

Vývoj úverového portfólia v rokoch 1993 – 2000

II. časť

analýza výkonnosti úverovo zaťaženej podnikovej sféry a faktorov spôsobujúcich poruchy v reprodukcii úverov

Ing. Dušan Preisinger

Inštitút menových a finančných štúdií Národnej banky Slovenska

V predchádzajúcej časti (Biatec č.1/2002) bol analyzovaný vývoj úverového portfólia za obdobie 1993-2000 najmä z pohľadu jeho rizikovej štruktúry podľa jednotlivých odvetví. Všeobecná miera úverového rizika je totiž rozhodujúcim faktorom nepretržitého poklesu agregovanej úverovej angažovanosti bankového sektora. Nezabezpečuje sa tak jedna z jeho rozhodujúcich úloh – podieľať sa na reprodukcii zdravých finančných tokov v podnikovej sfére.

V odbornej literatúre sú publikované rôzne analýzy výkonnosti podnikovej sféry. Táto je zameraná na tie parametre finančnej stability úverových dlžníkov, ktoré v rozhodujúcej miere spôsobujú poruchy v úverových tokoch. Na tie dopláca na začiatku bankový sektor ako veriteľ. Následne ale aj podniková sféra. Nedostatkom úverových zdrojov, ktoré sú poskytnuté za prijateľných podmienok. To znamená takých, ktoré rešpektujú reálnu obrátkovosť tržieb a schopnosť financovať reprodukciu prevádzkového cyklu podnikov.

Tab. 1

Ukazovateľ /rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Počet subjektov	18 248	24 702	28 985	34 833	39 521	38 203	41 637
Aktíva (v mil. Sk)	1 329 667	1 414 858	1 426 020	1 642 119	1 931 069	1 692 861	1 724 838
Hodnota úverov I.	238 524	249 414	276 734	322 053	322 640	330 843	339 101
Hodnota úverov II.	210 245	193 785	239 003	305 851	294 000	283 837	329 839
Úvery II./ Úvery I. (v %)	88,14	77,70	86,37	94,97	91,12	85,79	97,27

hodnota úverov I. = bilančná hodnota bankových úverov poskytnutých podnikovej sfére celkom okrem rezortov peňažníctva a poisťovníctva

hodnota úverov II. = bilančná hodnota úverov poskytnutá analyzovanej vzorke podnikovej sféry

úvery II./úvery I. = podiel úverov poskytnutých analyzovanej vzorke na úveroch v ekonomike

Z údajov uvedených v tabuľke je zrejmé, že ide o štatisticky významnú vzorku nielen z pohľadu podnikovej sféry ako celku, ale najmä z hľadiska úverovo zaťaženej podnikovej sféry. Do analyzovanej vzorky podnikov s hodnotou aktív 1,72 bilióna Sk bolo ku koncu roka 1999 alokovaných až 97,27% všetkých úverov.¹ Výkonnosť tejto vzorky vysvetľuje pokračujúci pokles úverovej angažovanosti bankového sektora v roku 2000. Po ozdravení úverového portfólia (vývoj úverovej angažovanosti bol analyzovaný v predchádzajúcej časti) je bankový sektor opatrný. Príčinou je stále vysoký podiel úverov so zníženou mierou návratnosti.

¹ Štatistické údaje vzorky spracovalo a pre potreby tejto analýzy poskytlo BZCS, a.s. Autor príspevku touto cestou ďakuje.

Tento príspevok preto obsahuje analýzu vybraných parametrov výkonnosti, ktoré v rozhodujúcej miere ovplyvňujú všeobecnú mieru úverového rizika. Je zameraný na subjekty závislé na domácich úverových zdrojoch. Poznanie ich reálnej ekonomickej pozície a špecifikácia reprodukcie odvetvových finančných tokov je jedným z predpokladov poklesu všeobecnej miery úverového rizika. Základným princípom analýzy je hľadať vzájomné vzťahy medzi vývojom ukazovateľov úverových dlžníkov dosiahnutých v roku „x“ a vývojom úverových strát vykázaných bankovým sektorom v roku „x + 1“. Tento prístup umožňuje okrem iného posúdiť, či zmena všeobecnej miery úverového rizika je reálnym obrazom vývoja výkonnosti úverovo zaťaženej podnikovej sféry, alebo ju viac ovplyvňuje intenzita refinancovania skôr poskytnutých úverov.

Jedným z rozhodujúcich faktorov schopnosti splácať záväzky je hodnota udržateľného rastu. Základným princípom udržateľného rastu je bilančná rovnica

$$\mathbf{A} = \mathbf{K} + \mathbf{P} \quad (\mathbf{A} = \text{aktíva}, \mathbf{K} = \text{vlastné zdroje}, \mathbf{P} = \text{cudzie zdroje})$$

