

Prístupy k ekonomicko-finančným aspektom riadenia podnikov v teórii a praxi

Dana KISELÁKOVÁ – Alexander KISELÁK

Úvod

Cieľom predkladanej štúdie je analýza základných teoretických prístupov k ekonomicko-finančným aspektom riadenia podnikov a ich využitie v praxi. Hlavná pozornosť je zameraná na komparáciu existujúcich prístupov k ekonomicko-finančným aspektom riadenia podnikov a hlavných metód a modelov riadenia a hodnotenia finančnej situácie podnikov:

- metódy ekonomickej a finančnej analýzy, založené na účtovnom zisku a účtovnej hodnote podniku,
- metódy a modely hodnotového riadenia so zameraním na ukazovateľ EVA (ekonomická pridaná hodnota), založené na princípe ekonomického zisku a trhovej hodnoty podniku.

Platformu pre vedecký výskum a ekonomickú diskusiu v tejto štúdií tvoria vybrané výskumné otázky:

- Aké sú ciele a prínosy metód finančnej analýzy v ekonomicko-finančných aspektoch riadenia podnikov v trhovej ekonomike?
- Je možné považovať model hodnotového riadenia za efektívnejší ?
- Aké sú trendy v prístupoch k finančnému riadeniu podnikov v podmienkach budovania znalostnej ekonomiky ?

1. Prístupy k ekonomicko-finančným aspektom riadenia

Finančné riadenie podniku je možné podľa Valacha (1999, s. 14) definovať ako „subjektívnu ekonomickú činnosť finančných manažérov, zaoberajúcu sa získavaním potrebného množstva peňazí a kapitálu z rôznych finančných zdrojov (financovanie), alokáciou peňazí do rôznych foriem nepeňažného majetku (investovanie) a rozdeľovaním zisku s cieľom maximalizácie trhovej hodnoty vlastného majetku podniku“. Zároveň formulácia základného finančného cieľa podnikania a finančného riadenia je jednou z rozhodujúcich otázok efektívnosti podnikového hospodárenia. Vo všeobecnosti je možné pozorovať v ekonomickej teórii dva hlavné prístupy k ekonomicko-finančným aspektom riadenia a formulácii finančného cieľa podnikateľskej činnosti. Prvým je *klasický prístup na základe maximalizácie účtovného zisku* a zhodnotenia účtovnej hodnoty podniku. Druhým je *hodnotový prístup, založený na princípe maximalizácie ekonomického zisku a trhovej hodnoty podniku*.

V *klasických teóriách firmy* bola hlavným a jediným cieľom firmy *maximalizácia celkového zisku*, a to z krátkodobého pohľadu, t.j. bez časového

obmedzenia a bez vplyvu rizika. Základné ukazovatele vychádzali z historických hodnôt zisku, obvykle z *účtovného zisku*, nepracovali s rizikom a boli *statickými veličinami*. V hospodárskej praxi sa neskôr primárny cieľ podniku – maximalizácia zisku – transformoval do pomerového ukazovateľa výnosnosti vlastného imania ROE a do maximalizácie zisku pripadajúceho na jednu akciu. Táto skupina ekonómov presadzuje prístup k hodnoteniu podnikovej efektívnosti s použitím tradičných pomerových ukazovateľov, ktoré čerpajú údaje z účtovných výkazov *na báze účtovného zisku*.

V poslednej dekáde 20. storočia sa v ekonomickej teórii veľmi intenzívne prezentovali výhrady voči klasickým, štandardným ukazovateľom rentability ako syntetickým meradlám výkonnosti podnikov. Preto nastali dôvody vzniku a potreby skúmania nových ukazovateľov. K najčastejším výhradám patrili tieto skutočnosti:

- existuje možnosť ovplyvňovať výšku vykázaného účtovného zisku i pomocou legálnych účtovných postupov v súlade so zákonom, účtovný zisk zohľadňuje len cenu cudzích zdrojov (úrok),
- účtovné ukazovatele nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí a predovšetkým kalkuláciu rizika investorov. V dôsledku týchto nedostatkov ukazovatele rentability obvykle nedostatočne korešpondujú s hodnotami akcií na kapitálových trhoch a nevykazujú postačujúcu väzbu na hodnotu akcií (shareholder value).

Vplyvom zmien v ekonomickom prostredí (integrácia, globalizácia, liberalizácia, akcelerácia vedecko-technických poznatkov, inovácie apod.) je možné zaznamenať určité trendy, pochádzajúce z teritórií s najvyspelejším kapitálovým trhom, a to posun vrcholového ukazovateľa pre meranie rentability v smere k využívaniu hodnotových kritérií pre meranie efektívnosti podnikov, k maximalizácii hodnoty pre akcionárov. Poznanie a skúmanie aktuálnych výnosových modelov a hodnotového riadenia firiem je podľa nášho názoru jedným z dôsledkov integrácie SR do EÚ, otvorenia trhu EÚ, prílevu zahraničných investícií a kapitálu a prechodu k znalostnej ekonomike. Porovnaním vybraných ukazovateľov rentability, ukazovateľa EVA a EVA/A v podmienkach SR sa zaoberá Závorská (2007, s. 259 a nasl.).

