

Oponentský posudek habilitační práce

Autor práce: **Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D.**
Název práce: **RIZIKOVÝ KAPITÁL – MOŽNOST FINANCOVÁNÍ
PODNIKŮ**
Oponent: **prof. Ing. Lilia Dvořáková, CSc.**

Cíl a zaměření práce

Předložená habilitační práce je výsledkem mnohaletého primárního a sekundárního výzkumu v oblasti financování podniků rizikovým kapitálem, který autorka systematicky realizuje. Autorka habilitační práce zpracovávala dílčí témata ve výzkumných projektech a zároveň výsledky publikovala v zahraničních i domácích odborných časopisech a prezentovala je na tuzemských a zahraničních odborných konferencích.

Autorka si klade za hlavní cíl práce zhodnotit angažovanost rizikového kapitálu z hlediska podnikového hospodářství v podmínkách České republiky a formulaci relevantních závěrů s dopady pro oblast ekonomické teorie a hospodářské praxe. Pro dosažení tohoto cíle byly formulovány dva dílčí cíle.

Prvním dílčím cílem bylo zhodnocení rizikového kapitálu ze strany investorů rizikového kapitálu, ve smyslu transferu know-how ze strany investorů směrem k podnikům a identifikace investičních strategií investorů rizikového kapitálu.

Druhým dílčím cílem je zhodnocení rizikového kapitálu z pohledu vlastníků podniku v kontextu s vymezením podmínek pro vstup investora, s identifikací využívání manažerské podpory v podnicích a posouzení vybraných ekonomických charakteristik v podnicích s účastí rizikového kapitálu.

Hlavní cíl a dílčí cíle habilitační práce byly kvalitně a fundovaně dosaženy a splněny.

Samotné téma habilitační práce a výsledky kvalitativního a kvantitativního výzkumu jsou aktuální zejména pro regulátora rizikového kapitálu v ČR, dále mohou být cenné pro investory rizikového kapitálu a vlastníky podnikatelských subjektů s účastí rizikového kapitálu. Skutečnost, že dílčí zpracovaná témata jsou přínosná pro odborný výzkum v České republice a v zahraničí, potvrzuje přijetí a publikování dílčích výsledků výzkumu v podobě článků ve vědeckých odborných časopisech.

Metodologický přístup

Metodologicky je práce na velmi vysoké úrovni. Autorka vhodně aplikovala systémový přístup na komplexní řešení problematiky financování podniků rizikovým kapitálem. Jako metody zkoumání byly využity metody dokumentární analýzy, smíšeného výzkumu a explorativní studie. Dále byly využity logické metody - analýza, syntéza, indukce a dedukce. Kvantitativní a kvalitativní data byla zpracována prostřednictvím využití

statistických metod. Autorka habilitační práce racionálně aplikovala výsledky empirického výzkumu a hodnocení pro formulaci závěrů a doporučení. Na základě zpracování získaných dat autorka přichází s vlastní formulací závěrů. Výsledky výzkumu jsou komentovány a doloženy grafy a tabulkami.

Práce po obsahové stránce

Habilitační práce (publikovaná monografie, 2016) je kromě Abstraktu, Přínosů výsledků realizovaných výzkumů a Závěrečného shrnutí rozdělena do pěti hlavních kapitol: Předmět a cíl monografie, data a metodika zkoumání; Rizikový kapitál v teorii; Financování rizikovým kapitálem v České republice a v kontextu zemí Evropské unie; Rizikový kapitál – pozice a příležitost investora; Rizikový kapitál jako volba podnikatele. Ve druhé kapitole autorka vymezuje teoretickou základnu zkoumané problematiky, jež je založena na rešerši relevantních vědeckých poznatků v celosvětovém kontextu. Ve třetí kapitole autorka analyzuje a hodnotí současný stav využívání rizikového kapitálu v České republice a ve vybraných zemích Evropské unie. Čtvrtá kapitola práce je zaměřena na rizikový kapitál z pohledu investora. Byl zmapován princip financování rizikovým kapitálem v České republice a formy nefinanční přidané hodnoty investorů směrem k podnikům. Na podkladě primárního výzkumu jsou zhodnoceny investiční přístupy investorů rizikového kapitálu a shrnuta pozice a příležitost investora rizikového kapitálu v podmínkách České republiky. Pátá kapitola je zaměřena na rizikový kapitál z pohledu podniků. Významné výzkumné výsledky jsou prezentovány v subkapitolách 5.5 – 5.7 - Posuzování vývoje počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu; Posuzování ekonomického vývoje českých podniků financovaných rizikovým kapitálem; Zhodnocení angažovanosti rizikového kapitálu v podniku ze strany podnikatele.

