



**FAKULTA HOSPODÁRSKEJ INFORMATIKY**

Ekonomickej univerzity v Bratislave

Katedra účtovníctva a audítorstva

Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava



## **OPONENTSKÝ POSUDOK HABILITAČNEJ PRÁCE**

**Názov habilitačnej práce:** POKROČILÉ METÓDY FINANČNEJ ANALÝZY NA BÁZE  
HIERARCHICKEJ DEKOMPOZÍCIE SYNTETICKÝCH UKAZOVATEĽOV

**Priezvisko, meno a tituly autora práce:**

---

Problematika finančnej analýzy je jednou z najvýznamnejších a súčasne najznámejších oblastí, v ktorých sa svet akademického prostredia v oblasti ekonómie (a špecificky financií) prelína s reálnou podnikovou praxou nefinančných inštitúcií. Tento vzťah je však obojsmerný a vzájomne obohacujúci – nakoniec, samotné základy finančnej analýzy boli položené práve podnikmi v období, kedy (aj na základe narastajúceho počtu fúzií a akvizícií) vznikla reálna potreba prijímania relevantných manažérskych rozhodnutí v podmienkach konglomerátov, zahŕňajúcich veľké množstvo odvetvovo a rozsahom diferencovaných subjektov – a až následne sa táto oblasť predmetom záujmu výskumu v oblasti sociálnych vied. Akademické prostredie (a je to vidno aj v prehľadovej časti práce) však neslúžilo iba na spropagovanie existujúcich prístupov, koncepcií či myšlienok, ale ich aj tvorivo rozvíjalo a prichádzalo s návrhmi vlastných riešení. To je síce na jednej strane možné vnímať ako pozitívny aspekt, na druhej strane to však môže viesť k istej zahltenosti komunikačných kanálov a bežný používateľ (pre ktorého sú tieto poznatky fakticky primárne určené) sa môže v obrovskom počte článkov a iných zdrojov pomerne ľahko stratiť. Z tohto pohľadu je preto cenné každé metadielo ktoré sa prierezovo venuje konkrétne vymedzenej oblasti. Tento názor platí v plnom rozsahu aj na predloženú habilitačnú prácu, v nasledujúcich častiach tohto posudku by som rád vysvetlil aj prečo sa nazdávam že je tomu tak.

Habilitačná práca predstavuje pomerne odvážny gnozeologicky orientovaný počín zameraný na problematiku finančnej analýzy, autorka si však veľmi dobre uvedomovala fakt, že nie je dobré (ale ani možné) sa venovať úplne všetkým jej aspektom. Zameranie práce je preto zúžené iba na syntetické ukazovatele, konkrétne na ich využitie vo finančnej analýze, a ešte konkrétnejšie na ich hierarchický rozklad, pričom niektoré zovšeobecňujúce závery sú odvodzované na báze reálnych dát pochádzajúcich z údajoch o finančnej aktivite a výkonnosti

subjektov pôsobiacich v oblasti stavebnej výroby v Slovenskej republike. V tomto kontexte však slovo „iba“ nemá mať negatívnu konotáciu, jeho obsahom je vyjadrenie skutočnosti, že autorka si (z dôvodu už spomenutých inherentných obmedzení) cielene zvolila špecifickú oblasť ktorej sa ona (a následne aj pozornosť čitateľa) má dominantne venovať. To však vonkoncom neznamena, že autorka bez akejkoľvek väzby vybrala iba určitý výsek, ktorému sa následne venovala – práve naopak. Výberu špecifickej oblasti totiž v práci predchádzala dôsledná analýza, ktorá ju zaradila do správneho znalostného kontextu. V súvislosti s tým je potrebné oceniť predovšetkým starostlivo spracovanú rešerš, obsahujú bohaté spektrum zdrojov. Samozrejme, je možné, že by mohol niekomu z čitateľov vadiť väčší počet slovenských a českých autorov (čo by vyvolávalo dojem, že centrum poznania je sa koncentruje v našich krajinách), išlo by však o interpretačnú chybu. V skutočnosti je tých zahraničných zdrojov v práci dost' a nad ich rámec sú tam aj domáce zdroje a zdroje z blízkeho zahraničia. V takejto konfigurácii bibliografie sa teda nedomnievam že by išlo o nevýhodu, práve naopak.