V 80-tych rokoch 20. storočia takmer všeobecne prevládal názor, že integrálnym finančným cieľom podnikateľskej činnosti je maximalizácia trhovej hodnoty podniku. V 90-tych rokoch sa objavila teória účasti (koaličná teória), podľa ktorej cieľom podnikania nemôže byť len uspokojovanie záujmov vlastníkov, ale pri rozhodovaní treba brať do úvahy aj záujmy ďalších účastníkov (manažérov, zamestnancov, veriteľov). „V súvislosti s týmito názormi sa v súčasnosti **základný finančný cieľ formuluje ako maximalizácia trhovej hodnoty podniku pre vlastníkov rešpektujúca obmedzenia dané záujmami ďalších účastníkov podnikania**“ (Vlachynský, 2002, s. 51). Takto poňatý cieľ prevláda v teórii i hospodárskej praxi a je v podstate základom najnovších aktuálnych modelov považujúcich za cieľ podnikania maximalizáciu hodnoty majetku akcionárov, tzv. shareholder value. Tento cieľ a *hodnotový prístup*, ako sa

v súčasnej dobe zhoduje väčšina ekonómov teoretikov aj praktikov, je najvýstižnejšie vyjadrený v *hodnotových ukazovateľoch EVA (Economic Value Added)* a *MVA (Market Value Added)*, založených na princípe ekonomického zisku.

V roku 1993 vyvinula americká poradenská firma Stern Steward & Co. nové kritériá hodnotenia ekonomickej výkonnosti podnikov – *ukazovatele EVA* a *MVA* a modernú metódu EVA, ktorú podrobne rozpracovali. Podľa koncepcie riadenia hodnoty (nazývanej aj koncepcia úspešného manažmentu) je hlavnou úlohou manažmentu zvyšovať hodnotu podniku, a tým hodnotu vlastníctva akcionárov. Riadenie hodnoty je považované v súčasnosti za *metódu riadenia*, kde nie je rozpor medzi cieľom vlastníkov a manažmentu, hodnota pre akcionára je jadrom hodnoty pre všetkých zúčastnených. *Hodnotový prístup a koncepcia teórie riadenia hodnoty* sú v súčasnej dobe považované za nový manažérsky cieľ. V súčasnosti maximalizácia hodnoty pre akcionárov, resp. vlastníkov (shareholder value) je považovaná za predpoklad zvyšovania hodnoty pre všetkých zúčastnených (stakeholder value). Každý zúčastnený stakeholder posudzuje hodnotu podniku podľa toho, čo do podniku vložil, resp. podľa zhodnotenia svojich investícií, a porovnáva ju s alternatívnou možnosťou.

V súčasnosti sa koncepcia riadenia hodnoty pre akcionára stáva stále aktuálnejšia aj v podmienkach otvorenej Európy, vznikli podmienky pre jej praktické uplatnenie v ďalších krajinách EÚ. EÚ predstavuje ekonomicky veľké územie, kde rastie význam kapitálových trhov a slobodného podnikania, stále viac ekonómov zastáva názor, že globalizácia utvára podmienky, v ktorých sa bude efektívnejšie využívať shareholder value. To znamená, že manažment podniku sa musí usilovať o čo najväčší prínos pre akcionára, jednak v podobe dividend, jednak formou ziskov plýnúcich z rastu cien akcií.

Teória riadenia tvorby hodnoty podniku je považovaná za modernú koncepciu finančného manažmentu, ktorá využíva hodnotové ukazovatele na princípe ekonomického zisku a môže sa stať aktuálnejšou metódou s predpokladom postupnej praktickej aplikácie aj v podmienkach trhovej ekonomiky SR¹.

2. Analýza prístupu na báze účtovného zisku - metódy finančnej analýzy

Predpokladom pre úspešné podnikové riadenie v trhovej ekonomike je poznanie skutočného stavu v podnikovej ekonomike. Informácie o reálnej ekonomickej situácii dostávame vo forme hodnôt premenných veličín. Ich hlavným zdrojom je finančné účtovníctvo, základné účtovné výkazy, účtovné závierky podnikov, štatistika, informácie z daňového systému, kapitálového trhu, marketingové poznatky. Dôležitou úlohou podnikov je okrem iných úloh zvyšovanie ziskovosti, úspešnosti podnikania a neustále zvyšovanie konkurencieschopnosti v podmienkach svetovej globalizácie. Manažéri preto spolu s ďalšími modernými prístupmi v manažmente musia uplatňovať aj účinné **metódy podnikových analýz**, pretože vzťah medzi úspešnosťou podniku a analýzou

¹ Bližšie pozri: ZÁVARSKÁ, Z.: Ekonomická pridaná hodnota, 2007

ekonomickej a finančnej situácie zameranou na možnosti dosiahnutia strategických zámerov a finančných cieľov je veľmi úzky.

