

Oponentní posudek disertační práce

Název disertační práce: **Rozhodování o financování podniku z externích zdrojů**

Doktorand: **Ing. Irena Honková**

Školící pracoviště: Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní

Studijní program: Ekonomika a management
obor Management

Oponent: **doc. Ing. Václav Janeček, CSc.**
Univerzita Hradec Králové
Fakulta informatiky a managementu

Doktorandka se zaměřila na problematiku, která je zejména v současném období **velmi aktuální a potřebná**, zejména proto, že stavebnictví jako obor je v dlouhodobém útlumu a tím je přirozeně obtížnější financovat rozvoj podniku v tomto odvětví. Práce se zaměřuje na problematiku financování investic z externích zdrojů.

Práce má dobře logicky **uspořádanou strukturu**, autorka postupuje od obecného ke konkrétnímu, velmi pečlivě popisuje použitý přístup a metody řešení. Název kapitoly 2 „*Současný stav vědeckého poznání v oblasti dlouhodobého externího financování*“ slibuje něco, co nemůže být v rámci disertační práce splněno, jedná se zde spíše o uvedení vybraných oblastí z této problematiky. To vzhledem k cíli práce a postupu jeho naplnění nelze považovat za nedostatek. Tyto úvodní a možno říci přípravné části práce věnované současnému stavu poznání v dané oblasti a vědeckým metodám, které hodlá autorka použít, mají přirozeně spíše popisný a kompilační charakter. Autorka při formulování této části vychází z odpovídající odborné literatury a postupuje velmi pečlivě. Přesto by bylo možné uvést některé problematické formulace (možná převzaté), například na s. 12 je tvrzení „Podnikatelský plán je nástrojem strategického plánování.“ V učebnicích prof. Synka se o podnikatelském plánu mluví v tom smyslu, že je to „základní dokument taktického plánování...“. Je otázkou, zda bylo nezbytné zpracovat tyto úvodní části práce v tak velkém rozsahu v takové míře podrobnosti. Přestože je celkově práce na velmi slušné jazykové a grafické úrovni, nevyvarovala se autorka např. takovéto věty na s. 156: „*Vytvořené modely byly ověřeny experiment a jsou v praxi použitelné*“.

Vlastní přínos práce je pak obsažen v následujících kapitolách, ve kterých autorka konkrétně **plní cíl své práce**, který je formulován na s. 75. „*Hlavním cílem této práce je vytvořit souhrn nástrojů a postupů pro rozhodování o použití externího zdroje financování pro zefektivnění rozhodovacího procesu.*“ „*Dílním cílem je provést analýzu využívání externích nástrojů financování u sledovaných podniků.*“ Pro splnění těchto cílů autorka formuluje čtyři hypotézy, znění hypotézy H4 pak mimo jiné umožňuje lépe a jednoznačně chápat formulaci hlavního cíle práce.

Z hlediska **použitých metod se autorka snaží posupovat striktně korektně**, zejména při statistické analýze a hodnocení získaných odpovědí z dotazníkového šetření. To lze považovat za jednu z velmi pozitivních stránek předložené práce.

Na druhé straně by bylo možné vznést určité **pochybnosti týkající se například interpretace odpovědí na otázky č. 4, 5 a 6**, které autorce sloužily k ověření hypotézy H1 „*Manažeři podniků se při volbě financování rozhodují pouze na základě dílčích analýz, které dostatečně nepostihují celou problematiku.*“ Jedná se o to, že autorka u tvrzení „a“ a „c“, která sama považuje za správná, označuje souhlasnou odpověď respondentů za chybu a činí například závěr: „*Souhlasem s tímto tvrzením se manažeři podniků přiznávají k neracionálním úvahám při rozhodování o volbě zdroje financování*“.

Tento závěr na straně 100 vyvozuje z toho, že respondenti souhlasí s tím, že dávají přednost internímu financování, neboť je to snadno dostupný kapitál. Obdobně uvažuje i o reakcích na tvrzení „c“. Jiná situace je u tvrzení „b“, které je nesprávné. Ze souhlasu s tímto tvrzením, by bylo možné vyvozovat nějaký závěr o jisté nekompetentnosti manažerů při rozhodování o dlouhodobém financování. Souhlasit s tím, že vlastní kapitál je levnější než cizí, svědčí přirozeně o nedostatečném vzdělání v oblasti financování. Nicméně celá myšlenková konstrukce na stranách 100 až 103 se mi nejeví jako zcela průkazná. **To je jedno téma, ke kterému by bylo vhodné, aby se doktorandka blíže vyjádřila v rámci rozpravy.** Mám-li uvést analogii, tak přece nelze vyvodit s faktu, že budu souhlasit s tvrzením, že je rozumné jet z Pardubic do Prahy vlakem, že jsem nezážil nebo dokonce neumím zvážit jiné možnosti dopravy.