Umožňuje posúdiť zdroje financovania prírastku aktív. V našich podmienkach, kedy vzťah medzi rentabilitou úverových dlžníkov a úrokovou sadzbou pri mnohých úverových obchodoch neumožňuje pákový efekt (cena cudzích zdrojov je vyššia ako rentabilita), je financovanie prírastku najmä obežných aktív úvermi pri nízkej rentabilite rizikové. Rizikovosť vyplýva z vývoja vzájomného vzťahu medzi prevádzkovou a finančnou leverage (závislosťou):

$$\mathbf{Prevádzková\ leverage} = \mathbf{FN / T}$$

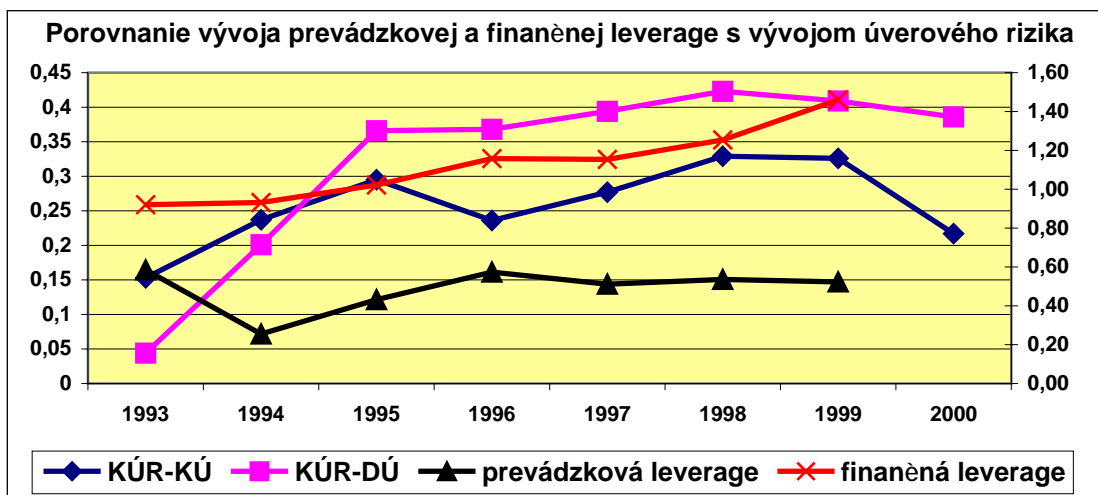
FN = fixné náklady
T = tržby

$$\mathbf{Finančná\ leverage} = \mathbf{P / K}$$

P = dlh = cudzie zdroje
K = kapitál = vlastné zdroje

Úverové riziko sa zvyšuje, ak súčasne rastie hodnota prevádzkovej aj finančnej leverage, resp. ak pokles prevádzkovej leverage je nižší ako rast finančnej leverage. Grafické znázornenia vyjadrujú jednu z príčin v predchádzajúcej časti spomínanej vysokej rizikovosti krátkodobých (KÚ) a dlhodobých (DÚ) úverov. Významnú časť fixných nákladov podnikovej sféry totiž predstavujú odpisy hnutel'ného a nehnuteľného majetku a úroky z bankových úverov.

Graf 1



• Rizikovosť krátkodobých úverov sa v rokoch 1996-1999 nepretržite zvyšovala (okrem expanzie krátkodobej úverovej angažovanosti v roku 1996). Príčinou bola a stále je nízka obrátkovosť aktív v tržbách. Dôsledkom je vysoký rast celkovej finančnej a v rámci nej úverovej závislosti. Nositeľom zisku sú tržby a nositeľom tržieb sú obežné aktíva. Nedostatočná obrátkovosť týchto aktív v tržbách spôsobuje ich nízku výslednú rentabilitu. Ak sú navyše tieto pomaly obrátkové aktíva financované úvermi, na 1,-Sk tržieb pripadá vyššia hodnota úrokov. Tie sú súčasťou fixných nákladov. Následne sa štruktúra fixných nákladov zvyšuje podiel úrokov z prevádzkových úverov. Rastie prevádzková leverage. Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj obrátkovosti aktív úverových dlžníkov:

Tab. 2 (v dňoch)

odvetvie/rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1	676,46	860,04	778,13	726,09	629,69	613,32	620,30
3	881,44	789,03	733,71	809,92	778,33	872,48	942,05
4	369,91	341,53	343,15	301,69	263,39	276,44	282,42
5	437,82	405,74	369,70	356,99	353,86	406,24	376,30
6	548,92	487,46	428,02	385,95	361,42	267,73	248,54
7	940,70	514,18	420,96	397,50	1644,52	242,15	246,53
8	429,91	408,65	417,33	397,73	380,41	303,55	287,22
9	523,86	461,12	498,73	430,95	371,24	415,92	366,16
10	692,58	1040,12	734,04	760,91	734,57	749,80	777,79
11	442,58	396,84	371,57	323,10	296,13	242,19	259,36
12	238,57	186,83	193,95	197,73	214,85	212,16	211,33
13	491,99	530,58	497,22	613,25	561,75	520,43	439,24
14	955,99	1075,26	954,82	632,13	745,67	630,96	773,82
priemer	497,98	431,61	425,13	400,69	404,04	366,08	361,07

Výsledkom je pokles kapitálovej vybavenosti spôsobený poklesom rentability podnikových aktív:

Tab. 3 (kapitál/aktíva v hal./ 1 Sk)

rok / hodnota	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	52,07	51,77	49,46	46,35	46,43	44,37	40,65

Ešte výraznejšie je nedostatočné zhodnotenie investičného majetku v tržbách s následným rastom prevádzkovej leverage dokumentované vývojom úverového rizika dlhodobých úverov. Aj po dvoch etapách postúpenia pohľadávok je pokles reálneho rizika dlhodobých pohľadávok minimálny. Príčinou je, že hodnota odpisov ako súčasti cenovej kalkulácie nie je vyinkasovaná v predpokladaných reálnych tržbách. Nízka obrátkovosť fixných aktív v tržbách spôsobuje, že účtovne vykázané odpisy nie sú reálnym zdrojom cash-flow. Medziročná miera poklesu prevádzkovej leverage je nepatrná. Naopak, výrazný rast zaznamenáva finančná leverage. V rokoch 1995, 1996 a 1998 dokonca rástli obidve súbežne pri nepretržitom raste finančnej závislosti úverových dlžníkov. V tomto období bol zaznamenaný aj najvyšší medziročný prírastok nevyinkasovaných úrokov. Pri nedostatočnej schopnosti zabezpečiť akumuláciou vlastných zdrojov finančné krytie fixných nákladov, nebolo preto ničím výnimočným poskytnutie úveru na splatenie úrokov.