Zhodnocení práce

Předložená práce je původní studií (monografií) autorky v oblasti financování podniku rizikovým kapitálem, kterou systematicky zkoumá několik let. Přístup autorky habilitační práce k výzkumu je tvůrčí. Autorka předloženou práci prokázala důkladnou znalost zkoumané problematiky nejen tím, že prezentovala rozhodující pedagogické a výzkumné práce, které se týkají problematiky rizikového kapitálu a podrobila je analýze a kritickému zhodnocení, ale zejména provedením empirického výzkumu na příkladu České republiky a zobecněním výsledků výzkumu.

Otázky

Zdůvodněte ve výběru ukazatelů (charakteristik, sub. 5.6) pro posouzení ekonomického vývoje českých podniků financovaných rizikovým kapitálem absenci ukazatele EVA.

Prošla předložená monografie jazykovou korekturou? Např. na str. 83 – k podeře, na str. 147 – třžby.

Závěr

Předložená habilitační práce na téma „Rizikový kapitál – Možnost financování podniků“ splňuje požadavky kladené zákonem na habilitační práce. Po úspěšném obhájení habilitační práce a splnění podmínek stanovených vysokoškolským zákonem doporučuji udělit Ing. Jaroslavě Rajchlové, Ph.D. vědecko-pedagogický titul docent pro příslušný obor.

V Plzni 28. února 2017



prof. Ing. Lilia Dvořáková, CSc.

Západočeská univerzita v Plzni
Fakulta ekonomická



OPONENTSKÝ POSUDOK

NA HABILITAČNÚ PRÁCU

Názov práce:	<i>Rizikový kapitál – možnosť financování podniků</i>
Habilitantka:	Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D.
Pracovisko habilitantky:	Mendelova univerzita v Brně
Oponent:	prof. Ing. Lubomír Gurčík, CSc.
Pracovisko oponenta:	Katedra ekonomiky, Fakulta ekonomiky a manažmentu Slovenskej poľnohospodárskej univerzity v Nitre
Fakulta vedúca habilitačné konanie	Ekonomická fakulta, Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Odbor habilitácie	Ekonomika a management

Cieľ habilitačnej práce

Ako habilitačnú prácu autorka predložila svoju publikovanú monografiu (ďalej habilitačná práca). Oponovaná habilitačná práca sa zaoberá rizikovým kapitálom ako alternatívnym spôsobom financovania podnikov v podmienkach Českej republiky. Za hlavný cieľ si uchádzačka o habilitáciu stanovila zhodnotiť angažovanosť rizikového kapitálu z hľadiska podnikového hospodárstva v podmienkach Českej republiky a formulovanie relevantných záverov pre ekonomickú teóriu i pre praktické využitie výsledkov výskumu.

Splnenie hlavného cieľa je založené na dvoch čiastkových cieľoch.

Prvým čiastkovým cieľom je vyhodnotenie rizikového kapitálu zo strany investorov smerom k podnikom.

Druhým čiastkovým cieľom je vyhodnotenie rizikového kapitálu z pohľadu vlastníkov podnikov.

Stanovené ciele sú formulované racionálne a zameriavajú sa na riešenie aktuálnej a spoločensky závažnej problematiky. Je zrejmé, že investície rizikového kapitálu v národohospodárskej rovine prinášajú nadpriemerný efekt v podobe rastu zamestnanosti i rastu HDP. Aj keď na podiel investovaného rizikového kapitálu vplýva veľa faktorov (najmä dostupnosť lacného kapitálu) vo všeobecnosti je významne vyšší v úspešných ekonomikách. Zvýšenie podielu takéhoto druhu investícií má potenciál podporiť konkurencieschopnosť menej rozvinutých ekonomik. Hľadanie možností financovania podnikov rizikovým kapitálom je preto zaujímavé a prínosné tak z hľadiska ekonomickej teórie ako i praxe. Stanovené ciele preto hodnotím ako aktuálne a interesantné z hľadiska ekonomickej teórie a prínosné aj pre prax.

