

Faktory pôsobiace na mieru zadlženosti slovenských podnikov

Jana POLAVKOVÁ*

Úvod

Finančnú štruktúru slovenských podnikov možno vo všeobecnosti charakterizovať ako nevyhovujúcu, s nízkym podielom finančných zdrojov dlhodobého charakteru a s vysokým podielom krátkodobých cudzích zdrojov. Podiel úverov vo finančnej štruktúre, najmä dlhodobých, je značne nízky, čo brzdí investičnú činnosť a proces reštrukturalizácie podnikov.¹

Od začiatku procesu transformácie miera zadlženosti v priemere za všetky podniky nepretržite stúpala. Kým koncom roka 1993 bola stredná hodnota miery zadlženosti (definovaná ako pomer medzi cudzími zdrojmi podniku a celkovými aktívami) 66,8 % [25], na konci roka 1997 dosiahla výšku 78,9 % [24]. Táto hodnota je v porovnaní s krajinami s vyspelou trhovou ekonomikou veľmi vysoká, čo svedčí o špecifikách transformujúcej sa ekonomiky Slovenska a rozdielnom prístupe k podnikovej finančnej politike.²

Vývoj a súčasný stav finančnej štruktúry slovenských podnikov je výsledkom:

- *individuálnych podmienok v jednotlivých podnikoch*, ako napríklad spôsobu privatizácie a potreby reštrukturalizácie, štruktúry vlastníkov a rôznych podnikových ekonomických ukazovateľov;
- *pôsobenia vonkajšieho podnikateľského prostredia*, ktoré je vo veľkej miere poznačené procesom transformácie ekonomiky na trhové hospodárstvo, nevyhovujúcou makroekonomickou situáciou, nedostatkom voľných finančných prostriedkov, expanzívnu fiškálnou politikou, neefektívne fungujúcim finančným trhom, ako aj nedokonalosťou inštitucionálneho a právneho rámca podnikania;
- *vývoja finančnej štruktúry podnikov počas obdobia direktívne riadenej ekonomiky*, z ktorého podniky „zdedili“ trhovo nevhodné finančné štruktúry.

* Ing. Jana POLAVKOVÁ, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Katedra verejných financií, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava 5

¹ V roku 1996 bol podiel úverov na celkových aktívach v priemere 19,1 %, pričom podiel krátkodobých úverov na celkových úveroch bol 40,4 %, strednodobých úverov 21,8 % a dlhodobých úverov 37,8 % [21; 22].

² Podľa údajov štúdie z roku 1991 [23] sa v krajinách G7 pohybuje stredná hodnota celkovej zadlženosti aktív nefinančných podnikov, ktoré v roku 1991 vykázali konsolidované účtovné uzávierky, v rozmedzí 54–73 % (Veľká Británia 54 %, Kanada 56 %, USA 58 %, Japonsko 69 %, Taliansko 70 %, Francúzsko 71 %, Nemecko 73 %).

V tomto príspevku venujeme hlavnú pozornosť jednak identifikácii makroekonomických, legislatívnych a inštitucionálnych faktorov pôsobiacich na finančnú situáciu slovenských podnikov, jednak analýze závislosti miery zadlženosti vzorky slovenských priemyselných akciových spoločností od vybraných podnikových ekonomických ukazovateľov a porovnaní jej výsledkov s výsledkami podobných štúdií zameraných na podniky iných krajín, ako aj formulovaniu makroekonomických a podnikových podmienok nevyhnutných na zlepšenie finančnej situácie a podmienok financovania slovenských podnikov.

1. Makroekonomické, legislatívne a inštitucionálne faktory pôsobiace na finančnú situáciu slovenských podnikov

Finančná situácia slovenských podnikov je poznačená mnohými problémami makroekonomického, inštitucionálneho a legislatívneho charakteru, medzi ktoré patria spolu veľmi úzko súvisiace problémy, ako napríklad:

- prenášanie platobnej neschopnosti,
- spôsob privatizácie,
- nedostatok voľných finančných prostriedkov v slovenskej ekonomike,
- vysoké riziko investovania do podnikovej sféry,
- absencia efektívne fungujúceho finančného trhu,
- vysoké úrokové sadzby a nízka výnosnosť vlastného kapitálu,
- nedostatok dlhodobých úverov.

Prenášanie platobnej neschopnosti

Vybavenosť slovenských podnikov dlhodobými finančnými prostriedkami je vo všeobecnosti nízka a investovanie do vlastného kapitálu sa investorom javí ako nie veľmi atraktívne. Financovanie z vnútorných zdrojov podniku je v dôsledku nízkej ziskovosti vo väčšine podnikov značne obmedzené, resp. v prípade stratovosti dochádza k poklesu objemu vlastného kapitálu. Hlavným zdrojom financovania podnikateľských zámerov sa preto stávajú krátkodobé cudzie zdroje, a to aj napriek pomerne vysokým úrokovým sadzbám.

Mnohé krátkodobé cudzie zdroje pritom z praktického hľadiska nadobúdajú dlhodobý charakter: na jednej strane ide o krátkodobé úvery, ktoré veritelia, spravidla banky, svojim dlžníkom pravidelne obnovujú (revolvingové úvery), na druhej strane však ide o krátkodobé úvery a záväzky, ktoré podniky svojim veriteľom a obchodným partnerom nie sú schopné, prípadne nie sú ochotné splácať. Nesplácanie záväzkov je príčinou, a zároveň aj dôsledkom viaznutia medzipodnikových finančných tokov a prenášania finančných ťažkostí z finančne slabých podnikov s prvotnou platobnou neschopnosťou na ďalšie podniky, v ktorých tým

vzniká druhotná platobná neschopnosť. Do finančných ťažkostí sa tak dostávajú aj podniky, ktoré by za normálnych okolností dlhodobé problémy tohto charakteru nemali. Prenášaním platobnej neschopnosti rastie celková medzipodniková zadlženosť a zvyšuje sa zadlženosť podnikového sektora voči bankovému sektoru.

Spôsob privatizácie

Proces privatizácie mal významný vplyv na formovanie finančnej štruktúry podnikov. Základnou formou veľkej privatizácie bola kupónová privatizácia a neskôr priame predaje, ktoré realizoval Fond národného majetku SR. V dôsledku obmedzenej účasti zahraničných investorov a nedostatku voľných finančných prostriedkov v rukách slovenských investorov boli ceny mnohých podnikov pri priamych predajoch značne podhodnotené a ich rozhodujúcu časť predstavoval úver poskytnutý investorom, čo sa nevyhnutne odrazilo aj na finančnej štruktúre podnikov privatizovaných týmto spôsobom.

Na formovanie finančnej štruktúry podnikov mala nezanedbateľný vplyv aj malá privatizácia, v ktorej sa formou verejných dražieb a prevodov vlastníctva na zmluvnom základe realizoval odpredaj malých podnikateľských jednotiek. Na tieto účely sa poskytlo tiež nemalé množstvo úverov, pričom značná časť z nich sa v súčasnosti nespláca.

Nedostatok voľných finančných prostriedkov v slovenskej ekonomike

Jednou z príčin nepriaznivej finančnej situácie slovenských podnikov je aj skutočnosť, že slovenskí investori disponujú relatívne malým objemom voľných finančných prostriedkov.

