

## **Racionalizácia kapitálu v investičnom rozhodovaní**

Abstrakt: V praxi investičného rozhodovania podnikov sa často vyskytujú prípady, kedy investičné projekty identifikované ako ziskové a teda želateľné (projekty s kladnou čistou súčasnou hodnotou), nemôžu byť uskutočnené, nakoľko na úhradu s nimi spojených kapitálových výdavkov nie sú k dispozícii potrebné finančné zdroje. Možnosť dosiahnutia najlepšieho výberu je tak vylúčená, avšak racionalizáciou kapitálu je možné dosiahnuť čo najvyšší efekt z dostupného kapitálu. Článok pojednáva o príčinách vzniku racionalizácie kapitálu, jej členení, aplikácii na praktickom príklade a možných riešeniach.

Kľúčové slová: Racionalizácia kapitálu, čistá súčasná hodnota, index ziskovosti.

### **Príčiny vzniku racionalizácie kapitálu**

Pri hodnotení efektívnosti investičných projektov v rámci kapitálového rozpočtovania sa spravidla využíva metóda čistej súčasnej hodnoty (ČSH). Predpokladáme pritom, že cieľom firmy realizujúcej projekt je rast hodnoty firmy pre vlastníkov (shareholder value) a teda základným kritériom pre hodnotenie a výber projektov by mala byť ich ČSH, ktorá tento príspevok projektu k hodnote firmy vyjadruje. Kladná ČSH znamená, že realizácia projektu povedie k zvýšeniu hodnoty firmy a naopak záporná ČSH indikuje pokles hodnoty firmy po realizácii projektu. Firma by preto mala realizovať iba projekty s kladnou ČSH. Vyskytujú sa však situácie, kedy v podniku boli identifikované investičné projekty s kladnou ČSH, ale podnik nemá dostatok finančných zdrojov na pokrytie ich kapitálových výdavkov. Znamená to, že nie všetky želateľné nezávislé investičné projekty budú i realizované. Je potrebné si uvedomiť, že racionalizácia kapitálu je odlišná od vzájomne sa vylučujúcich investičných projektov. Keď sa totiž v jej prípade odstráni kapitálové obmedzenie, tak všetky nezávislé investičné projekty môžu byť akceptované a uskutočnené.

Racionalizáciu kapitálu môžeme všeobecne zadefinovať ako techniku výberu projektov, ktorá maximalizuje hodnotu podniku pri obmedzených finančných zdrojoch. Inak povedané, ide o proces rozdelenia dostupného kapitálu medzi rôzne investičné návrhy tak, aby firma ako celok dosiahla maximálne zvýšenie svojej hodnoty.

### **Prečo racionalizovať kapitál**

Hlavným cieľom racionalizácie kapitálu je ochrániť spoločnosť od nadmerného investovania do aktív. Ak by k tomu došlo, spoločnosť by mohla byť naďalej svedkom nízkej výnosnosti investície a dokonca by mohla čeliť ohrozeniu finančnej pozície. Okrem toho by to mohlo spôsobiť pokles ceny akcií.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Spoločnosti často implementujú racionalizáciu kapitálu v prípadoch, kedy minulé výnosy investície boli nižšie, ako sa očakávalo. Predpokladajme napríklad, že náklad kapitálu spoločnosti ABC je 10 %, avšak spoločnosť uskutočnila mnohé investície, z ktorých väčšina nie je ukončená. To zapríčiní pokles skutočnej výnosnosti investície pod 10 %. Dôsledkom toho sa manažment rozhodne ohraničiť množstvo nových projektov zvýšením

## **Ako racionalizovať kapitál**

V podstate ide o dva spôsoby racionalizácie kapitálu, ktoré vyplývajú i z predchádzajúceho textu:

- a) obmedzenie v rozpočte na investície, t.j. nebude možné prijať investičné projekty, ak ich kapitálové výdavky prevyšujú dostupný kapitálový rozpočet;
- b) zvýšenie nákladu kapitálu pre nové investičné projekty.

