

OPONENTSKÝ POSUDOK NA HABILITAČNÚ PRÁCU

Autorka: **Ing. Alexandra Chapčáková, PhD.**

Názov práce: **Riadenie akcionárskej štruktúry podnikov v kontexte uplatnenia práva výkupu v podmienkach Slovenskej republiky.**

Podniky sú v súčasnom období, charakterizovanom nepretržitými politickými, ekonomickými a sociálnymi zmenami nútené rýchlo reagovať na nové situácie, na dynamiku vývoja. Dôsledkom neustále prebiehajúcich zmien je aj možnosť akciových spoločností riadiť štruktúru akcionárov. Jednu z možností zmeny štruktúry akcionárov predstavuje právo výkupu. Rozhodovanie o zložení akcionárov podniku, o ich podiele na základom imaní, resp. o zmene ich podielu, je svojim významom a dôsledkami strategickým investičným rozhodnutím. Napriek tomu, že v súčasnosti je v európskych krajinách bežne používaným nástrojom na realizáciu zmien vo vlastníckej štruktúre akciových spoločností, jeho riešenie v podmienkach slovenskej i európskej legislatívy nie je ukončené a stále vyvoláva celý rad otázok. Je nesporne prínosné pre ekonomickú vedu i hospodársku prax, že sa autorka venuje tejto kontroverznej problematike.

Habilitačná práca je významným príspevkom k poznaniu súčasného stavu v oblasti ekonomických a právnych nástrojov práva výkupu. Vychádzajúc z vymedzenia podstaty konfliktu záujmov medzi akciovou spoločnosťou, majoritným akcionárom a minoritnými akcionármi, identifikuje hlavné motívy práva výkupu, ktoré podľa názoru autorky, vychádzajú z potreby zvyšovania konkurenčnej schopnosti podniku. Dôsledné poznanie ekonomických a právnych aspektov práva výkupu vyžadovalo, a práca aj poskytuje, posúdiť vplyv európskej právnej úpravy práva výkupu na právnu úpravu v SR. Ako charakteristika vývojových etáp európskej právnej úpravy, tak princípov právnej úpravy práva výkupu v SR a ČR súčasne obsahujú na základe ich kritického prehodnotenia, formuláciu vlastných stanovísk autorky. Dôsledné rozpracovanie teoretických východísk problematiky stanovenia hodnoty akcií pri uplatnení práva výkupu tvorí vhodnú základňu pre spracovanie metodiky stanovenia primeraného protiplnenia pri uplatnení práva výkupu. Autorka práce rozsiahlo prezentuje teoretické prístupy k definovaniu hodnoty, úrovni hodnôt, ohodnocovaniu podniku, diskontu a prémieam pri ohodnocovaní podnikov. Rozsiahlo prezentuje teoretické kvantitatívne modely i empirické modely diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov, čím dokumentuje široký záber svojej vedeckovýskumnej orientácie. Pretože náklady vlastného kapitálu sú dôležitým činiteľom ovplyvňujúcim celkové náklady kapitálu a v konečnom dôsledku aj hodnotu podniku, prináša autorka v práci charakteristiku jedného z najpoužívanejších prístupov ich stanovenia – model oceňovania kapitálových aktív (CAPM).

Stanovenie primeraného protiplnenia sa javí ako najproblematickejší prvok celého postupu práva výkupu. Primerané plnenie môže mať podobu peňažného protiplnenia, cenných papierov alebo kombinácie uvedených foriem. Pretože určeníu primeraného protiplnenia za akciu predchádza stanovenie všeobecnej hodnoty majetku podniku ako celku, prináša autorka vlastný pohľad na stanovenie nákladov vlastného kapitálu, aj s uvedením vývoja ich základných determinantov. Výsledky vlastného výskumu konfrontuje autorka s postupom stanovenia nákladov vlastného kapitálu uvedeným vo vyhláske a konštatuje, že je tento postup nezohľadňuje konkrétne determinanty podnikania - odvetvie podnikania, kapitálovú a finančnú štruktúru podniku, trhové riziko, očakávanú mieru inflácie. Vychádzajúc z uvedeného navrhuje využitie modelov finančnej teórie, ktoré výslednú hodnotu nákladov vlastného kapitálu konštruujú z bezrizikovej úrokovej miery a rizikovej prémie. Nadväzujúc na uvedené, venuje sa utorka v práci okrem právneho a ekonomického významu konceptu diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť i identifikácii faktorov, ktoré ovplyvňujú diskont za obmedzenú obchodovateľnosť – odhadované obdobie obmedzenej obchodovateľnosti akcií, podmienky reštrikcie, tržby podniku a ich volatilita, finančné zdravie a stabilita podniku, vývoj zisku, výška CF pre akcionárov, transakčné náklady. Analýzu predpokladov formovania diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť dopĺňa autorka veľmi kvalitne spracovaným empirickým výskumom diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť na slovenskom kapitálovom trhu. Cennosť empirických štúdií spolu so štatistickým testovaním kvantitatívnych teoretických modelov diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť je evidentná. Na základe analýzy viacerých teoretických prístupov a empirických štúdií autorka predložila odporúčania pre možnú aplikáciu diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť pri ohodnocovaní majetku v slovenskej ekonomike.

Posudzovaná habilitačná práca sa zaoberá ekonomickými a právnymi aspektmi práva výkupu. Poskytuje dostatočne hlboko prepracovanú, súčasne prehľadnú orientáciu v ekonomických a právnych aspektoch práva výkupu a prináša návrh koncepčného riešenia vybraných problémových oblastí pri stanovení hodnoty primeraného protiplnenia za akciu pri procese vytesnenia minoritných akcionárov. Overovanie stanovených hypotéz vykonala autorka s využitím viacerých parametrických a neparametrických štatistických testovacích charakteristík v závislosti od druhu testovanej hypotézy a charakteru výberového súboru. Nesporným prínosom práce je systematizácia a aplikácia diskontov a prémie pri ohodnocovaní protiplnenia za vytesnenie minoritných akcionárov a systematizácia teoretických a praktických prístupov na odhad diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť vo svete. Hlavným aplikačným prínosom habilitačnej práce návrh úpravy metodiky stanovenia všeobecnej hodnoty akcií pri uplatnení práva výkupu, identifikovanie viacerých problémových oblastí pri stanovení primeraného protiplnenia formou cenných papierov a odporúčania na aplikovateľnosť diskontu za obmedzenú obchodovateľnosť minoritných podielov pri ohodnocovaní majetku v podmienkach SR.

Záver

Posudzovaná habilitačná práca prezentuje vysokú vedeckú erudíciu autorky. Deklaruje hlbokú znalosť danej problematiky, kvalitné analytické schopnosti, dôkladne poznanie metód vedeckého skúmania, schopnosti syntetizovať získané poznatky a formulovať východiská ďalšieho rozvoja vedy v danej oblasti.

Habilitačná práca splňuje všetky kritériá kladené na tento typ práce. Na základe habilitačného konania **odporúčam** Ing. Alexandru Chapčákovú, PhD. vymenovať za docentku v odbore 3.3.15 Manažment.

Otázky:

1. Podľa Vašich záverov môže právo výkupu predstavovať nástroj zefektívnenia fungovania kapitálov trhov, platí tento záver aj pre slovenský kapitálový trh?
2. Proces squeeze out je časovo zdĺhavý a finančne náročný. Aký je vplyv nákladov spojených s týmto procesom na konečné efekty výkupu?
3. Aké sú dôvody vedúce slovenských majoritných vlastníkov k realizácii práva výkupu?

V Košiciach 14. mája 2012

.....