

Oponentní posudek na doktorskou disertační práci **Ing Jana Mačího** na téma:
**Externí financování podniku v souvislosti s krizí se zaměřením na úvěrové a
dluhopisové financování**

Oponent: prof. Ing. Jar. Durčáková, CSc.

Vysoká škola ekonomická,

Fakulta financí a účetnictví

Zhodnocení významu disertační práce pro obor

Předložená disertační práce se zabývá problematikou, která dosud nebyla systematicky patřičně pokryta. Její analytická část je zaměřena na podniky působící v České republice, ve které dluhopisové financování nepatřilo k tradičním formám financování podniků. Dlouhodobě byly v externím financování preferovány bankovní úvěry. Finanční trhy se v České republice začaly rozvíjet až počátkem devadesátých let. Považuji proto disertační práci Ing. Jana Mačího za obohacující dosavadní stav poznání v uvedené oblasti a pro obor Organizace a řízení podniku významnou. Poznatky získané výzkumem otázek souvisejících s externím financováním podniků v souvislosti s globální finanční krizí mohou být využity rovněž v oborech zaměřených na finanční řízení podniků.

Splnění stanoveného cíle a použité metody

Disertant si vytknul za hlavní cíl své doktorské disertační práce *charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí*. Hlavní cíl pak doplňuje vymezením dílčího cíle – identifikovat motivy podniků k využívání úvěrů či dluhopisů. Disertant si klade zásadní otázku, zda globální finanční krize, resp. dostupnost bankovních úvěrů, ovlivnila dluhopisové financování podniků v České republice. Práce je pak postavena na formulování, testování a vyhodnocení jasně vymezených dílčích hypotéz a výzkumných otázek. První hypotéza je zaměřena spíše na posouzení makroekonomických souvislostí. Na základě dalších hypotéz pak disertant přistupuje k výzkumu zvolené problematiky z mikroekonomického hlediska. Disertant postupuje důsledně k vymezenému cíli od teoretických přístupů ke zdrojům financování podniků, podnikového financování v kontextu globální finanční krize a klasifikace úvěrového a dluhopisového financování ke stanovení technicko-metodologických východisek volby podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním a k vlastnímu konkrétnímu výzkumu. Závěrečná část práce přináší shrnutí dosažených výsledků výzkumu, o něž autor disertace opírá své závěry. Práce se opírá o rozsáhlý soubor české i zahraniční literatury, jakož i vlastní předchozí publikační výstupy uvedené v domácích i zahraničních časopisech.

Ráda konstatuji, že disertant vytčený **cíl práce splnil**. Oceňuji jeho snahu přistupovat k výzkumu zvolené problematiky jak z makroekonomického, tak mikroekonomického hlediska. Disertant v prvním kroku naplnění hlavního cíle práce verifikuje stanovené hypotézy na základě dosavadního poznání. Vycházel přitom především z rešerše publikovaných českých i zahraničních zdrojů. Autor disertace prokázal nejen rozsáhlou znalost odborné literatury, ale také schopnost tyto rozsáhlé prameny utřídit a využít k naplnění cíle, který si vymezil.

V dalším kroku analyzuje důsledky finanční krize na volbu podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. Analýza je zaměřena na české podniky, resp. na jejich zvolený soubor. Metody použité autorem k výzkumu zvolené problematiky považuji za adekvátní.

Stanovisko k výsledkům disertační práce a význam přínosu autora

Disertace analyzuje období 2006 – 2014, resp. 2009 – 2014, ve kterém se důsledky globální finanční krize v České republice projevovaly. Samozřejmě se nabízí otázka, zda je toto období dostatečně dlouhé na to, aby dosažená zjištění mohla být dostatečně průkazná. Na tomto místě chci upozornit rovněž na to, že cíl práce mohl být i širší; mohl např. zahrnovat i komparaci důsledků finanční krize na volbu externího financování nejen v podmínkách podniků působících v České republice, ale i v podmínkách jiných malých otevřených ekonomik. Doporučuji rovněž, aby v dalším výzkumu autor předložené disertace věnoval pozornost nejen externím zdrojům, které domácí podniky mohou čerpat v domácí měně, ale i zdrojům čerpaným v zahraničních měnách a otázkám s tím spojenými, zejména s možnými riziky a náklady na jejich zajištění.