### **Druhy racionalizácie kapitálu**

Podľa toho, aký je zdroj reštrikcie kapitálu, je možné racionalizáciu kapitálu rozdeliť do dvoch skupín, a to na jemnú a tvrdú.

#### *1. Jemná racionalizácia*

Jemná racionalizácia sa vyskytuje vtedy, keď podnik je členený na menšie jednotky (divízie), v ktorých je každoročne alokovaná určitá fixná čiastka finančných prostriedkov na kapitálové výdavky. Táto alokácia je v prvom rade prostriedkom kontroly a sledovania celkových výdavkov. Dôležitou skutočnosťou pri jemnej racionalizácii je, že podnik ako celok netrpí nedostatkom kapitálu, v divízii je možné získať dodatočné zdroje za bežných podmienok, ak s tým súhlasí manažment spoločnosti.

Predstavme si, že ako manažér divízie veľkej spoločnosti ste identifikovali, že potrebujete investovať 5 miliónov EUR do vynikajúcich investičných projektov, avšak dostupných máte len 2 milióny EUR. Ako postupovať v tomto prípade jemnej racionalizácie?

Ak čelíme jemnej racionalizácii, najskôr by sme sa mali pokúsiť získať ďalšie potrebné zdroje od manažmentu spoločnosti. Ak sa nám to nepodarí, ďalším odporúčaním je vytvoriť čo najvyššiu ČSH v rámci dostupného rozpočtu. To vedie k výberu projektov s čo najvyšším pomerom výnosy/náklady (t.j. s čo najvyšším indexom ziskovosti).<sup>2</sup>

Prísne vzaté, takto sa odporúča postupovať len v prípade jednorazovej jemnej racionalizácie, t.j. takej, ktorá sa nebude opakovať budúci rok. Lebo ak by sa jemná racionalizácia stala chronickým problémom, znamenalo by to, že niečo nefunguje. Pretrvávajúca jemná racionalizácia by spôsobila, že by sme sústavne obchádzali projekty s kladnou ČSH, čo odporuje cieľu firmy.

#### *2. Tvrdá racionalizácia kapitálu*

O tomto type racionalizácie kapitálu hovoríme vtedy, ak prílev kapitálu je limitovaný externými zdrojmi. V prípade tvrdej racionalizácie nedokáže manažér divízie získať dodatočný kapitál pre projekt za žiadnych okolností. V prípade veľkých, finančne zdravých podnikov by sa takáto situácia nemala veľmi často vyskytovať, čo je tiež šťastie, lebo vtedy stráca zmysel celá analýza diskontovania peňažných tokov. Tvrdá racionalizácia sa môže vyskytnúť v prípade finančných ťažkostí podniku, resp. v prípade podniku ohrozeného

---

nákladu kapitálu pre tieto projekty na 15 %. Začatie menšieho množstva nových projektov by mohlo spoločnosti poskytnúť viac času a zdrojov na skompletizovanie existujúcich projektov.

<sup>2</sup> Index ziskovosti ako dynamická metóda hodnotenia efektívnosti investičných projektov sa používa najmä pri výbere medzi viacerými investičnými projektmi, ak máme obmedzené kapitálové zdroje. Vypočíta sa ako pomer súčasnej hodnoty očakávaných peňažných príjmov z investície ku kapitálovým výdavkom. Ak by sa použila ČSH jednotlivých projektov, boli by síce vybrané projekty s najvyššou hodnotou, ale zároveň by nemusela byť dosiahnutá najvyššia ČSH celého súhrnu kapitálových zdrojov, ktoré sú obmedzené. Ak platí obmedzenie kapitálových zdrojov, musia byť projekty radené tak, aby ich čistá súčasná hodnota obmedzená kapitálovými zdrojmi bola čo najvyššia.

bankrotom. Tiež vtedy, ak spoločnosť nedokáže zvýšiť kapitál bez narušenia už existujúcich zmluvných záväzkov.

