

Oponentský posudek k disertační práci

Foreign Direct Investment Driven by the Sovereign Wealth Funds and its Impact on the Market Value of the Acquired Companies

PhD. Student: **Ing. Stanislav Martínek, MBA**

Školitel: **doc. Ing. Josef Taušer, PhD.**

Hodnotitel: **doc. Ing. Alexej Sato, CSc.**

Práce se zaměřuje na téma, které je odbornou veřejností stále poněkud opomíjeno, a sice na hodnocení stávajícího postavení a úlohy státních investičních fondů v současné globální ekonomice a v jejím financování. Na rozdíl od výzkumných studií celé řady dalších autorů se práce doktoranda zabývá jenom okrajově možnými negativními vlivy SIF na globální finanční stabilitu nebo dopady jejich vlivu na národní bezpečnost jednotlivých států, ale zaměřuje se především na hodnocení faktorů, které vedou k jejich vzniku, ovlivňují jejich působení a mají rozhodující podíl na růst jejich významu v globálním finančním systému. Jádrem práce a její evidentní přínos z pohledu vědecko-výzkumného, leží v té její části, která je věnována hodnocení vývoje tržní hodnoty jednotlivých podniků, do kterých SIF vstupují, motivace, která je ke vstupu vede, výnosnosti kapitálových vkladů a srovnání vstupů SIF s kapitálovými vstupy běžně dostupnými.

Zpracování předloženého textu je velmi dobře podloženo výchozími prameny informací, které jsou v textu práce řádně uvedeny a vyznačeny. Struktura textu práce má nicméně poněkud specifickou podobu, když je složena ze čtyř relativně samostatných kapitol, z nichž každá obsahuje svůj vlastní úvod, odbornou stat', závěr a seznam použitých zdrojů. Tato skutečnost je zřejmě ovlivněna původním záměrem autora, využít pro účely obhajoby disertační práce samostatných publikačních výstupů. Předložená podoba práce není sice pro účely zpracování tématu ideální, umožňuje však nalezení shody mezi výzkumnými záměry autora a výsledky jeho šetření. Při použití této formy zpracování textu jeví se nicméně seznam použité literatury jako poměrně široký (asi 220 uvedených zdrojů). Použité zdroje se však v obsahu textu mohou opakovat a dozajista i tematicky překrývat. Výzkumné otázky jsou autorem formulovány v úvodní kapitole práce v tomto duchu:

- jaký je dopad investic SIF na hodnotu podniků a jejich provozní výkonnost,

- čím je motivován vstup mezinárodních rezervních fondů do SIF,
- čím přispívají SIF do národních ekonomik jednotlivých států.

V textu práce autor odpovědi na položené otázky v dostatečně šíři a kvalitě nachází. Je však nutné je dohledávat spíše v závěrečných statích jednotlivých dílčích kapitol, než v závěrečné kapitole práce. Orientace v textu a nacházení vyčerpávajících odpovědí je z tohoto pohledu poměrně zdlouhavé a složité.

V první kapitole textu autor poukazuje na růst významu státních investičních fondů, a to zejména v posledním desetiletí, a správně uvádí i předpoklady jejich vzniku, které vidí v akumulaci devizových rezerv státu a v jejich řešení formou investic do státem vlastněných fondů. Autor v této části práce, podobně jako v kapitole třetí, vesměs přijímá názory autorů vybrané odborné literatury, kterých ovšem prostudoval nadstandardní množství a má tedy pro vyslovení svého názoru dostatečně věrohodnou oporu. I přes rychlý nárůst významu a objemu finančních prostředků v SIF je však zřejmě stále ještě poněkud nadsazené označovat současnou situaci jako nárůst státního kapitalismu.

Za nosnou část textu je třeba označit zejména druhou kapitolu, která je zaměřena na hodnocení tržní hodnoty podniků, do kterých SIF vstupují, její časový vývoj, hodnocení motivace kapitálových vstupů a jejich výnosnosti. Zmíněná část práce obsahuje největší podíl vkladu autora do vědeckého výzkumu, je velmi inovativní a obsahuje některé zcela nové pohledy na zkoumanou problematiku. Současně může sloužit jednak jako východisko pro další zkoumání a současně také jako vhodný návod pro finanční rozhodování podniků v praxi.

Autor v této části práce uvádí mimo jiné i své zjištění, že podnik po kapitálovém vstupu SIF nadstandardně roste přibližně po dobu dalších tří let, ve srovnání s podniky, do kterých vstupuje kapitál soukromý. V delším časovém úseku (nad 5 let) je však jejich výnos podprůměrný, což má samozřejmě vliv i na jejich tržní hodnotu. Uvedené, velmi pozoruhodné zjištění, však autor v dalším textu blíže nekomentuje, ani se ke škodě odborného obsahu práce nepokouší objasnit jeho příčiny.

Obsah čtvrté kapitoly se opírá o případovou studii s velmi specifickým zaměřením. Studie analyzuje konkrétní případ využití devizových rezerv, vytvořených v rozpočtu Ruské federace vývozem ropy a zemního plynu, pro podporu státního podnikání z příbuzného odvětví nukleární energetiky (Rosatom). Nejedná se o typický příklad financování ze strany státního investičního fondu, a to ani z pohledu teritoriálního (typickým příkladem jsou některé státy jihovýchodní Asie nebo oblast Perského zálivu), ani z pohledu komoditního (nejčastěji finančnictví, služby). Analýza, která je v textu v textu případové studie provedena velmi podrobně a zodpovědně, ukazuje na mnohé odlišnosti ve srovnání s investicemi, které jsou

realizovány v jiných regionech a v jiných podnikatelských odvětvích. Ukazuje však také na některé specifické možnosti využití státem vlastněných investičních prostředků, například pro účely zajištění podnikatelských aktivit v krizových situacích, jakými mohou být globální ropné krize.

Investiční aktivita, blíže popsaná v případové studii vykazuje nicméně některé charakteristiky, které se vymykají zjištěním, provedeným v předchozím textu. Kapitálová výnosnost investice Rosatom nemá průběh, který by byl srovnatelný s většinou ostatních realizovaných kapitálových investic, ale poměrně věrně naopak kopíruje celkový ekonomický vývoj v Ruské federaci, včetně negativních vlivů represivních opatření ze strany světového společenství po r. 2014. Autor práce tento vývoj sice v textu studie průběh samotný uvádí, jeho komentář by však měl být přesvědčivější.

Celkově lze z obsahu práce vyvodit, že přes značný nárůst významu nelze prozatím SIF považovat za zdroj financování, který je běžně dostupný. Naplnění myšlenky, vyslovené v úvodním „motto“ (Jen, 2007), tedy prozatím leží v budoucnosti. Ve specifických případech mohou nicméně SIF určitou alternativu k fondům soukromého kapitálu představovat.

V odborné literatuře jsou investice SIF občas spojovány s obavou svého propojení s nejrůznějšími nekalými geopolitickými nebo regionálními zájmy nebo snahami o cílenou destrukci průmyslových odvětví či podnikatelských aktivit, které však dosud nepotvrdila ani odborná literatura, ani text předložené práce, ve které autor dochází ke stejným závěrům.

Drobnější výhrady k předloženému textu se vesměs týkají jen jeho formální úpravy, nikoliv odborného obsahu. **Práce se doporučuje k obhajobě před komisí pro obhajoby disertačních prací.**

V Praze dne 14. října 2019

Alexej Sato