Vhodnosť zvolených metód a použitých vstupných údajov

Za účelom splnenia vytyčených cieľov autorka využila metódy dokumentárnej analýzy, exploratívne štúdie, metódu analýzy, syntézy, indukcie a dedukcie. Vstupné údaje boli spracované a analyzované prostredníctvom využitia štatistických metód. Použité metódy považujem za vhodné a adekvátne náročnosti cieľa vedeckovýskumnej práce. Z formálneho hľadiska však nepovažujem za vhodné obsahové rozloženie metodiky do jednotlivých častí habilitačnej práce. Čitateľovi habilitačnej práce je obťažné vytvoriť si celkový obraz o metodike výskumu a komplexný efekt o metódach práce sa zdá byť nekoherentný.

Oceňujem aktivitu autorky pri získavaní vstupných údajov. Technika získavania informácií formou dotazníkov je uplatnená veľmi starostlivo a získala veľa cenných originálnych informácií z oblasti skúmanej problematiky.

Splnenie cieľa habilitačnej práce

Po preštudovaní habilitačnej práce môžem konštatovať, že habilitanka v jednotlivých častiach práce:

- zhodnotila rizikový kapitál zo strany investorov,
- zhodnotila rizikový kapitál z hľadiska vlastníkov podniku,
- zhodnotila angažovanosť rizikového kapitálu z hľadiska podnikového kapitálu z hľadiska podnikového hospodárstva v podmienkach Českej republiky,
- navrhla opatrenia na zmeny, ktoré môžu prispieť k zlepšeniu podmienok pre financovanie formou rizikového kapitálu v Českej republike.

Hlavný a čiastkové ciele habilitačnej práce považujem za splnené.

Posúdenie prínosu habilitačnej práce a jej použiteľnosti

Habilitačnú prácu hodnotím ako prínosnú tak v oblasti ekonomickej teórie ako i praxe. Habilitantka svojou analýzou prispela k spresneniu obligátnej definície pojmu rizikový kapitál a stanovila ho ako externý vlastný kapitál, ktorého investícia je strednodobá a časove obmedzená. Investori rizikového kapitálu sú orientovaní na podniky s potenciálom rýchleho a silného rastu jeho hodnoty. Definícia autorky je zrozumiteľná a dobre vystihuje podstatné vlastnosti rizikového kapitálu, preto s jej názorom možno súhlasiť.

Ďalším prínosom habilitačnej práce je kvalifikovane spracovaná komparatívna štúdia legislatívnych podmienok financovania rizikovým kapitálom a zhodnotenie miery tohto spôsobu financovania v Českej republike a vybraných európskych krajinách.

Za veľmi podnetné považujem najmä návrhy na:

- verejnú podporu financovania rizikovým kapitálom, napr. vo forme daňovo uznaných nákladov za strety vzniknuté realizáciou rizikovej investície;

- založenie verejného štátneho fondu pre podporu začínajúcich a rozvojových podnikov, ktorý by fungoval na základe „fondu fondov“, teda fondu rizikového kapitálu.

Veľmi zaujímavou a prínosnou časťou habilitačnej práce je komparatívna analýza financovania rizikovým kapitálom v Českej republike v kontexte krajín Európskej únie. Za dôležité možno považovať zistenie, že investori preferujú podnikateľské zámery s vysokým potenciálom rastu, jednoznačným prínosom výrobku alebo služby pre zákazníka a predkladať ho má extrémne výkonný management.

Zhluková analýza zaradila Českú republiku medzi krajiny s nedostatočne rozvinutými trhmi rizikového kapitálu z pohľadu dopytu i ponuky. To svedčí o rezervách vo zvýšení aktivity v tejto oblasti.

Výsledky výskumu potvrdili manažérsku podporu najmä v oblasti strategického riadenia, finančného riadenia a riadenia komunikácie. Časté obavy potenciálnych užívateľov tohto alternatívneho zdroja financovania, že investori budú zasahovať do riadenia ľudských zdrojov podniku sa nepotvrdili.

Výsledky výskumu potvrdili, že spoločnosti investujúce rizikový kapitál, v porovnaní s konkurenciou, uprednostňujú podporu originálne dostatočne diferencovaných produktov. Produkt pritom nemôže byť fiktívny, vyžaduje sa existencia funkčného prototypu a jeho patentová ochrana. Štátna podpora výskumu a vývoja by zrejme mohla pomôcť zvýšiť aj investičné aktivity rizikového kapitálu.

