

Oponentní posudek habilitační práce

Autorka habilitační práce: Ing. Petra Růčková, Ph.D.

Název habilitační práce: Vliv vybraných determinantů teorie kapitálové struktury na rozložení použitých zdrojů financování v podnicích zemí Visegradské čtyřky

Oponent habilitační práce: Prof. Ing. Petr Šnapka, DrSc.

Oponentní posudek habilitační práce Ing. Petry Růčkové, Ph.D. jsem zpracoval na základě dopisu předsedy habilitační komise Prof. PhDr. RNDr. Stanislava Poloučka, CSc. ze dne 29. 3. 2017. K dispozici jsem měl habilitační práci jmenované na téma: „Vliv vybraných determinantů teorie kapitálové struktury na rozložení použitých zdrojů financování v podnicích v zemích Visegradské čtyřky“.

a) Aktuálnost zvoleného tématu

Řešení problematiky strukturalizace finančních zdrojů pro krytí potřeby kapitálu v podnicích je významnou problematikou z hlediska tvorby podmínek pro dosažení požadované cílové efektivnosti hospodaření podniků. S řešením této problematiky musíme analyticky systémově pracovat již na počátku úvah o realizaci hodnototvorného procesu v podniku, tj. při pořizování podnikových potenciálů, které umožňují realizaci tohoto procesu. Jedná se např. o pořizování majetku podniku v různých jeho formách, zaměstnání pracovníků apod. Již v této prvotní fázi se systémově vazebně rozhoduje z hlediska kapitálové struktury a vymezených zdrojů financování o budoucí efektivnosti průběhu hodnototvorného procesu v podniku prostřednictvím realizace následných systémových fází tohoto hodnototvorného procesu. Tímto se také rozhoduje o možné úrovni plnění podnikových strategických cílů s ohledem na cílové zájmy zájmových skupin spojených s podnikem. Je však otázkou, na jaké úrovni informační využitelnosti jsou zpracovány výsledky řešení problematiky v předmětné práci tak, aby byly racionálně aplikovatelné pro rozhodovací procesy, v rámci nichž se rozhoduje o problémech efektivní účelové příp. až optimální strukturalizaci kapitálu a jeho financování.

Mělo by dojít k vymezení postupových metodických systémových kroků a jejich informačního obsahu včetně dílčích kritérií a jejich váhy pro dosažení efektivního průběhu a výsledku rozhodovacího procesu týkajícího se strukturalizace kapitálu na bázi vícekritériálního rozhodování včetně zahrnutí rozhodovacího rizika v intencích strategického řízení a rozhodování v tomto řízení.

Ve výše uvedeném smyslu hodnocení je možné chápat i hodnocení účelnosti i využití již známých publikovaných teoretických poznatků ze specificky orientovaných analýz. Pokud je však nižší než předpokládané obsahové obohacení těchto vstupních teoretických poznatků o další aplikovatelné postupy a znalosti v problémovém řešení předmětné problematiky habilitační práce, je tato práce níže přínosově hodnotitelná, což je možné zaznamenat v tomto případě.

b) Metody zpracování habilitační práce

Použité metody pro zpracování problematiky habilitační práce jsou uvedeny v subkapitole 4.1 v rámci východisek studie a prezentace použité metodologie. To znamená, že vlastně v praktické části habilitační práce je tato zaměřena na prověřování platnosti sestavených hypotéz spojených s cílem zpracování studie zaměřené na vyhodnocení platnosti výsledků zjištěných v rámci teorie kapitálové struktury v podnicích v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky. Jedná se o hypotézy označené H1 až H4. Hypotéza H1 je vázána na předpoklad, že řízení kapitálové struktury podniků v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky vykazuje jednoznačně znaky dynamické trade off teorie. Hypotézy H2 a H4 byly informačně spojeny s výsledky teoretických studií, a to ve vazbě růstu míry využití cizích zdrojů financování v podnicích s růstem úrovně vstupních analytických proměnných (faktorů) dle teorií vazebně spojených s růstem rentability vlastního kapitálu, běžnou likviditou podniku a s rostoucím podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech podniku. Výběr podniků pro toto zkoumání byl orientován do zpracovatelského průmyslu, do služeb, stavebnictví a energetiky.

Jako hlavní metody pro možné prověření (testování) platnosti hypotéz byly použity metody korelační analýzy, panelové regrese a metoda náhodných momentů (GMM) v programu Eviews při použití databáze Amadeus. Jedná se o aplikaci běžně používaných statistických metod i při testování hypotéz. Prezentace metod je v práci uvedena ve stručné formě na bázi literatury.