Náročnosť problematiky ktorá je predmetom skúmania práce sa nutne musela prejaviť na použitom jazyku. Práca si rozhodne nekladie za cieľ byť popularizačnou príručkou určenou pre širokú verejnosť, štylistika je pomerne náročná na pochopenie. To je však determinované náročnosťou samotnej témy a súčasne snahou (podľa môjho názoru úspešnou) o vedecky presné formulácie. Z tohto pohľadu autorka preukázala nielen schopnosť samostatného vedeckého bádania, ale aj schopnosť formulácie zistených poznatkov do podoby konzistentných a precíznych záverov. Napriek tomu by som mal niekoľko námietok (niektoré sú už zahrnuté v otázkach na konci posudku) z ktorých by som uviedol napríklad fakt, že koncepciu využitia aktív (s. 104) tak v úlohe celkového kapitálu nie je pre potreby finančnej analýzy v SR možná vzhľadom na ich vymedzenie ako zdrojov (čiže pasív) a takisto aj s ohľadom na fakt, že z účtovníctva nie je možné priamo zistiť výšku celkových aktív (zákon č. 431/2002 Z. z. rozlišuje aktíva ktoré sa vykazujú – tie označujú pojmom „majetok“ a „iné aktíva“ – tie sa nevykazujú ani často ani nie sú kvantifikovateľné). Tu si dovoľím všeobecný povzdych: pokiaľ nie sú uvedené v zákonoch, majú ekonomické termíny iba zriedka rovnakú definíciu či vymedzenie – a v tomto prípade platí asi o ekonómoch to isté, čo sa hovorí o právnikoch – dvaja ľudia, tri názory. To je však problém ktorý ďaleko presahuje rámec tejto práce a nie je možné ho brať do úvahy pri posudzovaní jej skutočnej kvality. Naviac, nejde o zásadnú výhradu, skôr ide o minoritnú terminologickú pripomienku. Naopak pozitívne vnímam upriamenie pozornosti na problematiku správneho určenia nezávislých a závislých premenných v rámci finančnej analýzy (v prehľadovej časti a potom napr. na s. 144 a ďalej). Napríklad, existencia vzťahu medzi likviditou a ziskovosťou kapitálu sa dá interpretovať tak, že zlepšenie likvidity sa prejaví zvýšenou ziskovosťou ale aj tak, že zvýšenie ziskovosť je

sprevádzané zvýšenou likviditou. Tieto aspekty sú vo často vo finančnej analýze podceňované a práve upriamenie pozornosti na túto oblasť považujem za výsostne kladný prvok.

Práca má aj svoj výskumný aspekt, ktorý bol pregnantne formulovaný vo vzťahu k výberu štatisticky významných ukazovateľov ktoré majú potenciál ovplyvniť zvolený vrcholový ukazovateľ finančnej výkonnosti (vo zvolenom období). Použitie lineárnej regresnej analýzy je v tejto súvislosti často používaným prístupom, ktorý však má svoje obmedzenia a nesie so sebou aj určité riziká – avšak z opisu ktorý autorka uvádza je zrejmé, že si týchto možných problémov bola vedomá a podarilo sa jej sa s nimi vysporiadať. V prípade posudzovanie existencie či absencie vzťahu medzi veľkosťou subjektov a dosiahnutou hodnotou rentability (s. 142) by však bolo možno vhodné doplniť závery aj o predpoklad nelineárnej závislosti a teda aplikácie logistickej regresie (či iného prístupu umožňujúce posúdenie kategoriálnych dát). Možno opäť iba ako námet – otázkou je aj to, či do výpočtov zahrnúť tie podniky, ktoré sú síce v kontexte SR najvýznamnejšie, ale používajú medzinárodné predpisy (išlo však išlo o 4 subjekty, čo rozhodne nemôže byť považované za významný vplyv). Tu sa vychádzalo z konverzie vykonanej tretím subjektom (spoločnosťou Finstat), avšak tým sa výsledky dostávajú v určitej miery do závislosti od úspešnosti tejto konverzie – tento fakt však nie je možné automaticky pokladať za nejaké negatívum. V práci sa uvádza aj to, že rentabilita výnosov (a následne tržieb) môže dosahovať záporné hodnoty v prípade záporného výsledku hospodárenia. Matematicky to tak je, ale takýto ukazovateľ by sa nedal ekonomicky interpretovať vzhľadom k tomu, že výnosy per se negenerujú stratu. Preto otázka, koľko eur straty získame z jedného dodatočného eura výnosov (o čom ukazovateľ rentability výnosov hovorí) je ekonomicky neinterpretovateľná. Navyiac, v použitej metodike ide o výnosy ktoré ovplyvňujú výsledok hospodárenia, čiže nie všetky výnosy (bližšie sa tomu venuje otázka č. 1 – samotná autorka sa tomu venuje na s. 119 výberom tržieb ako parciálnej časti výnosov). To sú však skôr iba poznámky smerujúce k ďalšiemu zdokonaleniu, inak podľa môjho názoru kvalitne spracovanej práce.

