj v prípade, že neexistuje investor, je pravdepodobnosť tunelovania vysoká.

Posledná modifikácia modelu zohľadnila averziu nových vlastníkov k riziku. Tá je pravdepodobne vysoká, pretože ich podiel v spoločnosti zvyčajne predstavuje najväčšiu časť ich majetku. Zohľadnenie averzie k riziku spôsobuje, že model sa natoľko komplikovaným, že neposkytuje žiadne číselné výsledky ale poskytuje možnosť porovnania s modelom s neistotou ale bez averzie k riziku. Výsledkom je, že predaj vonkajšiemu investorovi sa stáva zaujímavejší ako reštrukturalizácia a vytunelovanie ak sa zvyšuje hodnota nasledujúcich premenných: koeficient averzie k riziku, hodnota majetku spoločnosti a podiel vo vlastníctve manažmentu. V ostatných prípadoch nebolo možné prijať jednoznačné závery.

Všeobecnejším záverom, vyplývajúcim zo všetkých štyroch verzií modelu je, že na Slovensku je riziko protizákonného tunelovania relatívne vysoké a predstavuje reálnu možnosť u racionálne uvažujúcich väčšinových vlastníkov. O to viac to platí v prípade, ak nie sú prítomné dve alternatívy, ktoré by mohli byť príťažlivejšie – predaj vonkajšiemu investorovi a reštrukturalizácia pomocou doplnkovej investície. Spôsob konštrukcie modelu umožňuje jeho využitie v mnohých ďalších transformujúcich sa krajinách, kde je prítomná výrazná kontrola manažmentu nad firmami. Dôvodom je, že prostredie so svojou nepriaznivou motiváciou sa nevelmi odlišuje, hoci rozdiely môžu existovať v cenách, či konkrétnej politike štátu.

Politika vlády, ktorou je možné problém zmierniť by mala vychádzať z uvedomenia si, ktoré premenné v modeli dokáže ovplyvniť. Vláda môže podniknúť kroky, aby znížila pravdepodobnosť neidentifikovaného a nedokázaného nelegálneho tunelovania. Uvedme nasledujúce príklady:

1. vláda poskytne verejnú záruku, že bude dôkladne vyšetrovať všetky bankroty sprivatizovaných spoločností. Zvýši to pravdepodobnosť odhalenia tunelovania ex post. Takéto opatrenia by mali odradiť najmä tých vlastníkov, ktorí nie sú ochotní podstúpiť trestný proces, či unikať za hranice.
2. vyžadovanie väčšej otvorenosti od všetkých privatizovaných spoločností – zaviesť povinnosť pravidelného zverejňovania (napr. štvrťročne) najdôležitejších finančných dokumentov.
3. prenesenie zodpovednosti za sledovanie nových majiteľov na aktívnejšie strany, najmä zamestnancov alebo banky. Toto je možné dosiahnuť buď prevodom alebo lacným predajom štátom kontrolovaných akcií v privatizovanej spoločnosti jednej z týchto dvoch skupín.

## Bibliografia

M. Beblavý, Naša prognóza: mierny pokrok v medziach koaličného myslenia, Domino Fórum č. 51/52, str. 4, 1998

B. Black, R. Kraakman and J. Hay, Corporate Law from Scratch, in R. Frydman, Ch. Gray and A.

Rapaczynski (eds.): Corporate Governance in Central Europe and Russia, v. 2, CEU Press, 1996

R. Frydman, K. Murphy and A. Rapaczynski, Capitalism with a Comrade's Face, CEU Press, 1998

I. Mikloš, Privatizácia 1991-95, v správe M. Bútoru, P. Hunčíka: Slovensko 1995, Nadácia Šándora Máraiho, 1996,

I. Mikloš, Privatizácia v roku 1996, v správe M. Bútoru (ed.): Slovensko 1996 - Súhrnná správa o stave spoločnosti, IVO, 1997

I. Mikloš, Privatizácia v roku 1997, v správe M. Bútoru, M. Ivantysyna: Slovensko 1997 - Súhrnná správa o stave spoločnosti, IVO, 1998

P. Milgrom and J. Roberts, Economics, Organization and Management, Prentice Hall, 1992

G. Miller, Managerial Dilemmas, The Political Economy of Hierarchy, Cambridge University Press, 1992

---

---

## Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov

**Tigran CHAČATURIAN**  
**Klub Executive MBA**

### CORPORATE GOVERNANCE – FINANČNÉ ASPEKTY

Názov tohto príspevku napovedá, že reč v ňom pôjde o akýchsi finančných záležitostiach. Predovšetkým by však bolo nutné si vysvetliť, čo sa myslí pod pojmom Corporate Governance, prevzatom z angličtiny a doposiaľ takmer nepoužívanom na Slovensku, pokúsiť sa ho preložiť a, skôr než začneme hovoriť o finančných aspektoch tohto pojmu, pozrieť sa na jeho omnoho širšie súvislosti.