Skutečnost, že se autorka dopracovala k závěru, že H1 byla potvrzena má poměrně zásadní důsledky pro konstrukci postupu, resp. vzorce výpočtu WACC, který v závěru své práce formuluje. Pro výsledky výpočtu jsou velmi důležité váhy jednotlivých faktorů do výpočtu zahrnutých. Tyto váhy byly stanoveny na základě odpovědí respondentů dotazníkového šetření opět z hlediska analytického a statistického zpracování korektně, avšak jednalo se o odpovědi respondentů, u jejichž většiny autorka v souvislosti s hypotézou H1 konstatovala, že nejsou schopni problematiku dlouhodobého financování řešit komplexně a potřebují pomoc, nějaký návod na rozhodování. **Toto se mi jeví jako rozporné a opět by bylo vhodné, kdyby se k tomu autorka v diskusi blíže vyjádřila.**

Celkově hodnotím práci velmi pozitivně, zejména z hlediska použitého metodického postupu, autorka prokázala potřebnou erudovanost. V této oblasti také vidím hlavní přínos práce ke studovanému oboru. Přes výše uvedené pochybnosti se jedná o dílo zpracované velmi zodpovědně a pečlivě. Disertační práce se opírá o velký počet vhodně volených odborných titulů. Cíle, které si doktorandka pro svoji práci vytýčila, byly bezezbytku splněny. Vlastní publikační činnost doktorandky vztahující se k dané problematice obsahuje osm publikací, většinou charakteru příspěvku na vědecké konferenci. Úrovně disertační práce svědčí o tom, že doktorandka plně zvládla základy vědecké práce.

Úplným závěrem konstatuji, že předložená disertační práce obsahuje původní poznatky autorky, je zpracována v souladu s požadavky kladenými na tento typ práce, proto ji doporučuji k obhajobě.

V Hradci Králové, 23. srpna 2013


doc. Ing. Václav Janeček, CSc.

Oponentní posudek na disertační práci

Téma: Rozhodování o financování podniku z externích zdrojů

Autor: Ing. Irena Honková

1. Vhodnost a aktuálnost zvoleného tématu

Správný výběr externích zdrojů financování bývá mnohdy pro podnik natolik důležitý, že může znamenat jak jeho úspěšný rozvoj, tak naopak jeho konec. Akciová forma společnosti mnohdy svádí k myšlence, že emise akcií je tou nejlepší formou, neboť akciový kapitál je nevratný a nemá datum splatnosti. A právě nespokojení akcionáři mohou být příčinou toho, že podnik může být prodán konkurenci pod cenou a ta ho nakonec zavře. Autorka disertační práce si vybrala právě akciovou formu financování pro zkoumání volby optimálního způsobu financování. To že se věnuje zejména nákladům na kapitál(WACC) není nikterak náhodné. Exaktní přístup k finančním rozhodováním má své opodstatnění a v době stále sílící globalizace a konkurence je velmi důležitý. Z těchto důvodů lze považovat volbu tématu za vysoce aktuální.

2. Struktura disertační práce , použité metody a připomínky

Disertační práce je rozčleněna do dvanácti kapitol na celkem 190 -ti stranách včetně příloh. Posloupnost kapitol je obvyklá pro tyto druhy prací, takže postup od analýzy současného stavu vědeckého poznání přes vymezení cíle práce k návrhu zdokonalené metodiky a její aplikaci je bez připomínek. Snad jen při vymezení hypotéz působí poněkud rušivě další členění(viz H2, H20 atd.). Stanovení hlavního cíle práce je jednoznačné. Přehled použitých metod(vědeckých a empirických v kapitole 4 je dále zpřesněn viz. blokové schéma uvedené v obr. 15 na str.86 názorně zobrazuje myšlenkový postup, který autorka zvolila. Rovněž statistické metody(Spermanův test, Friedmanův test atd....) svědčí o exaktním přístupu autorky.

Připomínky:

V úvodu práce na str. 12 se zmiňujete o finančním plánu na které navazuje plán tržeb atd..

Jaká je tedy posloupnost plánů při sestavě finančního plánu podniku?

Zpřesněte, které z kritérií, která navrhuje ke zdokonalení modelu WACC obsahuje nebo vyjadřuje riziko plynoucí z konkurenčních nabídek(u stavebních firem např. při výběrových řízeních?).

