

## Oponentský posudek

na disertační práci Ing. Marie Vejsadové Dryjové „Vliv dluhového zatížení na prosperitu podniku“.

školitel: doc. Ing. Milan Jílek, Ph.D.

oponent: doc. Ing. Eva Rosochatecká, CSc.

Disertační práce o celkovém rozsahu 178 stran je po úvodu a vymezení cíle členěna do dvou hlavních částí. Teoretická část je zaměřena na literární rešerši a metodický postup řešení. Rešeršní část je zaměřena na tři okruhy. Autorka uvedla základní principy teorie kapitálové struktury, kapitálovou strukturu podniků v ČR a její finanční zdroje a faktory ovlivňující míru zadluženosti. Tato část mohla být doplněna o vlastní názor autorky, např. které pojetí finanční páky považuje za nejvhodnější.

Výzkumně aplikační část je zaměřena na posouzení zadluženosti tuzemských zemědělských a.s. a výsledku hospodaření. Využitím poměrových ukazatelů finanční analýzy je hodnocena situace podniků z výběrového souboru. Dále jsou ověřovány vymezené hypotézy podle jednotlivých sledovaných let a je uvedena kvantifikace vlivu determinujících činitelů analyzovaného ukazatele ROE. Závěr této části tvoří diskuse a vlastní závěr. Uvedený seznam použité literatury dokladuje široký záběr autorky ve sledované problematice. Provedené výpočty a podkladové údaje jsou součástí příloh.

### Cíl práce

Jako hlavní cíl řešené problematiky si autorka stanovila empirické ověření platnosti závěrů finanční páky aplikované na specifické ekonomické podmínky zemědělských a.s.

V souvislosti s hlavním cílem bylo stanoveno osm dílčích cílů, které na sebe logicky navazují.

### Materiál a metodika

Metodický postup zahrnuje stručnou charakteristiku výběrového souboru, který tvoří 94 zemědělských podniků typu a.s.. Použité podkladové údaje za časovou řadu 2004 -2007 vychází z účetních výkazů. Pro ověření jednotlivých hypotéz autorka použila odpovídající statistické a matematické metody. Vedle statistických metod je využit pyramidální rozklad ROE s dynamickým modelem stupně finanční páky. Pro zpracování byly využity programy MS Excel, Statistika 6.0. Uvedený postup je podřízen koncepci i vytyčenému cíli.

Připomínky a náměty pro diskusi při obhajobě.

Je podle autorky čtyřleté období pro hodnocení a vyvozování závěrů dostatečné, zvláště v odvětví zemědělství a proč?

Autorka využívá způměřované hodnoty, jedná se o předzpracovaná data. Jaký by byl vhodnější postup ( u zadluženosti a finanční analýzy), pokud by nebyly využity jednoduché aritmetické průměry ?

Str. 77 – podíl na cizím kapitálu tvořily rezervy určené k financování nepředvídatelných výdajů v budoucnosti - jedná se skutečně o nepředvídatelné výdaje ? Jaký je význam těchto rezerv a jak hodnotí autorka jejich vliv na kapitálovou strukturu ?

Autorka uvádí, že při zvyšující se míře dlouhodobých úvěrů, klesá zadluženost. Odvozuje závěr, že zemědělský podnik se stává pro banky stabilním partnerem. Jaká je platnost tohoto názoru v delším časovém období?

Účinnost finanční páky je hodnocena u akciových společnostech. Mohou se dosažené výsledky aplikovat na jiné právní formy? Má větší význam vliv právní formy nebo je to více otázka výrobního zaměření?

Autorka uvádí, že obecné závěry práce mohou být pomocným vodítkem pro zemědělské subjekty (i pro podniky v jiných odvětvích) řešící otázku struktury kapitálu. Mohla by konkretizovat, o které závěry se především jedná?

Splnění cílů práce

Cíl práce, tak jak byl formulován v disertační práci byl splněn. Autorka vhodně použitými matematicko statistickými postupy ověřila vymezené hypotézy, vytvořila simulační model predikce očekávaného zisku na akcii, otestovala metodickou rozdílnost kvantifikace statického a dynamického modelu stupňů finančních pák. Pomocí pyramidálního rozkladu rentability vlastního kapitálu určila vliv dynamického stupně finanční páky.