Práca v jednotlivých aspektoch a ako celok spĺňa podľa môjho názoru svojim zameraním, rozsahom, použitou metodikou a vedeckým prínosom kritériám kladeným na tento typ práce.

## **ZÁVEREČNÉ STANOVISKO OPONENTA**

Po starostlivom posúdení a zhodnotení všetkých stránok (vrátane originálnych poznatkov ktoré majú unikátny charakter) práce ju **odporúčam na obhajobu v rámci habilitačného konania uskutočňovaného na Fakulte prevádzky a ekonomiky dopravy a spojov Žilinskej univerzity v Žiline.**

Na základe uvedených skutočností **odporúčam**, aby **Ing. Katarína Kramárovej, PhD.**, po úspešnej habilitačnej prednáške a obhajobe habilitačnej práce, bol udelený vedecko-pedagogický

titul „docent“

v odbore habilitačného konania a inauguračného konania *ekonomika a manažment podniku*.

Pretože obhajoba habilitačnej práce v sebe zahŕňa aj vedeckú rozpravu, navrhujem zahrnúť do tejto rozpravy aj nasledujúce námety:

1. V súčasnej teórii a praxi sa v rámci finančnej analýzy zohľadňujú predovšetkým tie náklady a výnosy, ktoré ovplyvňujú výsledok hospodárenia. To však ale nie sú všetky náklady a výnosy, pretože medzi tie (tak podľa definície v IFRS ako aj podľa národných legislatív – napr. v SR je to zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve, § 4, ods. 4) patria aj položky, ktoré na výsledok hospodárenia v priebehu bežného obdobia nemajú vplyv vôbec. Ako by sa dal tento pohľad zohľadniť vo finančnej analýze? A v čiastočne na to nadväzujúc, niektoré ukazovatele berú do úvahy aj vplyv dane, avšak v účtovníctve majú daňové náklady dvojaký charakter – môže ísť o náklady zo splatnej dane, ale aj o náklady z odložených daní (ktoré stelesňujú rozdiely medzi účtovným a daňovým vnímaním ekonomických kategórií).
2. V rámci ukazovateľov vychádzajúcich z výsledku hospodárenia v značnej časti teoretickej literatúry vychádza z predpokladu, že odpisy sú zdrojom financovania (občas aj v rovine, že sú dokonca príjmom). Ak by to však platilo, potom by sme sa dostali k dvom paradoxným záverom. Prvým by bolo konštatovanie, že ak by aj podnik nemal žiadne výnosy či príjmy, dokázal by financovať svoju činnosť napr. aj z odpisov. Druhým je záver, že ak sú odpisy (vyjadrujúce úbytok hodnoty majetku) zdrojom financovania, potom by ním muselo byť každé znehodnotenie majetku (keďže v takom prípade sa používajú takmer tie isté účty, v rámci výkazu ziskov a strát a súvahy v SR dokonca tie isté riadkové položky). Dovedené do extrému, ak potrebuje podnik dodatočný zdroj financovania, stačí poškodiť nejaký dlhodobý hmotný majetok. Aký je názor habilitantky na túto problematiku?
3. Viaceré štúdie uvádzané v práci zmieňujú negatívny vplyv ukazovateľa podielu trhovej ceny akcie a čistého zisku pripadajúceho na akciu (Price / Earnings ratio). Cena akcie je však determinovaná viacerými faktormi, z ktorých jedným môže byť čistý zisk pripadajúci na akciu. Z tohto pohľadu je potom ukazovateľ P/E skôr nezávislou

premennou ktorej hodnota nemôže byť stanovená cenou akcie. Inak povedané, než už by sa trhov<sup>a</sup> cena akcie zmenila akokoľvek, nedokáže táto zmena ovplyvniť ani počet akcií, ani čistý zisk (opačný vzťah, vplyv čistého zisku na cenu akcie je pomerne ľahké si predstaviť). Aký je názor habilitantky na túto problematiku?

V Bratislave, 3. 11. 2024

prof. Ing. Miloš Tumpach, PhD., v. r.