

APLIKAČNÍ PROBLÉMY HODNOCENÍ EKONOMICKÉ EFEKTIVNOSTI INVESTIC

Hrdý Milan

ABSTRAKT

Tento příspěvek se zabývá aplikačními problémy hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů jakožto klíčového rozhodovacího procesu strategického finančního řízení podniku. Nejvýznamnějším aplikačním problémem je identifikace peněžního příjmu z investice. Vedle obecného přístupu k řešení aplikačních problémů jsou v příspěvku zdůrazněny i konkrétní problémy v České republice. Zvláštní pozornost je věnována problémům s aplikačními problémy při hodnocení ekonomické efektivnosti projektů EU, kde je nutné mimo jiné také identifikovat ekonomické toky a počítat ekonomické VVP.

ABSTRACT

This contribution is about the application problems of the investment decision of the firm as the most important part of the strategic financial management of the firm. The most important application problem is identifying of the income of investment. There are also presented the concrete application problems in the Czech republic, which are partly based on the research results. There are also describe problems which arise in case of gaining money from the structural funds of the European Union. It is necessary to identify not only financial cash flow from investment, but also so called economical cash flow form investment, which contains also macroeconomics aspects such as new working places.

Úvod

Jedním z pilířů strategického finančního řízení podniku jsou finanční rozhodovací procesy. Právě dobře zvládnuté a organizované rozhodovací procesy jsou zárukou kvalitního strategicky orientovaného finančního řízení podniku, která determinuje budoucí prosperitu podniku, která je založena na základním finančním cíli podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty podniku, u akciové společnosti na maximalizaci tržní hodnoty akcií. Vedle tohoto klíčového finančního cíle podnikání, musí strategické finanční řízení zabezpečit i některé dílčí úkoly, jako např. zajištění dlouhodobé platební schopnosti, finanční rovnováhy apod. Při vlastním strategickém finančním řízení podniku stojí finanční manažer velmi často před důležitými strategickými rozhodnutími, kterými může velmi výrazně ovlivnit právě tržní hodnotu firmy. Jedná se dlouhodobé rozhodovací procesy podniku, zejména pak o investiční rozhodování a rozhodování o optimalizaci finanční struktury podniku. Právě správné dlouhodobé strategické finanční rozhodnutí podniku může velmi výrazně pozitivně ovlivnit prosperitu podniku a naopak. I když jsou jednotlivé rozhodovací procesy popsány v odborné literatuře celkem podrobně, vznikají při jejich aplikaci různé problémy vyplývající mimo jiné i z přechodu naší ekonomiky na ekonomiku tržní a je nutné dát finančním manažerům návod, jakým způsobem se s těmito problémy vypořádat. Právě neznalost jednotlivých rozhodovacích procesů či neschopnost jejich

správné aplikace vede často u našich podniků k velkým finančním potížím, někdy i ke krachu. Velmi aktuální se stává take přizpůsobení se novým podmínkách trhu EU. I z tohoto důvodu je nutné poznávat, jakým způsobem jsou firmy a jejich manažeři schopni aktuální problémy řešit a jak při tom využívají dostupné teoretické poznatky. I z tohoto důvodu byl v rámci níže uvedeného grantu vypracován dotazník, jehož část je právě věnována investičnímu rozhodování podniku. Cílem je zjistit, jaké poznatky v oblasti strategického finančního řízení a rozhodování naši podnikoví manažeři mají a jakým způsobem je dokáží využívat. Na základě zjištěných poznatků pak bude možné vypracovat určitá doporučení ke zlepšení kvality strategického finančního řízení a investičního rozhodování podniku v ČR. Ne nevýznamnou oblastí je hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů, které se ucházejí o získání peněžních prostředků z fondů EU. Zde je nutné respektovat příslušná specifika a zejména specifické podmínky jednotlivých programů v rámci finanční části studie proveditelnosti.

1. Obecné pojetí aplikačních problémů investičního rozhodování v podmínkách ČR

Investiční rozhodování je klíčovým dlouhodobým finančním rozhodovacím procesem podniku, který má největší vliv na tržní hodnotu firmy. Teorie nabízí bezpočet různých kritérií hodnocení ekonomické efektivity. Při praktické realizaci investičního rozhodování se však objevují různé problémy.