Finančná analýza – analytický rozbor ekonomického systému (podniku) na jednotlivé majetkové a kapitálové časti podniku a jej metódy - sú v odbornej ekonomickej literatúre, domácej a zahraničnej, prezentované vo veľkej miere. Podrobným opisom definície, charakteristiky a významu finančnej analýzy sa zaoberajú autori Brealey a Myers (2000), Brigham (2001), Kislingerová (2004), Mařík (2003), Synek (2003), Vlachynský (2002), Zalai (2000) a ďalší. Základ definícií je rovnaký, ale každý z autorov uvádza aj iné faktory a kritériá hodnotenia finančnej analýzy, pričom jej význam ako metódy a základného nástroja finančného riadenia je nesporný.

V trhovej ekonomike je potrebné, aby manažment neustále konfrontoval výsledky zvereného podniku s konkurenčnými podnikmi. Porovnávať výsledky možno v zásade pomocou pomerových ukazovateľov finančnej - manažérskej analýzy, ktoré eliminujú citlivosť ukazovateľov na veľkosť podniku. Základným východiskom manažérskej analýzy je výpočet a interpretácia pomerových ukazovateľov, ktorých hodnota vyjadruje veľkosť jedného javu pripadajúce na mernú jednotku druhého javu. Pomerové ukazovatele sa zvyčajne združujú do skupín, ktorých znakom je konkrétny aspekt ekonomického, resp. finančného stavu podniku. Napr. v USA vo finančnom manažmente sa používa päť skupín pomerových ukazovateľov, ktoré sa spravidla uvádzajú v nasledujúcom poradí: ukazovatele likvidity, aktivity, zadĺženosti, rentability a trhovej hodnoty podniku, ako uvádza Brigham (2001).

Trhové prostredie a úspešný rozvoj ekonomiky po vstupe SR do EÚ si vyžadujú uplatňovať v riadení podnikov nové, trhovým podmienkam, potrebám a požiadavkám adekvátne metódy. Synek (2003, s. 242) uvádza, že „akékoľvek finančné rozhodovanie manažérov musí byť podložené finančnou analýzou. Preto jednou z rozhodujúcich fáz finančného manažmentu je finančná analýza. Na jej výsledkoch je založené riadenie financií (finančnej štruktúry a jej zmien), riadenie a financovanie obežných aktív a investícií, cenová a dividendová politika podniku a pod“. Vo finančnej analýze sa používajú rôzne rozborové techniky, metódy. Okrem rozboru absolútnych ukazovateľov sú široko rozšírené napr. percentuálny rozbor, pomerové ukazovatele, Altmanov vzorec, vzorec Du Pont, pyramídová analýza a v poslednej dobe ukazovatele pridanej hodnoty (EVA, MVA).

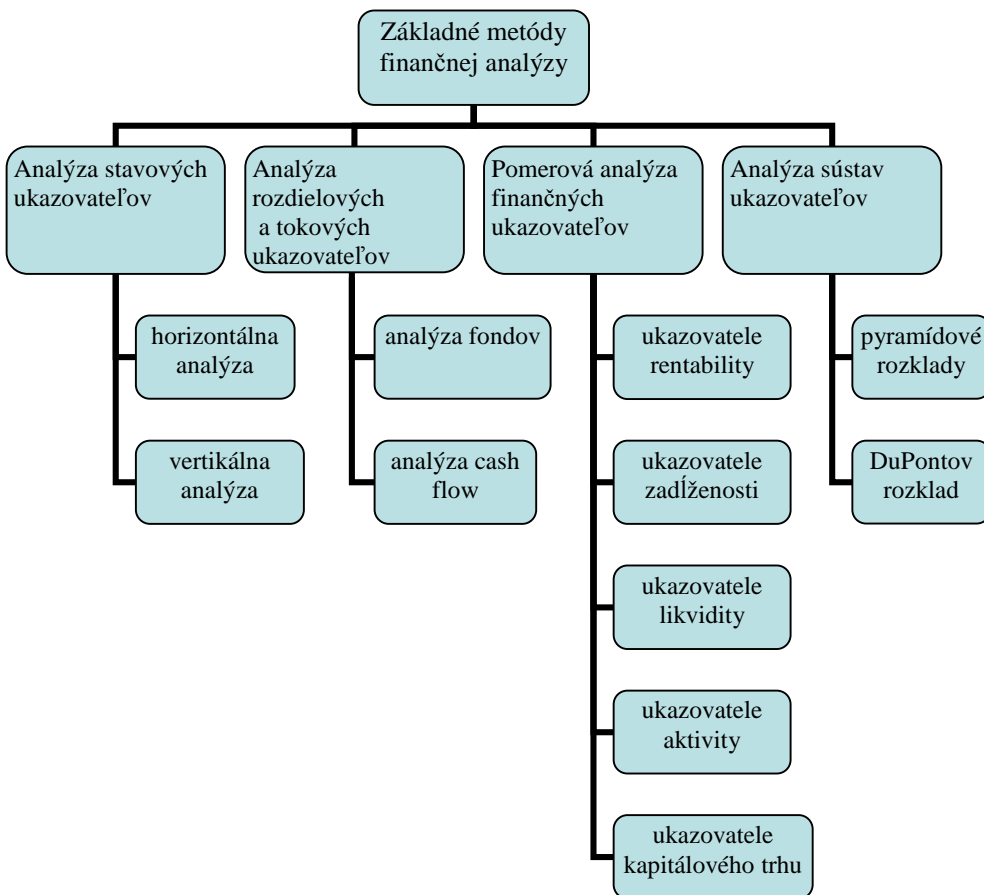
Finančná analýza podľa Kislingerovej (2004) patrí k základným zručnostiam každého finančného manažéra, nakoľko sa jedná o formalizovanú metódu, súbor činností, ktorých cieľom je zistiť a vyhodnotiť komplexne a reálne finančnú situáciu, finančné zdravie každej firmy. Nejedná sa len o momentálny stav, ale aj o základné vývojové tendencie v čase, stabilitu firmy, o porovnávanie so štandardnými hodnotami v odbore, odvetví alebo priamo s konkurenciou, čo je hlavným prínosom finančnej analýzy.

