Oponentský posudek doktorské disertace

Název práce:	Odhad nákladů cizího kapitálu pro potřeby dlouhodobého plánování v rámci oceňování
Disertant:	Ing. Lucie Rudolfová
Zpracoval:	PhDr. Petr Jablonský, Ph.D.
Školitel:	Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.
Datum obhajoby:	10. ledna 2020

Posudek je členěn do těchto částí:

1. Vymezení zkoumané oblasti a cíle práce
2. Zmapování stavu zkoumané oblasti
3. Vědecký význam – přínos práce, novost myšlenek a metod
4. Praktický význam (aplikovatelnost)
5. Metodika dosažení stanoveného cíle
6. Formální úroveň práce
7. Závěrečné shrnutí a doporučení k obhajobě

---

1. Vymezení zkoumané oblasti a cíle práce

Práce se věnuje odhadu nákladů cizího kapitálu společností v českém domácím prostředí. Hlavní cílem práce je vyhodnotit možnost odhadovat náklady cizího kapitálu regresním vztahem na základě koeficientu úrokového krytí, případně dalších doplňujících vysvětlujících proměnných.

Výsledný model je v práci porovnán vůči standardně používaným a často jednodušším metodám, a to jak z pohledu přesnosti, tak náročnosti praktické aplikovatelnosti.

2. Zmapování stavu zkoumané oblasti

Zmapování současného stavu zkoumané problematiky je obsáhlé a přehledné. V kapitole 3 autorka popisuje různé dostupné metody pro odhad nákladů cizího kapitálu. Kapitola je srozumitelná, z mého pohledu slouží jako dobrá učebnice i pro odbornou veřejnost v oblasti znalectví. Oceňuji závěrečné srovnání metod v kapitole 3.2 a hodnocení zahrnující i pohled na náročnost praktické aplikace jednotlivých metod.

3. Vědecký význam – přínos práce, novost myšlenek a metod

Práce přináší novou metodu odhadu nákladu cizího kapitálu formou regresní rovnice, kdy hlavní vysvětlující proměnou je ukazatel úrokového krytí. Tento přístup je v českém prostředí inovativní a svým způsobem odvážným, protože výsledek práce nebyl předem zaručen.

Využitými metodami jsou standardní statistické funkce s velmi kvalitním zpracováním ze strany autorky.

4. Praktický význam (aplikovatelnost)

V práci osobně vidím vysoký aplikační potenciál. To za podmínek, že se prokáže funkčnost zvolené metody odhadů nákladů cizího kapitálu a že by byl vytvořen jednoduchý návodný postup, který by mohli znalci využívat v praxi.

5. Metodika dosažení stanoveného cíle

Metody, které doktorandka při zpracování použila, hodnotím nadstandardně kvalitně. Značná část práce je zpracována s pomocí statistických metod. Práce mimo jiné zahrnuje vývoj vlastního regresního modelu a zpracování velkého množství dat. Statistickou část práce hodnotím positivně a vnímám ji jako silnou stránku práce a autorčinu přidanou hodnotu.

Co mírně postrádám je hlubší zasazení výzkumu do kontextu hospodářského cyklu. Datové období zahrnuje roky 2014-2016. Tedy období mimořádné stability českého makroekonomického prostředí. Po celou tuto dobu trvaly měnové intervence ČNB a po celou tuto dobu byly krátkodobé úrokové sazby drženy na kladné nule. V práci postrádám komentář k tomuto stavu a s tím související zamyšlení, zda toto mimořádné prostředí mohlo mít dopad na závěry práce a jejich platnost v dlouhém období. Umím si představit, že by bylo přínosné závěry práce a vzniklý statistický model validovat na dřívějších nebo naopak pozdějších datech.

Kladně hodnotím snahu prezentovat metody odhadu nákladů cizího kapitálu na případových studií – viz kapitola 7.2 (společnosti Hamé a Auto Pokorný) a 8.2 (společnosti První energetická, ADIS TACHOV, obchodní závod pana Romana Kováře). Podobně jako v předchozím komentáři bych i zde uvítal zasazení hodnocených společností do širšího kontextu. Autorka společnosti analyzuje na základě finančních výkazů za jeden fiskální rok a nezabývá se, zda je tento rok pro společnosti reprezentativní. Uvítal bych analýzu zahrnující delší časové období. Z mé praktické zkušenosti se úvěrové instituce při posuzování žadatelů o úvěr dívají na delší časové řady finančních výkazů, aby byly schopny odhalit trendy a různé jednorázové události, které je vhodné v analýze očistit.

