Posudek na disertační práci

DETERMINANTY KAPITÁLOVÉ STRUKTURY A JEJÍ OPTIMALIZACE

autorky Ing. Romany Křivské

Zpracoval: prof. Ing. Petr Marek, CSc.

Předložená disertační práce pod názvem *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace* se zabývá hledáním odpovědi na otázku, které faktory ovlivňují kapitálovou strukturu firem a zda lze nalézt možnosti pro využití optimalizace kapitálové struktury. Uvedené problematice se věnuje v odborné literatuře stále větší počet autorů, kteří často zastávají velmi protichůdné názory. Sama autorka ve své práci uvádí, že „každá analýza je pro finanční řízení podniku v oblasti kapitálové struktury přínosná“ (s. 63). S tím bych si ovšem dovolil nesouhlasit. Naopak, špatná analýza je pro podnikovou sféru dokonce finančního zdraví škodlivá. Naštěstí toto není příklad disertační práce Ing. Romany Křivské. Její práci lze zařadit spíše mezi práce přínosné než mezi práce nic neříkající či dokonce škodící.

Návaznost práce na soudobé vědecké poznatky

Práce vychází především ze studie anglicky psané literatury, a to hlavně z článků zveřejněných v uznávaných odborných časopisech (50 titulů). Autorka se ve své práci odkazuje rovněž na knižní publikace v jazyce českém (8 titulů), anglickém (1 titul) a latinském (1 titul), odborné články v českém jazyce (3 tituly), domácí disertační práce (1 titul) a příspěvek ve sborníku z konference (1 titul). Z toho 25 titulů pochází již ze současného století a není tedy starší než osm let. Hlavním zdrojem pro další úvahy se staly empirické studie založené buď na statistickém rozboru nebo na dotazníkovém šetření.

Práce zohledňuje pět teoretických přístupů: kompromisní teorii, teorii hierarchického pořádku, teorii nákladů zastoupení, teorii free cash-flow a signální teorii. Jednotlivé teorie jsou zde dostatečným způsobem načrtnuty a následně vhodně využity.

Formulace vědecko-výzkumného problému a metodika zpracování práce

Hypotézy v disertační práci jsou stanovené obecně. Velmi slabě jsou uvedeny podmínky, při jejichž naplnění mají být hypotézy potvrzeny nebo zamítnuty. Tím ztrácí hypotézy na síle své testovatelnosti. Nyní se dostávám k jednotlivým hypotézám.

Hypotéza č. 1: *Teorie kapitálové struktury ovlivňují rozhodování podniků při determinaci kapitálové struktury. Výchozím bodem je minimalizace průměrných nákladů kapitálu.*

Trochu zvláštně formulovaná hypotéza v duchu „Jak teorie ovlivňují praxi? Nicméně autorka se spíše věnuje tomu, nakolik jsou v praxi platné základní atributy jednotlivých teorií. Jelikož posuzované empirické výzkumy nepodporují podle autorky žádnou v její práci diskutovanou teorii, hypotézu nakonec zamítá. Bohužel mi chybí přesné předem stanovené předpoklady, za nichž má být hypotéza potvrzena či zamítnuta. Ověřování hypotézy se děje spíše na základě

myšlenkových (byť velmi logických) úvah a méně s pomocí např. matematicko-statistického aparátu.

Hypotéza č. 2: *Podniky při rozhodování o kapitálové struktuře věnují pozornost podobným determinantám kapitálové struktury a přisuzují jim podobnou významnost.*

K potvrzení druhé hypotézy dochází autorka na základě porovnání výsledků empirických studií různých autorů, kteří „víceméně“ dochází ke stejným závěrům. Zde je velmi důležité právě to slovo „víceméně“, neboť ani v případě druhé hypotézy není naprosto přesně určeno, kdy jsou si výsledky ještě podobné a kdy již nikoliv. Tomu odpovídají např. věty v závěru v duchu: „Pořadí významnosti těchto faktorů je u amerických i evropských podniků stejné, avšak dle středních hodnot odpovědí na otázky v rámci empirického průzkumu jsou tyto determinanty významnější u evropských podniků.“ Tuto větu lze ovšem chápat jako spíše potvrzující či naopak spíše zamítající uvedenou hypotézu.

Hypotéza č. 3: *Závislost zadluženosti na determinantách kapitálové struktury podniků v rozvinutých, rozvojových zemích a tranzitivních zemí včetně České republiky je v souladu s teoretickou predikcí.*

Třetí hypotézu autorka zamítá, neboť z porovnání jednotlivých studí vyplývá, že „výsledky závislosti nejsou jednoznačné a prokazatelně stejně významné ve všech zemích“. Teoretické závěry platí podle ní spíše pro rozvinuté než pro další země.

Splnění vytyčených cílů

Hlavní cíl práce byl vymezen na str. 10 jako *analýza faktorů determinujících kapitálovou strukturu firem a zhodnocení využitelnosti stávajících teorií optimální kapitálové.*

Za účelem splnění hlavního cíle byly dále vytyčeny tři cíle dílčí:

1. *Vymezit* pojem kapitál, kapitálovou strukturu a zadluženost podniku.
2. *Definovat* determinanty kapitálové struktury vyplývající z teorií optimalizace kapitálové struktury a diskutovat stanovení optimálního dluhového poměru.
3. *Analyzovat* determinanty kapitálové struktury na příkladu uhelných společností v České republice.