Takmer všetko okolo nás je ovplyvňované financiami a rovnako všetko okolo nás má vplyv na finančnú stránku vecí. Navyše okrem financií sa s oblasťou Corporate Governance pretínajú také rôznorodé disciplíny, akými sú mikroekonomika, organizačná ekonomika, organizačná teória, teória informácií, právo, účtovníctvo, riadenie, psychológia, sociológia a politika. Každý pritom môže vnímať Corporate Governance odlišným spôsobom, čo pripomína apokryfickú skupinu slepcov, snažiacich sa opísať slona podľa hmatu, pričom sa každý z nich dotýka inej časti tela zvierťa.

Približný preklad výrazu Corporate Governance by mohol znieť "vládnutie vo firme", alebo "správa firmy" alebo "správcovstvo firmy" v širšom zmysle slova. Ďalej budeme používať posledný s uvedených prekladov s vedomím, že nie je ideálny a že táto problematika je pomerne nová nielen v strednej, ale aj v západnej Európe. V tejto súvislosti treba poznamenať, že pri posudzovaní tak závažnej a komplikovanej tematiky je krajne dôležitá jednoznačnosť pojmov a výrazov zo strany všetkých zainteresovaných strán, pretože slová sú základnými nástrojmi myslenia. Ak budeme používať nesprávne slová, pridáme k nesprávnym záverom. Ak sa používajú nejednoznačné slová, je ťažké prísť k rovnakým záverom, aj keď sú použité tie isté fakty. Zvlášť problematická situácia vzniká, keď nejaké slovo má odlišný význam pre ekonomických a iných odborníkov a pre širokú verejnosť.

Zásadný význam má jednotnosť, pokiaľ ide o presnú definíciu takých pojmov, akými sú "firma", "podielnik", "kontrola", "regulácia", "riadenie", "správa" a "správcovstvo", kde existuje značná nejednoznačnosť. Rovnako sa často zneužíva pojem "správcovstvo firmy" na označenie aktivít, na ktoré by sa lepšie hodili pojmy ako "vedenie/správa/organizácia predstavenstva" resp. dozornej rady, "zásady riadenia/fungovania organizácie resp. predstavenstva".

Podľa jednej definície, **správčovstvo firmy opisuje vplyvy pôsobiace na jej inštitucionálne procesy vrátane stanovenia kontrolórov a regulujúcich subjektov zaoberajúcich sa organizovaním výroby a predaja tovaru a služieb.**

Takto zadefinované správčovstvo firmy sa vzťahuje na všetky typy firiem a organizácií s tým, že verejne obchodovateľné spoločnosti majú viac externých vplyvov na svoju činnosť. Tieto vplyvy sa uskutočňujú zo strany tzv. podielnikov firmy, t.j. osôb, ktoré nejakým spôsobom ovplyvňujú fungovanie verejne obchodovateľnej firmy. Pod pojmom "regulujúci subjekt" sa pritom rozumie nie len externý byrokrat, ale aj manažér danej organizácie.

Jedna zaujímavá definícia **podielnika** znie nasledovne: "Podielníci sa identifikujú podľa potenciálnych škôd, ktoré ich môžu postihnúť a výhod ktoré získajú alebo očakávajú ako dôsledok činnosti alebo nečinnosti firmy". "Strategickými podielníkmi" sa tiež nazývajú "tie skupiny, bez pomoci ktorých by organizácia prestala existovať". Nasledujúca tabuľka zobrazuje typické druhy podielnikov ovplyvňujúcich činnosť verejne obchodovateľných firiem:

Vplyvy zo strany súkromného sektora	Príklady príslušných zákonov/ nariadení/ pravidiel
zákazníci	obchodné praktiky
konkurenti	protimonopolné opatrenia

akcionári	pravidlá týkajúce sa cenných papierov
zamestnanci	pracovná sila a súvisiace zákonodarstvo
odbory	arbitrážne súdy atď.
dodávatelia	pravidla čestného obchodu
banky a financujúce subjekty	úveruschopnosť, konkurzy a vyrovnanie
audítori	obchodný zákonník
burza cenných papierov	obchodovanie, zverejňovanie, dane
média	životné prostredie
profesionálne asociácie	kvalita

Ďalšie dôležité pojmy a ich možné definície sú nasledujúce:

**Kontrola** - *"akýkoľvek proces, v ktorom osoba alebo skupina osôb alebo organizácia osôb určuje, t.j. zámerne ovplyvňuje to, čo majú robiť ďalšie osoby, skupiny alebo organizácie".*

**Regulácia** alebo **regulovanie** - na rozdiel od kontroly obsahuje tento pojem navyše prvok štandardu výkonu požadovaného manažérom firmy alebo externou inštitúciou.

**Riadenie** alebo **manažovanie** - *"komunikovanie jednotlivým článkom organizácie ich zodpovednosti za konkrétny výkon".*

Iná definícia **správcovstva firmy** uvádza že *"správcovstvom firmy je proces, ktorým firmy, reagujú na nároky a želania svojich podielnikov".*

Ďalšími zásadnými koncepciami pri vedení debaty o správcovstve firmy sú problematika zastupovania cudzích záujmov (agency problem) a s ním súvisiace náklady (agency costs), problematika povinnosti poskytovať vysvetlenia a zodpovedať za činy (accountability) a s nimi tesne súvisiace morálne aspekty, akými sú čestnosť, reputácia a sebakontrola členov predstavenstiev a dozorných rád.