Pri realizácii finančnej analýzy konkrétneho podniku je nutné vždy prihliadať na to, aby použitá metóda bola účelná, spoľahlivá, primeraná z hľadiska nákladov a poskytovala spätnú väzbu k cieľovej skupine. Finančná analýza využíva v zásade

dve skupiny metód, a to *metódy elementárne (základné)* a *metódy vyššie* (štatisticko-matematické a neštatistické). Základom rôznych metód finančnej analýzy sú finančné ukazovatele, číselné charakteristiky, ktoré patria k základným nástrojom finančnej analýzy.

Nasledujúca schéma č. 1 dokumentuje základné metódy finančnej analýzy, ktoré v konečnom dôsledku znamenajú komplexný finančný rozbor hospodárenia podniku. Tieto metódy využívajú časové hľadisko, vývojové časové rady ukazovateľov, základné účtovné výkazy podnikov, dostupné pre všetkých zainteresovaných a sú založené na princípe účtovného zisku.

Schéma 1: Základné metódy finančnej analýzy



Zdroj: vlastné spracovanie z odbornej literatúry

Medzi najvyužívanejšie vyššie metódy finančnej analýzy (matematicko-štatistické) patria :

- bodové odhady – metódy bodového hodnotenia
- štatistické testy vzdialených dát
- empirické distribučné funkcie
- korelačné koeficienty
- regresné modelovanie – je určené na zhodnotenie vzájomných závislostí medzi dvoma a viac ukazovateľmi, ich vplyvov na výsledok a posúdenie možných dôsledkov rôznych rozhodnutí na zmeny v danom modeli
- faktorová analýza
- diskriminačná analýza.

Použitie týchto metód do značnej miery závisí na dostupnosti vstupných údajov, kvalitnom softwarovom vybavení a hlbších znalostiach matematickej a ekonomickej štatistiky.

Na základe vyššie uvedených teoretických východísk problematiky finančnej analýzy je možné konštatovať, že analýzy a metódy, založené na účtovných výsledkoch hospodárenia a účtovnom zisku, majú významné miesto v ekonomicko-finančných aspektoch riadenia podnikov v SR. V súčasnosti sa do popredia dostávajú aktuálne prístupy k analýze, a to strategická analýza, manažérska analýza a moderné koncepcie založené na teórii tvorby hodnoty.

2.1. Využitie metód finančnej analýzy v praxi

Metóda pomerovej analýzy patrí k najpoužívanejším prístupom pri manažérskej analýze a využíva vybrané pomerové ukazovatele finančnej analýzy na hodnotenie finančnej situácie podnikov v praxi aj v podmienkach SR. K najviac využívaným finančným ukazovateľom patria ukazovatele rentability. **Ukazovatele rentability** vyjadrujú výsledok podnikového úsilia. Sú formou vyjadrenia miery efektívnosti vložených zdrojov, ktorá v trhovej ekonomike slúži ako hlavné kritérium na alokáciu kapitálu. Ukazujú kombinovaný vplyv aktivity, zadĺženosti a likvidity na zisk podniku a najviac zaujímajú akcionárov, potenciálnych investorov i manažérov s cieľom dosiahnutia čo najvyššej rentability. K zisťovaniu rentability (výnosnosti) sú používané v ekonomickej praxi najviac tieto ukazovatele:

- rentabilita celkových aktív (angl. return on assets)- *ROA*,
- rentabilita celkového investovaného kapitálu (return on investments)-*ROI*, *ROCE*, (return on capital employed),
- rentabilita vlastného kapitálu, (return on equity) - *ROE*, vyjadruje výnosnosť kapitálu vloženého akcionármi, zhodnotenie jeho účtovnej hodnoty.