V otázkach kvantifikovaných prínosov angažovanosti rizikového kapitálu boli zistené pozitívne hodnoty ekonomickej efektívnosti, najmä v podobe rentability vlastného kapitálu. Naproti tomu v podpore rastu zamestnanosti sú výsledky problematické. Je možné sa domnievať, že evolúcia tohto ukazovateľa bola determinovaná hospodárskou recesiou prebiehajúcou v časovom intervale, ktorý je predmetom analytického skúmania. V období hospodárskeho rastu by zrejme aj parametre tohto ukazovateľa boli priaznivé.

●*otázky pre autorku habilitačnej práce*

Napriek tomu, že po formálnej i obsahovej stránke považujem prácu za dobre spracovanú, chcem habilitantke položiť niekoľko otázok, na ktoré by mohla odpovedať v priebehu obhajoby habilitačnej práce:

- 1) Ako by sa dali využiť poznatky z krajín s vysokou aktivitou na trhu rizikového kapitálu pre zvýšenie tejto aktivity v Českej republike?
- 2) Významným prínosom takéhoto druhu podnikania je manažérska podpora investorov. Je z tohto hľadiska výhodnejšie získavanie investorov domácich či zahraničných?
- 3) Aký je názor habilitantky na sentenciu, podľa ktorej „*množstvo inovatívnych produktov limituje aktivitu rizikového kapitálu*“?
- 4) Neboli výsledky výskumu v podobe nízkeho vplyvu rizikového kapitálu na rast počtu zamestnancov ovplyvnený aj hospodárskou krízou?
- 5) Ako vplýva na aktivitu rizikového kapitálu aktuálna monetárna politika ?

Záverečné odporúčania

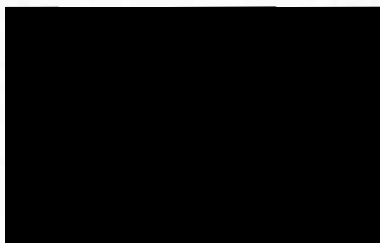
Habilitačná práca ***Ing. Jaroslavy Rajchlovej, Ph.D.*** je dokladom schopnosti autorky samostatne vedecky pracovať a riešiť spoločensky závažné a aktuálne problémy ekonomickej teórie i praxe. Práca potvrdila jej schopnosť správne formulovať vedecké problémy a za použitia adekvátnych a relevantných vedeckých metód a techník hľadať na ne odpovede. Jej publikačná činnosť potvrdzuje, že sa skúmanej problematike venuje dlhodobo a sústavne.

Na základe uvedeného odporúčam habilitačnej komisii prijať prácu k obhajobe a po jej úspešnom priebehu

udelit' Ing. Jaroslave Rajchlovej, Ph.D. vedeckopedagogický titul

„docent“.

V Nitre, 14. marca 2017



Oponentský posudek

Téma: Rizikový kapitál – možnosti financování podniků

Typ práce: Habilitační práce ve formě monografie

Obor: Ekonomika a management

Autorka: Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D.

Oponent: prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

K aktuálnosti:

Předkládaná habilitační práce ve formě monografie patří svým zaměřením mezi velmi zajímavá a aktuální témata současnosti. Platí současně, že se taktéž jedná o problematiku velmi náročnou, a to nejen s ohledem na relevantní databáze či metodologické přístupy, ale i vzhledem k potřebě komplexního pojetí dynamicky se formujícího podnikatelského prostředí v podmínkách rizika a nejistoty. Možnosti použití rizikového kapitálu pro financování podniků mají značné mezinárodní konsekvence.

K obsahovému zaměření a metodologickému pojetí:

Celkové zaměření monografie vychází z hlavního cíle, který spočívá ve zhodnocení angažovanosti rizikového kapitálu z hlediska podnikového hospodářství v podmínkách ČR a formulaci relevantních závěrů s dopady jak pro oblast ekonomické teorie, tak pro oblast praktického využití výsledků zkoumání.

V návaznosti na hlavní cíl byly formulovány dva dílčí cíle:

- 1) Zhodnocení rizikového kapitálu ze strany investorů tohoto druhu kapitálu, a to ve smyslu transferu know-how ze strany investorů směrem k podnikům a identifikace investičních strategií investorů rizikového kapitálu.
- 2) Zhodnocení rizikového kapitálu z pohledu vlastníků podniku, a to ve vymezení podmínek pro vstup investora, v identifikaci využívání manažerské podpory v podnicích a v posouzení vybraných ekonomických charakteristik v podnicích s účastí rizikového kapitálu.

Při stanovení cíle práce a metodického postupu vycházela autorka práce z poznatků získaných studiem velkého množství domácích a zahraničních literárních pramenů.