Pohľad na problematiku správcovstva firmy sa do značnej miere líši v jednotlivých krajinách tiež podľa kultúry a tradícií. Prečo je však táto problematika zaujímavá a aktuálna pre Slovensko? Zásadným argumentom je ten, že hospodársku účinnosť a vysokú prosperitu sa dá dosiahnuť jedine presadzovaním vysokého štandardu správcovstva firiem, ktoré zahŕňa komplex vzťahov medzi vedením firmy, jej predstavenstvom resp. dozornou radou, akcionármi a inými podielníkmi. Správcovstvo firmy tiež poskytuje štruktúru, cez ktorú sa stanovujú ciele spoločnosti a určujú sa prostriedky na ich dosiahnutie a sledovanie výkonnosti.

Správcovstvo firmy je len časťou širšieho ekonomického kontextu v ktorom firmy pôsobia, ktorý zahŕňa napríklad makroekonomickú politiku a intenzitu konkurovania na trhu výrobkov a faktorov výroby. Rámec správcovstva firmy závisí tiež od konkrétneho legislatívneho a inštitucionálneho prostredia. Také faktory, akými sú obchodná etika a firemné vedomie environmentálnych a sociálnych záujmov komunit v ktorých daná firma pôsobí tiež môžu mať dopad na jej dobré meno a dlhodobú prosperitu. Treba si pritom uvedomiť, že neexistuje jediný správny model správcovstva firmy. Existuje však množstvo príkladov dobrých praktík (good practice), ktoré sa dá nasledovať.

Dobre si vedomá uvedených skutočností iniciovala v roku 1998 OECD vypracovanie štandardov a smerníc pre kvalitné správcovstvo firiem. Tieto štandardy sú zamerané predovšetkým na spoločnosti pôsobiace v členských krajinách s akciami ktorých sa obchoduje na verejných trhoch. Vypracované zásady sú však zväčša použiteľné aj pre iné firmy a organizácie. Treba poznamenať, že spomenuté štandardy a smernice nie sú záväzné a pre dobré spoločnosti je o to motivujúcejšie ich dodržiavať.

Úzko finančné aspekty správcovstva firmy sa vzťahujú na také hľadiská správania sa spoločnosti akými sú:

- súlad postupov, krokov a zásad vedenia účtovníctva, výkazníctva so zákonmi a najlepšimi zvyklosťami;
- zodpovednosť voči akcionárom, poskytovanie im dostatočného objemu informácií a podporujúcich komentárov pri zachovaní rovnováhy medzi stupňom transparentnosti a strategických záujmov spoločnosti;



- zriadenie mechanizmov a vykonávanie účinnej vnútornej kontroly a vnútorného auditu;
- objektívne ohodnotenie členov dozornej rady a predstavenstva;
- používanie profesionálnych poradenských služieb zo strany členov dozornej rady a predstavenstva;
- vzťahy s externým audítorom, problematika profesionálnej zodpovednosti, rotácie audítorov a stupňa zodpovednosti audítorov za konečné správy;
- problematika nečestných konaní, podvodov a sprenevery atď.

Miera, do akej spoločnosti dodržiavajú základné princípy dobrého správcovstva firmy, sa stáva čoraz dôležitejším faktorom pri investičných rozhodnutiach. Zvlášť dôležitý je vzťah medzi správcovstvom firmy a narastajúcim medzinárodným charakterom investovania. Globalizácia toku kapitálu umožňuje firmám získať prístup k väčším zdrojom financovania. Preto spoločnosti, ktoré dokážu presadiť a dodržiavať vyššie štandardy správcovstva firmy budú v strednodobom až dlhodobom horizonte disponovať nepomerene lepšou konkurenčnou pozíciou.

Z vyššie uvedeného pre slovenské firmy vyplýva jediné: je dobré čím skôr sa oboznámiť s najlepšimi svetovými praktikami v oblasti správcovstva firmy a začať ich uplatňovať v záujme vlastnej prosperity a prosperity akcionárov.

---

## Seminárny bulletin - Správa a riadenie podnikov

**Katarína ŠEBEJOVÁ**  
**Ekonomická univerzita Bratislava**

### VÝZNAM INFORMÁCIÍ Z POHĽADU FIRMY

Ak by Vám položili otázku, aký význam majú informácie z pohľadu firmy, určite by ste sa stotožnili s názorom P. F. Druckera, jedného z najväčších analytikov budúcnosti a zakladateľa vedy o manažmente, ktorý vo svojom článku *The next information revolution*<sup>13</sup> uvádza, že prístup k informáciám predstavuje základný predpoklad úspechu podniku. Podľa Druckera nejde pritom už o aplikáciu počítačmi generovaných, informáciami zaplnených ekonomických modelov, ktoré sami budú rozhodovať a drasticky meniť procesy, do ktorých budú zavedené. Ide o využitie informácií v riadení spoločnosti a to takým spôsobom, že manažéri budú produkovať úsudky, kreované informáciou a budú schopní pružne reagovať na požiadavky súvisiace s potrebami firmy a jej okolia.

P. F. Drucker<sup>14</sup> vyčlenil informácie, slúžiace pre tvorbu bohatstva a informácie o tom, kde sú výsledky a rozdelil firemné informácie na:

- **taktické**, ktoré slúžia na riadenie bežného chodu firmy,
- **strategické**, ktoré informujú o vonkajšom okolí (informácie o trhoch, obchodných a neobchodných partneroch, o technickom pokroku v odvetví, o svetových financiách a zmenách vo svetovej ekonomike).