Nízka efektívnosť fixných, ale aj celkových aktív stimuluje snahu nahradiť mieru zisku masou zisku. Ak nositeľom zisku a zhodnotenia fixných aktív sú prostredníctvom tržieb obežné aktíva, je z pohľadu rizikovosti úverov rozhodujúce, čo je zdrojom financovania obežných aktív. Vyjadruje to u nás zatiaľ málo používaný parameter udržateľného rastu. Má veľmi úzku väzbu na spomínanú formulu bilančnej rovnice a na vývoj prevádzkovej, ale najmä finančnej leverage. Jeho základný tvar je:

$$\text{Udržateľný rast} = \frac{Z/A \cdot (1 - Di)}{K/A - [(Z/A) \cdot (1 - Di)]}$$

Z = čistý zisk **A** = aktíva **K** = kapitál **Di** = dividendy

Princíp udržateľného rastu je možné vysvetliť na príklade:

Podnikateľský subjekt predpokladá pri nezmenenej štruktúre bilancie nasledovný rast tržieb:

Bilančná štruktúra

Aktíva = 3.000.000,- Sk
Kapitál = 1.500.000,- Sk
Čistý zisk = 200.000,- Sk
Dividendy = 20%

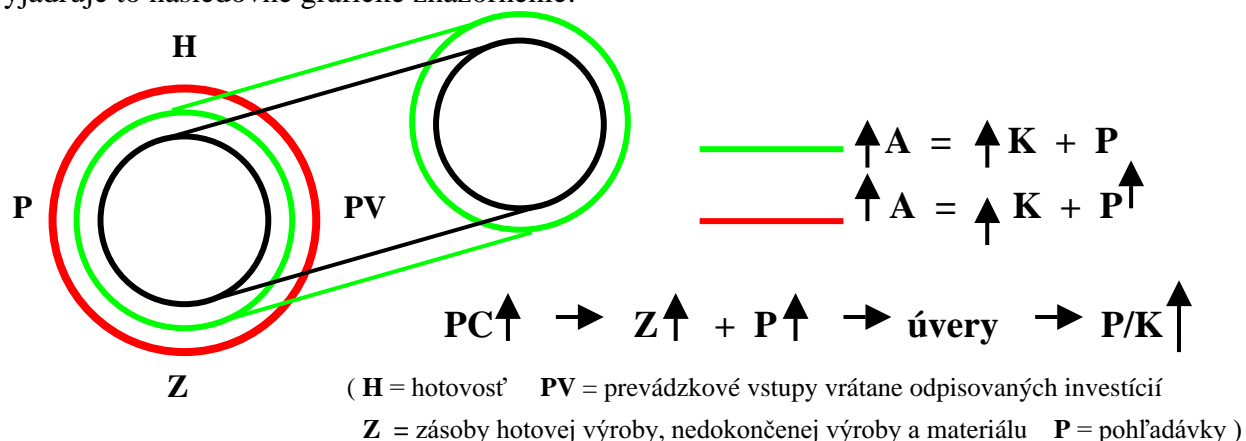
Tržby

I. rok = 5.000.000,- Sk
II. rok = 5.700.000,- Sk
III. rok = 6.400.000,- Sk
IV. rok = 7.100.000,- Sk

$$\text{Udržateľný rast} = \frac{0,0667 \cdot 0,8}{0,5 - (0,0667 \cdot 0,8)} = \frac{0,0534}{0,4466} = 12\% \rightarrow 600.000,- \text{ Sk}$$

Z príkladu je zrejmé, že medziročný rast tržieb vo výške 700 000,-Sk je ekonomicky neudržateľný. Hodnota dosiahnutej ROA na úrovni 6,67% je nižšia ako cena cudzích zdrojov. Časť prírastku tržieb a teda obežných aktív (v tomto prípade vo výške 100.000,- Sk) je závislá na prírastku cudzích zdrojov. Rozšírená reprodukcia prevádzkového cyklu (PC) je vyššia ako akumulácia vlastného kapitálu tvorbou zisku. Zvyšuje sa predpoklad budúceho rastu finančnej leverage.

Vyjadruje to nasledovné grafické znázornenie:



Vnútrná kružnica predstavuje jednoduchú reprodukciu prevádzkového cyklu. Znázornený valec predstavuje hodnotu aktív, ktoré ju zabezpečujú. Stredná kružnica predstavuje taký prírastok aktív, ktorý je financovaný prírastkom vlastného kapitálu tvorbou masu zisku. Ide o udržateľný rast aktív, ktorý nezvyšuje finančnú závislosť a riziko splácania záväzkov. Posledná kružnica vyjadruje rast aktív závislý na cudzích zdrojoch. Je nad úrovňou rentability a je výsledkom spomínanej snahy nahradiť mieru zisku masou zisku. Pri nezmenenej štruktúre obežných aktív a ich obrátkovosti sa totiž zvyšuje v absolútnom vyjadrení bilančná hodnota tých aktív, ktoré sú súčasťou likvidity druhého (pohľadávky) a tretieho (zásoby) stupňa, vrátane v nich umŕtvených odpisov. Reprodukcia prevádzkového cyklu je viazaná na potrebu cudzích zdrojov. Rastie finančná leverage. Potvrzuje to nasledovný modelový príklad:

<u>I. rok výroby</u>		<u>II. rok výroby</u>	
V = výnosy	1.000.000,- Sk	1.500.000,- Sk	
N = náklady	900.000,- Sk	1.300.000,- Sk	
Z = zisk	100.000,- Sk	200.000,- Sk	
ZM = zisková marža			
= zisk/výnosy	10%	13,3%	
P = cudzie zdroje	450.000,- Sk	750.000,- Sk	
K = vlastné zdroje	450.000,- Sk	550.000,- Sk	
Finančná leverage	1,00	1,36	

Príklad opäť vyjadruje neudržateľný rast.