Aktuálnost tématu.

Téma doktorské disertační práce považuji za aktuální. Výše a struktura zadluženosti je podstatnou otázkou u každého podniku. Jsou ověřeny teoretické poznatky na konkrétním souboru dat.

Po formální stránce je předložená disertační práce systematicky uspořádaná, napsaná odborným jazykem. Práce je vhodně vybavena tabulkami a grafy a zahrnuje požadované náležitosti na disertační práci.

Celkový závěr.

Předložená disertační práce má velmi dobrou odbornou úroveň a vytváří základ pro další hlubší zkoumání.

Je zpracována na odpovídající úrovni a svědčí o solidních znalostech z vědního oboru ekonomických věd. Disertační práce splňuje požadavky kladené na vědeckou práci. Ing. Marie Vejsadová Dryjová prokázala schopnost samostatně a tvůrčím způsobem řešit náročné zadání a věcně správně analyzovat získané poznatky. V určité míře rozšířila vědecké poznatky v oboru. Disertační práce poskytuje utříděný soubor poznatků, které se týkají problematiky finanční páky.

Na základě prostudování předložené doktorské disertační práce doporučuji disertační práci Ing. Marie Vejsadové Dryjové „Vliv dluhového zatížení na prosperitu podniku“ k obhajobě. Po úspěšné obhajobě disertační práce doporučuji udělit akademický titul

**doktor** ve zkratce **Ph.D.**

V Praze 20.11.2012

Doc. Ing. Eva Rosochatecká, CSc.

## O p o n e n t s k ý p o s u d e k

### disertační práce Ing. Marie Vejsadové Dryjové „Vliv dluhového zatížení na prosperitu podniku“

---

Optimalizace kapitálové struktury, kterou se zabývá disertační práce, je problematikou, které se ekonomové věnují velmi intenzívně, neustále korigují své názory a nejsou v přístupu k řešení této problematiky jednotní. Proto je téma disertační práce aktuální a jeho rozpracování, i když pouze dílčím způsobem, je jistě přínosné.

Autorka si za hlavní cíl své práce vytyčila náročný úkol, a to empirické ověření platnosti teorií zabývajících se působením finanční páky na výkonnost podniku, měřenou rentabilitou vlastního kapitálu. K naplnění hlavního cíle si stanovila řadu cílů dílčích. Cíle jsou stanoveny reálně a vytvářejí rámec pro zpracování disertační práce. Zvolené metody řešení odpovídají stanoveným cílům. Vhodně jsou využity statistické metody. V návaznosti na stanovené cíle byly formulovány tři hypotézy, které byly v práci ověřovány. Odvětvím, v němž byl hlavní cíl práce řešen, je zemědělství, subjekty, na nichž je působení finanční páky ověřováno, jsou zemědělské akciové společnosti. Výběr odvětví je třeba hodnotit pozitivně, neboť teoretické přístupy k působení finanční páky jsou zpravidla odvozovány z dat souborů zabývajících se jinými předměty činnosti a neberou v úvahu specifika zemědělské výroby.

Celková struktura práce je vyvážená z pohledu rozsahu literární rešerše a výzkumné aplikační části. Součástí práce je obsáhlý literární přehled, zahrnující i zahraniční literární prameny, což je adekvátní zpracovávané problematice, zaměřené zejména na ověření názorů zahraničních autorů, tvůrců či kritiků příslušných metodologických přístupů.

Autorka při bližší charakteristice výběrového souboru využila běžně užívaných poměrových ukazatelů finanční analýzy. Na s. 63 i dále je uvedeno, že ukazatel zadluženosti je charakterizován podílem cizího kapitálu bez zahrnutí rezerv a celkových pasiv. Na s. 141 je potom uváděno, že došlo k poklesu průměrné zadluženosti v roce 2007 oproti roku 2004, přičemž cizí kapitál byl zastoupen jednou třetinou bankovními úvěry jako úročenými složkami a dvěma třetinami závazky a rezervami, složkami neúročenými. Byly tedy rezervy do výpočtu zadluženosti zahrnuty nebo se jedná pouze o vyjádření struktury cizího kapitálu?