S ohledem na tu skutečnost, že nedošlo ke zdůvodnění plné platnosti vymezených hypotéz za použití uvedených metod, je možné usuzovat i o možnosti aplikace dalších metod s možností identifikace příčin (faktorů), jejich vliv snižuje či eliminuje platnost vazeb proměnných (faktorů) korelovaných v rámci hypotéz. Již v úvodní části posudku jsem signalizoval možnost aplikace metod vícekritériálního rozhodování včetně aplikace metod strategických analýz apod. Toto by však s vysokou pravděpodobností vyžadovalo v určitém rozsahu i primární výzkum v podnicích týkajícího se kritériálních faktorových vlivů, např. na změnu stávající kapitálové struktury daného podniku.

c) Dosažené výsledky a nové poznatky

Zpracovatelka habilitační práce teoretický základ pro cílové řešení předmětné problematiky informačně spojila s literárně prezentovanými teoriemi kapitálové struktury v podnicích. V rámci rešerše literatury s možností informačního poznatkového obohacení úvah ve vazbě na efektivnost strukturalizace kapitálu v podniku mohla habilitantka zpracovat a uvést své vlastní kritické zhodnocení literárně prezentovaných teorií kapitálové struktury, resp. prezentovat své vlastní zkušenosti z řešení problematiky, např. optimalizace kapitálové struktury ve vybraných podnicích. Tímto i doplnit úvahy ohledně faktorů, resp. procesů ovlivňujících racionalitu rozhodování o kapitálové struktuře v podniku. I sama habilitantka ve své habilitační práci uvádí (viz str.16), že všechny uvedené základní otázky, které souvisejí s otázkou optimální kapitálové struktury, nemají jednoznačné odpovědi a že existuje mnoho formulovaných ekonomických teorií zaměřených na kapitálovou strukturu.

Pro vlastní zkoumání problematiky zaměřené na hodnocení aplikovatelnosti, případně platnosti poznatků z teorií kapitálové struktury v podnicích pro řízení a specificky pro rozhodování v procesu řízení kapitálové struktury ve vybraných podnicích Visegradské čtyřky, vybrala systémově dynamické trade off teorie. Využitelnost i platnost poznatků z uvažovaných dynamických trade off teorií hodnotila užitím již v posudku prezentovaných

statistických metod v souvislosti s testováním platnosti stanovených hypotéz H1 až H4. Hypotézy, jak již bylo v posudku uvedeno, se týkaly jednak věrohodnosti aplikace poznatků dynamické trade off teorie při řízení kapitálové struktury v podnicích v zemích Visegradské čtyřky a růstu míry využití cizích zdrojů financování v podniku při růstu dosahované úrovně vybraných ukazatelů umožňujících kvantifikaci vlivů faktorů (proměnných) v rámci aplikované teorie v uvedeném smyslu jejich působení. Jedná se o následující proměnné (faktory) v ukazatelovém vyjádření: rentabilita vlastního kapitálu (ROE), běžná likvidita (L3) a podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech podniku (SAA).

V kapitole třetí předložené práce (Determinanty řízení kapitálové struktury) však nebylo explicitně uvedeno, jak byly faktory (proměnné) určeny, jaká je jejich váha, zda byly vzaty v úvahu skutečně všechny rozhodné (co například dostupnost zdrojů v té nebo oné zdrojové skupině apod.).

Komplexně je si nutné uvědomit z hlediska provozu a realizace hodnototvorného procesu v podnicích, že v něm působí řada faktorů (proměnných), které ovlivňují efektivní strukturování kapitálu v těchto podnicích. Proto je obtížné jejich exaktní systémové vymezení a také specifikace jejich vazeb s možností stanovené kritérií pro rozhodování a stanovení až optimálního rozhodnutí o kapitálové struktuře daného podniku. Podle mého soudu faktory a jejich vazby ovlivňující rozhodování o kapitálové struktuře jsou systémově vázány a strukturálně propojeny v rámci jednotlivých fází (etap) hodnototvorného procesu daného podniku. To znamená od fáze pořizování podnikových potenciálů až po realizaci hodnotového výstupu z podniku s nutností zpětnovazební iniciace reprodukce potenciálů (prosté, resp. rozšířené) na vstupu hodnototvorného podnikového řetězce. V jednotlivých fázích hodnototvorného procesu mohou pak vznikat problémy, potřeby spojené s cíli orientace tohoto procesu prezentované různými procesovými faktory, které indukují rozhodovací procesy spojené buď s okamžitou nebo potenciální změnou v kapitálové struktuře podniku a zdrojového financování realizace hodnototvorného procesu. Toto znamená také s možnou vazbou na podíl cizích a vlastních zdrojů financování hodnototvorného procesu podniku včetně propojení tohoto procesu až na okolí podniku. Znamená to také, že významnou roli budou mít také faktory spojené s efektivností průběhu těchto rozhodovacích procesů, a tím také s kompetentností a pružností reakce manažerů, resp. dalších zainteresovaných osob na zdrojovém zajištění dalšího efektivního průběhu hodnototvorného procesu v podniku.