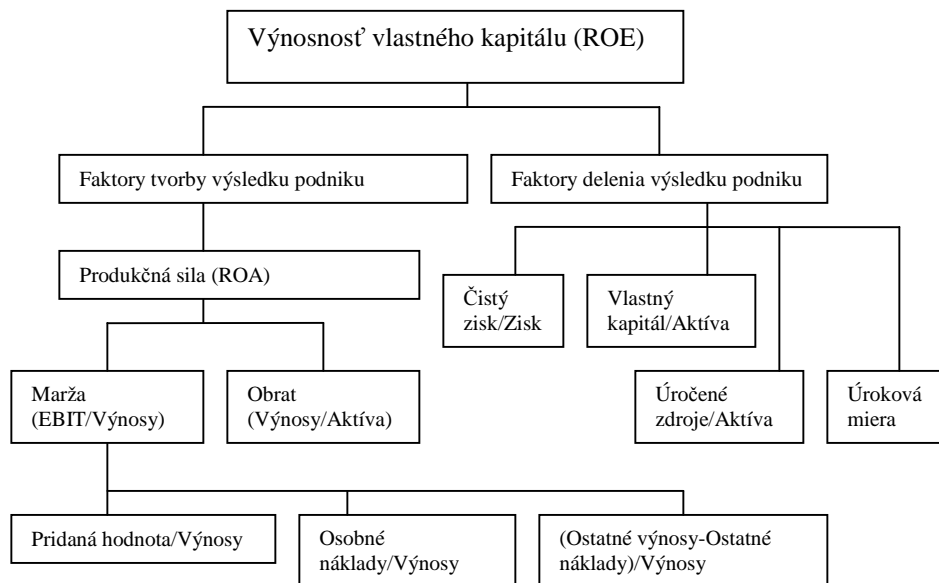
Pri manažérskej analýze treba vychádzať z toho, že *rentabilita vlastného kapitálu (ROE)* by mala dosahovať minimálne výšku úrokovej miery bánk za vklady , resp. ukazovateľ *ROE* by mal byť vyšší ako *úroková miera bezrizikových štátnych cenných papierov*, pretože len vtedy je výhodnejšie podnikáť, ako uložiť kapitál do banky. Ide o ukazovateľ, pomocou ktorého môžu investori zistiť, či je ich kapitál reprodukovaný s náležitou intenzitou zodpovedajúcou riziku investície. Rast tohto ukazovateľa môže znamenať zlepšenie výsledku hospodárenia,

zmenšenie podielu vlastného kapitálu vo firme alebo aj pokles úročenia cudzieho kapitálu. Ak je hodnota ukazovateľa trvale nižšia než výnosnosť štátnych cenných papierov, je podnik odsúdený k zániku, pretože investori nebudú do takého podniku vkladat' svoje investície. Všeobecne platí, že tento ukazovateľ má byť vyšší ako úroková miera bezrizikových cenných papierov a rozdiel rentability vlastného kapitálu a úrokovej miery bezrizikových cenných papierov sa potom nazýva *riziková prémie*. S tým súvisí aj ďalšie porovnávacie kritérium pre rentabilitu vlastného kapitálu a tým je komparácia s *nákladmi vlastného kapitálu*.

Pomer výnosnosti vlastného kapitálu k výnosnosti celkového kapitálu je v ekonomickej literatúre označovaný ako *pákový efekt – leverage faktor*. Podstatou pákového efektu u ukazovateľov rentability je zistenie, do akej miery sa zmení rentabilita vlastného kapitálu, ak zmeníme kapitálovú štruktúru (využijeme odlišné štruktúrovanie finančných fondov v prospech alebo neprospech dlhového financovania). Leverage faktor hovorí o tom, že medzi rentabilitou vlastného a celkového kapitálu existuje akýsi vplyv páky, čo znamená, že ak je úroková miera cudzieho kapitálu nižšia než rentabilita celkového kapitálu, rastie rentabilita vlastného kapitálu pri prilive cudzieho kapitálu – tento fakt je označovaný ako pozitívny leverage efekt. Ak je rentabilita celkového kapitálu nižšia než úroková miera cudzieho kapitálu, klesá s rastúcim zadĺžením výnosnosť vlastného kapitálu – čo je negatívny leverage efekt. Podrobnejšie sa touto problematikou zaoberá Závorská (2007, s. 247).

Z hľadiska zistenia základných vplyvov na zmenu ukazovateľa rentability sú dôležité najmä tieto *základné faktory*: produkčná sila (ROA), vplyv finančnej páky, vplyv zdanenia, vplyv podielu a ceny cudzích zdrojov, podiel odpisov na výnosoch a ďalšie, čo dokumentuje schéma č. 2.