V tabulce č. 18 na s. 88 jsou uvedeny průměrné hodnoty zadluženosti. Zřejmě chybně je uvedeno, že se jedná o hodnoty v %?

Výběrový soubor zahrnuje zemědělské akciové společnosti. Nemůže mít na výši vlastního kapitálu v jednotlivých letech vliv, zda se jedná či nejedná o akcie obchodovatelné?

Poměrně obsáhle se autorka věnuje vymezení a způsobu měření efektu tzv. finanční páky. Ve výběrovém souboru je uplatněno vyjádření formou poměru rentability vlastního kapitálu k zisku před zdaněním a úroky. Poměr relativních změn uvedených ukazatelů charakterizuje dynamický stupeň finanční páky. Je upozorněno, že nejsou dostupné informace o leasingových platbách. Mohla tato skutečnost v práci formulované závěry ovlivnit?

V závěru práce je dokumentováno naplnění cílů práce i ověření stanovených hypotéz. Jsou nastíněny i náměty pro další výzkum. Domnívá se autorka, na základě informací získaných při zpracovávání disertační práce, že u jiných právních forem zemědělských podniků než akciových společností by dospěla k jiným, či obdobným závěrům o vlivu zadluženosti na prosperitu podniku?

Disertační práce rozšiřuje poznatky v oblasti vlivu zadluženosti na výsledky podniku. Stanoviska a závěry autorky jsou argumentačně podloženy jak odpovídajícím analytickým, statistickým a komparačním přístupem, tak i syntézou dosažených poznatků.

### Závěr

Předložená disertační práce svým obsahovým zaměřením i použitým metodickým postupem splňuje nároky kladené na disertační práce. Téma práce je aktuální, vytyčené cíle byly naplněny. Doktorandka prokázala schopnost získané teoretické poznatky aplikovat na řešení konkrétní problematiky. Ve své práci vychází i z výsledků své dřívější vědeckovýzkumné činnosti, které publikovala ve vědeckých časopisech i ve sbornících z vědeckých konferencí.

Doporučuji, aby disertační práce Ing. Marie Vejsadové Dryjové byla přijata k obhajobě a po jejím úspěšném obhájení byl jmenované udělen akademický titul

doktor ve zkratce Ph.D.

prof. Ing. Iva Živělová, CSc.

FRRMS MENDELU

V Brně dne 21. listopadu 2012



## OPONENTSKÝ POSUDOK na dizertačnú prácu

Názov práce: **Vliv dluhového zatížení na prosperitu podniku**

Autor: **Ing. Márie VEJSADOVÁ DRYJOVÁ**

Školiace pracovisko: **Ekonomická fakulta Jihočeskej univerzity v Českých Budějovicích**

Oponent: doc. Ing. Ľubomír Gurčík, CSc.

Pracovisko oponenta: Katedra ekonomiky, Fakulta ekonomiky a manažmentu Slovenskej poľnohospodárskej univerzity v Nitre

Predmetný oponentský posudok bol vypracovaný na základe písomnej žiadosti doc. Ing. Ladislava Rolínka, Ph.D. – dekana Ekonomickej fakulty Jihočeskej Univerzity v Českých Budějovicích, zo dňa 20. 10. 2012.

Po oboznámení a s obsahom dizertačnej práce vyjadrujem svoje presvedčenie, že mnou oponovaný písomný dokument je v súlade s Opatrením dekana EF JU č. 1/2008, zo dňa 28. januára 2008<sup>1</sup>, najmä čo sa týka ustanovení ods. 9, písm. a) až f). Táto právna norma je prístupná na webovej stránke EF JU.