Kapitál v jednotlivých fázích hodnototvorného procesu je v různých formách vázán i spotřebováván s nutností jeho reprodukce na cílově požadované úrovni. To znamená, že se při systémově účelové analýze a hodnocení kapitálové struktury s vazbou až na její možnou optimalizaci, nemůžeme orientovat třeba jen na počátek podnikového hodnototvorného procesu, tj. na fázi, kdy pořizujeme, resp. udržujeme vstupní podnikové potenciály, ale musíme analyzovat a hodnotit kapitálové transformace v celém hodnototvorném podnikovém řetězci. To znamená analyzovat a hodnotit faktory systémově vázané na efektivnost realizace i dílčích etap komplexu hodnototvorného procesu v podniku. Toto indukují také myšlenky spojené s tím, že musíme při analýze a hodnocení kapitálové struktury podniku analyzovat a hodnotit nejen to, o jaký podnik z hlediska jeho činnosti se jedná, ale bude se také jednat o analýzu a hodnocení úrovně jeho stávající finančně-ekonomické, produkční, obchodní činnosti a dalších funkčních možností včetně jeho možného strategického chování a možné úrovně jeho strategického řízení (to znamená např. analytické hodnocení podniku na bázi SWOT analýzy včetně aplikace dalších metod strategické analýzy jak pro interní, tak pro externí prostředí podniku). Všechny analýzy a hodnocení jsou propojeny s řadou faktorů, kritérií i ukazatelů, které umožňují získání informací pro efektivní rozhodování o účelné kapitálové struktuře podniku.

To všechno znamená, že je problematické hodnocení výsledkových vlivů a hlavně jejich příčin prezentovaných vazeb faktorů (proměnných) v rámci v práci formulovaných

hypotéz. Jinak bychom možná museli při zkoumání této problematiky uvažovat se scénářovým uspořádáním vstupů a procesů pro analytické hodnocení vlivových faktorových vazeb v rámci kapitálové strukturalizace v podniku.

Co se týče vyjádření k dosaženým výsledkům prezentovaným v předložené habilitační práci, je možné uvést, že obsahem postupem zpracování tématu práce autorka přispěla k potvrzení systémové složitosti řešení předmětné problematiky s naznačením toho, že bude nutné uvažovat s dalšími faktory a jejich vazbami, případně s dalšími metodami zkoumání předmětné problematiky a hledat způsoby získání potřebných vstupních dat. Tyto skutečnosti již byly naznačeny v oponentním posudku.

Potvrdila také tu skutečnost, že ani aplikovaná korelační analýza a také panelová regrese v rámci složitosti faktorů a jejich vazeb determinujících chování podniku (i když výběr faktorů je realizován na základě jejich specifikace dle teorií kapitálové struktury) nepotvrzuje jejich předpokládané vazební výsledky týkající se formování kapitálové struktury podniku (viz výsledky v rámci testování platnosti sestavených hypotéz v rámci podniků v zemích Visegrádské čtyřky).

d) Přínosy pro další rozvoj vědy

Z informačního obsahu zpracované habilitační práce je zřejmá složitost řešené problematiky a existence řady nejasností v systémovém vymezení faktorů i jejich vazeb, případně kritérií pro efektivní rozhodování v předmětné oblasti, což iniciuje další vědecké zkoumání. Jedná se o takové rozhodování, aby byly získány jednoznačné validní výsledky pro efektivní řízení kapitálové strukturalizace v podnicích. Práce také iniciuje nutnost dalšího zkoumání předmětné problematiky tak, aby získané výsledky dále obohatily teoretické systémové poznatky z oblasti efektivního řízení kapitálové struktury v podnicích včetně aplikace dalších výzkumných metod. To znamená výzkumné vymezení, jaké metody je možné k řešení problematiky efektivně využít a jaké informační podmínky pro jejich použití je nutné zajistit. Tyto skutečnosti také informativně naznačuje autorka habilitační práce v jejím závěru.

e) Připomínky a poznámky k habilitační práci

Vedle připomínek a poznámek prezentovaných v předchozích částech posudku k metodice i analytickému přístupu ke zpracování předložené habilitační práce následně uvedu připomínky (včetně připomínek formálních), které je možné objasnit v rámci obhajoby práce. Jedná se o následující připomínky:

- V abstraktu k habilitační práci i v práci samotné při specifikaci cíle práce je uváděna slovní vazba „.....rozhodování o použití cizích zdrojů financování vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů....“. Není mi obsahově zřejmé, co je to financování vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů – ukazatelé nám umožňují informační specifikace určitých jevů, procesů apod. a nejsou sestavovány proto, abychom je financovali. Máme rozhodnout aplikaci cizích zdrojů financování v podmínkách např. s vazbou na vývoj výše plnění vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů v daných podnicích.