Medzi príčiny tohto nedostatku patrí relatívne nízka výkonnosť ekonomiky, ako aj nízky objem priamych zahraničných investícií. Prílev zahraničného kapitálu je veľmi obmedzený predovšetkým v dôsledku relatívne vysokého investičného rizika. Vstup zahraničných investorov do slovenských podnikov brzdilo aj obmedzovanie ich účasti na procese privatizácie.

Vysoké riziko investovania do podnikovej sféry

Značný podiel finančných prostriedkov odčerpáva od investorov verejný sektor a podnikovej sfére tak pripadne len pomerne malá časť. Investícia do štátnych cenných papierov je v porovnaní s investovaním do podnikových aktív pre investorov atraktívnejšia, pretože v porovnaní s podnikmi ponúka vysoké a relatívne bezpečné úrokové výnosy.

V mnohých podnikoch sa dá predpokladať pomerne vysoká pravdepodobnosť vzniku finančných ťažkostí, zapríčinených ich všeobecne nízkou ziskovosťou, nesplácaním úverov, prenášaním platobnej neschopnosti a nízkou úrovňou platobnej

disciplíny. Úverovanie podnikov je preto pre veriteľov pomerne rizikové, čo má negatívny vplyv na celkový objem ponuky a na podmienky poskytovania úverových prostriedkov. Rizikovosť úverov zvyšuje aj slabá právna pozícia veriteľa pri uplatňovaní svojho nároku na založený majetok, resp. na majetok dlžníka, ktorý si voči veriteľovi neplní svoje zmluvné povinnosti. Problémom je aj skutočnosť, že kolaterál, resp. konkurznú podstatu je v dôsledku absencie efektívne fungujúcich sekundárnych trhov podnikových aktív obvykle veľmi problematické speňažiť a ceny, za ktoré sa tento majetok odpredáva, sú podstatne nižšie ako pôvodne odhadnuté ceny. Výťažkom z predaja majetku preto často nie je možné v plnej miere uspokojiť pohľadávky veriteľov.

Konkurzy ako trhový nástroj reštrukturalizácie hospodárstva sa na Slovensku uplatňujú len vo veľmi malej miere. Hlavnými príčinami sú:

- absencia účinnej legislatívy o konkurzoch, ktorá veriteľom poskytuje len veľmi slabé postavenie voči dlžníkom pri domáhaní sa svojich pohľadávok a iných zmluvných práv a nezaručuje im dostatočnú ochranu pred možným prelievaním majetku zo strany majiteľov, resp. manažérov podniku;
- nedokonalosti inštitucionálneho rámca, ako napríklad preťaženosť súdov a následná zdĺhavosť súdnych konaní, ako aj už spomenutá absencia efektívne fungujúceho sekundárneho trhu podnikových aktív;
- obavy zo sociálnych a celospoločenských dosahov dôsledného uplatňovania konkurzov, ktoré by prostredníctvom „dominového účinku“ zasiahlo väčšinu slovenských podnikov, pričom mnohé z nich trpia len druhotnou platobnou neschopnosťou a za normálnych okolností by finančné ťažkosti dlhodobého charakteru nemali.

Riziko investovania do vlastného kapitálu je veľké najmä v prípade minoritných podielov, pretože platná legislatíva nezabezpečuje dostatočnú ochranu záujmov minoritných akcionárov, ani ich primeranú účasť na riadení a kontrole spoločností, resp. iné vlastnícke práva. Prevládajúce spôsoby veľkej privatizácie prostredníctvom priamych predajov a kupónovej metódy viedli k relatívne vysoko koncentrovaným vlastníckym štruktúram privatizovaných spoločností, ktoré sú v dôsledku nízkej likvidity kapitálového trhu pomerne stabilné. Niektorí majoritní vlastníci sa pritom správajú tak, že prostredníctvom prelievania ziskov a majetku zvyšujú svoj vlastný prospech na úkor minoritných vlastníkov. Preto je získavanie finančných prostriedkov prostredníctvom ponúkajú minoritných podielov vlastného kapitálu pre podniky veľmi problematické. Na druhej strane o také zmeny vlastníckej štruktúry, pri ktorých by noví spolujemajitelia získali určité rozhodovacie a kontrolné právomoci, t. j. existujúci vlastníci by stratili časť svojho vplyvu na podnik a museli by svoje rozhodnutia a opatrenia čiastočne podriaďovať záujmom iných investorov, nemajú vlastníci mnohých podnikov záujem.

Riziko investícií tak do cudzieho, ako aj do vlastného kapitálu zvyšuje nedostatočná informovanosť možných záujemcov o tieto formy investovania. Investori majú obmedzený prístup k aktuálnym a neskresleným informáciám potrebným na investičné rozhodovanie, t. j. na objektívne posúdenie finančnej situácie jednotlivých podnikov a odhad jej možného budúceho vývoja. Táto skutočnosť zvyšuje riziko zlého investičného rozhodnutia a znižuje dôveru investorov. Ide napríklad o nasledujúce problémy:

- Časté zmeny podnikateľského prostredia v podmienkach transformujúcej sa ekonomiky majú za následok, že často je ťažké odlíšiť „zlé“ podniky od podnikov, ktorých nepriaznivé krátkodobé hospodárske výsledky nemožno pripísať samotnému podniku, ale sú dôsledkom náhodných a prechodných vplyvov vonkajšieho prostredia. Podobne, dobré hospodárske výsledky ešte nemusia bezprostredne vypovedať o tom, že podnik je skutočne „dobrý“. Krátkodobé hospodárske výsledky teda nie sú pre investorov spoľahlivým indikátorom dlhodobých perspektív podniku. Okrem toho je „história“ vývoja hospodárskej situácie podnikov od začiatku procesu transformácie zatiaľ pomerne krátka.

- Verejne prístupné informácie o podnikoch môžu byť vo veľkej miere ovplyvnené aj ich uskutočňovanou bilančnou politikou, ktorou môžu podniky potenciálnym investorom sprostredkovať skreslenú predstavu o svojich hospodárskych výsledkoch a stave svojho majetku. Vypovedaciu schopnosť účtovných výkazov podnikov znižuje aj pomerne veľká medzipodniková zadlženosť.

- V prípade akciových spoločností, ktorých akcie sú obchodované na kapitálovom trhu, investori v dôsledku nízkej likvidity trhu nemajú možnosť ohodnotiť spoločnosť na základe trhovej ceny akcií, pretože tá neodráža reálnu ekonomickú situáciu spoločnosti. V niektorých spoločnostiach je problematická aj úroveň plnenia predpisov o informačnej povinnosti emitentov verejne obchodovaných cenných papierov.

Absencia efektívne fungujúceho finančného trhu

Jedným z rozhodujúcich predpokladov dobrého fungovania podnikania, ako aj jeho ďalšieho rastu a rozvoja, je efektívne fungujúci finančný trh ponúkajúci dostatok možností financovania podnikateľských aktivít. Pre slovenský trh je však charakteristická veľmi nízka likvidita a nízka transparentnosť, čo vo výraznej miere narúša dôveru účastníkov trhu a znižuje jeho efektívnosť pri alokácii finančných prostriedkov, ako aj pri plnení svojej informačnej funkcie a pri fungovaní efektívneho mechanizmu tvorby cien, založeného na ponuke a dopyte. Tieto nedostatky veľmi úzko súvisia s nízkym objemom voľných finančných prostriedkov v ekonomike, ako aj s relatívne vysokým rizikom investovania do podnikovej sféry.