### Štruktúra dizertačnej práce

Štruktúra jednotlivých častí práce svojou formou zodpovedá požiadavkám stanoveným vo vyššie uvedenom predpise a je adekvátne cieľom výskumu. Jednotlivým častiam sú venované nasledovné počty strán:

Úvod	2 strany
Ciele dizertačnej práce	2 strany
Literárny rešerš	50 strán
Metodický postup riešenia	11 strán
Vlastná práca - výsledky	61 strán
Diskusia	7 strán
Záver	6 strán
Ostatný text (summary, prehľad literatúry, prílohy)	32 strán

---

<sup>1</sup>Dostupné na [http://www.ef.jcu.cz/documents/deans\\_proceedings/archive/2008/proceeding/od\\_2008\\_01](http://www.ef.jcu.cz/documents/deans_proceedings/archive/2008/proceeding/od_2008_01)



## **Splnenie stanoveného cieľa**

Hlavným cieľom hodnotenej dizertačnej práce, ako autorka uvádza na strane 10, je empirické overenie platnosti záverov finančnej páky aplikovanej na špecifické ekonomické podmienky poľnohospodárskych akciových spoločností. Finančnou pákou sa rozumie zmena rentability vlastného kapitálu, či zisku na akciu vyvolaná dlhovým financovaním.

V súvislosti s naplnením fundamentálneho cieľa autorka si stanovuje 8 parciálnych cieľov, tak ako sú uvedené na strane 10 a 11.

Konštatujem, že súhrnný cieľ i čiastkové ciele doktorandka splnila. Dokumentuje to štruktúra, obsah a dosiahnuté výsledky a závery dizertačnej práce.

## **Aktuálnosť spracovanej problematiky**

Turbulentný vývoj podnikateľského prostredia a procesy internacionalizácie a globalizácie zvyšujú náročnosť na riadenie podnikov. Manažéri sú pod vplyvom meniaceho sa prostredia nútení hľadať nové prístupy, metódy a techniky finančného manažmentu. Dlhové zaťaženie a s ním zviazaná optimalizácia kapitálovej štruktúry podniku je v podmienkach trhovej ekonomiky, osobitne v súčasnom krízovom období, jednou z významných a zároveň aj jednou z nejednoduchých úloh finančného manažmentu. Optimalizácia kapitálovej štruktúry a jej vplyv na ziskovosť vlastného kapitálu (akcií), a teda aj na trhovú hodnotu podniku je v pozornosti teoretického výskumu viac ako 60 rokov. Jedná sa o zložitú, multifaktorovú determináciu tvorby a vývoja výsledných indikátorov. V tejto oblasti je stále veľa otvorených a nie vždy jednoznačne zodpovedaných otázok.

V uvedenom kontexte je téma dizertačnej práce mimoriadne aktuálna nielen z hľadiska rozvoja teórie, ale aj z hľadiska aplikácie v podmienkach českých poľnohospodárskych podnikov – akciových spoločností.

## **Zvolené metódy dizertačnej práce**

Zvolené metódy spracovania sú adekvátne cieľu práce a predmetu skúmania. Autorka preukázala dobrú orientáciu vo vedeckých metódach skúmania ekonomických javov a schopnosť aktívne ich využívať pri naplňaní cieľa dizertačnej práce. V kontinuite na dobre spracovanie poznatkov o danej problematike doma a v zahraničí (časti práce 3 až 5), oceňujem kvalitné spracovanie časti práce „Metodický postup řešení“ - konkretizáciu aplikácie metód v jednotlivých častiach práce. Dizertantka uplatnila širokú škálu vedeckých metód skúmania, ako sú: analýza a syntéza, vedecká abstrakcia a zovšeobecňovanie, metódu komparácie, indukcie a dedukcie, matematicko-štatistické metódy a ďalšie. Je pravdou, že svojim náhľadom na danú problematiku, by som mohol mať pripomienky k obsahovej stránke formulovaných hypotéz, avšak tu rešpektujem slobodu vedeckého bádania, na ktoré má autorka právo. To je aj dôvod, prečo hodnotím zvolenú metodiku výskumnej časti práce, vrátane formulácie jej troch pracovných hypotéz a ich verifikáciu pozitívne.



## **Výsledky riešenia práce a nové poznatky, význam vedeckovýskumné a praktické využitie**

Predložená dizertačná práca má logickú štruktúru, v ktorej jednotlivé časti práce na seba nadväzujú, autorka používa vhodný inštruktívny štýl vyjadrovania a práca spĺňa aj formálne náležitosti (práca s literatúrou, citácie a i.). Hodnotený písomný dokument je napísaný veľmi starostlivo a má dobrú grafickú úroveň. Taktiež rád konštatujem, že dizertantka, podľa môjho osobného úsudku, dôsledne dodržiavala právne normy týkajúce sa ochrany práv autorov použitých pôvodných vedeckých publikácií.