Disertant přistupuje ke zkoumání postojů podniků, resp. ke změně jejich postojů, k externímu financování nejprve z makroekonomického hlediska a zaměřuje svoji pozornost na vztah mezi růstem HDP na obyvatele a růstem či poklesem dluhopisového trhu. Dochází k závěru, že v období 2009 – 2014 (tedy od období, které lze označit jako období ode dna ekonomické recese do roku 2014) existuje statisticky významná vzájemná lineární závislost mezi oběma časovými řadami. Pomocí matematicko-statistické metody analýzy korelace časových řad dochází k závěru, že v letech 2006 – 2014 byla na 5 % hladině významnosti prokázána silná lineární závislost mezi vývojem HDP na obyvatele a dluhopisovým financováním podniků (str. 130). V obecných souvislostech můžeme předpokládat, že s růstem HDP na obyvatele roste také míra úspor a tudíž může potencionálně růst i poptávka po korporátních dluhopisech. Uvedená lineární závislost mezi oběma časovými řadami by však vyžadovala ještě hlubší posouzení dalších faktorů, které na rozvoj dluhopisového financování mohou působit – např. míra rozvinutosti finančních trhů, kde se korporátní dluhopisy obchodují a další faktory, které mohou vyvolávat poptávku po alternativních produktech na trhu, kde by rostoucí úspory mohly být investovány. Některé z nich autor zahrnuje do A- F modelu (viz bod „c“ – vyspělost a možnosti kapitálového trhu na str. 132).

Z mikroekonomického hlediska považuji za důležitý závěr autora, kde poukazuje na to, že ani globální finanční krize zásadně nezměnila postoj podniků k dluhovému financování (na str. 132 uvádí: „...postoj podniků k dluhopisovému financování v ČR prochází určitou změnou, na zkoumaném vzorku podniků ale tato změna pozorována není“). Autor současně

uvádí, že k podobným závěrům dospívají i některé další studie, které se problémem dluhopisového financování zabývají. Současně se také vysvětluje pravděpodobné důvody toho, proč v českém prostředí nepřispěl charakter finanční krize u zkoumaného souboru podniků k rozvoji dluhopisového financování (silná pozice podniků vůči financující bance, u analyzovaného vzorku se neprojevil jev označovaný jako „credit squeeze“ a další. V období finančních krizí zpravidla dochází k poklesu HDP. Globální finanční krize lze označit jako jev dočasný. Bylo by proto zajímavé v dalším výzkumu ověřit i faktory, které mohou podpořit rozvoj dluhopisového financování i v „ideálních tržních podmínkách“ (na str. 15 autor poznamenává: „... v této práci jsou uvažovány dluhopisy, které jsou za ideálních tržních podmínek prakticky dokonalými substituty úvěrů“.)

Systematicčnost, přehlednost, formální a jazyková úprava

Za nepřehlédnutelné pozitivum předložené disertační práce považuji systematicčnost výkladu, důsledný postup výzkumu se zřetelem k vymezenému hlavnímu cíli i jasně formulovaným hypotézám a výzkumným otázkám. Výklad je srozumitelný, po formální i jazykově stránce na velmi dobré úrovni. Text je doplněn 30 přehlednými tabulkami a 17 obrázky. Použitá literatura je řádně uvedena. Abstract je uveden nejen česky a anglicky, ale i německy.

Otázky k diskusi

Doporučuji, aby v průběhu obhajoby disertant zaujal své stanovisko k následujícím otázkám:

1. V závěrech autor disertace shrnuje, že „...v ČR se potvrdila hypotéza o rostoucím významu dluhopisového financování v souvislosti s růstem HDP na obyvatele“ (str. 135). Čím si autor vysvětluje tuto skutečnost, jestliže vezmeme v úvahu, že v ČR docházelo v rámci sledovaného období k mezikvartálnímu i meziročnímu poklesu HDP v roce 2009 a 2013 (sezonně očištěná data). U souboru analyzovaných podniků se neprokázala zhoršení dostupnosti bankovních úvěrů, rozvoj dluhopisového financování se ve sledovaném období nepotvrdil. Jaké další faktory mohou vysvětlit tento rozpor mezi makroekonomickým a mikroekonomickým pohledem na vývoj dluhopisového financování v ČR?
2. Které další faktory vedle dostupnosti úvěrů budou významně ovlivňovat využití dluhopisového financování? Které faktory by připadaly v úvahu specificky v době globální finanční, resp. i dluhové krize, které v „ideálních tržních podmínkách“? Které podmínky považuje autor za ideální tržní?
3. Jak by rozvoj dluhového financování mohlo - v obecných souvislostech - modifikovat čerpání úvěrů v cizích měnách?
4. Proč současná eurozóna není podle autora (ale i podle jiných ekonomů) optimální měnovou oblastí?