V oblasti podnikových financií je vážnym nedostatkom najmä nízka likvidita trhu podnikových dlhopisov a trhu akcií. S tým súvisia obmedzené možnosti investorov predať cenné papiere na sekundárnom trhu, prípadne aj možnosti určitej manipulovateľnosti kurzov akcií a dlhopisov. V dôsledku toho podniky majú problémy umiestniť na primárnom trhu svoje emisie, a preto nie sú schopné zabezpečiť si týmto spôsobom dostatok dlhodobých finančných prostriedkov.

Situáciu na finančnom trhu komplikujú aj problémy bankového sektora, na ktorý sa v nemalej miere prenášajú finančné problémy podnikového sektora. Problémy so „zlými“ úvermi majú najmä tie banky, ktoré z minulého režimu zdedili značné množstvo „zlých“ úverov a v začiatkových fázach transformačného procesu poskytovali pomerne veľké množstvo úverov, z ktorých mnohé neboli dostatočne zabezpečené. Preto tieto banky majú v súčasnosti problémy s vymáhaním splácania svojich pohľadávok a v dôsledku obmedzeného uplatňovania konkurzov sú nezriedka nútené refinancovať aj podniky, ktoré dlhodobo vykazujú zlé hospodárske výsledky. Tieto problémy bankového sektora sa konečnom dôsledku odrážajú na finančnej situácii podnikov, a to prostredníctvom znižovania objemu poskytovaných úverov, skracovania dĺžky trvania úverového vzťahu, zvyšovania požadovaných úrokových mier, ako aj zvyšovania náročnosti kritérií úverového ručenia.

Vysoké úrokové sadzby a nízka výnosnosť vlastného kapitálu

V dôsledku pomerne vysokého rizika nesplácania úverov a nedostatku voľných finančných prostriedkov požadujú veritelia od podnikov vysoké úrokové miery. Tieto vysoké úrokové miery značne komplikujú finančnú situáciu podnikov, a to často až do takej miery, že aj úspešné a prosperujúce podniky majú problémy so splácaním poskytnutých úverov. Úroky ako nákladová položka vedú k výraznému poklesu zisku, prípadne k prehlbovaniu strát, a tým aj k spomaľovaniu rastu, prípadne k znižovaniu základného imania.

Vysoké úrokové sadzby tlmia dopyt po úveroch zo strany podnikov. Na druhej strane však priťahujú vysokorizikové podniky (adverse selection), prípadne nútia podniky uprednostniť rizikovejšie investície pred menej rizikovými (moral hazard) [20]. Ďalším negatívnym dôsledkom vysokých úrokových mier je extrémne nízka, a často až záporná rentabilita vlastného kapitálu. Vysoké úrokové sadzby vedú v kombinácii s nízkou, resp. zápornou výnosnosťou aktív podniku k zápornej finančnej páke. Výnosnosť vlastného kapitálu znižuje aj daňové zaťaženie dosiahnutého zisku.

Neatraktívna výnosnosť vlastného kapitálu patrí spolu s nedostatočnou ochranou minoritných akcionárov a s nízkou likviditou trhu akcií k hlavným dôvodom nezájmu investorov o túto formu investície.

Nedostatok dlhodobých úverov

Objem dlhodobých úverov poskytnutých podnikovej sfére je pomerne nízky. Okrem nedostatku dlhodobých vkladov v bankách to súvisí aj s tým, že s predlžovaním obdobia splácania úveru rastie z dôvodu zvyšujúceho sa časového rizika celkové úverové riziko veriteľov. Cena dlhodobých úverov je preto vyššia ako cena krátkodobých úverov a ponuka dlhodobých úverových prostriedkov podnikovej sfére je pomerne obmedzená.

Uprednostňovaním krátkodobých úverov pred dlhodobými znižujú veritelia svoje riziko plynúce z neočakávaného nárastu miery inflácie. Okrem toho pri krátkodobých úveroch môžu veritelia po zohľadnení zmien vo finančnej situácii dlžníkov v prípade potreby zmeniť pri obnovovaní úverovej zmluvy úverové podmienky, alebo aj odmietnuť podnik naďalej financovať. Týmto spôsobom si veritelia nielen znižujú svoje úverové riziko, ale aj podniky sú nútené zvyšovať efektívnosť svojej činnosti a vyhýbať sa príliš rizikovým podnikateľským aktivitám, ktoré by mohli ohroziť ich schopnosť splácať úver.

Nevýhodou nedostatku dlhodobých úverových zdrojov je jeho nepriaznivý vplyv na investičnú činnosť, a tým aj na celkovú výnosnosť podnikov v dôsledku toho, že podniky v obave z možného vzniku finančných ťažkostí často nemajú záujem realizovať také investičné projekty, ktoré by síce mohli priniesť vysoké výnosy, ale sú dlhodobého charakteru.

Okrem toho nevýhodou krátkodobých úverov môže byť aj riziko, že veritelia si v dôsledku zlej informovanosti vynúti likvidáciu perspektívneho podniku [3], resp. podniku aj napriek potrebe finančných prostriedkov úverovú zmluvu neobnovia.

2. Analýza vplyvu vybraných podnikových faktorov na mieru zadlženosti vzorky slovenských priemyselných akciových spoločností

Táto časť príspevku sa venuje analýze vzorky slovenských priemyselných akciových spoločností. Jej zámerom je nájsť odpoveď na otázku, či mieru zadlženosti týchto podnikov v štatisticky významnej miere ovplyvňujú faktory, ktoré majú – podľa predchádzajúcich empirických štúdií zameraných na iné štáty³ – vplyv na finančnú štruktúru podnikateľských subjektov, a aký je smer pôsobenia týchto faktorov na mieru zadlženosti podnikov. Použili sme metódu viacnásobnej regresnej analýzy a doplnkovo aj metódu korelačnej analýzy.

³ Finančnou štruktúrou a faktormi, ktoré ju určujú, sa zaoberá pomerne veľké množstvo empirických štúdií. Väčšina z nich však analyzuje len podniky v štátoch s vyspelou trhovou ekonomikou. Na podniky pôsobiace v podmienkach transformujúcich sa ekonomik sa zameriava len niekoľko podobných štúdií, a to pre Poľsko a Maďarsko. Pre slovenské podniky doteraz podobná analýza spracovaná nebola.

Ďalšie zaujímavé poznatky sme získali porovnaním výsledkov analýzy slovenských podnikov s výsledkami podobných analýz spracovaných pre podniky pôsobiace vo vyspelých trhových ekonomikách krajín G7, ako aj v transformujúcich sa ekonomikách Poľska a Maďarska.

2.1 Skúmané ukazovatele

Analýzu sme zamerali na skúmanie závislosti *miery zadlženosti* (definovanej ako bilančný podiel cudzích zdrojov na celkovom kapitáli podniku) od:

- *veľkosti podniku*, definovanej ako desiatkový logaritmus tržieb podniku, pričom tržby predstavujú súčet tržieb za predaj tovaru a tržieb za predaj vlastných výrobkov a služieb;⁴
- *rentability aktív*, definovanej ako podiel súčtu dvoch rozhodujúcich položiek cash flow (t. j. prevádzkového hospodárskeho výsledku a odpisov nehmotného a hmotného investičného majetku) na celkovej bilančnej hodnote aktív;
- *podielu bilančnej hodnoty stálych aktív na celkovej bilančnej hodnote aktív*.

Uvedené faktory sme vybrali na základe výsledkov predchádzajúcich podobných štúdií,⁵ pričom sme zohľadnili aj dôležitosť týchto faktorov v teoretických modeloch finančnej štruktúry podniku, ako aj dostupnosť potrebných vstupných údajov.