- Rentabilita umožňuje akumuláciu vlastného kapitálu vo výške 100.000,- Sk. Pri zvýšení hodnoty obežných aktív o hodnotu vytvoreného zisku by došlo k poklesu finančnej leverage ($450.000/550.000 = 0,82$). Úverové riziko sa znižuje, zisková marža rastie vďaka poklesu fixných nákladov na kalkulačnú jednotku výroby, klesá aj finančná aj prevádzková leverage.
- V prípade nezmenenej finančnej leverage, ak je banka ochotná ju akceptovať, je priestor na zvýšenie prevádzkového cyklu vo výške 1.100.000,-Sk vstupov ($550.000/550.000$). Je však potrebné si uvedomiť, že úrokové sadzby z úverov sú stále všeobecne vyššie ako rentabilita väčšiny úverových dlžníkov. Vysoká a dlhodobá neklesajúca úverová závislosť preto môže byť rizikovým faktorom.
- V uvedenom prípade obežné aktíva rástli nad rámec udržateľného rastu. Medziročný prírastok rozšírenej reprodukcie prevádzkového cyklu 400.000,- Sk je financovaný cudzími zdrojmi vo výške 300.000,- Sk. Masa zisku aj miera zisku sa zvyšuje, ale v bežnom roku nie je možné splatiť takto poskytnutý krátkodobý úver.

Bankovými úvermi dlhodobá financovaná neudržateľná rast obežných aktív úverových dlžníkov je významným faktorom spomínanej vysokej rizikovosti krátkodobých úverov. Udržateľný rast je jednou z významných charakteristík vyjadrujúcich rentabilitu podnikových aktív a výkonnosť podnikovej sféry. Súčasne vyjadruje schopnosť úverových dlžníkov zabezpečiť prírastok obežných aktív vlastnými zdrojmi. Nasledujúca tabuľka obsahuje jeho vývoj podľa jednotlivých odvetví:

Tab. 4 (udržateľný rast - koeficient)

Odvetvie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1.	- 7,683	- 8,644	- 9,294	- 9,898	-10,679	- 9,765	-10,797
2.	0,228	- 0,084	- 0,205	- 0,433	- 0,329	- 0,538	- 0,087
3.	0,390	2,401	4,189	0,584	1,366	- 2,675	- 9,862
4.	- 4,153	- 7,862	-12,004	-14,650	-14,956	-15,838	-18,855
5.	- 0,616	2,460	3,321	- 0,395	0,893	- 1,139	-12,514
6.	-14,982	-12,597	-15,967	-25,421	-27,421	-27,148	-34,429
7.	-16,851	-14,386	-16,809	-18,218	-12,006	-12,418	-26,240
8.	- 2,703	-13,022	-20,482	-25,329	-38,711	-26,895	-36,905
9.	- 6,145	- 4,762	- 7,671	- 7,084	- 7,977	-11,490	-15,530
10.	11,158	10,366	13,265	9,980	5,341	2,455	1,381
11.	15,942	3,478	17,190	- 0,563	- 13,822	-11,635	- 7,755
12.	-14,310	- 8,123	- 2,016	0,822	- 1,042	-18,474	-22,717
13.	2,390	8,115	6,689	0,830	- 4,827	-11,514	-13,219
14.	7,383	3,978	3,876	1,455	- 0,581	- 7,166	-31,787
celkom	- 1,114	- 0,530	0,467	- 1,679	- 3,902	- 7,934	-14,915

Výkonnosť analyzovanej vzorky úverovo zaťaženej podnikovej sféry neumožňuje udržateľný rast. Za sledované obdobie klesla hodnota agregovanej kapitálovej vybavenosti z úrovne 52,07% na 40,65%. Znamená to, že prírastok obežných aktív nad rámec udržateľného rastu je financovaný výlučne prírastkom cudzích zdrojov. Záporná hodnota tohto ukazovateľa znamená, že významná časť úverov, pre bankový sektor neudržateľná, vstupuje do stratových podnikových finančných tokov. Zvyšuje sa finančná závislosť.