Taktické informácie produkuje firma, sú maximálne podrobné, ale majú interný charakter. Prosperita a dlhodobá existencia firmy je však v centre pozornosti viacerých záujmových skupín, dlhodobých i krátkodobých veriteľov, akcionárov i konkurentov. Títo vonkajší – externí záujemcovia spravidla nemajú prístup ku všetkým interným informáciám. Z dostupných zdrojov potrebujú zistiť predovšetkým vlastnícke vzťahy, aby mohli posúdiť dlhodobú perspektívu fungovania firmy a napĺňania firemnej stratégie ako i finančné informácie s cieľom analyzovať finančnú stabilitu firmy a minimalizovať riziko. Registračné údaje o konkrétnej firme môžu hľadať aj samotní občania a o finančné údaje sa osobitne zaujímajú i štátne inštitúcie. Všetky dostupné informácie o firme by neustále mali zaujímať zamestnancov, aby mohli prostredníctvom externých informácií preveriť tie, ktoré získajú z interných zdrojov, čo je aktuálne zvlášť v tuzemských firmách.

Skúsenosti dokazujú, že potreba získavať a využívať dostupné informácie o vonkajšom okolí sa v riadení mnohých firiem presadila aj v našich podmienkach transformácie oveľa skôr (i keď v tejto oblasti existujú ešte určité rezervy) ako potreba ku vzniku týchto informácií poskytovaním údajov o vlastnej firme prispievať, čomu sa u nás manažment často ešte bráni. Dostatok informácií o firme je však určitý prvok spolupatričnosti a reprezentácie širokého ekonomického okolia, v ktorom, a v prospech ktorého firma vyvíja svoju činnosť, rovnako možno tento stav považovať za určitý znak sociálnej istoty. Dobrý a dôsledný manažér má nesporne záujem na tom, aby firma, ktorú riadi, vytvárala navonok o sebe pozitívny obraz a pôsobila ako dôveryhodný, spoľahlivý partner a perspektívny zamestnávateľ. K tomu vedie iba cesta otvorenosti a transparentnosti, na ktorej treba dodržiavať zákonom stanovené pravidlá o poskytovaní firemných údajov.

### Firma ako poskytovateľ informácií

Aby nevzniklo informačné vákuum, ustanovuje legislatíva vybrané firemné informácie za verejné, každému dostupné, čo ale nemožno chápať tak, že musia byť prístupné zdarma. Jedná sa o údaje registračné (identifikačné), finančné, ako i o niektoré doplnkové dáta, ktoré vytvárajú reálnejší obraz o perspektívach a fungovaní firmy. Zákonná úprava je nutná i preto, aby požadované informácie boli firmami poskytované v rovnakej štruktúre, ktorá je východiskom ich porovnateľnosti. Tento postup je v súlade s direktívami Európskej únie.

## **Registračné údaje**

Základné identifikačné údaje o obchodných spoločnostiach, družstvách a zahraničných osobách prípadne o iných zákonom ustanovených právnických osobách sa zapisujú do **Obchodného registra**<sup>15</sup>. Tento verejný zoznam vedie registrový súd, zápisy a zmeny v ňom sa zverejňujú v Obchodnom vestníku. Identifikačné údaje fyzických osôb, podnikajúcich na základe živnostenského oprávnenia obsahuje **Živnostenský register**<sup>16</sup>, do ktorého zapisujú živnostenské úrady podnikateľov, ktorí majú živnosť v územnom obvode ich pôsobnosti. **Register ekonomických subjektov** vedie Štatistický úrad SR<sup>17</sup>. V zákonom stanovenej lehote je podnikateľ povinný **zaregistrovať sa u príslušného správcu dane**.<sup>18</sup>

Od roku 1992 rozvíja Európska únia projekt **EBR**, informačne previazaný **Európsky register ekonomických subjektov** s on-line dostupnými informáciami. V Českej republike vznikla obdoba takéhoto informačného systému pod názvom **ARES - Administratívny Register Ekonomických Subjektov**. Do jeho databáz sa vstupuje priamo prostredníctvom siete FINet Ministerstva financií ČR. Rozširovanie systému ARES predpokladá previazat' verejné údaje s cieľom umožniť z jedného miesta prístup do najdôležitejších databáz a evidencií v ČR, ktoré majú väzbu na podnikanie.

Od 1.1. 2001 pripravuje Ministerstvo spravodlivosti SR projekt na sprístupnenie údajov z Obchodného registra na Internete. V tejto súvislosti je potrebné postupovať smerom k prepojeniu verejných registrov a ďalej k prepojeniu verejných informácií, aby žiadateľ informácií o podnikateľovi, či obchodnej spoločnosti mohol identifikovať subjekt vo všetkých verejných registroch, čím by sa určitým spôsobom preverila oprávnenosť registrácie v konkrétnom registri a vylúčila možnosť zneužitia registrácie už neexistujúcich subjektov.

