

Ekonomická literatura

KOMPLEXNÍ POHLED NA HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ

Miloslav Synek, Vysoká škola ekonomická v Praze

Jiří Fotr, Ivan Souček. Investiční rozhodování a řízení projektů

Praha : Grada Publishing, 2011.

Charakteristikou rozvíjejícího se podniku jsou investice, resp. investiční projekty. Na nich obvykle závisí jeho budoucnost. Proto rozhodování o investicích, investičních projektech, při zakládání podniku o podnikatelském záměru, patří k jednomu z nejdůležitějších činností podnikového managementu. Na rozdíl od běžných provozních (operativních) rozhodnutí, jejichž chyby lze obvykle napravit, chybně zaměřená a neefektivní investice má dlouhodobé účinky a může přivést podnik do finanční tísně i k úpadku. Dlouhodobý charakter investičních rozhodnutí přináší dva problémy: je nutné brát v úvahu působení faktoru času, a je nutné se vyrovnat s nejistotou a rizikem. To činí investiční rozhodnutí jedním z nejsložitějších manažerských rozhodování vyžadujících znalosti řady vědních disciplín (ekonomie, ekonomika, finanční řízení, statistika, právo aj.). Tyto znalosti by měla těm, kteří investice (investiční projekty) připravují, vyhodnocují, zajišťují jejich realizaci a posuzují jejich výsledky, přinést recenzovaná publikace.

Publikace je zaměřena na průmyslové (výrobní) projekty, je však využitelná i pro oblast služeb. Poučení v ní najdou nejen manažeři podniku, kteří investiční projekty

připravují, rozhodují o jejich výběru, realizují a zpětně hodnotí, ale i banky a jiní věřitelé a investoři, kteří se na financování projektů podílejí; podněty může přinést i teoretikům a praktikům zabývajícím se strategií a strategickým rozhodováním. Stejně dobře poslouží jako základní studijní materiál vysokoškolským studentům ekonomického zaměření.

Obsah knihy chronologicky postihuje celý proces investičního rozhodování. Začíná přípravou a realizací investičních projektů (kapitola 1), přechází k jejich financování a kontrahování (kapitola 2), hodnotí jednotlivé projekty z hlediska finanční analýzy (kapitola 3) a jejich rizika (kapitola 4), přechází k pravděpodobnostnímu přístupu v investičním rozhodování (kapitola 5), představuje čtenáři hodnocení investičních projektů s počítačovou podporou (kapitola 6) a oceňování jejich flexibility (kapitola 7). Pro firmy, které hodnotí více projektů, je určena část o tvorbě a řízení portfolia projektů (kapitola 8). Postaudity investičních projektů jsou náplní 9. kapitoly, a podnikatelský záměr kapitoly 10. Čtenáři jsou prospěšné dvě ze tří příloh; první obsahuje výtahy z časopisů chemického průmyslu (zde postrádám vysvětlení

některých zkratk v tabulkách), druhá obsahuje zkušenosti z postauditů ve společnosti Česká rafinérská, a.s. Bez třetí přílohy, ukazující základní typy teoretických rozdělení pravděpodobnosti, by se čtenář obešel. Kniha má i stručný rejstřík, v němž však chybí některé klíčové pojmy tvořící obsah knihy.

Podívejme se nyní podrobněji na jednotlivé kapitoly. V 1. kapitole autoři správně vycházejí z toho, že strategickým cílem firmy je růst její hodnoty, který je hodnocen ukazatelem čisté současné hodnoty coby základním kritériem ekonomické efektivnosti investičních projektů. Ukazují, že hodnocení investičních projektů by mělo vycházet z hlavních složek strategie, kterými jsou strategie výroková, marketingová, inovační, finanční, personální a zásobovací. Podrobný je popis přípravy a realizace projektů. Autoři rozeznávají čtyři fáze života projektu – předinvestiční, investiční, provozní a fázi ukončení; každá z nich má řadu etap. Přehledně to zachycují názorné obrázky. Z různých klasifikací investičních projektů vybírají klasifikaci podle vztahu k rozvoji podniku (rozvojové, obnovovací, mandatorní), podle náplně projektů (nové výrobky a technologie, inovace informačních systémů, bezpečnost provozu a práce, vliv na životní prostředí, infrastruktura), podle míry závislosti projektů (vzájemně se vylučující, plně závislé, komplementární aj.).