K výsledkům:

Autorka přistoupila na základě rozsáhlého studia literatury a rozdílného teoretického pojetí celé řady autorů k definičnímu vymezení pojmu rizikový kapitál (RK), a to s ohledem na pragmatické potřeby zkoumané problematiky. Rizikový kapitál je vnímán jako forma externího

vlastního zdroje s tou zásadní odlišností, že vklad není umořován ani úročen a navíc investor nese riziko ztráty investice. Dalšími průvodními charakteristikami jsou střednědobost a časová omezenost investice, jakož i vysoká zisková orientace investorů RK (to však nemusí vést k růstu či zvyšování hodnoty podniku). Jednou ze zásadních okolností financování rizikovým kapitálem je také poskytnutí manažerské podpory podniku ze strany investorů RK, což představuje nefinanční přidanou hodnotu pro podnik ze strany investorů.

V rámci teoretické průpravy se autorka zaměřuje na aktivní a pasivní mechanismy implementace nefinanční přidané hodnoty a na vliv financování RK na rozvoj podniku.

Ve třetí kapitole je uvedena charakteristika míry financování RK v ČR a srovnání situace na trhu RK ve vybraných zemích EU.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na výzkum, charakteristiku a zhodnocení pozice a příležitosti investora.

Výsledky šetření potvrdily pozitivní vliv manažerské podpory ze strany investorů RK podnikům v ČR jednak z hlediska jednotlivých forem, jednak z hlediska fáze životního cyklu podniku.

Zhodnocení investic manažerských společností v podnicích (ČR 1998 – 2012) bylo založeno na výsledcích analýzy vybraných ekonomických ukazatelů (rentabilita vlastního kapitálu – ROE, rentabilita celkových aktiv – ROA, stálá aktiva, tržby, výkonnost zaměstnance). Tato a následující kapitola představují výsledky vlastního zkoumání při uplatnění RK v českém podnikatelském prostředí.

Rizikový kapitál jako volba podnikatele je náplní páté kapitoly monografie. Pozornost je zaměřena na investiční proces RK, na proces Due Diligence (investor RK analyzuje finanční, tržní, produktové, právní aj. rizikové aspekty potenciální investice), na vymezení podmínek investorů pro vstup do podniku a na využívání manažerského know-how v zainvestovaných podnicích.

Relativně samostatnou částí je analýza počtu a výkonnosti zaměstnanců v českých podnicích s účastí RK (např. dle velikosti, po exitu apod.) a posuzování ekonomických výsledků českých podniků financovaných RK.

V závěrečném shrnutí jsou zobrazeny četné dílčí výsledky, které souvisely s možnostmi financovat podniky RK. Souhrnné závěrečné konstatování práce spočívá v závěru, že ekonomický vývoj podniků financovaných RK lze považovat za pozitivní.

V souhrnu lze konstatovat, že přínosem monografického výstupu habilitační práce je rozšíření oblasti teoretického i věcného poznání, příspěvek k oblasti metodologie a edukace. V rámci dané problematiky prokazuje autorka nejen odpovídající úroveň znalostí, ale i schopnosti jejich interpretace v širším ekonomickém kontextu.

Témata do habilitační rozpravy:

Habilitační práce v podobě monografie představuje přínos pro podnikatelskou sféru i oblast teorie. Nové poznatky implikují nové otázky.

- 1) Věrohodnost závěrů předurčuje věrohodnost databází a subjektivita respondentů. Jak z tohoto hlediska hodnotíte získané výsledky (poznatky)?
- 2) Jaké trendy na trhu s rizikovým kapitálem lze očekávat v ČR a v Evropě? (Strana nabídky, strana poptávky, obory, fáze životního cyklu podniku apod.)
- 3) Rizikový kapitál je často označován jako tzv. „chytré peníze“. Na čem je tato charakteristika založena a jakou roli by měl plnit stát?

Závěr

Předkládaná habilitační práce (v podobě monografie) Ing. Jaroslavy Rajchlové, Ph.D. splňuje požadovaná kritéria na tento druh prací. Autorka prokázala schopnost samostatně vědecky pracovat a řešit společensky důležité a teoreticky náročné otázky podnikatelské praxe. Na základě výše uvedeného doporučuji práci přijmout k obhajobě a v případě úspěšné obhajoby autorce udělit vědecko-pedagogický titul

„docent“

v oboru „Ekonomika a management“



Prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

PEF ČZU v Praze

V Praze 10. 3. 2017