Tab. 5

ukazovateľ/rok1	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
CZ / OA (v Sk)	1,20	1,14	1,31	1,36	1,42	1,45	1,47
KZ / OA (v Sk)	0,76	0,77	0,81	0,87	0,99	0,99	1,00

CZ = celkové záväzky KZ = krátkodobé záväzky OA = obežné aktíva

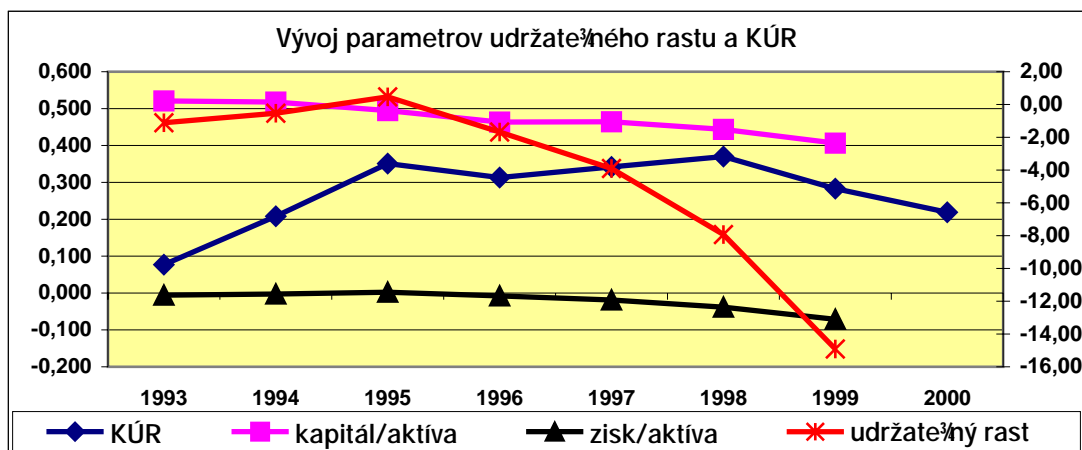
Rast celkovej finančnej zaťažnosti obežných aktív by nemusel byť hodnotený negatívne, ak by bol výsledkom investičných rozvojových impulzov úverových dlžníkov s predpokladom postupného „nabaľovania“ obežných aktív na fixné aktíva v rámci udržateľného rastu. Výkonnosť rozhodujúcej časti úverovo zaťaženej podnikovej sféry však nedosahuje udržateľný rast. Nie len z dôvodu nízkeho podielu obežných aktív k fixným aktívam, ale aj z dôvodu ich výslednej stratovosti. Váha príčin zvýšenej finančnej zaťažnosti obežných aktív cudzími zdrojmi sa postupne „presúva“ z druhotnej platobnej neschopnosti na prvotnú. Potvrďuje to vývoj rentability aktív vyjadrený ukazovateľom ROA – zisk/aktíva:

Tab. 6 (v%)

hodnota /rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	- 0,59	- 0,28	- 0,23	- 0,79	- 1,89	- 3,82	- 7,13

Nasledujúce grafické znázornenie dokumentuje jednu z rozhodujúcich príčin vstrebávania porúch v podnikových finančných tokoch cez vysokú mieru úverového rizika do bilančnej nerovnováhy bankového sektora. Je ňou synergický efekt súbežného poklesu kapitálovej vybavenosti a poklesu rentability úverových dlžníkov (ľavá os vyjadruje hodnotu KÚR, pravá os úroveň udržateľného rastu; vývoj kapitálovej vybavenosti a rentability aktív je dokumentovaný ako trend):

Graf 2



Výsledkom je prudký pokles hodnoty udržateľného rastu, pričom jej agregovaná úroveň je dlhodobo záporná. Grafické znázornenie obsahuje vývoj troch základných parametrov finančnej a kapitálovej stability úverovanej podnikovej sféry a ich dopad na mieru návratnosti úverov. Až do roku 1998 mal vývoj udržateľného rastu relatívne adekvátne premietnutie do rastu všeobecnej miery úverového rizika. Kapitálová vybavenosť klesala, agregovaná úroveň rentability bola záporná, úverové riziko sa zvyšovalo, pretože sa zvyšovala už spomínaná finančná leverage (graf 1). Ak bol v predchádzajúcom príspevku hodnotený vývoj úverovej angažovanosti ako credit crunch, jeho rozhodujúcou príčinou je vplyv vývoja udržateľného rastu úverovo závislej podnikovej sféry na všeobecnú mieru úverového rizika. Pretrvávajúci relatívny pokles úverovej angažovanosti má dve základné, vzájomne prepojené príčiny.

- Na jednej strane potvrdzuje názory úverových analytikov, že pri prísnom rešpektovaní štandardných parametrov úveruschopnosti podnikov závislých na úveroch je problém „nájst“ klienta, ktorý spĺňa kritéria bankou štandardne akceptovateľného úverového rizika.
- Na strane druhej dopad úverových strát na bilančnú nerovnováhu bankového sektora nevytvára dostatočný vnútorný potenciál na citel'né zvýšenie prahu akceptovateľného úverového rizika. Aj po postúpení pohľadávok obsahuje úverové portfólio bankového sektora takú mieru rizika, ktorá odčerpáva vnútorný potenciál na jeho rozšírenú reprodukciu.

Je potrebné konštatovať: Postúpenie pohľadávok bolo výrazným vkladom v procese zmiernenia bilančnej nerovnováhy v bankovom sektore. Riešilo však dôsledky, nie príčiny. Všetky doteraz analyzované vzťahy medzi parametrami výkonnosti podnikovej sféry a mierou úverového rizika vyjadrenou hodnotou KÚR potvrdzujú, že jej pokles v rokoch 1999 a 2000 je výsledkom postúpenia úverových pohľadávok. Klesla absolútna hodnota strát obsiahnutá v úverovom portfóliu bankového sektora. Faktory ovplyvňujúce úverové riziko sa však v podstate nezmiernili. Naopak sú potenciálom možných budúcich úverových strát. Preto je logická opatnosť z pohľadu rastu úverovej angažovanosti aj po výraznom ozdravení úverového portfólia.