Kapitola 2 – Finance a kontrahování investičních projektů naznačuje pouze základní východiska. Charakterizují různá členění finančních zdrojů (interní a externí, firemní a projektové, nestandardní včetně PPP Public Private Partnership, rizikový kapitál a leasing); v části o kontrahování investičních projektů postrádám alespoň zmínku o tzv. generálním dodavateli. Drobnou závadou je chybně uvedená odvolávka (str. 55 dole) na autora, který není v seznamu literatury;

chybou je předložka v anglickém názvu ukazatelů rentability (správně je Return on ...).

Nejrozsáhlejší kapitolou knihy je 3. kapitola – Finanční analýza a hodnocení projektů. Vychází z toho, co autoři zdůraznili již v 1. kapitole, že hlavním cílem podnikání a tím i investičních projektů je růst hodnoty firmy. Uvádějí další ukazatele ekonomické efektivnosti investic, jako je doba úhrady, ukazatele rentability vlastního, celkového a dlouhodobě investovaného kapitálu, účetní rentabilita projektu, vnitřní výnosové procento, ukazatele EVA a MVA. U každého ukazatele ukazují jeho konstrukci, jeho výhody i nevýhody. Po určité kritice statických ukazatelů vyzdvihují význam dynamických ukazatelů, založených na diskontovaných peněžních tocích. Pro laika zde chybí zdůvodnění, proč při přepočtu peněžních toků se při hodnocení investičních projektů používá diskontování a nikoli úročení. Zvláštní pozornost věnují výpočtu peněžních toků projektu a výpočtu diskontní míry. Doporučují autorům, aby všechny zkratky používali v angličtině (většinou to dělají) a nekombinovali s českými zkratkami (str. 84 ČPT – NVP, stejně na str. 230 a jinde). Pro praktické použití hodnocení investičních projektů je nesmírně důležité a často obtížné stanovení diskontní sazby (podle mne lépe diskontní míry). Autoři uvádějí tři postupy: pomocí modelu CAPM, expertního přístupu a stavebnicové metody. Podrobně pojednávají i o stanovení nákladů na cizí kapitál, o vlivu inflace na diskontní sazbu, o konstantní a proměnlivé diskontní sazbě a jejím použití u projektů realizovaných v zahraničí. V posledních letech se i pro hodnocení investičních projektů začal používat ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA. I když výsledek hodnocení investičních projektů podle EVA a čisté současné hodnoty (NPV) je stejný, EVA vychází z ekonomického zisku, který do nákladů na kapitál zahrnuje i náklady na vlastní kapi-

tál, které tradičně jsou považovány za zisk. Tím na první pohled zpřisňuje kritérium efektivnosti: projekt, který vykazuje zisk, může podle ukazatele EVA (je-li EVA záporná) být neefektivní. Uvítal bych odstavec o měření efektivnosti „neziskových“ investic, i když to je problematika na celou knihu.

Klíčovými kapitolami jsou následující dvě kapitoly. Vzhledem k dynamickým změnám, růstu nejistoty a turbulentnímu podnikatelskému okolí, se podstatně zvyšuje význam kvalitní integrace rizika a nejistoty do přípravy, hodnocení a výběru investičních projektů. Publikace věnuje této problematice a návazným oblastem značnou pozornost. Klíčové z tohoto pohledu jsou kapitoly 4 a 5. Kapitola 4 – Management rizika projektů uvádí charakteristiku pojetí rizika, klasifikaci rizik, cíle a náplň řízení rizika investičních projektů, doporučení jak rizika identifikovat, jak stanovit jejich významnost a velikost a jak plánovat protiriziková opatření. Autoři vytypovali klíčové rizikové faktory investičních projektů (investiční náklady, diskontní sazba, likvidační hodnota, objem produkce, prodejní ceny na domácím a zahraničním trhu, měnový kurz). Z analýzy příspěvků jednotlivých faktorů k riziku analyzovaného projektu vyplynulo, že hlavním rizikovým faktorem jsou investiční náklady (velikost vlivu 44,9 %), měnové kurzy (11,6 %), exportní prodejní cena (9,8 %); uváděné číselné hodnoty příspěvků jednotlivých faktorů k riziku projektu se týkají pouze daného příkladu projektu. U jiných projektů to může být zcela odlišné. Přínosem zde je ilustrace, jak cenné informace k řízení rizika projektů může daný simulační program poskytnout, nikoli zjištěné číselné hodnoty.

Kapitola 5 – Pravděpodobnostní přístupy v investičním rozhodování zahrnuje scénářové přístupy a simulaci Monte Carlo. Uplatnění těchto nástrojů však vyžaduje

vhodnou počítačovou podporu, které autoři věnují značnou pozornost dále (kapitola 6 – Analýza a hodnocení investičních projektů s počítačovou podporou).