Platformou dizertačnej práce je teoretické vymedzenie základných pojmov a kategórií z oblasti kapitálovej štruktúry a determinantov, ktoré ju ovplyvňujú, osobitne zadlženosti, ktorá je nosnou témou dizertačnej práce.

Prínos práce z hľadiska rozvoja teórie je zrejmý v kapitole 3. „Základní principy teorii kapitálové struktury“, ale aj v časti 4 a 5, kde autorka prináša existujúce poznatky o kapitálovej štruktúre a finančných zdrojoch podnikov v podmienkach Českej republiky. Tu autorka práce tvorivým spôsobom, na základe literárnych prameňov prezentuje základné, teoretické školy a metódy z oblasti optimalizácie kapitálovej štruktúry a ich vývoja. Poukazuje na úskalia pri ich aplikácii a komparuje predpoklad ich fungovania s konkrétnymi podmienkami v ČR.

Aplikačnú časť práce tvorí jej siedma kapitola dizertačnej práce, ktorá pozostáva zo 61 strán písaného textu, tabuliek a grafov. Spolu s diskusiou a závermi práce má na celkovom rozsahu práce viac ako 43 % podiel.

Dizertantka verifikuje formulované hypotézy na vzorke 94 českých poľnohospodárskych podnikov s právnou formou akciová spoločnosť za obdobie rokov 2004 – 2007. Oceňujem, že ku kvantifikácii týchto hypotéz boli použité matematicko-štatistické metódy a špecializovaný štatistický softvér. Dizertantka v práci prezentuje, podľa mojej mienky, funkčný a pre obohatenie záverov dizertačnej práce prospešný simulačný model predikcie očakávaného výnosu na akciu (EPS).

S cieľom identifikovať determinanty vývoja rentability vlastného kapitálu (ROE) bola autorkou vhodne použitá analýza pyramidovej sústavy ukazovateľov.

V princípe súhlasím s prínosmi práce formulovanými na strane 145 – 146 a celkové závery dizertačnej práce možno akceptovať ako cenné.

### ***Pripomienky k dizertačnej práci:***

- Opätovne potvrdzujem svoje stanovisko, že sa jedná o stále aktuálnu problematiku, a z tohto pohľadu hodnotím prácu pozitívne. Škoda, že spracovaný materiál dizertačnej práce už tak aktuálny nie je.
- Na strane 80, v siedmom riadku zdola, má byť správne: „Pro vymodelovaný vývoj v grafu č. 15 byl ....“