Všetky doteraz analyzované ukazovatele boli v rozhodujúcej miere konštruované na báze zisku. Zisk však patrí v rámci časových radov jednotlivých ukazovateľov medzi najpremenlivejšie, najzraniteľnejšie, ale najmä najovplyvniteľnejšie parametre vyjadrujúce výkonnosť. Inými slovami povedané, vykazovanú mieru a masu zisku je možné (nie sú podstatné dôvody) v danom okamihu prispôbiť. Posúdenie predpokladaného úverového rizika a návratnosti úveru je o to zložitejšie.

Ako východisko pre určenie postavenia zisku v štruktúre ukazovateľov je možné využiť nasledujúci vzťah:

$$p \cdot SH(V-N) - [(1-p) \cdot SH(N)]$$

kde **p** = pravdepodobnosť
SH = skutočná hodnota
V = výnosy
N = náklady

Princíp tohto ukazovateľa spočíva v tom, že umožňuje posúdiť pravdepodobnosť dosiahnutia zisku. Ide o skutočný zisk dosiahnutý v tržbách, ktorý je reálnym zdrojom splácania úveru. Z hľadiska posúdenia rizikovosti úverového obchodu zisk nie je cieľom, ale výsledkom vývoja tých parametrov dosiahnutých úverovým dlžníkom, ktoré ho ovplyvňujú. Úlohou je preto určiť pravdepodobnosť dosiahnutia zisku a zosúladiť úveruschopnosť podniku s úverovými podmienkami. Príklad:

výnosy = 12 000 000,- Sk
náklady = 10 500 000,- Sk
pravdepodobnosť = 80% ⇒ je vypočítaná na základe sústavy vytypovaných ukazovateľov, ktoré banka uplatňuje pri hodnotení rizikovosti klienta. Napr. ak podľa stanovených váh jednotlivých ukazovateľov je ich maximálne bodové hodnotenie „100“, dosiahnutie 80 bodov vyjadruje 80%-nú pravdepodobnosť dosiahnutia klientom uvádzaného zisku

$$\begin{aligned} \text{výpočet} &= 0,8 \cdot (12\,000\,000 - 10\,500\,000) - (0,2 \cdot 10\,500\,000) \\ &= 0,8 \cdot 1\,500\,000 - 0,2 \cdot 10\,500\,000 \\ &= 1\,200\,000 - 2\,100\,000 = \underline{\underline{-900\,000}} \end{aligned}$$

Záporná hodnota vyjadruje, že uvedený zisk nebude dosiahnutý. Jednoduchou úpravou tohto vzťahu je možné stanoviť, pri akej pravdepodobnosti dosiahnutia zisku bude úverové riziko minimalizované:

$$\begin{aligned} p(12\,000\,000 - 10\,500\,000) - (1-p) \cdot 10\,500\,000 &= 0 \\ 12\,000\,000p - 10\,500\,000p - 10\,500\,000 + 10\,500\,000p &= 0 \\ 12\,000\,000p &= 10\,500\,000 \\ p &= \underline{\underline{87,5\%}} \end{aligned}$$

Ukazovatele na báze zisku majú v štruktúre hodnotenia klienta významnú váhu (ROA, ROE, rentabilita tržieb ako súčasť Altmanovej formuly, atď.) V prvom rade je však potrebné zistiť pravdepodobnosť dosiahnutia klientom predkladaného zisku. Pri zníženej miere pravdepodobnosti jeho dosiahnutia spomínané ukazovatele reálnu bonitu skresľujú. Príčinou vysokej všeobecnej miery úverového rizika analyzovanej v predchádzajúcom príspevku preto nie je len nízka úroveň parametrov finančnej stability úverových dlžníkov, ale aj akceptovanie nereálneho zisku z dôvodu nízkej pravdepodobnosti jeho dosiahnutia. Až po jej poznaní je možné posúdiť nielen ekonomickú

pozíciu úverového dlžníka na základe reálnych ukazovateľov ziskovosti, ale aj maximalizovať mieru súladu medzi reprodukciou finančných tokov úverového dlžníka a úverovými podmienkami. Ide o rozhodujúci predpoklad minimalizovania úverového rizika na základe v podstate dvojstupňového posúdenia úveruschopnosti klienta.

Dosiahnutie masy zisku nevyhnutnej na plnenie záväzkov je totiž závislé na obrátkovosti aktív v tržbách. Ide o odpoveď na otázku, ktorý z nasledujúcich ukazovateľov je pre určenie rizikovosti úverového obchodu rozhodujúci:

a) **zisk / tržby** \Rightarrow koľko halierov zisku prinesie 1,-Sk reálnych tržieb; výsledná ziskovosť tržieb vyjadruje, aká ich časť po zabezpečení reprodukcie prevádzkového cyklu je k dispozícii buď na jeho rozšírenú reprodukciu, alebo na zníženie finančnej leverage (ide o mieru súladu medzi cenovými a výslednými kalkuláciami)

b) **zisk / aktíva** \Rightarrow koľko halierov zisku prinesie 1,-Sk aktív; výsledná ziskovosť aktív vyjadruje vnútorný potenciál akumulácie vlastného kapitálu

modelový príklad

ukazovateľ (tis.Sk)	I.podnik	II.podnik
zisk	1 000	1 500
tržby	10 000	10 000
aktíva	10 000	15 000
zisk/tržby	10%	15%
zisk/aktíva	10%	10%
vlastný kapitál	2 000	2 000
cudzie zdroje	8 000	13 000
v tom úver	5 000	10 000

* ide napr. o 5-ročný úver s lineárnym splátkovým režimom, t.j. v prvom podniku ide o ročnú splátku istiny vo výške 1 000 tis.Sk, v druhom podniku o 2 000 tis.Sk