Schéma 2 Výnosnosť vlastného kapitálu



Zdroj: vlastné spracovanie z odbornej literatúry

Prístupy k finančnej analýze, prínosy a praktické využitie sú rôzne: prístup orientovaný pre externých používateľov účtovných informácií, prístup orientovaný na potreby medzipodnikovej komparácie ekonomickej výnosnosti, prístup a orientácia na bankový sektor, kapitálový trh, odvetvové analýzy. Závery a poznatky finančnej analýzy slúžia nielen pre strategické a taktické rozhodovanie o investíciách a financovaní, ale aj pre reporting vlastníkom, manažérom, veriteľom a ďalším potencionálnym záujemcom. V poslednej dobe neustále vzrastá tlak na transparentnosť a relevantnosť informácií, ktoré firmy poskytujú investorskej verejnosti najmä s narastajúcou úlohou kapitálových trhov. Finančná analýza ako súčasť finančného riadenia predstavuje východisko finančného rozhodovania vo finančnej teórii a v ekonomickej praxi.

3. Analýza prístupu na báze ekonomickeho zisku - ekonomická pridaná hodnota

Pojem ekonomická pridaná hodnota EVA, ako uvádzajú autori Mařík (2003) a Závorská (2007, s. 281), sa v posledných rokoch stále viac presadzuje ako v ekonomickej teórii, tak v ekonomickej praxi podnikov v krajinách s vyspelou trhovou ekonomikou. Je to v podstate ukazovateľ výnosnosti, ktorý prekonáva nedostatky ukazovateľov, ktoré sa doteraz pre tento účel bežne používali (vyššie

spomínané ukazovatele rentability ROE, ROA, založené na účtovnom výsledku hospodárenia).

Základným princípom ekonomickej pridanej hodnoty je, že meria ekonomický zisk. Ekonomický zisk v tomto poňatí pritom podnik dosahuje vtedy, keď sú uhradené nielen bežné náklady, ale aj náklady kapitálu, a to na rozdiel od účtovného zisku vrátane nákladov na vlastný kapitál. Zjednodušene povedané, pokiaľ podnik vykazuje kladný účtovný zisk (ktorý je už znížený o platené úroky aj náklady na cudzí kapitál), vykazuje tiež ekonomický zisk v prípade, že tento účtovný zisk je väčší než náklady na vložený vlastný kapitál.

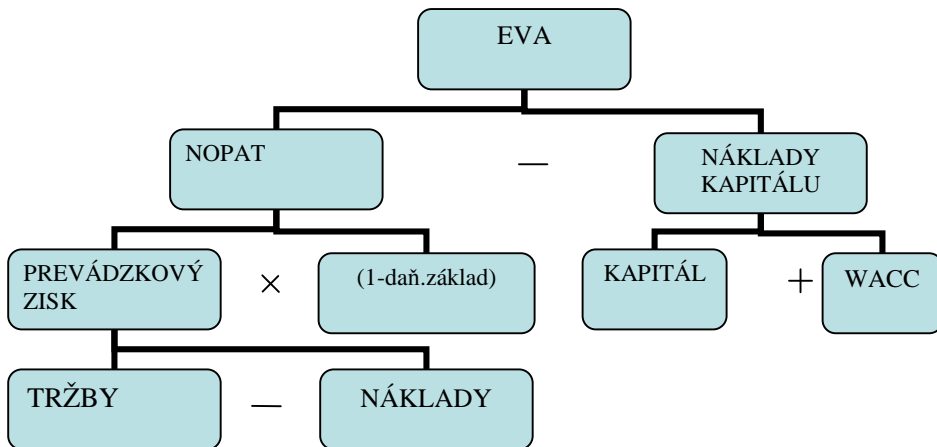
Rozdiel medzi tradičným účtovným ziskom a ekonomickým ziskom vyplýva z nasledujúceho porovnania:

Účtovný zisk = výnosy – účtovné náklady

Ekonomický zisk = celkový výnos kapitálu – náklady na kapitál

Cieľom podnikania je vytváranie EVA, t.j. ekonomickej pridanej hodnoty. Tomuto cieľu je podriadené všetko – hodnotenie investícií, nových výrobkov, vnútro podnikových útvarov, nadpodnikových celkov - korporácií. EVA je aj základom ich hmotnej zainteresovanosti.

Schéma 3: Dekompozícia ukazovateľa EVA



Zdroj: KISLINGEROVÁ,E.: Manažérske financie, str. 97

Pozitívne hodnotenie podnikovej výkonnosti je len v prípade, ak EVA je väčšia ako nula. To je prípad, keď výnos z kapitálu je väčší ako jeho cena a vtedy podnik svojim vlastníkom hodnotu tvorí. Iba vtedy vzniká nová, tzv. pridaná hodnota, zvyšujúca pôvodnú hodnotu podniku. Ak je EVA rovná nule, tak výnos kapitálu pokrýva len náklady spojené s jeho získaním.