Pre jednotlivé podniky v analyzovanej vzorke je hodnota miery zadlženosti vypočítaná na základe účtovných údajov ku koncu roka 1998. V prípade chýbajúcich údajov potrebných na výpočet tohto ukazovateľa k danému dátumu sme zo starších dostupných údajov použili na výpočet tie najaktuálnejšie.

Hodnoty jednotlivých faktorov sú vypočítané ako priemery za päťročné obdobie, a to na základe účtovných uzávierok za roky 1993 až 1997. V prípade chýbajúcich údajov za niektorý rok, prípadne niektoré roky, je priemer vypočítaný len z údajov, ktoré sú k dispozícii. Použitím priemerných údajov za päťročné

⁴ Logaritmickej transformácii tržieb jednotlivých podnikov je vyjadrením predpokladu, že účinnok veľkosti podniku na mieru zadlženosti, ak vôbec existuje, sa v najväčšej miere prejaví v menších podnikoch.

⁵ Štúdie, ktoré boli spracované pre podniky pôsobiace v USA [1; 11; 7; 8; 9; 14; 12; 13; 15; 26], sa vo všeobecnosti zhodujú v tom, že miera zadlženosti rastie so zvyšovaním fixných aktív, neúrokových daňovo odpočítateľných položiek, rastového potenciálu a veľkosti podniku, a klesá so zvyšovaním volatility výnosov, nákladov na reklamu, nákladov na výskum a rozvoj, pravdepodobnosti konkurzu, výnosnosti a špecifickosti výrobkov [10]. Podľa štúdie krajín G7 [23] je miera zadlženosti tým vyššia, čím väčší je podnik (s výnimkou Nemecka), čím vyšší je podiel fixných aktív na celkových aktívach podniku, čím nižšia je výnosnosť aktív podniku (s výnimkou Nemecka) a čím menej možností rastu má podnik. V štúdiu zameranej na poľské a maďarské podniky [4] bola zistená priama závislosť medzi mierou zadlženosti a veľkosťou podniku, a nepriama závislosť medzi mierou zadlženosti a podielom fixných aktív na celkových aktívach podniku, ako aj medzi mierou zadlženosti a výnosnosťou aktív podniku.

obdobie sa do istej miery eliminuje vplyv náhodných výkyvov jednotlivých mera-
ných veličín v jednotlivých účtovných obdobiach, čím sa znížia chyby merania,
ktoré by viedli k skresleniu hodnôt jednotlivých ukazovateľov a tým aj k skres-
leniu celkových výsledkov analýzy.

Dôvodom merania miery zadlženosti k dátumu neskoršiemu ako pri jednotli-
vých faktoroch je skutočnosť, že ich účinok na mieru zadlženosti sa prejaví až
s určitým časovým oneskorením.

Analýza sa zameriava na obdobie 1993 až 1998. Skoršie obdobie by nebolo na
analýzu vhodné tak z hľadiska veľkej dynamiky na makroekonomickej a mikro-
ekonomickej úrovni v dôsledku vtedy nabiehajúceho procesu transformácie hos-
podárstva na trhovú ekonomiku, ako aj kvôli problémom merania hodnôt jed-
notlivých faktorov, pretože nový zákon o účtovníctve sa z metodického hľadiska
začal v slovenských podnikoch uplatňovať až od roku 1993.

2.2 Výber analyzovanej vzorky podnikov

Miera zadlženosti podniku v značnej miere závisí od právnej formy podnika-
nia,⁶ ako aj od charakteru ekonomickej činnosti podniku.⁷ Z tohto dôvodu sme
pri výbere podnikov kládli dôraz na to, aby išlo o relatívne homogénnu vzorku,
a to tak z hľadiska ich právnej formy, ako aj z hľadiska odvetvia ekonomickej
činnosti. Keďže našou snahou bolo zamerať analýzu na významné slovenské
podniky, sústredili sme pri výbere podnikov pozornosť na akciové spoločnosti,
ktorých hlavným predmetom podnikania je v zmysle platnej Odvetvovej klasifi-
kácie ekonomických činností (OKEČ) priemyselná výroba (kategória D, OKEČ
začínajúce dvojcíslom 15 až 37). Väčšina významných akciových spoločností
totiž pôsobí práve v odvetví priemyselnej výroby a toto odvetvie je kľúčové
a rozhodujúce pre rozvoj slovenskej ekonomiky.

Východiskom pri výbere analyzovanej vzorky podnikov bol Informačný sys-
tém o emitentoch (ISE), ktorý vyvinul RM-Systém Slovakia, a. s., pre svoju potre-
bu a pre potrebu účastníkov kapitálového trhu. Ide o rozsiahlu databázu, v ktorej
RM-S od roku 1993 systematicky zhromažďuje podrobné informácie o ekono-
mických výsledkoch emitentov cenných papierov, ktoré sú v RM-S obchodované.

⁶ Koncom roka 1997 bola stredná hodnota miery zadlženosti (definovaná ako pomer medzi
cudzími zdrojmi podniku a celkovými aktívami) štátnych podnikov 25,4 %, akciových spoločností
49,9 %, spoločností s ručením obmedzeným 84,5 % a súkromných podnikateľov 57,8 % [24].

⁷ Koncom roka 1997 bola stredná hodnota miery zadlženosti (definovaná ako pomer medzi
cudzími zdrojmi podniku a celkovými aktívami) výrobných podnikov 77,1 %, veľkoobchodných
podnikov 85,3 %, maloobchodných podnikov 83,2 % a v sektore služieb 74,3 % [24]. Tieto roz-
diely medzi odvetviami ekonomickej činnosti sú spôsobené najmä tým, že pre jednotlivé odvetvia
je charakteristická napríklad určitá štruktúra aktív, ako aj určité riziká a parametre výkonnosti,
dané výškou a stabilitou dopytu, cien a nákladov.

Z tejto databázy boli vyselektované všetky spoločnosti, ktorých hlavným predmetom podnikateľskej činnosti je v zmysle OKEČ priemyselná výroba. Pre týchto celkom 356 spoločností poskytol RM-S za roky 1993–1998 údaje potrebné na výpočet analyzovaných ukazovateľov. Vylúčením spoločností, v ktorých je podiel cudzích zdrojov na celkovom kapitáli podniku väčší ako 1,⁸ prípadne v ktorých sú k dispozícii údaje za menej ako 4 roky, sa počet podnikov v analyzovanej vzorke zúžil na 274.

Základné štatistické charakteristiky jednotlivých skúmaných ukazovateľov pre analyzovanú vzorku 274 spoločností sú uvedené v tabuľke 1.

Tabuľka 1

Základné štatistické charakteristiky jednotlivých skúmaných ukazovateľov pre analyzovanú vzorku 274 spoločností

Premenná	Priemer	Štandardná odchýlka	Medián	Minimum	Maximum
Miera zadlženosti	0.4825	0.2060	0.4812	0.0482	0.9928
Tržby (v tis. Sk)	559 988	2 089 790	212 364	3 723	32 593 119
Rentabilita aktív	0.0621	0.0639	0.0631	-0.1524	0.3507
Podiel stálych aktív na celkových aktívach	0.5757	0.1343	0.5800	0.1976	0.8994

2.3 Metóda, model a výsledky analýzy

Na skúmanie závislosti miery zadlženosti od vybraných podnikových faktorov sme použili metódu viacnásobnej regresnej a korelačnej analýzy.