Klíčovým teoretickým problémem je otázka volby diskontní sazby, neboli požadované míry výnosnosti, úroku, který je do výpočtu vkládán. Hodnota tohoto úroku může samozřejmě velice podstatně ovlivnit výsledný propočet a výslednou hodnotu např. ČSH nebo jiného kritéria. Proto je třeba stanovení této úrokové sazby věnovat maximální pozornost.

Problematika diskontní sazby je však obecným problémem, se kterým se setkáváme i ve vyspělých tržních ekonomikách, proto se jím nebudu dále zabývat. Podrobněji je možné se s tímto problémem seznámit v doporučené literatuře[5].

Aplikační problémy vychází z faktu, že ani sebelepší kritérium nám není nic platné, pokud nebudou k dispozici přesné údaje neboli vstupní informace. Zde by bylo na místě uvést jednu z definic statistiky, kde je statistika charakterizována jako zcela přesné zpracování a vyhodnocení zcela nepřesných čísel. Vymezení co nejpřesnějších vstupních údajů bude tedy klíčové pro správné posouzení a vyhodnocení daného investičního projektu. Budeme zkoumat, jak obtížné bude pro podnik identifikovat vstupní údaje, kterými v tomto případě jsou, jak již bylo zmíněno dříve, kapitálové výdaje a peněžní příjmy z investice. Pokud se týká kapitálových výdajů jsou zde příjmy z prodeje nahrazovaného investičního majetku a s nimi spojené daňové efekty. Tyto dvě položky jsou poměrně snadno identifikovatelné, takže je třeba se u kapitálových výdajů zaměřit především na identifikaci investičních výdajů a výdajů na přírůstek čistého pracovního kapitálu. Ani u těchto položek by se neměly objevit větší komplikace, problémem je spíše fakt, že se často zapomíná právě na položku čistého pracovního kapitálu.

Větším problémem je identifikace peněžních příjmů z investice. Pokud se týká efektů z prodeje investičního majetku na konci období a s tím spojených daňových efektů, zde by problémy nastat neměly. Rovněž tak problematika odpisů a změny čistého pracovního kapitálu. Tyto by neměly činit závažnější problémy. Hlavní a klíčovou položkou peněžních příjmů z investice je otázka ročního přírůstku zisku po

zdanění, který investice přináší. Toto může být velice těžkým oříškem, protože vymezení zisku, který bude daná investice přinášet, závisí na mnohých faktorech. Rozhodujícím bude samozřejmě správná identifikace tržeb za prodané produkty. Zde je zapotřebí spolupráce finančních specialistů podniku s ostatními podnikovými útvary. Pro správnou identifikaci tržeb je rozhodující spolupráce s marketingovými specialisty, kteří musí provést důkladnou marketingovou strategii projektu, která musí zahrnovat mimo jiné analýzu informací o trhu, dále analýzu zákazníků, tržní konkurence, analyzovat budoucí vývoj poptávky a samozřejmě identifikovat i tržní rizika, jako například možnost poklesu poptávky nebo nějaké jiné nepředvídatelné skutečnosti. Zde je možné také toto riziko zahrnout do propočtu ČSH. Další položkou, která bude ovlivňovat výši zisku budou samozřejmě také provozní náklady spojené s investicí, které by měli pomoci identifikovat výrobní specialisté a samozřejmě také účetní specialisté.

Výsledné peněžní toky, jejichž předvídání je, jak jsme si ukázali, velice náročné, pak můžeme vyjádřit ve formě několika variant, přičemž u každé stanovíme pravděpodobnost, s jakou daná varianta může v konečném důsledku nastat.

Ze zkušeností ze zahraničí vyplývá, že se firmám s větším rozsahem investic vyplatí zaměstnávat specialisty na předvídání očekávaných peněžních toků, tj. např. finanční analytiku, účetní, marketingové specialisty. Více než 40% firem provádí již zmiňované variantní odhady očekávaných peněžních příjmů. Při předvídání peněžních toků využívají firmy buď subjektivních názorů příslušných specialistů nebo speciálních technik, mezi které patří například počítačová simulace, expertní analýza nebo samozřejmě analýza citlivosti. Za hlavní faktory, které jsou nutné pro generování peněžních toků jsou požadavky na čistý pracovní kapitál, ovlivnění likvidity projektu, inflace, odhad rizika a odhad prodejní ceny na konci životnosti.

V podmínkách transformující se české ekonomiky můžeme identifikovat několik aplikačních problémů..

Prvním hlavním problémem je skutečnost, že v našich podnicích existuje určitá setrvačnost, tj. jen malá ochota akceptovat nové tržní podmínky a z nich vyplývající odlišný způsob přístupu k hodnocení ekonomické efektivnosti investic než tomu bylo v období centrálně plánované ekonomiky. Většinou se používají spíše zisková nebo nákladová kritéria a méně se klade důraz na zvyšování tržní hodnoty firmy, kterou nejlépe zachycuje právě kritérium ČSH.

V našich firmách také převládá jednoznačná tendence používat jednotlivá kritéria „ad hoc“, tj. individuálně podle toho, jaké výsledky potřebují, nikoliv k objektivnímu posouzení investice.

Dalším problémem se ukazuje nedostatek odborníků, co nejpřesněji a co nejrealističtěji odhadnout peněžní příjmy z investice a kapitálové výdaje. Chybí zde samozřejmě také zkušenosti s fungováním tržního mechanismu a schopnost orientovat se v tomto novém systému. Méně se může používat analogie, protože to, co platilo v centrálně plánované ekonomice, již dnes neplatí. Dále existuje různý pohled na posuzování jednotlivých finančních kritérií hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů. Akcionářům jde především o maximalizaci tržní hodnoty firmy a tím vlastně o maximalizaci tržní hodnoty akcií. Tomu by nejlépe odpovídalo právě kritérium ČSH. Naopak manažerům jde především o okamžitý efekt, který by ukazoval na jejich úspěšné vedení firmy. Proto vrcholoví manažeři rádi používají VVP, které je pro ně atraktivní někdy jen zdánlivou možností srovnatelnosti

s dosavadní výnosností vloženého kapitálu, popřípadě i mezipodnikové srovnatelnosti. Toto pochopitelně platí stejně i v zahraničí.

Dalším problémem je též problém rozdílného pojetí účetnictví v ČR a v zemích EU nebo v USA či Japonsku. Tento problém souvisí s otázkou, co všechno můžeme podle našich účetních standardů zahrnout do kapitálových výdajů investičního projektu. Ve světě běžně do kapitálových výdajů patří:

- a) výdaje na rozšíření a obnovu HIM včetně půdy,
- b) výdaje na rozšíření a obnovu NIM,
- c) výdaje na nákup cenných papírů,
- d) výdaje na trvalý přírůstek oběžného majetku,
- e) výdaje na výchovu a zapracování pracovníků,
- f) výdaje na reklamu.

V ČR do kapitálových investičních výdajů patří:

- a) výdaje na rozšíření i obnovu NIM ,
- b) výdaje na obnovu i rozšíření HIM,
- c) výdaje na nákup finančního majetku dlouhodobé povahy,
- d) výdaje na technické zhodnocení investičního majetku od 40.000,-Kč, tj. rekonstrukce, modernizace.

Nepatří sem přírůstek oběžného majetku, například na reklamu, výdaje na zapracování a výchovu pracovníků, nepatří sem také výdaje na opravu, které jdou rovnou do nákladů. Tyto skutečnosti pak mohou výrazně snížit objektivitu závěrečného hodnocení a podnik se pak může dostat do nepříjemných finančních problémů, protože bude muset hradit náklady se kterými ve svých propočtech nepočítal.