3. Dosažené výsledky

Stěžejní cíl disertační práce,...vytvoření souhrnu nástrojů a postupů pro rozhodování o použití externího zdroje financování pro zefektivnění rozhodovacího procesu....,byl splněn. Doktorandka se zcela správně zaměřila na podrobnou analýzu modelu WACC s tím, že se snažila rozšířit původní model o další kritéria, což se jí zjevně podařilo. Aplikace zobrazená ve schématech č.31- 35 to názorně prokazuje. Zajímavé výsledky přinesl rovněž dotazníkový průzkum, který sice jako součást objektivního zkoumání není nejvhodnější, nicméně na jedné straně potvrdil povrchnost mnohých finančních manažerů a na druhé straně oprávněnost této práce. Za ryze tvůrčí kapitolu lze označit kapitolu šestou, a to zejména ohodnocení všech kritérií váhami. Ty pak v konečné fázi umožňují aplikaci rozšířeného modelu WACC. Využití

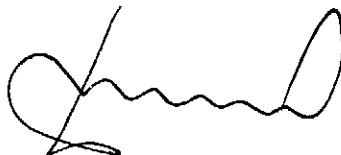
modelu na vzorku podniků stavebního průmyslu je vhodné, zejména pro pružnou reakci uvedeného odvětví na aktuální ekonomickou situaci.

4. Využitelnost výsledků

Výsledky práce dále zpřesňují rozhodovací kritéria, která jsou doposud v existujících modelech používána. Tím současně umožňují finančním manažerům kvalifikovaněji rozhodovat. Snižuje se tak riziko nesprávného rozhodnutí a tím se eliminují možné ztráty. Výsledky je pochopitelně možno využít i pedagogické oblasti, a to v předmětech, kde se teoretické metody vyučují.

5. Závěr

Disertační práce Ing. Ireny Honkové splňuje všechna kritéria, kladená na práce obdobného druhu. Autorka prokázala, že je schopna samostatné tvůrčí práce. Zdokonalením přístupu k ocenění cizího a vlastního kapitálu obohatila stávající teorii, aplikací na vybraném odvětví pak prokázala použitelnost výsledků v praxi. Vzhledem k výše uvedeným faktům doporučuji disertační práci „Rozhodování o financování podniku z externích zdrojů“ k obhajobě. V případě jejího úspěšného průběhu navrhuji udělit jmenované vědeckopedagogickou hodnost Ph.D.



prof. Ing. Jiří Polách, CSc.
Vysoká škola podnikání a.s. Ostrava

V Ostravě 20. 8. 2013

Posudek oponenta dizertační práce

Téma práce:	Rozhodování o financování podniku z externích zdrojů
Typ závěrečné práce:	Dizertační závěrečná práce
Autorka:	Ing. Irena Honková
Školitel:	doc. Ing. et Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
Oponent:	prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Rozhodování o zdrojích financování je jednou z cest zvyšování hodnoty podniku. Často je zjednodušované na rozhodování na základě vážených nákladů kapitálu a opominají se specifika konkrétního podniku jako i struktura a efektivita finančního systému. Autorka se v disertační práci zabývá rozhodováním o zdrojích externího financování, přičemž jako kritérium rozhodování taky zvolila vážené průměrné náklady kapitálu. Tento klasický rozhodovací problém však rozšířila o expertní rozhodovací model, simulující vývoj nákladů kapitálu v čase, do kterého zapracovala i faktor důležitosti kritérií pro výběr zdrojů financování. Z tohoto pohledu považují zvolené téma za aktuální a vhodné pro řešení disertační práce.

Předložená disertační práce je kromě úvodu a závěru rozdělena do osmi kapitol.

V první kapitole autorka uvádí východiska a zaměření disertační práce, včetně vymezení základních pojmů. I když uvedení do problematiky je vhodné, vymezení základních pojmů již do disertační práce, dle mého názoru, nepatří. V druhé části autorka zařazuje problematiku rozhodování o zdrojích financování v širších souvislostech do oblasti finančního plánování, podává stručnou charakteristiku zdrojů externího financování a faktorů, které je potřebné brát v úvahu při rozhodování o zdrojích financování. Kapitulu doplňuje problematika optimalizace kapitálové struktury a nákladů kapitálu jednotlivých zdrojů financování. V závěru kapitoly autorka charakterizuje stavební průmysl v České republice. Vzhledem k tématu disertační práce by zejména problematika faktorů ovlivňujících finanční rozhodování zasluhovala hlubší rozpracování. Obdobně by se očekávalo hlubší rozpracování rizik podniků působících ve stavebnictví, které mohou výrazně ovlivnit náklady kapitálu podniku.