Hlavným prínosom EVA je to, že berie do úvahy časovú hodnotu peňazí a kalkuláciu rizika a ukázala fakt, že i vlastný kapitál niečo stojí, že má svoje náklady, čo je u cudzieho kapitálu zrejme. Preto nestačí, aby podnik vykázal zisk alebo určitú výšku zisku na akciu, ale musí vyprodukovať aj kladnú hodnotu EVA, t.j. novú, pridanú hodnotu, ktorá zvyšuje pôvodnú hodnotu podniku. Práve ukazovateľ EVA je mnohými teoretikmi i praktikmi považovaný za *cieľového ukazovateľa* akéhokoľvek podnikania, ktorý je možné uplatniť do všetkých oblastí a typov podnikov. Prínos modelu EVA treba vidieť v tom, že rešpektuje náklady obetovaných príležitostí, čím je sprísnený pohľad na efektívnosť podniku. Daný ukazovateľ odzrkadľuje vplyv konkrétnych rozhodnutí manažmentu na výslednú hodnotu podniku.

3.1. Problémy a prínosy modelu EVA v praxi

Medzi hlavné okruhy využitia ukazovateľa EVA v ekonomickej praxi patria:

- EVA ako metóda a nástroj finančnej analýzy
- EVA ako nástroj riadenia podniku a motivácie pracovníkov,
- EVA ako nástroj ocenenia podniku.

Teória ekonomickej pridanej hodnoty vychádza z toho, že firma má jeden z hlavných cieľov maximalizáciu ekonomického zisku. Firme nejde o maximalizáciu účtovného zisku, ktorý je bežne vykazovaný v účtovných výkazoch. Rozdiel medzi týmito dvoma pojmami spočíva najmä v položke nákladov, ktoré u ekonomického zisku zahŕňajú aj alternatívne náklady, z čoho vyplýva, že klasické vyjadrenie zisku nezahŕňa najmä náklady vlastného kapitálu, pretože náklady na cudzí kapitál (platené úroky) sú vo výkaze ziskov a strát zahrnuté. Problémovou kategóriou sú náklady na vlastný kapitál. V skutočnosti sa názory na zisťovanie nákladov vlastného kapitálu veľmi výrazným spôsobom odlišujú a sú predmetom sporov ekonómov pri zisťovaní ekonomickej pridanej hodnoty. Ekonomický zisk vzniká v okamihu, keď účtovný zisk prevýši klasické náklady, ako i náklady alternatívne. Na prvý pohľad by sa zdalo, že dosiahnuť vyššiu ekonomickú pridanú hodnotu môžeme tak, že využijeme dlhové financovanie prostredníctvom úverov, ktoré je lacnejšie. Ale väčšie využitie dlhu môže zvyšovať riziko investície pre akcionárov, ktorí môžu požadovať zvýšenie výnosnosti investície. To znamená, že dlhové financovanie zároveň zvyšuje náklady vlastného kapitálu.

Podľa rôznych teórií atraktivita ukazovateľa EVA spočíva aj v tom, že obsahuje základné funkcie manažmentu: rozpočtovanie kapitálu, oceňovanie podnikovej výkonnosti a stimulačné odmeňovanie. EVA by mohla nahradiť celý rad bežne

používaných pomerových ukazovateľov ako ROA, ROE, EPS (zisk na akciu), čistá súčasná hodnota ap. Práve zložitejšie zisťovanie nákladov vlastného kapitálu vedie k tomu, že tento ukazovateľ sa v podnikovej praxi SR ešte málo používa. Ďalším problémom je to, že EVA sa vyjadruje absolútne a je náročné zabezpečiť porovnanie ukazovateľa s inou firmou alebo s odvetvovým priemerom.

Na základnú filozofiu a konštrukciu ukazovateľa EVA nadviazalo veľké množstvo autorov, ktorí vytvorili ďalšie ukazovatele, ktorých praktické využitie sa stále rozširuje. Ich ekonomická podstata je rovnaká, základné odlišnosti spočívajú v hĺbke prepracovania a rozlišovania výnosov, nákladov a aktív, slúžiacich k hlavnej činnosti podniku ako aj v zavedení kategórie oportunitných nákladov. S rastom zložitosti riadenia v nových globálnych trhových podmienkach sa objavujú ďalšie hodnotové ukazovatele vyjadrujúce finančnú efektívnosť a reálnejšie vyhodnotenie ekonomického prínosu podniku.

Na základe uvedeného môžeme konštatovať, že model EVA ako širokospektrálny hodnotový ukazovateľ by sa mohol stať perspektívnym progresívnym modelom riadenia a hodnotenia efektívnosti finančného manažmentu aj v podmienkach SR.

Záver

Vstup SR do EÚ podmienil významný komplex zmien vo finančnom riadení a podnikaní podnikateľských subjektov. Vplyvy integračných tendencií v európskom priestore na finančno-ekonomické aspekty riadenia a podnikania slovenských podnikov a ich postavenie v európskej konkurencii sú nesporné, čo dokumentuje ekonomická prax. Zmeny podnikateľského prostredia, ku ktorým došlo (a stále dochádza) po vstupe SR do EÚ sú vnímané samotnými podnikateľmi prevažne pozitívne, ale aj negatívne. Táto skutočnosť umožní následne sa zamerať na objasnenie a riešenie identifikovaných problémov v ďalšej vedecko-výskumnej činnosti. Predkladaná štúdia poukazuje, že je nevyhnutné poznať, rozpracovávať a využívať nové, aktuálne resp. v SR menej známe formy, modely a spôsoby finančného riadenia.