Z príkladu je zrejmé, že rizikovosť úveru je vyššia v druhom podniku napriek tomu, že dosahuje vyššiu hodnotu rentability tržieb. Na rozdiel od prvého podniku však nie je schopný vyprodukovať masu zisku nevyhnutnú na splácanie istiny. Príčinou je vývoj prieniku týchto ukazovateľov. Jeho význam z hľadiska rizikovosti úverov je stále nedostatočne rešpektovaný. Prienikom je vzťah „tržby/aktíva“. Ide o ukazovateľ vyjadrujúci obrátkovosť aktív v tržbách. V prvom podniku má hodnotu 1,0 v druhom má hodnotu 0,67. Schopnosť splácania záväzkov totiž závisí od tvorby masy zisku a tá závisí od obrátkovosti aktív v tržbách - ide o už viackrát spomínané zhodnotenie fixných aktív. Ak je hodnota tohto ukazovateľa vyššia ako 1,0 je predpoklad tvorby reálnych zdrojov na splácanie bežných záväzkov, súčasťou ktorých je aj alikvótna časť dlhodobých záväzkov splatných v bežnom roku. Len v tom prípade sa totiž dosiahne, že hodnota odpisov obsiahnutá v cenovej kalkulácii bude realizovaná v tržbách. To znamená dosiahnutie

predpokladanej prevádzkovej leverage. Rizikovosť úveru má priamy vzťah k rentabilite aktív, čo vyplýva z rozloženia tohto ukazovateľa:

$$\text{zisk/aktíva} = (\text{tržby/aktíva}) \cdot (\text{zisk/tržby})$$

Ziskovosť tržieb je len jednou stránkou rentability, nemá priamu väzbu na záväzky, neposkytuje objektívnu informáciu o schopnosti ich splácania. Tento ukazovateľ je pri hodnotení klienta používaný, nie je však posudzovaný vo vzťahu k spomínanej obrátkovosti aktív v tržbách. Vplyv tohto vzťahu na úverové riziko dokumentuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 6

odvetvie/rok	zisk/tržby (v hal. 1999)	zisk/aktíva (v hal. 1999)	tržby/aktíva (v Sk 1999)	KÚR – KÚ (koeficient 2000)	KÚR-celkom (koeficient 2000)
1	-11,72	- 6,90	0,59	0,859	0,842
2	- 1,18	- 0,08	0,07	0,038	0,050
3	-18,55	- 7,19	0,39	0,515	0,486
4	- 5,94	- 7,67	1,29	0,173	0,307
5	- 6,75	- 6,55	0,97	0,097	0,113
6	- 8,21	-12,06	1,47	0,324	0,530
7	- 4,62	- 6,83	1,48	0,221	0,426
8	- 9,03	-11,47	1,27	0,391	0,578
9	- 6,23	- 6,21	1,00	0,358	0,361
10	2,18	1,02	0,47	0,014	0,048
11	- 1,40	- 1,97	1,41	0,429	0,457
12	- 3,72	- 6,52	1,75	0,292	0,416
13	-10,07	- 8,37	0,83	0,103	0,227
14	-30,97	-14,61	0,47	0,055	0,043
celkom	- 7,05	- 7,13	1,01	0,217	0,219

Ak sú v štruktúre ukazovateľov hodnotiacich rizikovosť úverového obchodu používané obidva spomínané ukazovatele rentability a sú analyzované samostatne, môže dôjsť ku skreslenému posúdeniu úverového rizika. Úverové riziko sa totiž zvyšuje, ak je rast rentability aktív pomalší ako rast rentability tržieb². Znamená to, že bilančná hodnota aktív rastie rýchlejšie ako tržby. Vyjadruje to zvyšovanie finančnej závislosti. V prípade, že je navyše rentabilita aktív nižšia ako rentabilita tržieb, pri zabezpečení hoci aj jednoduchej reprodukcie prevádzkového cyklu sa splácanie záväzkov postupne stáva rizikovým. Vráťane úverov. Aj ich refinancovanie je neefektívne. Ak je totiž hodnota tržieb nižšia ako hodnota aktív, pravdepodobnosť plnenia záväzkov splatných v bežnom roku, ktorými sú tieto aktíva financované, klesá. Údaje v nasledujúcej tabuľke a grafickom znázornení obsahujú vývoj vzťahu medzi úverovým rizikom a obrátkovosťou aktív úverových dlžníkov v tržbách. Potvrdzujú, že pokles hodnoty KÚR je

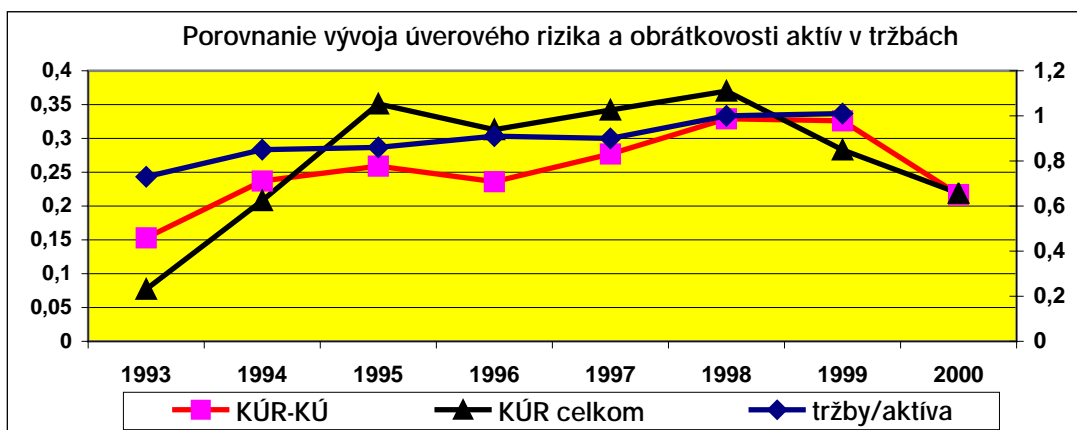
² Je pochopiteľné, že v prípade zápornej hodnoty týchto ukazovateľov z dôvodu dosiahnutej straty je interpretácia vzťahu iná. Menšia záporná hodnota nevyjadruje pozitívny vývoj. Je totiž výsledkom skutočnosti, že aktíva majú vyššiu hodnotu ako tržby.