Důležitá je také otázka zahrnování úroků do provozních nákladů. Úroky z úvěru je samozřejmě možné i v našich podmínkách zahrnovat do daňově uznatelných nákladů, tj. úroky snižují vykazovaný zisk a vzniká tzv. úrokový daňový štít. Někteří zahraniční odborníci tvrdí, že pro účely hodnocení ekonomické efektivnosti investic by do provozních nákladů neměly být zahrnovány úroky jako forma cizího kapitálu, neboť rozhodování o struktuře financování by nemělo být závislé na rozhodování o přijetí či nepřijetí projektu a dále argumentují tím, že úrok je již zahrnut v diskontní sazbě a při zahrnutí úroků do provozních nákladů by tyto byly zahrnuty vlastně dvakrát. Technicky je tuto problematiku možno vyřešit také tím, že se úroky zahrnou do provozních nákladů (sníží se vykazovaný zisk) a pak je třeba zvýšit zisk o část úroku dopadající po zdanění na podnik.

Když zde již bylo uvedeno slovo zisk, je třeba připomenout, že v naší účetní soustavě nemáme kategorie zisku jako např. zisk před úroky, odpisy a zdaněním nebo zisk před úroky a zdaněním, které jsou používány ve vzorcích uvedených v předchozím textu. V našich podmínkách rozlišujeme kategorie hospodářského výsledku z běžné činnosti, z finančních operací a hospodářský výsledek z mimořádné činnosti.

Je však třeba zdůraznit, že postupným přizpůsobováním našich účetních standardů standardům mezinárodním většinu výše uvedených problémů může odstranit.

Poslední záležitost o které bych se chtěl zmínit jsou odpisy v ČR. Bohužel současná odpisová politika v ČR neumožňuje podnikům dostatečnou reprodukci, protože odpisy se počítají z pořizovací ceny a peníze získané z odpisů za dobu životnosti ani zdaleka nestačí na nákup nového zařízení. Je však třeba zdůraznit, že v posledních letech došlo k výraznému přehodnocení odpisové politiky a že byly zkráceny doby odepisování a zvýšeny některé odpisové sazby.

V souvislosti s identifikací aplikačních problémů investic byla provedena na FEK ZČU dotazníková šetření v rámci GAČR č. 420/06/340 „Komplexní řešení financování MSP v podmínkách Evropské unie Jeho cílem je zmapovat stav v oblasti strategického finančního řízení v ČR v podmínkách EU. Při distribuci dotazníků byly využity dlouhodobé kontakty Střediska pro výzkum regionálního rozvoje FEK ZČU v Plzni. Závěry z dotazníkových šetření byly publikovány v rámci několika odborných statí (např. Hrdý, M.: Finanční řízení MSP v ČR, sborník z konference „Finance a účetnictví ve výuce, vědě a praxi, Zlín, duben 2007“. Z výsledků šetření mimo jiné vyplývá, že zhruba polovina MSP zná základní principy hodnocení ekonomické efektivnosti investic a optimalizace kapitálové struktury. Bere do úvahy důsledky finančních rozhodnutí a počítá s náklady kapitálu podniku. Poněkud negativní se ukazují výsledky týkající se vlivu prostředí EU na hospodaření MSP. Zejména znalost programů EU a možnost čerpání prostředků ze strukturálních fondů EU není na dobré úrovni.

2. Aplikační problémy investičního rozhodování projektů EU

Při hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů, které se ucházejí o získávání peněz z předvstupních a nyní zejména ze strukturálních fondů EU. Za největší specifikum je nutné považovat zejména fakt, že se jedná o poskytování peněžních prostředků z veřejných zdrojů a tudíž poskytovatel kapitálu vyžaduje identifikaci celospolečenského přínosu investice. Žadatel o podporu musí být proto schopen identifikovat nejen bezprostřední finanční toky z investice, ale také tzv. toky ekonomické, kde jsou zohledněny i makroekonomické efekty a přínosy z investice. Počítaná kritéria jsou pak identifikována jako kritéria počítaná z finančních toků a dále pak z ekonomických toků. Zejména se to týká kritéria VVP. Tyto dvě hodnoty je třeba velmi přísně odlišit a to zejména z hlediska doporučovaných hodnot. Velmi často se totiž stává, že investice může či dokonce musí být podle kritérií počítaných z finančních toků nepřijatelná a z ekonomických toků naopak vždy přijatelná. Je to zdůvodňováno tím, že pokud by investice byla přijatelná již z finančních toků, pak není nutné využívat veřejné zdroje a je možné využít soukromé zdroje a soukromé investory. V každém vyhlášeném programu jsou vždy jasně identifikovány hodnoty, jaké by měly být dosaženy pro přijatelnost projektu. Velké potíže nastávají zejména v případě identifikace ekonomických toků z investice. Ekonomické toky zahrnují bezprostřední finanční toky + makroekonomické efekty na straně výnosů a dodatečné socio-ekonomické náklady na straně nákladů. Mezi klíčové makroekonomické efekty patří zejména vyčíslení efektu z dodatečného vytvoření nových pracovních míst a peněžní efekt z přílivu turistů. Efekt z nově vytvořeného pracovního místa je možné vymezit jako 138.000,-Kč ročně a efekt z jednoho turisty denně 1.000,-Kč.

Dalším velkým problémem je skutečnost, že každý program má své postupy pro hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů. Některé vůbec nevyžadují vyhodnocení pomocí příslušného kritéria, ale pouze identifikaci efektů, jiné naopak požadují, aby byla provedena důkladná analýza nákladů a přínosů, tzv. Cost-Benefit analýza. Téměř ve všech programech se požaduje analýza rizika a analýza citlivosti. Promítnutí rizika je nejlépe proveditelné pomocí koeficientu jistoty, kdy se očekávaný příjem z investice nepovažuje za jistý, ale pouze za pravděpodobný. Je možné doporučit hodnotu koeficientu nejméně 0,9. Analýza citlivosti má za úkol identifikovat faktor, jehož negativní změna nejvíce negativně ovlivní peněžní příjem z investice. Vychází se z předpokladu, že peněžní příjem z investice, ať už počítaný z finančních nebo ekonomických toků je funkcí veličin $x(1)$, $x(2)$, $x(3)$,... $x(n)$. Nejvíce citlivý faktor bývá zejména očekávaný inkrementální přírůstek turistů v důsledku implementace investice nebo vytvoření nových pracovních míst. Naopak za pozitivní je nutné považovat fakt, že není potřeba se zabývat identifikací úrokové míry k diskontování, která bývá vždy předsána. Nejčastěji se v současnosti vyskytuje ve výši 5 %.

Závěr

Investiční rozhodování patří mezi klíčové rozhodovací procesy podniku, které jakožto klíčová položka strategického finančního řízení podniku, mohou nejvíce pozitivně i negativně ovlivnit tržní hodnotu podniku. Při aplikaci teoretických poznatků v praxi narazíme na určité aplikační problémy, které je nutné umět zdárně překonat, abychom efekt investičního rozhodnutí zvýšili a abychom přesvědčili manažery v praxi, že zabývat se podrobně otázkami investičního rozhodování se skutečně vyplatí a že nastudované teoretické poznatky je možné po zvládnutí aplikačních problémů využít při praktickém investičním rozhodování. Poukázat na vznikající aplikační problémy a na možnost jejich řešení se snažil tento příspěvek, zejména také v souvislosti s investičním rozhodováním projektů, které se ucházejí o finanční výpomoc z fondů EU.

LITERATURA

1. Valach J. a kol.: Finanční řízení podniku, Ekopress 1999, kap. 1 a 2
2. Valach J: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, Ekopress, Praha, 2001.
3. Brealey R., Myers S.C.: Teorie a praxe firemních financí, Victoria Publishing 1992, str.500
4. Levy M., Sarnat: Kapitálové investice a finanční rozhodování, Grada 1999, str.555-558
5. Hrdý M.: Teoretické a aplikační problémy hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů, časopis Účetnictví č. 8/1998, Bilance Praha, str. 263-267
6. Hrdý, M.: Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU. Aspi Publishing, Praha

KONTAKT

Doc. Ing. Milan HRDÝ, Ph.D.

Západočeská univerzita v Plzni, Fakulta ekonomická, Katedra ekonomiky podniku a účetnictví

Husova 11, 306 14 Plzeň

e-mail: hrdy@keu.zcu.cz