Nejdříve se budu věnovat otázce splnění jednotlivých dílčích cílů.

ad 1) Řešením prvního dílčího cíle se zabývá druhá kapitola. Pojem kapitál je zde rozebrán z hlediska etymologického, právního, účetního, ekonomické a finanční teorie. V případě kapitálové struktury diskutuje autorka vztah ke struktuře finanční. Přiklání se přitom k pojetí svého školitele, který vymezuje tuto strukturu jako strukturu dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován dlouhodobý majetek. Proto také ani nepovažuje za možné ztotožnit tento pojem s pojmem zadluženost. Dále jsou zmíněny rovněž některé ukazatele zadluženosti. Lze proto konstatovat, že první dílčí cíl byl splněn.

ad 2) Druhý dílčí cíl je předmětem rozboru ve třetí kapitole. Za hlavní determinanty kapitálové struktury jsou nejdříve označeny daně, náklady finanční tísně, kapitálové náklady a informační asymetrie a následně ještě čtrnáct dalších méně významných determinantů. V páté kapitole autorka dodatečně hodnotí vliv těchto determinantů zvlášť pro USA, Evropu, rozvinuté, rozvojové a tranzitivní země. V souladu s pěti hlavními teoretickými proudy je současně diskutována možnost optimalizace kapitálové struktury. Lze proto konstatovat, že i druhý dílčí cíl byl splněn.

ad 3) Za analyzované determinanty kapitálové struktury na vzorku několika českých uhelných společností byly určeny velikost podniku, ziskovost podniku, záruční hodnota hmotných aktiv a nedluhový daňový štít. Autorka si pro svou práci vybírá čtyři z osmi determinant, jež ve své práci z r. 2004 použil již dříve Bauer. Tady mi chybí určitá provázanost mezi rozborem provedeným v rámci druhého dílčího cíle a výběrem testovaných veličin pro účely naplnění dílčího cíle třetího. Z metodického hlediska je správně posuzováno nebezpečí multikolinearity. Vypovídací schopnost jednotlivých „modelů“ je omezena relativně velmi malým počtem vyšetřovaných společností. Objevuje se otázka, nakolik lze brát dosažené výsledky za dále využitelné. Nakolik jsou např. tyto výsledky obecně platné a nakolik jsou specifické jen a pouze pro české uhelné společnosti. Chybí mi zde proto především srovnání se zahraničními uhelnými společnostmi. Na druhou stranu bych chtěl ocenit osobní znalost autorky s ekonomickou problematikou daného odvětví. A proto podle mého názoru lze i v případě třetí dílčí cíle konstatovat, že byl tento dílčí cíl splněn.

Vzhledem k tomu, že byly splněny jednotlivé dílčí cíle, z kterých se skládal hlavní cíl práce, lze konstatovat, že byl splněn i tento hlavní cíl. Analýza faktorů determinujících kapitálovou strukturu firem byla provedena s využitím odpovídajícího matematicko-statistického aparátu na vzorku českých uhelných společností. Současně byly zhodnoceny možnosti využití teorií kapitálové struktury, i když bych v diskusi této práce možná očekával větší zaměření na české uhelné společnosti.

Původní řešení práce

Původní řešení práce vidím ve zpracování analýzy kapitálové struktury přesně vymezeného oboru podnikání a ve snaze tak zaplnit určité konkrétní chybějící místo v české odborné literatuře.

Shrnutí

Ačkoliv si dovoluji ponechat určitý nadhled nad využitelností analýzy provedené na malém počtu společností, domnívám se, že i přesto předložená disertační práce splnila všechny požadavky na ni kladené ve Studijním a zkušebním řádu Vysoké škole ekonomické v Praze pro studium v doktorských studijních programech.

Otázky a náměty k diskusi v rámci obhajoby

1. Za jednu z příčin finanční krize je považován požadavek investorů na stále se zvyšující výnosnost jejich aktiv, a s tím související ochotu manažerů podstupovat stále větší riziko. V souladu s tímto jejich přístupem byly firmy ochotny přijímat stále větší dluh, a to jak z hlediska celkové korunové (dolarové, ap.) výše tak i z hlediska jeho podílu na celkových aktivech. Společnosti přijímané do vznešené společnosti veřejně obchodovaných musely dokonce cíleně měnit svoji finanční strategii ve prospěch vyšší zadluženosti. Jak se podle Vás tato strategie změní – pokud se tedy domníváte, že se změní – jako důsledek zkušeností vyplývajících ze vzniku finanční krize?
2. Lze hovořit o zvláštnostech řízení kapitálové struktury v uhelných společnostech oproti společnostem v ostatních oborech podnikání? Tedy v souvislosti s touto otázkou bych měl vlastně položit ještě několik otázek dodatečných. Je kapitálová struktura ve většině českých firem skutečně řízena, anebo je jaksi jen „unášena větrem“, nebo-li jinými slovy

jakou příležitost vítr přinese, takovou příležitost společnost využije. A pokud se řízení kapitálové struktury věnují jen některé společnosti, které to jsou? A získávají společnosti, které se poctivě zabývají řízením kapitálové struktury, oproti společnostem, které se tím nezabývají, nějakou konkurenční výhodu?

Vyjádření k návrhu na udělení vědecké hodnosti doktora v oboru *účetnictví a finanční řízení podniku*

Práci *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace* doporučuji k obhajobě před příslušnou zkušební komisí pro obhajobu disertací. A zároveň doporučuji, aby v případě úspěšné obhajoby byl následně **Ing. Romaně Křivské** udělen titul doktor v oboru *účetnictví a finanční řízení podniku*.

V Praze, dne 11. 9. 2009

prof. Ing. Petr Marek, CSc.