v rozhodujúcej miere výsledkom postúpenia pohľadávok. Ak totiž v roku 1998 bola doba obratu aktív v tržbách na úrovni 1,00 a úroveň KÚR-KÚ v nasledujúcom roku 0,326, pri prakticky nezmenenej úrovni obrátkovosti aktív v roku 1999 vykazovaná hodnota úverového rizika v roku 2000 výrazne poklesla:

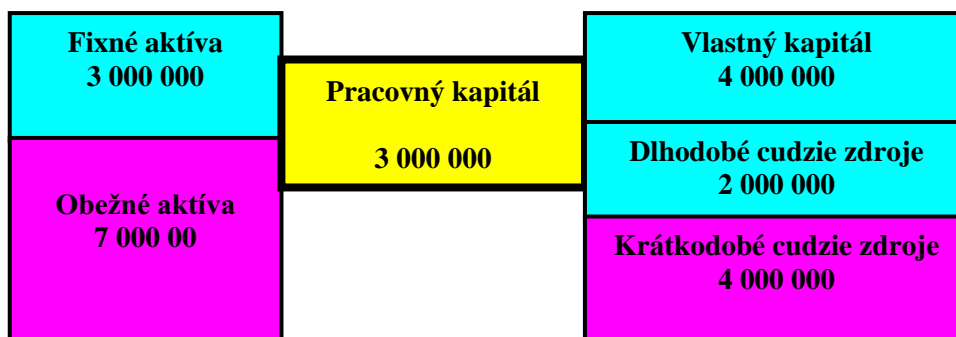
Tab. 7

Ukazovateľ/rok1	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
tržby / aktíva1	0,73	0,85	0,86	0,91	0,90	1,00	1,01	-
KÚR – KÚ	0,153	0,237	0,259	0,236	0,277	0,329	0,326	0,217
KÚR celkom	0,077	0,208	0,351	0,313	0,342	0,370	0,283	0,219

Graf 3



Reálnu rizikovosť úverov ovplyvňuje stanovenie takých úverových podmienok (výška úveru, úrokové sadzby, splátkový režim atď.), ktoré sú zosúladené s reálnymi finančnými tokmi úverového dlžníka. Jedným z rozhodujúcich ukazovateľov, ktoré umožňujú posúdiť nielen finančnú stabilitu úverového dlžníka, ale aj vplyv poskytnutého úveru na jej dosiahnutie, je vývoj pracovného kapitálu. Ide o parameter, ktorý zabezpečuje reprodukciu prevádzkového cyklu. Jeho štruktúru charakterizuje zjednodušená schéma:



Pracovný kapitál je definovaný dvomi vzťahmi:

- 1) "obežné aktíva – krátkodobé cudzie zdroje" → vyjadruje, aká hodnota realizovaných tržieb je k dispozícii na reprodukciu prevádzkového cyklu, nie je odčerpaná splácaním krátkodobých záväzkov
- 2) "vlastný kapitál + dlhodobé cudzie zdroje – fixné aktíva" → vyjadruje, aká hodnota dlhodobých zdrojov umožňuje financovať obežné aktíva, resp. ich prírastok

Vývoju pracovného kapitálu a jeho vplyvu na rizikovosť najmä krátkodobých úverov nie je venovaná dostatočná pozornosť. Ak subjektu s nedostatkom pracovného kapitálu a dlhou dobou obratu obežných aktív je poskytnutý krátkodobý úver, je vopred rizikový. Na jednej strane vstupuje do štruktúry nesplácaných krátkodobých záväzkov, na strane druhej nie je umiestnený do reálnych obežných aktív. Za reálne obežné aktíva je totiž možné považovať iba tie, ktoré sú realizované v tržbách do jedného roka. Až 69,93% krátkodobých úverov poskytnutých podnikovej sfére je umiestnených do odvetvových aktív, ktorých doba obratu je dlhšia ako jeden rok. Ani jedno odvetvie nemá dobu obratu aktív kratšiu ako sedem mesiacov. Výsledkom je vysoká rizikovosť krátkodobých úverov. Ak je odvetviu s dlhou dobou obratu aktív poskytnutý krátkodobý úver, znižuje sa pracovný kapitál úverového dlžníka. Výsledkom je stále pretrvávajúca vysoká miera úverového rizika.

Aj tento príspevok obsahuje iba stručné zhrnutie niektorých výsledkov analýzy IMFŠ zameranej na posúdenie odvetvových úverových rizík. Je však zrejmé, že všeobecne podkapitalizovaná časť podnikovej sféry závislej na úveroch a nedostatočná reprodukcia úverových tokov vyvolávajú požiadavku zvýšenia efektívnosti ich alokácie. Nasledujúci príspevok sa preto bude venovať postaveniu úverov v podnikových finančných tokoch.