Analýza za společnost Hamé je založena na nekonsolidované účetní závěrce, což zřejmě vede k podhodnocení ukazatele „EBIT / úroky" v porovnání s konsolidovanou závěrkou – společnost Hamé v 2014 měla Provozní výsledek hospodaření 69,5m CZK a k tomu navíc 182,3m CZK výnosů z podílu v ovládaných osobách (které nejsou v EBIT / úroky započteny). Považuji za spravedlivé uvést, že společnost Hamé konsolidované výkazy nezveřejňuje.

6. Formální úroveň práce

Po formální stránce je práce vyhotovena ve vysokém standardu a odpovídá nárokům kladeným na disertační práce. Positivně hodnotím zvolenou strukturu práce, srozumitelný způsob vyjadřování a pestrost jazyka.

Z terminologického hlediska je disertace zpracována pečlivě a odvolává se na podrobnou rešerši domácích i zahraničních autorů.

Poslední připomínku bych měl k závěru práce, který vyznívá do ztracena. Zvolené téma odhadu nákladů cizího kapitálu má vysoký aplikační potenciál, pokud se prokáže jeho funkčnost. Očekával bych jednoznačný závěr formou „téma bylo prozkoumáno a pro svoji nízkou vypovídací schopnost / pro svoji komplikovanost se ukázalo se jako slepá cesta" nebo „téma bylo prozkoumáno, za těchto uvedených podmínek je lepší než konvenční metody a takto je mohou znalci praktikovat".

Takový jednoznačný závěr v disertaci chybí. Navíc autorka v samotném závěru uvádí, že vidí pouze omezený prostor pro další navazující výzkum. Není tak zcela jednoznačné, co si čtenář z práce má vlastně odnést.

Osobně mi přijde odhad nákladů cizího kapitálu regresní rovnicí pro praxi komplikovaný, což dle mého názoru snižuje možné využití individuálními odhadci. Nehledě na související požadavky na statistické dovednosti, které by takový odhadce musel mít. Tím bych ale tento přístup nerad zatracoval. Uměl bych si představit, že by autorka jako navazující činnost mohla model validovat na aktuálních datech a v případě úspěšného potvrzení platnosti modelu jej následně zveřejnila pro praktické využití znalců – ti by fakticky s modelem pracovali jako s hotovým nástrojem a/nebo kalkulačkou, aniž by nutně museli porozumět detailům fungování modelu. Takový nástroj by bylo samozřejmě nutné nadále pravidelně aktualizovat a validovat. Vznikl by veřejně dostupný regresní model odhadu nákladů cizího kapitálu pro české prostředí. Toto ale považuji skutečně za případnou navazující činnost a nikoli za očekávání od disertační práce.

7. Závěrečné shrnutí a doporučení k obhajobě

Osobně hodnotím téma jako komplikované a svým způsobem odvážné. Autorka odvedla ohromné množství práce a postupně vyvinula vlastní regresní model odhadu nákladů cizího kapitálu. V práci je několik nedostatků, které zmiňuji v tomto posudku. Z mého pohledu tyto nedostatky otevírají cestu pro případný navazující výzkum a nejsou překážkou obhajoby práce. Nesouhlasím s autorkou, že prostor pro další výzkum je v této oblasti omezený. Soustředil bych se na uvedení výzkumu do praktické aplikace.

Závěr: Předložená práce splňuje požadavky, kladené na tento typ prací, a práci proto doporučuji k obhajobě před příslušnou komisí pro obhajobu disertačních prací.

Otázky k obhajobě:

1. V čem a/nebo za jakých okolností spatřujete přidanou hodnotu regresního odhadu nákladů cizího kapitálu oproti standardním metodám?

2. Umíte si představit, že by regresní model nákladů cizího kapitálu mohl dlouhodobě fungovat ve znalecké praxi? Co by k tomu bylo potřeba, aby jej znalci dobrovolně vyhledávali a využívali (v porovnání se standardními metodami, které jsou dostupné a mnohdy jednodušší).

3. Model byl odhadnut na datové řadě 2014-2016. Můžete okomentovat Váš předpoklad o stabilitě modelu v čase? Jak často by měl být model aktualizován (dotaz opět míří na využití modelu v praxi).

V Praze dne 20. prosince 2019,

PhDr. Petr Jablonský Ph.D.