V další části autorka definovala hlavní cíl práce a to „*vytvořit souhrn nástrojů a postupů pro rozhodování o použití externího zdroje financování pro zefektivnění rozhodovacího procesu*“ a v návaznosti na to dílčí cíl, tj. *provést analýzu využívání externích nástrojů financování u sledovaných podniků*. V závislosti na formulovaném cíli autorka rozhodla o krocích zpracování k dosažení cíle práce, formulovala čtyři vstupní hypotézy a rozhodla o metodách výzkumu, které jsou popsány ve čtvrté kapitole. Pro sběr primárních dat autorka použila dotazník, pro tvorbu rozhodovacího nástroje použila modelování v programu Vensim. Objektům výzkumu byly podniky z oboru stavebnictví.

Výsledky primárního výzkumu jsou prezentovány v páté kapitole. Výzkum probíhal ve dvou etapách tak, aby autorka získala dostatečný počet odpovědí vzhledem k velikosti základního souboru a v závislosti na variabilitě výskytu zkoumaného znaku v základním souboru (s. 94).

I když dotazník obsahoval pouze čtyři otázky (resp. úkoly), byly formulovány tak, aby na základě získaných odpovědí mohla autorka ověřit platnost formulovaných hypotéz.

Šestá kapitola je věnována naplnění hlavního cíle, tj. vytvoření rozhodovacího modelu výběru zdrojů financování. Základní variantou rozhodovacího modelu je výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu. Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu autorka použila stavebnicový model, náklady dluhového kapitálu jsou stanoveny na základě poměru placených úroků a výše dluhu (s. 63). Do základního modelu byly pak zapracovány ekonomické poznatky získané předešlým výzkumem. Autorka využila informace z dotazníkového šetření pro vytvoření experimentálního rozhodovacího modelu, do kterého zakomponovala kritéria výběru zdrojů financování s váhou, jakou jim přiřadili respondenti dotazníkového šetření. Vytvořený model pak ověřila v jednom z podniků, který byl součástí primárního výzkumu. Při jeho ověřování formulovala doporučení pro využití modelu v praxi a naznačila, jak lze modelovat výběr zdrojů financování v závislosti na jejich dostupnosti a preferenci manažerů resp. vlastníků podniku. Dle vyjádření experimentátora autorka prokázala, že model umožňuje jednak posuzovat dopad jednotlivých zdrojů financování na upravené průměrné vážené náklady kapitálu, jako i všech veličin najednou (s. 152-153).

V částech sedm a osm autorka pak naznačila možnosti dalšího výzkumu jako i přínosy disertační práce.

Otázky k diskusi:

1. Při výpočtu nákladů vlastního kapitálu jste se rozhodla použít stavebnicový model určování nákladů vlastního kapitálu podniku. V čem vidíte rizika použití tohoto modelu? Zvažovala jste i použití stavebnicového modelu vycházející z analýzy interních rizik podniku? Pokuste se modelovat, která rizika, případně s jakými váhami by měly do modelu vstupovat.
2. Do rozhodovacího modelu o zdrojích financování jste zapracovala poznatky z dotazníkového šetření. Výsledky získané dotazníkovým šetřením nebyly příliš lichotivé ke znalostem managementu podniků ohledně znalosti zdrojů dlouhodobého financování (viz hypotéza H2). Jak mohla tato skutečnost ovlivnit Vaše výsledky a tím i výsledný model? Jak je možné tyto případná rizika eliminovat?
3. V práci používáte označení „zdroje financování“ i „nástroje financování“. Jsou totožné nebo je mezi nimi rozdíl? Pokud jsou chápány rozdílně, v čem je rozdíl mezi těmito pojmy?

Závěr

Autorka disertační práce prokázala schopnost stanovit adekvátní výzkumný cíl, zvolit vhodné výzkumné metody k jeho naplnění, jako i kriticky zhodnotit získané výsledky a formulovat adekvátní závěry. *Přinesla nové poznatky ohledně znalostí managementů podniků stavebního průmyslu z oblasti zdrojů financování a korelace mezi úrovní těchto znalostí a ziskovostí měřenou ukazateli ROA resp. ROE, komplexnosti prováděných analýz při*

*rozhodování o zdrojích financování. Současně vytvořila interaktivní nástroj
vícekriteriálního rozhodování pro výběr zdrojů financování.*

Na základě uvedených skutečností doporučuji, aby byl Ing. Ireně Hronkové po úspěšném
obhájení disertační práce udělen akademický titul philosophiae doctor (ve zkratce PhD.)
v oboru Management.



V Brně, 26. srpna 2013

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
VUT v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí