

## **Posudek na disertační práci Ing. Romany Křivské s názvem „Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace“**

Jedná se o velmi zajímavé a aktuální téma, které je již dlouhodobě řešeno v odborných vědeckých kruzích a které skýtá neustále nové a nové podněty a jehož řešení není v podstatě nikdy u konce..

Práce splňuje základní formální předpoklady, které jsou na disertační práce kladeny, tj. je jasně stanoven cíl práce, který je rozpracován do jednotlivých hypotéz, které jsou v závěru práce potvrzeny či vyvráceny.

Cílem disertační práce byla analýza následujících otázek:

1. Jak se měří zadluženost?
2. Jaké faktory determinující kapitálovou strukturu jsou rozhodující?
3. Jak stanovit optimální dluhový poměr? O kterou teorii optimalizace kapitálové struktury se opřít? Jaké je kritérium optimalizace?
4. Jaká je závislost zadluženosti na zvolených faktorech determinujících kapitálovou strukturu?

Tyto analyzované otázky pak vyústily ve stanovení následujících hypotéz:

1. Teorie kapitálové struktury ovlivňují rozhodování podniků při determinaci kapitálové struktury. Výchozím bodem je minimalizace průměrných nákladů kapitálu.
2. Podniky při rozhodování o kapitálové struktuře věnují pozornost podobným determinantům kapitálové struktury a přisuzují jim podobnou významnost.
3. Závislost zadluženosti na determinantách kapitálové struktury podniků v rozvinutých rozvojových zemích a tranzitivních zemích včetně České republiky je v souladu s teoretickou predikcí.

Práce byla rozdělena do osmi základních kapitol, přičemž po vymezení cíle práce a příslušných hypotéz v první kapitole následoval rozbor a analýza a základních pojmů jakými jsou podnikový kapitál, kapitálová struktura a zadlužení. Ve třetí kapitole pak následoval rozbor základních determinant kapitálové struktury, na což pak navazuje analýza determinant z pohledu mezinárodního v kapitole páté a českého v kapitole šesté. Problematika determinant kapitálové struktury v České republice pak byla demonstrována na příkladu uhelných společností. Závěrečné shrnutí je pak uvedeno v kapitole osmé včetně vyhodnocení všech tří hypotéz, přičemž hypotéza č.1 byla zamítnuta, hypotéza č.2 byla potvrzena a hypotéza č. 3 zamítnuta. Poněkud nevhodně byla začleněna kapitola č. 4 týkající se vývoje a postojů teorie MM Modiglianiho a Millera.

Za pozitivní stránku práce kromě již výše uvedených vědeckých a formálních aspektů včetně potvrzení či vyvrácení předem stanovených hypotéz považuji zejména velmi podrobnou analýzu determinantů kapitálové struktury a to dokonce jak z pohledu evropského, tak z pohledu amerického i českého. Domnívám se, že takto podrobně provedená analýza s využitím bohatých zahraničních pramenů nemá v ČR obdoby a že práce jednoznačně přináší nové vědecké poznatky, což je u prací tohoto typu vždy požadováno. Kvalita práce je rovněž zvýrazněna také i velmi kvalitní a precizně zpracovanou analýzou determinant kapitálové struktury uhelných společností v ČR a její srovnání se situací v Evropě s tím, že se potvrzuje platnost kompromisní teorie, ale také podle mého názoru i teorie Brealyho-Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury.

Za poněkud menší nedostatek práce považuji jen okrajovou zmínku a propojení teoretických i praktických závěrů se samou podstatou optimalizace kapitálové struktury, tj. stanovení konkrétních doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury u konkrétních podniků, což by mělo být cílem veškerých analýz a také bylo stanoveno jako cíl práce č.3.

Pokud totiž byla vyvrácena první hypotéza, jak je uváděno na str. 120, je otázkou, jak mají podniky při optimalizaci své kapitálové struktury postupovat a jak určovat správný dluhový poměr. Lze tedy doporučit, aby podniky respektovaly analyzované determinanty, otázkou je, ale v jakém rozsahu a jakým způsobem?

Vzhledem k tomu, že práce splňuje jednoznačně požadavky na disertační práce a přináší nové vědecké poznatky a prezentuje komplexně dosud v ČR nepublikované závěry, doporučuji po úspěšně proběhnuté obhajobě udělení titulu doktor, ve zkratce Ph.D.

Přes jednoznačně pozitivní hodnocení této disertační práce jak po stránce odborné, tak formální, i co se týká přínosu pro teorii i praxi, bych si dovolil položit doktorandce k obhajobě následující otázky:

1. Na str.29 Vaší práce zmiňujete vztah a vzájemnou závislost mezi determinanty kapitálové struktury a jednotlivými teoriemi. Pokud předpokládáte, že determinant je příčinou a teorie následkem, mohla byste ještě jednou stručně popsat, jaké determinanty ovlivnily jednotlivé teorie a jejich vývoj a jakým způsobem jsou jednotlivé determinanty a teorie propojeny?
2. I v návaznosti na předchozí otázku, jaký byste doporučila podnikům postup při optimalizaci jejich kapitálové struktury, tj. jak by podniky měly s využitím Vašich poznatků postupovat, aby se co nejvíce přiblížili optimálnímu zadlužení ?

V Plzni, dne 31.srpna 2009

Doc. Ing. Milan Hrdý, Ph.D.  
Ekonomická fakulta ZČU v Plzni