Za kľúčové faktory znalostnej ekonomiky sú považované investície do vedy a výskumu, kvality ľudského kapitálu a inovačného podnikania. Trendy vo finančnom riadení v podmienkach znalostnej ekonomiky predstavuje využitie nových moderných prístupov k finančnému riadeniu, modelov financovania a aktuálne výnosové metódy riadenia na báze ekonomického zisku. Tieto modely sa javia ako progresívnejšie, atraktívnejšie a konkurenčne schopné v rámci EÚ, najmä pre zahraničných investorov. Dôležitým výsledkom analýzy je poznatok, že modely finančného riadenia na báze EVA požadujú najmä zahraniční vlastníci a firmy so zahraničným kapitálom. Význam štandardnej metódy finančnej analýzy ako základného nástroja finančného riadenia je tiež nesporný. V praxi slovenských podnikov je preto pomerne rozšírený prístup k finančnému riadeniu na základe účtovného zisku a hlavných ukazovateľov rentability, ktoré sa dnes vo svete už považujú za prekonané a nepostačujúce. Sú jednou z príčin pomerne nízkej

konkurencieschopnosti slovenských podnikov a nízkej efektívnosti kapitálových trhov. Ktorý z modelov a prístupov k finančnému riadeniu si podniky vyberú a využijú, záleží na rozhodnutiach ich finančných manažérov v praxi, realnosti a inovatívnosti podnikateľských zámerov.

Zistené výsledky výskumu a prínosov týchto modelov budú *predmetom ďalšej diskusie* a riešenia možných problémov v praxi. Bude nevyhnutné zvážiť aj opatrnosť pri odporúčaní nových modelov riadenia z dôvodu špecifík ekonomiky SR, ako aj nedostatočného rozvinutia kapitálových trhov v SR v súčasnosti.

Kľúčové slová

prístupy k finančnému riadeniu, metódy finančnej analýzy, výnosnosť vlastného kapitálu, model ekonomickej pridanej hodnoty

Literatúra

1. BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financií*. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4 (StylLiteratura)
2. BRIGHAM, E. F.: *Fundamentals of Financial management*. USA: Prentice Hall, 2001. ISBN 0-130-90533-X
3. GITMAN, L.: *Principles of Managerial Finance*. 10. vydanie. Boston: Adison Westley, 2003. ISBN 0-201-78479-3
4. KISLINGEROVÁ, E.: *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9
5. MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2003. ISBN 80-86119-57-2
6. SYNEK, M. a kol.: *Podniková ekonomika*. 2. vydanie. Praha: C. H. Beck, 2000. 456 s. ISBN 80-7179-388-4
7. VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*. Praha: EKOPRESS, 1999. ISBN 80-861119-21-1
8. VLACHYNSKÝ, K. a kol.: *Podnikové finance*. 4. vydanie. Bratislava: Súvaha, s.r.o., 2002. 508 s. ISBN 80-88727-48-0
9. ZALAI, K. a kol.: *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 4. doplnené vydanie. Bratislava: SPRINT vfra, 2004. 305 s. ISBN 80-88848-89-1
10. ZÁVARSKÁ, Zuzana: Analýza výkonnosti podnikov pôsobiacich na území SR. In: *Zborník vedeckých prác katedry ekonómie a ekonomiky ANNO 2007* [elektronický zdroj] / Rastislav Kotulič (ed.). Prešov : Prešovská univerzita, 2007, s. 259 - 268. ISBN 978-80-8068-657-4 Dostupné na internete: <<http://www.pulib.sk>>
11. ZÁVARSKÁ, Zuzana: Ekonomická pridaná hodnota. In: *Zborník vedeckých prác katedry ekonómie a ekonomiky ANNO 2007* [elektronický zdroj] / Rastislav Kotulič (ed.). Prešov : Prešovská univerzita, 2007, s. 281 - 307. ISBN 978-80-8068-657-4 Dostupné na internete: <<http://www.pulib.sk>>
12. ZÁVARSKÁ, Zuzana: Model optimálneho zadlženia podniku. In: *Acta Academica Karviniensia*. Karviná : SU OPF v Karviné, roč. 2007, č. 1, s. 238 – 249. ISSN 1212-415X

Summary

The aim of the study is to analyse basic theoretical approaches to economical-financial aspects of management in companies and its using in practice. The main attention is paid to comparison of existing approaches and basic methods of financial assessment: methods of financial analysis, based on accounting profit and accounting value of company and methods of analysis based on economic profit through the use of conceptual indicator EVA and market value of company.

Adresa autorov

Ing. Dana Kiseláková, doktorand
Katedra financií a účtovníctva
Fakulta manažmentu
Prešovská univerzita v Prešove
Slovensko
E-mail: kiselakova@unipo.sk

Ing. Alexander Kiselák, doktorand
ALKIS Prešov
Pionierska 40
080 05 Prešov
E-mail: alkis@stonline.sk