- Pri tak výraznom náraste EBT a EBIT ako bol v roku 2007 sa vyžaduje uviesť aj dôvody tejto výraznej zmeny.
- Nemožno súhlasiť s konštatáciou na strane 81 - 82, podľa ktorej „Rostouci tendenci zisku potvrdzujú i rastouci priemerné celkové tržby, kopirujúci vývoj priemerného zisku“. Pokiaľ v roku 2004 podiel EBIT (strana 87, tabuľka 17) na 100 Kč tržieb bol 5,89 Kč, v roku 2007 tento podiel predstavoval 10,11 Kč. Tržby v roku 2007 v porovnaní s rokom 2004 boli vyššie o 13 %, zatiaľ čo EBIT až o 94 %.
- Výklad na strane 84, podľa ktorého „príčinu nárastu ROE v r. 2007 lze prisoudit nárastu zisku po zdanení a vlastního kapitálu“ nemožno považovať za presný. Príčinou tohto stavu je rozdielna dynamika vývoja týchto dvoch ukazovateľov. Pokiaľ EAT za analyzované obdobie vzrástol indexom 2,17 (tabuľka č. 47, str. 129), nárast účtovnej hodnoty vlastného kapitálu bol pomalší (index 2007/2004 = 1,15).
- Za presnú nemôžeme považovať konštatáciu na strane 84 podľa ktorej: „Rentabilita dlhodobého kapitálu kopíruje vývoj rentability vlastního kapitálu v důsledku navíc zahrnutých dlouhodobých závazků ve menovaliteli vzorce“. Rozdielnosť výpočtu týchto dvoch ukazovateľov je aj v tom, že ROE je vypočítaná z EAT, zatiaľ čo ROCE z EBIT. Pokiaľ index 2007/2004 EBIT bol 1,94, tak dynamika vývoja EAT za to isté obdobie bola charakterizovaná indexom 2,17.
- Na strane 87, v treťom riadku pod tabuľkou č. 15 má byť správne: „Príčinou prevažujúci nákladovosti nad rentabilitou dlhodobého majetku v r. 2006 možno spatřovat ve strukture cizího kapitálu“. Autorka ďalej píše: „ V r. 2006 průměrné úročené složky cizího kapitálu (tj. celkové bankovní úvery a krátkodobé výpomoci) vykazovaly druhý nejvyšší podíl na cizím kapitálu po r. 2007, viz tabulka č. 3.“ Nákladovosť je kvantifikovaná ako pomer nákladových úrokov a celkovej výšky bankových úverov. Na výšku daného ukazovateľa štruktúra cudzích zdrojov teda nemá priamy vplyv.
- Ak zadlženosť bola vypočítaná obvyklým spôsobom, resp. tak, ako to autorka uvádza v metodike na strane 64, domnievam sa, že údaje prezentované tabuľkou 18 sú nepresné.

**V rámci obhajoby prosím dizertantku o stanovisko k týmto otázkam resp. pripomienkam:**

- Autorka práce na strane 75 sa stotožňuje s citovaným názorom, podľa ktorého sa vďaka rastúcim dotáciám poľnohospodárskym podnikom znižuje zadlženosť. Táto konštatácia má svoju logiku. Nebyť dotácií, podniky by museli požiadať o iné, cudzie zdroje. Obohatením práce by bola kvantifikácia vplyvu dotácii na oddlženie podniku. Taktiež možno predpokladať, že citácia výroku prezidenta Agrárnej komory, ktorý hovorí o pomalosti oddlženia môže byť poznačená jeho profesijnou príslušnosťou. V súvislosti s vyššie uvedenou konštatáciou kladiem dizertantke otázku: Je Vám známe, do akej miery bol dlhodobý majetok krytý nenávratnými investičnými dotáciami, ktoré v súčasnosti sú evidované v podobe výnosov budúcich období a každoročne sú znižované o alikvotnú výšku odpisov?



- Vychádzajúc zo záverov overenia hypotézy I, aké máte odporúčanie pre praktické využitie v riadiacej praxi poľnohospodárskeho podniku?
- Na strane 85 uvádza dizertanka dôvod prečo nepoužíva bežnú likviditu. Jej argumentácia je logická a možno s ňou súhlasiť. Napriek tomu sa pýtam, nemala by analýza vyššiu vypovedaciu schopnosť, ak by ste komparovali bežnú likviditu s pohotovou? Neumožnilo by nám to nepriamo posúdiť aj efektívnosť pohotových prostriedkov vložených do zásob?

### **Záver:**

Oponovaná dizertačná práca spĺňa všetky parametre požadované na tento druh záverečných prác. Obsahuje rad vlastných poznatkov a prístupov jej autorky, ktoré možno považovať za pôvodné, prínosné pre ďalší rozvoj vedného odboru a sú v súlade s obsahovým zameraním študijného odboru „Riadenie a ekonomika podniku“. Moje vyššie uvedené pripomienky významne neovplyvňujú kvalitatívne parametre dizertačnej práce. Ing. Marie Vejsadová Dryjová výsledkami svojej dizertačnej práce ma presvedčila o jej schopnosti a predpokladoch vykonávať vedecko-výskumnú činnosť v danom vednom odbore.

Na základe uvedeného

**o d p o r ú č a m ,**

aby po úspešnej obhajobe hodnotenej dizertačnej práce bola Ing. Marii Vejsadovej Dryjovej bol priznaný titul

***philosophiae doctor.***

Nitra, 20. 11. 2012