Celkový závěr. Doporučení disertační práce k obhajobě

Autor předložené disertační práce svým výzkumem přispívá k obohacení dosavadních poznatků v oblasti organizace a řízení podniků. Práce je přínosná, soustředila se na otázky, které nejsou dosud systematicky teoreticky dostatečně rozpracovány. Navíc vyvolává další

související otázky, které mohou být předmětem dalšího výzkumu. Disertaci Ing. Jana Mačího považuji za kvalitní, inspirující, odpovídající jak po stránce obsahové, metodické stylistické i formální. Doporučuji ji proto k obhajobě.



Prof. Ing. Jaroslava Durčáková, CSc.

V Praze 18. 11. 2015

OPONENTNÍ POSUDEK DISERTAČNÍ PRÁCE

Téma: Externí financování podniku v souvislosti s krizí se zaměřením na úvěrové a dluhopisové financování

Autor: Ing. Jan Mačí

Oponent: doc. Ing. et Ing. Renáta Myšková, Ph.D.

1. Aktuálnost zvoleného tématu a jeho význam pro obor

Předložená disertační práce se zaměřuje na možnosti financování podnikových aktivit cizími zdroji, a to ve formě úvěrů a dluhopisů. Využití cizího kapitálu pro rozvoj podniku je jednoznačně přínosné, ovšem dluhopisové financování není doposud v České republice plně rozvinuto. Z tohoto hlediska je téma disertační práce, zaměřené na financování podniků prostřednictvím korporátních dluhopisů, přínosné a aktuální. Rozhodnutí o formě financování je jedním z důležitých úkolů managementu podniku, a proto téma disertační práce koresponduje s doktorským studijním programem Ekonomika a management i s oborem Organizace a řízení podniků.

2. Vymezení cílů a hypotéz

Hlavní cíl disertační práce je autorem definován takto: *charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí.*

Dílním cílem je identifikovat motivy podniků k využívání úvěrů či dluhopisů.

S vymezenými cíli koresponduje hlavní výzkumná otázka zabývající se tím, zda globální finanční krize, respektive dostupnost bankovních úvěrů, ovlivnila dluhopisové financování podniků v České republice. V disertační práci jsou stanoveny tři jasně formulované vědecké hypotézy a dále dílní výzkumné otázky, které svou formulací odpovídají spíše dalším hypotézám.

3. Struktura práce a metody použité při zpracování tématu disertační práce

Práce je členěna kromě úvodu a závěru do šesti kapitol, celkový rozsah práce činí 130 stran textu. Jednotlivé kapitoly jsou logicky řazeny, struktura splňuje požadavky kladené na tento typ vědeckých prací, i když cíle a hypotézy (v kap. 1) předcházejí shrnutí současného stavu vědeckého poznání, což není zcela obvyklé.

Kapitoly 2 až 4 představují soubor teoretických poznatků z hlediska současného stavu vědeckého poznání vztahujících se k tématu disertační práce. Kapitola 2, v rozsahu 6 stran (str. 21 až 26) se však zabývá pouze základními teoretickými poznatky o přístupech ke zdrojům financování a o rozdělení těchto zdrojů, neobsahuje žádné nové a významné poznatky, navíc čerpá z publikací pouze tuzemských autorů (kromě subkapitoly 2.3 popisující Pecking Order Model, který se ale tématu disertační práce dotýká pouze vzdáleně – vzhledem k tomu, že jedním z východisek v disertační práci je podle autora to, že se management podniků už rozhodl o financování formou dluhových nástrojů).

Kapitola 3 uvádí poznatky o podnikovém financování v kontextu globální finanční krize. V subkapitole 3.1 v rozsahu 7 stran (str. 27 až 33) je popsán vývoj úrokových sazeb, respektive základní úrokové sazby, a vývoj korporátních úvěrů. To lze považovat za uvedení do řešené problematiky, podobně jako kapitolu 3.2 – Vývoj hospodářské aktivity v odvětvích podle CZ-NACE pomocí produkce. Pro porovnání produkce a úvěrové aktivity je ale nutné hledat údaje ve dvou tabulkách (tabulky 1 a 2) a následně je potřeba dohledat v kapitole 4.1, v jakých druzích úvěrů došlo k propadu. Nutnost přecházet z jedné kapitoly do jiné se v práci objevuje vícekrát a snižuje nejen čitelnost textu, ale také jeho logickou stavbu.