## **Finančné údaje**

Rozsah finančných informácií, ktoré je firma zo zákona povinná zverejňovať, predkladať, či oznamovať závisí u nás predovšetkým od jej právnej formy. Vysoký stupeň transparentnosti zákony ustanovujú pre všetky akciové spoločnosti<sup>19</sup> a štátne podniky<sup>20</sup>. Najviac transparentné podľa našich zákonných úprav by mali byť akciové spoločnosti, emitenti verejne obchodovateľných cenných papierov<sup>21</sup>. Z obchodných spoločností má podmienenú informačnú povinnosť ešte spoločnosť s ručením obmedzeným a družstvo<sup>22</sup> ak v roku, predchádzajúcom roku za ktorý sa overuje účtovná závierka, splní minimálne dve z troch podmienok (podľa novely Zákona o účtovníctve z 18. 11. 1999):

a/ celková suma obchodného majetku presiahla 20 mil. Sk,

b/ ich čistý obrat presiahol 40 mil. Sk,

c/ ich priemerný počet zamestnancov presiahol 20.

Informačnú povinnosť má tiež správcovská spoločnosť, ktorá spravuje majetok podielového fondu ako aj finančné inštitúcie.<sup>23</sup>

V Slovenskej republike by mala transparentná akciová spoločnosť, emitent verejne obchodovateľných cenných papierov, plniac zákonné ustanovenia, poskytovať o sebe najviac informácií, a to nasledovným spôsobom:

- zverejňovať z auditovaných účtovných výkazov v Obchodnom vestníku minimálny rozsah údajov, stanovený opatrením Ministerstva financií,
- zostaviť výročnú správu, ktorá podlieha auditu a má byť spolu s účtovnou závierkou v stanovenej lehote uložená na príslušnom registrovom súde, pričom vo výročnej správe je spoločnosť podľa zákona povinná uviesť najmä zverejňované údaje z účtovnej závierky, výrok audítora týkajúci sa účtovnej závierky, údaje o dôležitých skutočnostiach, ktoré sa vzťahujú na účtovnú závierku, výklad o uplynulom a predpokladanom vývoji podnikania a finančnú situáciu,
- zverejňovať z auditovanej konsolidovanej<sup>24</sup> účtovnej závierky v Obchodnom vestníku minimálny rozsah údajov, stanovený Ministerstvom financií a zostaviť výročnú správu,
- vyhotoviť a v stanovenej lehote zverejniť prospekt cenného papiera, obsahom ktorého sú

základné údaje o emitentovi, údaje o finančnej situácii emitenta podľa IAS, údaje o predmete podnikania emitenta a údaje o cennom papieri, na posúdenie finančnej situácie má emitent poskytnúť posledné známe hospodárske výsledky bežného roka nie staršie ako 3 mesiace a ročné účtovné závierky za posledné dva roky, zodpovedajúce IAS a audítorsky overené,

- zverejniť v stanovenej lehote správu o svojom hospodárení za prvý polrok (polročnú správu), ktorá musí obsahovať správu o výsledku hospodárenia za uplynulý polrok vrátane správy o finančnej situácii, údaje o skutočnostiach, ku ktorým došlo v priebehu polroka, informáciu o očakávanej hospodárskej a finančnej situácii v nasledujúcom polroku,
- zverejniť v stanovenej lehote ročnú správu o výsledkoch svojho hospodárenia, ktorá musí zodpovedať Medzinárodným účtovným štandardom (IAS) a Medzinárodným informačným štandardom (MDA) a musí obsahovať účtovnú závierku overenú audítormi vrátane správy o finančnej situácii, údaje skutočnostiach, ku ktorým došlo v uplynulom roku a informáciu o očakávanej hospodárskej i finančnej situácii v nasledujúcom roku,
- predložiť správy o hospodárení orgánu štátneho dozoru a organizátorovi verejného trhu, na ktorom je cenný papier obchodovaný,
- poskytnúť na požiadanie akcionárovi na nahliadnutie polročnú správu a ročnú správu, pričom organizátor verejného trhu, na ktorom sa s cenným papierom vydaným emitentom obchoduje, je povinný za odplatu poskytnúť polročnú a ročnú správu emitenta,
- počas roka bez meškania oznamovať zmeny vo svojej finančnej situácii alebo iné skutočnosti, ktoré môžu vyvolať významnú zmenu kurzu vydaného cenného papiera alebo zhoršiť schopnosť emitenta plniť záväzky z emisie cenného papiera, a podľa požiadaviek ich zverejniť,
- predložiť v stanovenej lehote súvahu a výkaz ziskov a strát v dvoch vyhotoveniach príslušnému daňovému úradu spolu s daňovým priznaním k dani z príjmov, príloha sa predkladá v jednom vyhotovení (tieto údaje nemajú zákonom ustanovený verejný charakter),
- písomne oznámiť v stanovenej lehote Stredisku cenných papierov<sup>25</sup> a emitentovi prekročenie (pokles) zákonom stanovených limitov ako aj výšku svojho podielu, ak nadobudne do svojho majetku verejne obchodovateľné akcie, ktoré predstavujú viac ako 5%, 10%, 20%, 30%, 50% alebo 65% podiel na súčte menovitých hodnôt všetkých akcií jedného emitenta, s ktorými je spojené hlasovacie právo.