### Postup racionalizácie kapitálu

Postup racionalizácie kapitálu môžeme rozdeliť do nasledovných 4 krokov:

1. Vyhodnotenie ekonomickej efektívnosti investičných projektov prostredníctvom dynamických metód kapitálového rozpočtovania: ČSH, vnútornej miery výnosnosti (VMV) a indexu ziskovosti (IZ).
2. Zoradenie projektov podľa daných kritérií hodnotenia.
3. Výber projektov od najziskovejšieho po najmenej ziskový podľa jednotlivých kritérií až do vyčerpania dostupného rozpočtu.
4. Porovnanie výsledkov podľa jednotlivých kritérií s ohľadom na celkovú ČSH a výber projektov prinášajúcich najvyššiu možnú ČSH, t.j. majúce najvyšší IZ.

Konkrétnu aplikáciu racionalizácie kapitálu ďalej predvedieme na praktickom príklade.

### Kapitálové rozpočtovanie na praktickom príklade

Predpokladajme, že máme k dispozícii nasledovný zoznam projektov s uvedenými kapitálovými výdavkami a ich hodnotenia podľa kritérií ČSH, VMV a IZ spolu s umiestneniami. Nech kapitálový strop na investície je 650 p.j. (v budúcom roku sa kapitálové obmedzenie neočakáva).

projekty	počiatočný kapitálový výdavok v p.j. (PKV)	Hodnotenie podľa			Umiestnenie podľa		
		VMV	ČSH	IZ	VMV	ČSH	IZ
A	350	19 %	150	1,43	6	2	5
B	300	28 %	420	2,4	2	1	1
C	250	26 %	10	1,04	3	6	6
D	150	20 %	100	1,67	5	5	4
E	100	37 %	110	2,1	1	4	3
F	100	25 %	130	2,3	4	3	2

Ak si z vyššie uvedenej tabuľky vyberieme najlepšie projekty podľa umiestnenia za podmienky obmedzujúceho kapitálového rozpočtu dospejeme k nasledovným výsledkom:

VMV				ČSH			IZ			
projekty	PKV	ČSH	VMV	projekty	PKV	ČSH	projekty	PKV	ČSH	IZ
E	100	110	37 %	B	300	420	B	300	420	2,4
B	300	420	28 %	A	350	150	F	100	130	2,3
C	250	10	26 %				E	100	110	2,1
							D	150	100	1,67
spolu	650	540			650	570		650	760	

Výsledky sú úplne jednoznačné a vedú nás k prijatiu projektov B, F, E a D pre získanie maximálnej hodnoty 760 p.j. z obmedzených zdrojov 650 p.j.

### Záver

Nakoľko racionalizácia kapitálu spočíva v stanovení kritéria (kritérií), ktoré investičný zámer musí spĺňať, aby sa spoločnosť vážne začala zaoberať jeho kúpou, veľa spoločností si túto stratégiu volí ako proces sprevádzajúci akékoľvek nadobudnutie majetku. Využitím základných princípov tejto techniky si spoločnosť môže vyvinúť zoznam požiadaviek, ktoré musia byť splnené pred každou vecnou investíciou. Navyše, ak sú tieto požiadavky navrhnuté tak, že presne odrážajú súčasnú pozíciu podniku, potom je vysoká pravdepodobnosť, že akceptované budú tie správne investičné zámery.

### Literatúra

1. Belanová, K.: Teória a politika podnikateľských financií. Bratislava: EKONÓM, 2010.
2. Friedl, G.: Real options and investment incentives. Berlin: Springer, 2007.
3. Lumby, S.: Investment appraisal and financing decisions. Berkshire: Van Nostrand Reinhold, 1998.

Ing. Katarína Belanová, PhD.  
 Národohospodárska fakulta, Katedra financií  
 Ekonomická univerzita v Bratislave  
 Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava  
 email: katarina.belanova@euba.sk