Jedním z významných přístupů ke snižování rizika investičních projektů je zvyšování jejich flexibility (kapitola 7) z hlediska možnosti změn jejich výstupů v podobě produktů či služeb, změn vstupů, možnosti pohotového snížení či zvýšení výrobní kapacity aj. Publikace proto neopomíná významný nástroj kvantifikace přínosů této flexibility k hodnotě projektů v podobě reálných opcí. V dalším vydání publikace by autoři měli věnovat pozornost i tomu, jak hodnotit externalitu.

Tvorbě a řízení portfolia projektů (kapitola 8) v podobě investičního či výzkumného programu není v podnikové praxi věnována dostatečná pozornost. Tvorba portfolia probíhá obvykle jednorázově v souvislosti s přípravou strategických finančních plánů, přičemž se nechápe jako proces periodicky opakovaný v průběhu životního cyklu projektů v rámci řízení portfolia. Proto je třeba ocenit pozornost autorů věnovanou této problematice z hlediska cílů tvorby a řízení portfolia, jejich náplně a implementace. Významné je především koncipování rámce tvorby a řízení portfolia, představujícího určitý standard kvality tohoto procesu s důrazem na vícekritériální charakter hodnocení projektů ucházejících se o zařazení do portfolia. Cenná je též specifikace náplně řízení portfolia z hlediska periodické aktualizace hodnocení projektů, restrukturalizace portfolia a jeho hodnocení. Opomenout nelze ani pozornost věnovanou optimalizaci tvorby portfolia s využitím bivalentního programování a stochastické optimalizace.

Firmy často opomíjejí možnost poučit se z přípravy a realizace minulých projektů a využít je při přípravě nových projektů, čímž často dochází k opakování stejných chyb,

kteřé jsou příčinou neúspěšnosti těchto projektů. Autoři proto věnují značnou pozornost postauditům investičních projektů (kapitola 9), jakožto nástroji podporujícímu jak poučení z minulých chyb, tak i z úspěchů, a to z hlediska jejich náplně, informačního, personálního, finančního i organizačního zabezpečení. Postaudit není hledání viníků chyb, ale nástroj snižující nebezpečí jejich opakování.

Shrnu-li hlavní přednosti publikace, mohu vyzdvihnout její komplexní charakter, který postihuje všechny fáze kvalitního investičního rozhodování, integraci poznatků z řady oborů, a to investičního, finančního a manažerského rozhodování, podnikové ekonomiky a pokročilých nástrojů v podobě programování a simulace, využití poznatků z rozsáhlého souboru pramenů odborné

literatury, poznatků z vlastních i zahraničních empirických výzkumů, které přinášejí informace o tom, jak investiční rozhodování v praxi probíhá a jaké jsou jeho nedostatky. Tato reflexe empirických poznatků podpořila dosažení základního cíle publikace, kterým je zvýšení kvality investičního rozhodování, a to uplatňováním vhodných postupů, metod a nástrojů včetně vytvoření žádoucího organizačního klimatu, které toto uplatnění vyžaduje, podporuje a oceňuje. Kvalita publikace je zajištěna složením autorského týmu, zahrnujícího jak erudovaného teoretika zabývajícího se dlouhodobě problematikou investičního rozhodování a managementem rizika, tak vrcholového manažera, uplatňujícího teoretické poznatky v praxi investičního rozhodování. Publikaci mohu doporučit všem, které jsem uvedl v úvodních řádcích této recenze. ■

O LOBBINGU – JEN DOBŘE?

Eva Kotlánová, OPF v Karviné, SLU v Opavě; Milan Žák, CES VŠEM o.p.s. Praha

Karel B. Müller (ed.), Šárka Laboutková, Petr Vymětal. Lobbying v moderních demokraciích

Praha : GRADA, 2010. 256 stran. ISBN 978-80-247-3165-0.

Koncem roku 2010 se na českém trhu objevila ojedinělá publikace věnující se problematice lobbyingu. V době, kdy se téměř každý den setkáváme s pojmem korupce, ať už v souvislosti se sférou veřejnou či soukromou, přicházejí autoři s tématem, který s korupcí souvisí a bývá s ní zaměňován právě z důvodu nepochopení či neznalosti tohoto pojmu.

Proto lze uvítat, že mezera na českém trhu, kde publikace podobného typu zcela chyběla, je knihou autorů Karla B. Müllera, Šárky Laboutkové a Petra Vymětala částečně zaplněna. Toto složení autorského kolektivu je jednou z výrazných předností hodnocené publikace, neboť ukazuje zpracovávanou materii z různých úhlů pohledu – K. B. Müller je poli-