- Např. v rámci provedené korelační analýzy je na str. 107 napsáno, že kladné hodnoty korelačního koeficientu u korelace DER s rentabilitou vlastního kapitálu „teoreticky naznačuje, že příliv cizích zdrojů financování pracuje ve prospěch rentability vlastního kapitálu“. Ze samotné korelační analýzy však takové tvrzení typu příčina – důsledek nevyplývá. Navíc toto tvrzení se nepotvrdilo např. v Maďarsku v podnicích energeticky a

stavebnictví, a proto by bylo vhodné podrobněji objasnit tyto rozdíly, které mohou být informačním impulzem pro případné prohloubení teorie i popisovaných modelů s možností dalšího zkoumání předmětné problematiky.

- Je možné zaznamenat také formální nedostatky – např. nejsou důsledně číslovány vzorce – např. strana 23, 77 a 78.

- V podkapitole 4.5.2 autorka práce píše a graficky také prezentuje, že pozitivně korelovaný vztah v používání cizích zdrojů financování a rentability je možné nalézt pouze v oblasti služeb. Přitom v tab.9 na str.112 pozitivně korelovaný vztah je u zpracovatelského průmyslu, energetiky i služeb.

- V rámci 3.kapitoly habilitační práce týkající se problematiky determinantů řízení kapitálové struktury mohlo dojít k uvedení, na základě čeho byly specifikovány faktory ovlivňující kapitálovou strukturu. Tyto faktory mohly již být specifikovány v rámci popisu teorií kapitálové struktury na bázi literatury (její rešerše, tj. sekundárního literárního výzkumu), a také uvedeno, co ve výzkumné faktorové oblasti bylo zjištěno na bázi vlastní výzkumné práce habilitantky.

- V některých případech prezentovaný text v práci není obsahově jasný (viz např. str.55, druhý odst., čtvrtá věta – „za určitých okolností“ – co to je za určitých okolností?).

f) Otázky k řešené problematice

1. Jaký by byl návrh autorky práce, který se týká postupové struktury a obsahu kroků v rozhodování o řešení kapitálové struktury daného podniku směřujícího k optimalizaci této struktury?
2. S vazbou na str.31 habilitační práce je možné autorce habilitační práce formulovat otázku, která se týká vymezení obsahu a posloupnosti jednotlivých procesových kroků (včetně informačního zabezpečení), které by měly směřovat k optimalizaci kapitálové struktury na bázi aplikace dynamické trade off teorie, a to (jak je prezentováno v práci) použitím: „kontinuálních rozhodnutí, které se týkají nejen vyvažování daňových zvýhodnění dluhu a potenciálních nákladů finanční tísně, ale také vyvažování investičních rozhodnutí a nákladů na restrukturalizaci“.
3. S vazbou na str.45, poslední věta habilitační práce – Co to znamená správné nastavení motivačního systému pro manažery a jak je systém strukturován v podniku a implementován v případě aplikace teorie založené na morálním hazardu a konfliktu zájmů pro vymezení kapitálové struktury?
4. S vazbou na str.53, předposlední věta – Proč při financování investic z reinvestice zadržovaného zisku v podniku a použitím dluhového financování bychom měli hledat odpovědi právě na dvě v práci uvedené otázky – není nutné (resp.možné) uvažovat s dalšími možnými otázkami (kritérii) při rozhodování v rámci této problematiky? Netýkají se tyto otázky jednotlivých fází celého hodnototvorného řetězce v podniku?
5. S vazbou na str.54 – Na základě jaké literatury je prezentován autorkou habilitační práce označený tzv. obecný tvar regresní rovnice (jedná se o rovnici s číslem (1))?
6. Jak a zda ovlivňuje faktorově kapitálovou strukturu množstevní stav, spotřeba, využití a průběh reprodukce potenciálů v podniku (např. v případě dlouhodobého majetku, oběžného majetku, zaměstnanců podniku atd.) umožňujících realizaci hodnototvorného procesu v podniku?
7. Jaké další možné analytické přístupy a metody by habilitantka navrhovala ke zkoumání problematiky optimalizace kapitálové struktury podniku?

Závěr

Habilitační práce Ing. Petry Růčkové, Ph.D. „Vliv vybraných determinantů teorie kapitálové struktury na rozložení použitých zdrojů financování v podnicích v zemích Visegradské čtyřky“ v zásadě splňuje standardní požadavky kladené na habilitační práce v oboru Podniková ekonomika a management.

Předloženou habilitační práci proto doporučuji k obhajobě a v případě úspěšného habilitačního řízení doporučuji Ing. Petře Růčkové, Ph.D. udělit vědecko-pedagogický titul docent v oboru Podniková ekonomika a management.



Prof. Ing. Petr Šnapka, DrSc.

V Ostravě dne 5. 5. 2017