Autor se dále zaměřil na analýzu zpracovatelského průmyslu, a to s cílem určit podmínky pro výběr respondentů v rámci dotazníkového šetření. Z této analýzy vymezil 2 nejpočetnější skupiny (viz str. 38), ovšem nelze zjistit, na základě jakých údajů. Dále vybral Výrobu potravinářských výrobků (ze skupiny 2, kde bazický index klesá z maxima do 120) a Výrobu nápojů (ze skupiny 1, kde bazický index klesá z maxima vyššího než 120) a opět se odkázal až na kapitolu 5 (Metodika a výzkum).

Kapitola 4 se věnuje úvěrovému a dluhopisovému financování. Její zařazení v disertační práci je opodstaněné, ovšem poznatky z odborné literatury jsou prezentovány ve velmi syntetizované formě. Jedná se o výčet autorů, kteří se problematikou zabývají, bez hlubšího rozboru nebo charakteristických přínosů. Viz např. strana 40, kde autor uvádí sousloví typu *rozdělení forem financování do nejrůznějších variant, financování z nejrůznějších úhlů pohledu*. Při analýze poskytnutých úvěrů autor konstatuje, že nejvíce byl zasažen vývoj krátkodobých úvěrů, a jeho zdůvodnění je logické (str. 47-48). Rozbor důvodů vedoucích ke změnám ve výši objemu krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých úvěrů však nezohledňuje veškeré vlivy, proto pokládám v této souvislosti otázku č. 2. Pozitivně hodnotím subkapitolu věnovanou dluhopisovému financování, konkrétně členění a charakteristiku dluhopisů, a zajímavě působí i pojednání o ratingu. Očekávala bych, že vzhledem k cíli a ke třetí výzkumné otázce bude v disertační práci pozornost více věnována rozboru podmínek pro emisi korporátních dluhopisů (autor zmiňuje pouze zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů).

Na str. 65 je pozitivní vývoj kapitálového trhu spojen s údaji o vývoji objemu podílových fondů, kde je komentován nárůst dluhopisových fondů, ovšem s odhlédnutím od ostatních faktorů. Zajímá mě názor autora na to, podle jakých kritérií by měl potenciální investici do dluhopisů hodnotit individuální investor.

V subkapitole 4.3 jsou popsána teoreticko-metodologická východiska volby podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. Zaujala mě komparace z hlediska rizikovosti podniků a obr. 3 znázorňující funkci dluhopisového financování ve vztahu k objemu dluhu. Pokud banka neposkytne úvěr (tzn. hodnota funkce *úvěrové financování* při vysokém riziku = 0), musí podle autora podnik volit pouze emisi prašivých dluhopisů. Vysvětlete tedy průběh funkce *dluhopisové financování* z hlediska výše objemu dluhu a také upřesněte, co uvažujete u tohoto grafu jako další, konstantní parametry.

V rámci kapitoly 4.4 – Vývoj korporátních dluhopisů a úvěrů v ČR – je přehledně zpracována tabulka č. 10 (str. 79), podle které lze posoudit vzájemný vývoj objemu úvěrů a jejich struktury i dluhopisů a jejich struktury (proto považuji některé dílčí údaje uvedené v předcházejících kapitolách za nadbytečné a znepráhledňující). Tabulku doplňují komentáře a grafy. Graf uvedený na obr. 6 je poněkud v rozporu s tvrzením, že i při reálném prostředí by výše úvěrů a výše dluhopisů měly být negativně korelovány. Dále autor uvádí, že síla vazby korelace by měla záviset na tržních podmínkách, proto se ptám, jaké konkrétní podmínky má na mysli (str. 86).

Popis a výsledky vlastního výzkumu začínají v kapitole 5 (str. 84 a dále) popisem metodiky výzkumu a charakteristikou dotazníkového šetření. Za pozitivní považují přístup autora k přípravě dotazníkového šetření (str. 91 a 92), k popisu základního souboru, reprezentativního vzorku a způsobu statistického vyhodnocení. Přesto se dotazují, jak byla spočítána velikost vzorku, proč 30 dotazníků odpovídá vzorku velkého rozsahu a zda je podle autora obvyklá míra návratnosti dotazníků 80 %.