Predpokladaný matematický tvar zvoleného modelu regresnej analýzy je nasledujúci:

$$MZ_i = \beta_0 + \beta_1 \log T_i + \beta_2 R_i + \beta_3 SAA_i + \varepsilon_i$$

kde

- MZ_i – miera zadlženosti podniku i ku koncu roka 1998; $i = 1, 2, \dots, 274$,
- T_i – priemer tržieb podniku i za roky 1993–1997,
- R_i – priemerná rentabilita aktív podniku i za roky 1993–1997,
- SAA_i – priemer podielu stálych aktív na celkových aktívach podniku i za roky 1993–1997,
- β_0 – lokujúca konštanta,
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ – regresné koeficienty, neznáme parametre modelu (konštanty),
- ε_i – náhodné chyby.

⁸ Dôvodom vylúčenia týchto podnikov je skutočnosť, že stav, keď cudzie zdroje prevyšujú celkové aktíva podniku, nie je výsledkom úvah podniku o optimálnej miere zadlženosti. Okrem toho by bola schopnosť podniku získavať úverové prostriedky pri miere zadlženosti väčšej ako 1 v analýze nadhodnotená. Tým by sa znížila aj celková relevantnosť analyzovaných faktorov.

Dôležitým predpokladom použitia klasického lineárneho regresného modelu je, aby jednotlivé dvojice vysvetľujúcich premenných boli od seba vzájomne nezávislé. Z tabuľky 2, ktorú sme vypočítali pomocou štatistického systému STATGRAPHICS, je vidieť, že medzi žiadnou dvojicou nezávisle premenných neexistuje silná lineárna závislosť, ktorá by mohla viesť k značnému skresleniu výsledkov regresnej analýzy (za vysoké sa vo všeobecnosti považujú až koeficienty korelácie s absolútnou hodnotou vyššou ako 0,5).

Tabuľka 2

Parciálne koeficienty korelácie medzi jednotlivými dvojicami analyzovaných faktorov

	$\log T$	R	SAA
$\log T$	-1.0000	0.4517	-0.1531
R	0.4517	-1.0000	-0.0685
SAA	-0.1531	-0.0685	-1.0000

Prostredníctvom metódy korelačnej analýzy je zároveň možné ešte pred použitím regresnej analýzy zistiť, či by medzi mierou zadlženosti a jednotlivými faktormi skutočne mohla existovať predpokladaná lineárna závislosť, ako aj identifikovať smer pôsobenia jednotlivých faktorov na mieru zadlženosti. Podľa odhadov korelačných koeficientov uvedených v tabuľke 3 (vypočítanej pomocou štatistického systému STATGRAPHICS) sa dá predpokladať, že medzi mierou zadlženosti a logaritmom tržieb je priama závislosť, kým medzi mierou zadlženosti a rentabilitou aktív, ako aj medzi mierou zadlženosti a podielom stálych aktív na celkových aktívach podniku je nepriama závislosť. Koeficienty korelácie poskytujú len neúplný obraz o vzťahoch medzi mierou zadlženosti a jednotlivými skúmanými faktormi. Obraz o tom, aký je kombinovaný účinok týchto faktorov na mieru zadlženosti, si možno utvoriť až na základe výsledkov regresnej analýzy.

Tabuľka 3

Koeficienty korelácie medzi mierou zadlženosti a jednotlivými analyzovanými faktormi

Nezávisle premenná	Koeficient korelácie s mierou zadlženosti
$\log T$	0.0476
R	-0.2393
SAA	-0.3815

Použitím metódy najmenších štvorcov sme zo vstupných údajov pre skúmanú vzorku spoločností pomocou štatistického systému STATGRAPHICS získali výsledky regresnej analýzy, ktoré sú uvedené v tabuľke 4.

T a b u ľ k a 4

Výsledky regresnej analýzy pre skúmanú vzorku spoločností

Nezávisle premenná	Odhad regresného parametra	Štandardná chyba odhadu regresného parametra	t-hodnota	Signifikantná hodnota
Absolútny člen	0.6696	0.1247	5.3716	0.0000
log <i>T</i>	0.0471	0.0211	2.2270	0.0268
<i>R</i>	-1.1808	0.1926	-6.1301	0.0000
<i>SAA</i>	-0.6303	0.0828	-7.6142	0.0000
Koefficient determinácie = 0.2508				
Upravený koefficient determinácie = 0.2425				
<i>F</i> -hodnota = 30.1319				
Signifikantná hodnota (<i>p</i> -hodnota) = 0.0000				

Na základe celkového *F*-testu významnosti modelu ($F = 30,1319$; $p = 0,0000$) možno už na štandardnej hladine významnosti 0,01 (t. j. so spoľahlivosťou 0,99) konštatovať, že celkový model je štatisticky významný, teda aspoň jedna vysvetľujúca premenná štatisticky významne ovplyvňuje správanie závisle premennej.

Podľa individuálneho *t*-testu, ktorý sa používa na testovanie štatistickej významnosti jednotlivých parametrov regresného modelu, sa dá na základe signifikantných hodnôt prislúchajúcich jednotlivým parametrom modelu usúdiť, že *rentabilita aktív*, ako aj *podiel stálych aktív na celkových aktívach podniku* majú na mieru zadlženosti podniku štatisticky významný vplyv na štandardnej hladine významnosti 0,01 a *veľkosť podniku* vyjadrená logaritmom objemu tržieb na štandardnej hladine významnosti 0,05. Ide teda o štatisticky významnú lineárnu závislosť medzi mierou zadlženosti a jednotlivými skúmanými faktormi. Závislosť medzi mierou zadlženosti a veľkosťou podniku je priama, kým závislosť tak medzi mierou zadlženosti a rentabilitou aktív, ako aj medzi mierou zadlženosti a podielom stálych aktív na celkových aktívach podniku je nepriama.

Podľa hodnoty upraveného koeficienta determinácie 0,2425 možno usúdiť, že v skúmanej vzorke podnikov zvolené nezávisle premenné vysvetľujú približne 24 % variability miery zadlženosti okolo jej priemeru.⁹ Zvyšných 76 % variability je spôsobených vedľajšími a náhodnými faktormi, ktoré v regresnom modeli nie sú obsiahnuté.

Výsledok analýzy možno zapísať vo forme nasledujúcej rovnice pre výpočet teoretickej hodnoty miery zadlženosti podniku *i* (MZ_{ITEOR}):

$$MZ_{ITEOR} = 0,6696 + 0,0471 \log T_i - 1,1808 R_i - 0,6303 SAA_i$$

⁹ Získaná hodnota upraveného koeficienta determinácie je porovnateľná s koeficientmi determinácie získanými v iných štúdiách, v ktorých boli analyzované podobné faktory. Štúdia krajín G7 [23] uvádza hodnotu 0,21 pre USA; 0,29 pre Japonsko; 0,12 pre Nemecko; 0,12 pre Francúzsko; 0,05 pre Taliansko; 0,18 pre Veľkú Britániu a 0,19 pre Kanadu; iná štúdia [4] uvádza (pravdepodobne neupravené) hodnoty koeficienta determinácie 0,24 pre Maďarsko a 0,30 pre Poľsko.