Z pohľadu firmy je dôležité sledovať zákony, ktoré stanovujú akej inštitúcii, aké údaje a v akej lehote má poskytnúť, hoci vďaka zložitej úprave a častým novelizáciám to nie je jednoduchá úloha. Legislatíva má aj určité medzery, ktoré zapríčiňujú, že zákony si môžu firmy vysvetliť rôznym spôsobom. Týka sa to napríklad v nedôsledného rozlišovania pojmov výročná a ročná správa v Zákone o cenných papieroch, pričom obsah výročnej správy, stanovený Zákonom o účtovníctve jednoznačne vylučuje ich stotožnenie, okrem obsahu sú napríklad v oboch zákonoch rôzne stanovené termíny auditu. Zákon o cenných papieroch bližšie neurčuje periodickú tlač s celoštátnou pôsobnosťou uverejňujúcu burzové správy<sup>26</sup>, a tak nie je jasné, kde je možné údaje zverejňované Strediskom cenných papierov pravidelne hľadať. Problematické je i vyrubovanie sankcií, ktoré sú stanovené vo viacerých zákonoch za nedodržiavanie povinností zverejňovať, predkladať a oznamovať údaje stanovené, pretože napríklad povinnosť zverejňovať údaje v Obchodnom vestníku jednoznačne nepodlieha kontrole a zákonne nie je určená lehota na jej splnenie. Určitý rozpor môže vyplývať i zo skutočnosti, že Obchodný vestník vydáva Ministerstvo spravodlivosti a rozsah zverejňovaných finančných údajov určuje Ministerstvo financií.

Okrem zákonnej povinnosti môžu firmy vybrané identifikačné, či finančné údaje poskytovať i na báze dobrovoľnosti s cieľom zaradiť sa za príslušný poplatok do systému komerčných informácií, ktorý slúži na vyhľadávanie obchodných partnerov v tuzemsku, či v zahraničí. Rovnako môžu zaslať údaje prostredníctvom doručeného formulára, prípadne sa zúčastniť vyhlasovaných ankiet s cieľom dobre sa umiestniť v rebríčku významného periodika a v pozitívnom svetle sa zviditeľniť.

### **Firma ako užívateľ informácií**

Prehľadávať informácie v papierovej podobe je zdĺhavé a tým i málo efektívne. Elektronické médiá však môžu informáciami užívateľa doslova zahltiť. Elektronický informačný svet dnes vďaka Internetu

prakticky nemá hranice, šíreniu informácií napomáhajú aj nosiče dát s neustále sa zväčšujúcou kapacitou. Je stále dôležitejšie v spleti informačných zdrojov sa dobre orientovať a rýchlo potrebné informácie získať. Ako dokladá aj tento príspevok, je nevyhnutné poznať platnú legislatívu a zároveň je potrebné sledovať informácie o ekonomickom prostredí.

Uspokojiť požiadavku na aktuálne právne informácie dokážu Elektronické zbierky zákonov alebo systémy všetkých aktuálnych právnych informácií, dostupné v užívateľsky prístupnej podobe, predovšetkým čo sa týka vyhľadávania. Ekonomické prostredie už informačne nemožno pokryť jedným zdrojom, elektronické zdroje tu vznikajú na báze dát verejných i neverejných, prípadne individuálne získavaných. O mikroprostredí informujú predovšetkým verejné registre, úradné vestníky a dáta z kapitálového trhu, o makroekonomickom vývoji súhrnné štatistické dáta a pravidelne sledované makroekonomické kategórie.

V snahe o získanie informácií o slovenských firmách je možné využiť dáta z mikroúrovne, identifikačné údaje z Obchodného a Živnostenského registra ako i zo Štatistického registra ekonomických subjektov a taktiež údaje z úradného Obchodného vestníka, ktoré sú obsiahnuté v produktoch: **Obvest** od Junkers Software Prešov, spol. s r. o., **Infosystém Slovakia** od Europrint, spol. s r. o., **Firemný monitor** od Albertina data, s. r. o. Informácie sa poskytujú na CD nosičoch alebo aj on-line prostredníctvom Internetu. Rozsah údajov v týchto zdrojoch sa spravidla nelíši, iné sú len softwarové nástroje a forma, v ktorej sú údaje prístupné užívateľovi. Časová aktuálnosť závisí na periodicite aktualizácie ponúkanej vydavateľom, ale i na spôsobe napojenia na pôvodný zdroj dát, ktoré do elektronickej podoby spracováva. Okrem údajov z registrov sú stredobodom záujmu užívateľov uvedených elektronických informačných zdrojov zverejňované údaje z finančných výkazov. Tu však treba vidieť hlavný nedostatok, ktorý sa prenáša aj do elektronického infoproduktu z pôvodného zdroja, Obchodného vestníka. Spočíva v nedostatočnom rozsahu i kvalite zverejňovaných finančných údajov a je dôsledkom nerešpektovania zákonnej povinnosti zverejňovať údaje a zároveň nedodržovania záväznej štruktúry zverejňovaných údajov. Na využitie týchto zdrojov pre analýzu finančnej situácie firmy je potrebné aplikovať kvalitný analytický software s kontrolou vstupov a základných väzieb medzi výkazmi. Niektoré z elektronických zdrojov umožňujú aj export údajov do rozličných formátov, bez dôslednej kontroly však nemožno finančné údaje napríklad agregovať za účelom odvetvovej analýzy.

Zdrojom finančných údajov, informátorom o trhových cenách i o vlastníckych pomeroch vo firme je kapitálový trh. Minimálny rozsah údajov z Informačného systému o emitentoch - ISE, ktorý prevádzkuje RM-Systém Slovakia, a. s. je dostupný na CD nosiči pod názvom **Kniha faktov RMS**. Elektronická kniha faktov má tri užívateľské formáty na prezeranie a analýzu údajov (HTML, DBF a MS ACCESS). Vybrané údaje za rok 1998 sú voľne prístupné na Internete. Informácie sú spoľahlivé, finančné údaje majú užší rozsah ako zverejňované údaje a okruh ich poskytovateľov je zúžený na spoločnosti s cennými papiermi registrovanými na trhu RMS. Prostredníctvom Internetu poskytujú najaktuálnejšie informácie obaja licencovaní organizátori kapitálového trhu, okrem RM-Systému aj Burza cenných papierov v Bratislave, a. s., RM-Systém aj v on-line režime.

Na báze neverejných zdrojov vzniká infoprodukt **Finančné analýzy**. **Bankové Zúčtovacie Centrum Slovenska**, a. s. pod týmto názvom ponúka na CD nosiči štatistické charakteristiky odvetví v členení podľa OKEČ. Počítajú sa z najrozsiahlejšej bázy údajov z finančných výkazov v plnom a skrátenom rozsahu, predkladaných s daňovým priznaním. Vďaka kontrole vstupov sú charakteristiky odvetví dôveryhodné, využiteľné pre porovnanie podniku s odvetvím i pre porovnanie odvetví navzájom. Zdrojovú bázu nemožno šíriť verejne, BZCS ponúka možnosť objednať si variantnú, exkluzívnu analýzu.

Systémy komerčných informácií vznikajú na báze údajov, ktoré poskytne samotná firma, získavajúc tým určité výhody ako klient vydavateľa. Slovenské firmy sa môžu zaradiť do **SKKOD - SlovaK Kompass On Disc** od KOMPASS Slovakia, a. s., do **Produktovej databázy EDB** od Európskej databanky, spol. s r. o., do **WIC<sup>27</sup>**, **BRE<sup>28</sup>** a i.

Na podklade údajov, ktoré zasielajú oslovené firmy na osobitnom formulári vzniká produkt **Top 100** od Trend Holding, spol. s r. o. Užšia údajová škála zahŕňa zaujímavé informácie (o. i. export, priemerný počet pracovníkov za materskú spoločnosť i konsolidovanú skupinu podnikov) a slúži ako podklad pre zostavovanie odvetvových rebríčkov.

Súčasný trend spočíva v tvorbe produktov, ktoré integrujú finančné údaje z viacerých verejných zdrojov, umožňujú pridávať vlastné dáta a obsahujú aj analytické nástroje. Zaniká nutnosť prevodu dát a s ním spojené problémy s odlišnou dátovou štruktúrou. V Českej republike tento pomerne silný trend vyústil do vzniku nových produktov: **WEBOvel**, **Finanční analýza**, **Spider analýza**, **Ariadna**, **Sofia**. Niektoré z týchto produktov integrujú aj údaje z výročných správ, ktoré ponúkajú v prehľadnej stromovej štruktúre,

prípadne najaktuálnejšie údaje z tlače, pričom vydavatelia ponúkajú napríklad týždennú periodicitu aktualizácie. V SR je zatiaľ dostupný iba produkt holandskej firmy Bureau van Dijk pod názvom **Amadeus**. Bohatá škála v ňom integrovaných analytických nástrojov umožňuje analyzovať nielen firmu, ale i odvetvie a následne postavenie firmy medzi konkurentmi v odvetví, v teritóriu, či v skupine vymedzenej napríklad právnou formou. Do odvetvia možno z celej databázy zaradiť firmy podľa viacerých číselníkov. Európsku údajovú bázu produktu Amadeus garantujú viacerí poskytovatelia, v prípade Českej a Slovenskej republiky sa napíňa zo zverejňovaných údajov, preto výsledky analýz možno prakticky využívať len veľmi opatrne.

Informácie je možné získať aj iným spôsobom a to i o subjektoch, ktoré nepodliehajú informačnej povinnosti. Špecializované firmy poskytujú osobitný informačný produkt, ktorý predstavuje obchodná alebo hospodárska informácia, založená na aktuálnom preverení obchodného registra. V Bratislave pôsobia kancelárie troch zahraničných firiem **Creditreform**, k. s., **Európska databanka**, spol. s r. o., **Intercredit**, spol. s r. o., ktoré sa zaoberajú touto činnosťou. Poskytované údaje sú vysoko aktuálne a metodika hodnotenia kredibility firmy je spoľahlivá.

Dostupnosť makroekonomických údajov vyplýva z účasti Slovenska v informačnom projekte Medzinárodného menového fondu. V súlade s tzv. osobitným štandardom (**Special Data Dissemination Standard**) sa okrem iného zaviazalo zverejňovať 17 údajových kategórií, vypovedajúcich o fiškálnom, reálnom finančnom a zahraničnom sektore v stanovenom rozsahu, periodicite a včasnosti. Národný koordinátor, Štatistický úrad SR, prevádzkuje národnú súhrnnú stránku údajov, na zhromažďovaní predpísaných dát spolupracuje aj Ministerstvo financií SR a Národná banka Slovenska, ktorá v gescii zverejňuje na Internete analytické účty bankového sektora a centrálnej banky, úrokové sadzby, medzinárodnú investičnú pozíciu, výmenné kurzy, platobnú bilanciu, medzinárodné rezervy ako aj predstihový kalendár dát (v súčasnosti za obdobie júl - december 2000). Rozsiahlu údajovú základňu o vývoji ekonomiky poskytuje aj **Štatistická ročenka SR** v elektronickej forme, zámery hospodárskej politiky vlády prezentujú na svojich internetových stránkach viaceré ministerstvá.

### **Využitie informácií v riadení firmy**

Podľa Druckera sú dnes z pohľadu firmy málokteré informačné potreby nové. To čo je nové sú technické možnosti spracovania dát, ktoré umožňujú vykonávať rýchlo a lacno to, čo len pred pár rokmi bolo namáhavé a veľmi drahé. Dôležité sú myšlienky, ktoré umožnili pretvoriť rozdelené techniky, používané izolovane a pre zvláštne účely do jedného integrovaného informačného systému, ktorý vytvára možnosti pre firemné analýzy (diagnostiky), tvorbu firemných stratégií a podporuje firemné rozhodovanie. To je nový a radikálne odlišný pohľad na význam a účel informácie, vystupujúcej ako meradlo, na ktorom sa zakladá budúca činnosť skôr než na minulosti, ktorá slúži iba ako pamiatka toho, čo sa stalo.<sup>29</sup>

---

<sup>13</sup> Forbes, 08/24/98, Databáza: Academic Search Elite.

<sup>14</sup> Drucker, P. F.: The information executives truly need. InformationWeek, 5/1/95. Databáza: Academic Search Elite.

<sup>15</sup> Zákon č. 513/1991 Zb. obchodný zákonník v znení neskorších predpisov a úprav, § 28.

<sup>16</sup> Zákon č. 455/1991 Zb. o živnostenskom podnikaní v znení neskorších predpisov a úprav.

<sup>17</sup> Zákon č. 322/1992 Zb. o štátnej štatistike v znení neskorších predpisov a úprav, § 32.

<sup>18</sup> Zákon č. 511/1992 Zb. o správe daní a poplatkov v znení neskorších predpisov a úprav.

<sup>19</sup> Zákon č. 513/1991 Zb. obchodný zákonník v znení neskorších predpisov a úprav, § 39.

<sup>20</sup> Zákon č. 111/1990 Zb. o štátnom podniku v znení neskorších predpisov a úprav, § 9.

<sup>21</sup> K informačnej povinnosti ustanovenej Obchodným zákonníkom sa pridružuje informačná povinnosť podľa zákona č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch, § 80.

<sup>22</sup> Zákon č. 563/1991 Zb. o účtovníctve, § 20.

<sup>23</sup> Zákon č. 385/1999 Z. z. o kolektívnom investovaní, §53, Zákon č. 21/1992 Zb. o bankách znení neskorších predpisov a úprav.

<sup>24</sup> Zákon č. 563/1991 Zb. o účtovníctve, § 22 ukladá povinnosť zostaviť konsolidovanú účtovnú závierku a overiť ju audítorom obchodnej spoločnosti, ktorá má najmenej dvadsaťpercentnú majetkovú účasť v inej obchodnej spoločnosti, alebo je oprávnená na riadenie inej obchodnej spoločnosti zmluvne alebo v stanovách bez ohľadu na výšku majetkovej účasti.

<sup>25</sup> Zabezpečí bezodkladné zverejnenie týchto skutočností v periodickej tlači s celoštátnou pôsobnosťou uverejňujúcej burzové správy.

<sup>26</sup> V ČR napríklad vychádza Burzový vestník.

<sup>27</sup> Projekt WIC - **W**eb **i**nformačné **c**entrum, zameraný na zapojenie slovenských firiem do elektronického obchodu podporujú: Ministerstvo hospodárstva SR, Asociácia zamestnávateľských zväzov a združení SR, NARMSP, Slovenská obchodná a priemyselná komora, spoločnosti COMPAQ, KOMPASS a FPZO. Registrácia a prezentácia v systéme predstavuje prvú fázu, iniciatíva na podporu zapojenia do elektronického obchodu je v druhej fáze. FPZO hradí každému záujemcovi vstupný poplatok vo výške Sk 3000,-, zaregistrovať sa môžu exportné i neexportné spoločnosti. Zároveň s registráciou do WIC sú spoločnosti zaregistrované v databázach spoločnosti KOMPASS.

<sup>28</sup> Systém BRE (**B**ureau de **R**approchement des **E**nterprises) umožňuje vyhľadávanie obchodných partnerov v 67 krajinách sveta. Cena za spracovanie a odoslanie ponuky je Sk 500,- V systéme sa možno registrovať aj prostredníctvom Európskej databanky.

<sup>29</sup> Drucker, P. F.: The information executives truly need. InformationWeek, 5/1/95. Databáza: Academic Search Elite.

---