Kapitola 6 prezentuje výsledky výzkumu (od str. 97). V rámci testování hypotéz je použit model využívající pro posouzení závislosti mezi vývojem HDP a vývojem dluhopisů lineární závislost (vyjádřenou přímkou). Vzhledem k délce časových řad souhlasím s tvrzením v závěru práce, že závislost nebude lineární, ovšem je otázkou, zda se bude jednat o exponenciální funkci. V návaznosti na ověřování závislosti vývoje podnikového úvěrového financování na dluhopisovém financování pokládám otázku č. 1.

Co se týká dotazníkového šetření a jeho vyhodnocení, získané poznatky jsou přehledně prezentovány. Souhrnné vyjádření, že podniky nebyly zásadním způsobem zastiženy nedostupností úvěrů v době finanční krize a tedy nebyly nuceny přistoupit k dluhovému financování, považuji za autorem podložené a odůvodněné.

Závěrečná kapitola disertační práce je věnována diskuzi a námětům na další výzkum a shrnuje také přínosy disertační práce, ke kterým se vyjadřuji v samostatné kapitole posudku. V této kapitole je také uveden možný model hodnocení podniku z pohledu potenciální emise dluhopisů, ke kterému pokládám otázku č. 4.

4. Splnění cíle disertační práce

Konstatuji, že cíl disertační práce byl splněn, stanovené hypotézy byly verifikovány a výzkumné otázky zodpovězeny. Nepovažuji však za vhodnou formulaci věty uvedené v disertační práci: *Verifikací stanovených hypotéz a zodpovězením výzkumných otázek byla zodpovězena hlavní výzkumná otázka. Tím bylo dosaženo hlavního cíle doktorské práce.*

5. Přínosy disertační práce a význam pro vědní obor a praxi

Disertační práce přináší užitečné poznatky z oblasti teorie i praxe.

Z hlediska teorie lze považovat za přínos analýzu poznatků o využívání úvěrového a dluhopisového financování v návaznosti na makroekonomické ukazatele včetně posouzení vývoje v době finanční krize, z hlediska praxe je přínosem soubor poznatků o přístupu managementu zkoumaných podniků ke zdrojům financování, a to zejména k vybraným cizím zdrojům. Model, který je v disertační práci krátce zmíněn, v této podobě nemá vypovídací hodnotu a lze jej považovat pouze za východisko k další výzkumné práci.

6. Formální úprava disertační práce

Disertační práce splňuje po formální stránce požadavky kladené na tento typ prací. Grafická úprava je na dobré úrovni, tabulky a grafy jsou přehledné a korespondují s textem, zkratky jsou náležitě vysvětleny. Z hlediska jazykové úrovně nejsou některé slovní obraty zcela přesné (např. tabulka říká, vrchní číslo říká, a podobně). Je zřejmé, že autor věnoval kontrole textu velkou pozornost, ovšem občas se chyba vyskytla (viz např. str. 117, obr. 14 Emisy).

7. Otázky do diskuze v rámci obhajoby disertační práce

1. Jak byste charakterizoval náklady na pořízení úvěru a dluhopisů v návaznosti na tvrzení, že úvěry a dluhopisy jsou dokonalými substituty (str 41)?

2. Jaké faktory mohou ovlivnit ze strany bank poskytnutí jednotlivých druhů úvěrů z hlediska času?
3. Poptávku po korporátních dluhopisech v ČR zvyšuje mimo uvedené podle Vás poměrně nízká rizikovost dluhopisů (str. 83). Upřesněte.
4. Můžete vysvětlit matematický zápis pro popis A-F modelu?

8. Posouzení publikační činnosti

Ing. Mačí je autorem nebo spoluautorem 6 odborných článků, které korespondují s tématem předložené disertační práce.

Závěr

Disertační práce pana Ing. Jana Mačí je na dobré odborné úrovni a přináší v teoretické i praktické rovině nové poznatky. Autor prokázal odborné znalosti v oblasti posuzování úvěrového a dluhopisového financování. Je schopen pracovat s literárními prameny včetně jejich citace.

Disertační práce pana Ing. Jana Mačí splňuje po odborné i formální stránce všechna normativně daná kritéria, a proto doporučuji, aby v závislosti na úspěšném průběhu jeho obhajoby předložené práce před zkušební komisí mu byl přiznán titul Ph.D. – Philosophiae Doctor.

V Pardubicích 29. 10. 2015



doc. Ing. et Ing. Renáta Myšková, Ph.D.

děkanka Fakulty ekonomicko-správní,
Univerzita Pardubice