2.4 Interpretácia výsledkov analýzy

Zaujímavé je porovnanie výsledkov analýzy s výsledkami podobných analýz pre iné krajiny. Na porovnanie sme zvolili štúdiu zameranú na podniky vyspelých trhových ekonomík štátov G7 [23] a štúdiu podnikov transformujúcich sa ekonomík Maďarska a Poľska [4]. Obidve štúdie skúmali na vzorke nefinančných podnikov¹⁰ závislosť miery zadlženosti od tých istých faktorov, ktoré sú predmetom uskutočnenej analýzy pre slovenské podniky, pričom ako metódu tiež použili regresnú analýzu.¹¹

Podobne ako v uskutočnenej analýze vzorky slovenských akciových spoločností sa pozitívna korelácia medzi *veľkosťou* a mierou zadlženosti podniku a negatívna korelácia medzi *rentabilitou aktív* a mierou zadlženosti zistila aj v krajinách G7 (s výnimkou Nemecka), v Maďarsku a v Poľsku. Záporná korelácia medzi *podielom stálych aktív na celkových aktívach podniku* a mierou zadlženosti zistená v slovenských podnikoch sa zhoduje s výsledkami štúdie pre maďarské a poľské podniky. V krajinách G7 sa však zistila kladná korelácia medzi podielom stálych aktív a mierou zadlženosti podniku.

Teória sa tiež prikláňa k priamej závislosti medzi mierou zadlženosti a *veľkosťou podniku*: väčšie podniky majú tendenciu viac diverzifikovať svoju hospodársku činnosť ako menšie podniky, čím sa v nich znižuje pravdepodobnosť, že sa dostanú do finančných ťažkostí [26]. Ak sa aj väčší a významný podnik do finančných ťažkostí dostane, je zo strany štátu z ekonomických alebo politických dôvodov (obava z nezamestnanosti, celospoločenských a sociálnych následkov) snaha tieto ťažkosti potlačiť a tak zabrániť likvidácii tohto podniku. Čím menšia je pravdepodobnosť, že podnik sa dostane do finančných ťažkostí a následne prípadne do konkurzu, tým ľahšie a lacnejšie môže podnik získať úver, t. j. tým viac sa môže zadlžiť. Preto sú väčšie podniky v porovnaní s menšími vo všeobecnosti zadlžené viac.¹²

¹⁰ Autori Rajan a Zingales [23] sa zamerali na nefinančné spoločnosti, ktoré v roku 1991 vykazovali konsolidované účtovné uzávierky (v USA ich bolo 2 580, v Japonsku 514, v Nemecku 191, vo Francúzsku 225, v Taliansku 118, vo Veľkej Británii 608, v Kanade 318); ďalší autori Cornelli, Portes a Schaffer [4] skúmali vzorku takmer všetkých (2 773) maďarských stredných a veľkých nefinančných podnikov a takmer všetkých (41 084) poľských nefinančných podnikov.

¹¹ Porovnateľnosť výsledkov analýzy s výsledkami iných empirických štúdií sťažuje celý rad faktorov daných špecifickými makroekonomickými, legislatívnymi a inštitucionálnymi podmienkami v jednotlivých analyzovaných štátoch, ktoré by mohli mať vplyv na mieru zadlženosti podnikov a na jej koreláciu s analyzovanými faktormi. Okrem toho treba mať pri porovnávaní výsledkov rôznych štúdií na pamäti, že autori jednotlivých štúdií vychádzali z rôznych definícií a rôznych spôsobov merania miery zadlženosti a jednotlivých analyzovaných faktorov, uplatnili rôzne metódy a modely analýzy a zamerali sa na rôzne časové obdobia. Značné rozdiely medzi jednotlivými štúdiami sú aj vo veľkosti a štruktúre analyzovaného súboru podnikov.

¹² Na Slovensku je však finančná situácia „malých“ podnikov (najmä spoločností s ručením obmedzeným) v porovnaní s „väčšími“ akciovými spoločnosťami celkovo ešte horšia, s vysokou mierou zadlženosti.

Negatívna korelácia medzi *rentabilitou aktív* a mierou zadlženosti slovenských podnikov by sa dala zdôvodniť tým, že výnosné podniky uprednostňujú financovanie z vnútorných zdrojov pred relatívne vysoko úročenými úvermi. Dôvodom môže byť to, že vysokú rentabilitu veritelia asociujú s vysokým prevádzkovým rizikom [15], a preto sú pri poskytovaní úverov vysoko rentabilným podnikom opatrnejší.

Ďalším možným vysvetlením je skutočnosť, že mnohé kapitálovo náročné podniky, ktorých dlhodobé investičné potreby boli počas obdobia centrálne plánovanej ekonomiky financované dlhodobými investičnými úvermi, patria v súčasnosti medzi najviac zadlžené a v nových ekonomických podmienkach zároveň aj medzi najmenej rentabilné.

Teoreticky by medzi rentabilitou a mierou zadlženosti mohla existovať aj pozitívna korelácia, pretože vyššia rentabilita aktív podniku znamená menšie riziko, že podnik nebude schopný plniť svoje finančné záväzky.¹³ Výsledky analýzy však nasvedčujú tomu, že záporné účinky rentability aktív na mieru zadlženosti podniku prevládajú nad kladnými.

Záporná korelácia medzi *podielom stálych aktív na celkových aktívach podniku* a mierou zadlženosti, ktorú sme zistili v slovenských podnikoch, bola stanovená aj v maďarských a poľských podnikoch.

Tento výsledok pre transformujúce sa ekonomiky je vzhľadom na to, že v krajinách G7 sa zistil opačný smer závislosti, ako aj vzhľadom na to, že stále aktíva slúžia ako kolaterál na zabezpečovanie veriteľov proti úverovému riziku, prekvapujúci.

Dá sa to zdôvodniť napríklad tým, že vyšší podiel fixných nákladov na celkových tržbách podniku samozrejme znamená aj vyššie prevádzkové riziko podniku, t. j. kapitálovo náročné podniky by mali byť pri zvyšovaní svojej zadlženosti obzvlášť opatrné.

Ako ďalšie možné vysvetlenie prichádza do úvahy aj skutočnosť, že väčšina úverov, ktoré sú poskytované slovenským podnikom, je krátkodobého charakteru. Okrem toho by bolo veľmi ťažké mnohé položky stálych aktív v prípade potreby speňažiť, pretože pre podnikové aktíva neexistujú efektívne fungujúce sekundárne trhy. Veritelia preto často nie sú ochotní akceptovať určité aktíva ako kolaterál a kladú omnoho väčší dôraz na likvidné obežné aktíva podniku.

¹³ Tento pozitívny vzťah medzi rentabilitou aktív a mierou zadlženosti však môže byť v podmienkach transformujúcej sa ekonomiky oslabený jednak tým, že pravdepodobnosť likvidácie finančne slabého podniku je veľmi nízka, jednak tým, že vysoká rentabilita ešte pre veriteľov nemusí byť dostatočne dobrým signálom toho, že podnik je naozaj finančne zdravý a schopný splácať úver: v dôsledku pomerne rýchlo sa meniacich ekonomických a politických podmienok, ako aj podnikateľského prostredia podnik s výbornými krátkodobými výsledkami ešte nemusí byť v skutočnosti z dlhodobého hľadiska finančne silný, a preto sa veritelia nemôžu plne spoliehať na krátkodobé hospodárske ukazovatele podniku.

Záver

Použitie metódy viacnásobnej regresnej a korelačnej analýzy ukázalo, že mieru zadlženosti slovenských priemyselných akciových spoločností ovplyvňujú v štatisticky významnej miere tie faktory, ktoré identifikovali aj mnohé predošlé empirické štúdie podobného charakteru. Závislosť medzi mierou zadlženosti a veľkosťou podniku je podľa výsledkov analýzy priama, kým závislosť tak medzi mierou zadlženosti a rentabilitou aktív, ako aj medzi mierou zadlženosti a podielom stálych aktív na celkových aktívach podniku je nepriama. Zistený smer vplyvu skúmaných faktorov sa v prípade veľkosti podniku a rentability aktív zhoduje so smerom zisteným v krajinách G7, ako aj v Maďarsku a Poľsku. V prípade podielu stálych aktív na celkových aktívach podniku však bola v slovenských, maďarských a poľských podnikoch zistená opačná korelácia ako v krajinách G7.

Treba poznamenať, že problematika finančnej štruktúry a jej determinánt je veľmi komplexná a teoretické zdôvodnenie v praxi pozorovaných súvislostí je pri súčasnej úrovni teoretických poznatkov vo veľkej miere ešte nevyriešenou záležitosťou, t. j. nie je zatiaľ celkom jasné, ako rôzne empirické pozorovania súvisia s existujúcimi teoretickými modelmi. Nie je preto možné uspokojujúco zdôvodniť pozorovanú závislosť miery zadlženosti od jednotlivých faktorov, ako ani vysvetliť zistené rozdiely medzi transformujúcimi sa ekonomikami a vyspelými trhovými ekonomikami.

Zistené rozdielnosti však poukazujú na to, že všeobecné fundamentálne faktory, ktoré majú významný vplyv na finančnú štruktúru podnikov v transformujúcich sa ekonomikách, sa odlišujú od faktorov pôsobiacich vo vyspelých trhových ekonomikách.

Z toho možno usúdiť, že v dôsledku makroekonomických, inštitucionálnych a legislatívnych zmien, ktoré sa na Slovensku uskutočňujú ako súčasť procesu transformácie na trhovú ekonomiku, bude musieť postupne dochádzať aj k výrazným zmenám vo finančnej štruktúre slovenských podnikov a k zlepšovaniu rámcových podmienok financovania podnikovej sféry.

Medzi tieto zmeny, ktoré sú nevyhnutné na zlepšenie rámcových podmienok financovania podnikovej sféry, a ktoré sa v konečnom dôsledku prejavia aj na finančnej štruktúre slovenských podnikov a prispievajú k riešeniu finančných problémov podnikového sektora, patrí dosiahnutie makroekonomickej stability, ako aj určité legislatívne a inštitucionálne zmeny, medzi ktoré možno zahrnúť najmä:

- úsporné opatrenia vo verejných financiách, ktoré sú dôležitým predpokladom zvýšenia prílevu finančných prostriedkov do podnikovej sféry;
- podporu vstupu priameho zahraničného kapitálu, ktorý by tiež pomohol, okrem iného, prekonať aj všeobecný nedostatok voľných finančných prostriedkov;

- riešenie problému platobnej neschopnosti a zamedzenie jej prenášania medzi podnikmi, ako aj zlepšenie platobnej disciplíny podnikov;
- zabezpečenie vhodných legislatívnych a inštitucionálnych predpokladov realizácie konkurzov finančne slabých podnikov, prípadne uplatnenie alternatívnych prostriedkov, ako napríklad vyrovnania alebo kapitalizácie pohľadávok veriteľov problémových podnikov;
- zvýšenie likvidity a transparentnosti sekundárnych trhov podnikových aktív;
- zlepšenie právnej pozície veriteľa, aby si mohol v plnej miere uplatniť svoj nárok na založený majetok, ak si dlžník voči nemu neplní svoje povinnosti;
- účinnejšiu ochranu majetkových a kontrolných práv minoritných akcionárov a v neposlednom rade
- riešenie problémov bankového sektora a vytvorenie predpokladov na zvýšenie likvidity a transparentnosti kapitálového trhu ako významného sprostredkovateľa dlhodobých finančných zdrojov pre podnikovú sféru.

Zabezpečenie vhodných rámcových podmienok financovania a prístup k rôznym finančným zdrojom by mal podnikom umožniť, aby mohli neobmedzene realizovať opatrenia potrebné na realizáciu svojich predstáv o optimálnej finančnej štruktúre.¹⁴ Optimalizácia finančnej štruktúry je pre podniky dôležitá, pretože od štruktúry finančných zdrojov závisia celkové finančné náklady podniku, ako aj úspešnosť a efektívnosť investičnej a prevádzkovej politiky.

Dôslednej implementácii finančnej politiky musí v mnohých podnikoch predchádzať potrebná reštrukturalizácia v investičnej a prevádzkovej oblasti, ktorej úspešnosť je vo veľkej miere podmienená dostatočným prístupom k dlhodobým zdrojom financovania na kapitálovom trhu. V podmienkach slovenskej ekonomiky, ktorá ešte dlho nebude schopná financovať svoj ekonomický rast z vlastných zdrojov, je efektívne fungujúci kapitálový trh dôležitým predpokladom reštrukturalizácie podnikovej sféry. Rozvinutý kapitálový trh predstavuje jeden z rozhodujúcich faktorov, ktoré môžu pozitívne ovplyvniť záujem tak priamych, ako aj portfóliových zahraničných investorov. V rámci prílevu zahraničného kapitálu sa dá predpokladať, že príde aj k zmierneniu podkapitalizovania podnikateľských subjektov a zrýchleniu reštrukturalizácie a modernizácie slovenskej ekonomiky [5; 6].

V rámci reštrukturalizácie sa podniky musia zamerať na znižovanie svojich prevádzkových nákladov, a zároveň musia byť schopné identifikovať, prípadne

¹⁴ Z dôvodu pomerne rozšíreného problému platobnej neschopnosti sú v súčasnosti mnohé podniky vo finančnej oblasti nútené venovať prioritnú pozornosť zabezpečeniu dostatočnej likvidity a optimalizácii finančnej štruktúry preto ani neprikladajú veľkú dôležitosť: otázkou často nie je to, z akého zdroja majú čerpať finančné prostriedky, ale skôr to, či sa im vôbec podarí nejaký zdroj financovania nájsť. Takáto finančná „politika“ je však z dlhodobého hľadiska neudržateľná a podniky sa skôr či neskôr budú musieť vo zvýšenej miere začať zaoberať úvahami o optimálnej štruktúre svojich finančných prostriedkov.

vytvoriť vhodné príležitosti na trhu tovarov a služieb a produkovať a predávať svoje tovary a služby tak, aby dosiahli čo najvyšší celkový zisk. Pre podniky je rovnako dôležité, aby boli schopné prilákať strategických investorov a schopných manažérov, a tým aj dlhodobé finančné prostriedky.

Vhodne koncipovaná finančná a investičná politika na podnikovej úrovni sa odrazí na raste ziskovosti a celkovej stabilizácii vnútornej situácie jednotlivých podnikov, a tým vo významnej miere prispeje tak k celkovému oživeniu slovenskej ekonomiky, ako aj k rastu konkurencieschopnosti slovenských podnikov na zahraničných trhoch.

Došlo 13. 4. 2000

Literatúra

- [1] BRADLEY, M. – JARRELL, G. A. – KIM, E. H.: On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39, júl 1984, s. 857–878.
- [2] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: *Principles of Corporate Finance*. New York, The McGraw-Hill Companies, Inc. 1996.
- [3] CAPRIO, G. – DEMIGRŮČ-KUNT, A.: The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence. [Working Paper.] New York, World Bank, február 1997.
- [4] CORNELLI, F. – PORTES, R. – SCHAFFER, M.E.: The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe. [CEPR Discussion Paper, No. 1392.] London, Centre for Economic Policy Research 1996.
- [5] FILKUS, R. – RYDZI, Š.: Kapitálový trh je predpokladom reštrukturalizácie podnikov a bánk (I). *Hospodárske noviny*, 3. –5. 3. 2000, č. 44, s. 1.
- [6] FILKUS, R. – RYDZI, Š.: Kapitálový trh je predpokladom reštrukturalizácie podnikov a bánk (II). *Hospodárske noviny*, 6. 3. 2000, č. 45, s. 1.
- [7] FRIEND, I. – HASBROUK, J.: Determinants of Capital Structure. In: Chen, A. (ed.): *Research in Finance*. Zv. 7. New York, JAI Press Inc. 1988.
- [8] FRIEND, I. – LANG, L.: An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, 1988, s. 271–281.
- [9] GONEDES, N. J. – LANG, L. – CHIKAONDA, M.: Empirical Results on Managerial Incentives and Capital Structure. [Working Paper.] Philadelphia, The Warton School, University of Pennsylvania 1988.
- [10] HARRIS, M. – RAVIV, A.: The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, marec 1991, s. 297–355.
- [11] CHAPLINSKI, S. – NIEHAUS, G.: The Determinants of Inside Ownership and Leverage. [Working Paper.] University of Michigan 1990.
- [12] KESTER, C. W.: Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 1986, s. 5–16.
- [13] KIM, W. S. – SORENSEN, E. H.: Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 1986, s. 131–144.
- [14] LONG, M. – MALITZ, I.: The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 3, 1985, s. 53–59.
- [15] MARSH, P.: The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *Journal of Finance*, 37, marec 1982, s. 121–144.

- [16] MEGGINSON, W. L.: *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc., 1997.
- [17] MYERS, S.: *The Search for Optimal Capital Structure*. In: Chew, D. H. (ed.): *The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice*. McGraw-Hill Inc. 1993.
- [18] MYERS, S. C.: *The Capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance*, 39, júl 1984, s. 575–592.
- [19] MYERS, S. C. – MAJLUF, N. S.: *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *Journal of Financial Economics*, 13, jún 1984, s. 187–221.
- [20] PETERSEN, M. A. – RAGHURAM, G. R.: *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*. *Journal of Finance*, 49, marec 1994, s. 3–37.
- [21] PREISINGER, D.: *Úverové portfólio vyjadruje kvalitu úverových dlžníkov. I. časť*. *Biatic*, 1998, č. 11, s. 17–21.
- [22] PREISINGER, D.: *Úverové portfólio vyjadruje kvalitu úverových dlžníkov. II. časť*. *Biatic*, 1998, č. 12, s. 16–19.
- [23] RAJAN, R. G. – ZINGALES, L.: *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. *Journal of Finance*, 50, december 1995, s. 1421–1460.
- [24] *Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republike za rok 1997*. Bratislava, Bankové zúčtovacie centrum Slovenska, a. s., 1997.
- [25] *Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republike za rok 1996*. Bratislava, Bankové zúčtovacie centrum Slovenska, a. s., 1998.
- [26] TITMAN, S. – WESSELS, R.: *The Determinants of Capital Structure Choice*. *Journal of Finance*, 43, marec 1988, s. 1–19.
- [27] VLACHYNSKÝ, K. a kol.: *Podnikové financie*. [Vysokoškolská učebnica.] Bratislava, Súvaha, s. r. o., 1997.
- [28] VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*. Praha, Ekopress, s. r. o., 1997.
- [29] ZALAI, K.: *Vývoj finančnej situácie Slovenských podnikov v rokoch 1993–1997*. *Biatic*, 1998, č. 12, s. 9–14.

FACTORS IMPACTING THE DEBT RATE OF THE SLOVAK COMPANIES

Jana POLAVKOVÁ

In general, the average value of the ratio of liabilities to assets of Slovak companies is currently very high to compared with the companies in developed market economies. In view of still relatively high interest rates this high debt is a big financial burden for companies. Moreover, the volume of long-term loans for companies is very low and a great number of companies are facing liquidity problems. The limited possibilities of companies to finance their activities have a negative impact on investment and the process of restructuring of Slovak companies.

The objective of the article is to define and explain main factors that might have impacted the financial structure of Slovak companies, and on that basis to identify the main conditions for financing as well as to specify microeconomic conditions to be fulfilled so that the financial situation of Slovak companies can improve. Attention is paid to both (1) macroeconomic, legislative and institutional factors and (2) company-specific factors.

The macroeconomic, legislative and institutional factors that are dealt with in the article include inter-company transfer of insolvency, a great volume of loans granted in the privatisation, the lack of free financial sources in the Slovak economy, high risk of investment in companies, not properly functioning financial market, high interest rates, low return on equity, as well as the lack of long-term loans.

On the basis of these factors the framework conditions are identified to be fulfilled in order the unfavourable financial situation of Slovak companies can start improving. These conditions include macroeconomic stability, restrictive fiscal policy, support of foreign direct investments, dealing with the growing liquidity problems of companies and their extension over companies, improvement in the willingness of companies to meet their financial obligations, declaration of bankruptcies of financially weak companies or application of alternative instruments (e. g. capitalization of receivables), enhancement of liquidity and transparency of secondary markets for assets, improvement of the legal position of a creditor, better protection of legal rights of minority shareholders, and solving the problems of banking sector and improvement of liquidity and transparency on the capital market.

The next part of the article is dealing with an empirical analysis of the dependence of indebtedness of Slovak companies on certain company-specific factors. The analysis has focused on a sample of 274 corporations involved in industrial production. The data needed to conduct the analysis were provided by the RM-System Slovakia from its database and are based on financial statements of the companies. The analysis is focused on the period from 1993 to 1998. The method of analysis is the multiple ordinary least squares regression analysis, with indebtedness being a dependent variable, and company size, return on assets and the ratio of fixed assets to total assets being independent variables. Supplementary the method of correlation analysis is applied.

The results of the analysis are compared with the results of similar studies in other countries, including both countries with developed market economy (G7 countries) and some countries with transition economy (Poland and Hungary). Additionally, the results are explained by and compared with the implications of the theory of the optimal financial structure of a company.

As it results from the study, there is a positive correlation of indebtedness to *company size* and a negative correlation of debt rate to *return on assets*, as well as to the *ratio of fixed assets to total assets*. The results are similar to those obtained in studies of Polish and Hungarian companies, but different from those obtained in most of the G7 countries. The observed differences suggest that the fundamental determinants of financial structure of companies in transition economies are different from those in developed market economies.

As Slovakia and other transition economies are approaching market economies and thereby adapting their macroeconomic, institutional and legal environment, it can be expected that these changes will be followed by substantial changes in patterns of indebtedness of companies in these transition economies.

It can be concluded that the improvement in the financial situation and a successful financial policy of Slovak companies requires in particular the restructuring of assets and activities at the *company level*, as well as adopting certain supporting measures that are to be taken to improve the *framework conditions* of financing of companies.

A properly designed structure of financial sources has a positive impact on the whole economic efficiency of a company. Financial policy has also a considerable influence on the growth and development of a company and its activities. It is therefore very important for Slovak companies to pay a permanent attention to the question of the optimal financial structure, in order to be competitive not only on domestic markets, but also on international markets.