

Oponentní posudek doktorské dizertační práce

Název práce: Reálně opční přístup při oceňování podniku

Studijní obor: Finance

Univerzita: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky

Autor: Ing. Eva Kramná

Školitel: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Předložená doktorská dizertační práce je zaměřena na problematiku oceňování podniku s tím, že je řešena flexibilita budoucího rozhodování realizovaná prostřednictvím manažerských zásahů a s využitím přístupů a metod reálných opcí. Jedná se o zobecňující přístup, který v sobě zahrnuje tradiční pasivní metody oceňování, zejména pak metodu diskontovaného cash-flow za rizika ve verzi upraveného nákladu kapitálu. Tento zobecňující přístup je v centru pozornosti jak akademické komunity, tak také specialistů manažerské praxe. Navíc metodicky není problematika zcela snadná a její úspěšné zvládnutí předpokládá znalost jak podnikových financí a oceňování podniků, tak oceňování opcí a modelování stochastických procesů. Proto je potřebné a užitečné tyto metody zkoumat a ověřovat ve specifických podmínkách podniků a odvětví. Zvláště je rovněž významné analyzování a ověřování metod v podmínkách českého hospodářství a podniků. Je zřejmé, že zvolené téma je aktuální a vhodně zvoleno a plně koresponduje s řešením témat v rámci doktorských studií oboru Finance se zaměřením na problematiku podnikových financí.

Deklarovaným *hlavním cílem disertační práce je analyzovat a ověřit aplikaci metodiky reálných opcí při stanovení hodnoty podniku a stanovit předpoklady a omezení pro aplikaci reálně opční metodiky v praxi.* Tento cíl je pak podrobněji členěn a rozpracován do dílčích cílů. Celá práce je logicky rozdělena na dvě základní části: a) teoreticko-metodickou obsahující rešerši problematiky a popis metod, b) prakticko-ověřovací obsahující případové studie oceňování pomocí postupů reálných opcí. Celkové pojetí a struktura práce vychází ze stanoveného hlavního cíle a je dobře navržena.

První rešeršní část obsahuje přehled základních pramenů vztahujících se k problematice reálných opcí, a to jak zahraničních, tak domácích. Autorka zde prokázala hlubokou znalost problematiky a výstižně popisuje klíčové prameny charakterizující a

popisující danou problematiku, zejména pak po metodické stránce. Samozřejmě, celá problematika se dala pojmout a metodicky uchopit z obecnějšího přístupu a konceptu, zejména pak s ohledem na typy podkladových stochastických procesů a typy flexibilit a rozhodovacích procedur. Je tady také prezentován názor, který se v české literatuře a odborné veřejnosti často z neznámých důvodů vyskytuje, že Black-Scholesův (B-S) model je nevhodný, příliš zjednodušující a tedy i reálné opce nejsou příliš vhodným přístupem. Mělo by se však vycházet z toho, že B-S model není jediným modelem, přitom metodika opcí a reálných opcí je rozvinuta a je možné řešit širokou škálu úloh reflektujících dostupná data a strukturu rozhodovacího dynamického procesu (mean-reversion, jump diffusion) a neomezovat se pouze na B-S model a jeho předpoklady. V práci je metodika omezena na geometrický Brownův proces jak ve verzi spojitě (B-S model), tak diskrétní (binomický model). Ale rozumím tomu, že primárním cílem práce je zejména podchytit strukturu problému ve srovnání s tradičním přístupem. Z tohoto pohledu je zvolený přístup adekvátní.

V další části autorka zdařile a systematicky popisuje metodu oceňování na bázi diskontovaných cash-flow a prokazuje přehled, zkušenost a nadhled v dané oblasti. Zde bych měl drobnou terminologickou poznámku k pojmu diskontní sazba, což se vyskytuje v české literatuře, neboť správně by se mělo hovořit o nákladu kapitálu (cost of capital) tak jak je to důsledně vyjadřováno v kvalitní zahraniční literatuře. Pojem diskontní sazba se buď vztahuje ke specifické sazbě centrální banky (ČNB) nebo takto je vyjádřen postup výpočtu současné hodnoty technikou diskontování. Pojem však necharakterizuje výši sazby a rizikové prémie obsažené v nákladu kapitálu. Dále jsou popsány dvě metody oceňování, B-S model, což je spojitý model typu evropské opce a binomický model, což je diskrétní model vhodný pro oceňování amerických opcí. Nechybí kritická diskuse týkající se metod opčního oceňování a způsobu stanovení vstupních parametrů.

Za jádro a hlavní přínos práce lze považovat dvě ověřovací případové studie pomocí metodiky reálných opcí. Ocenit lze to, že v obou případech je aplikován jednotný systematický postup.

V prvním případě je ověřována u daného podniku opce na odložení, tedy časová opce. Zde autorka nejprve stanovila pasivní hodnotu a následně hodnotu reálné opce. Podrobně je popsán výpočet parametrů, jednotlivých scénářů, a zejména pak volatility v různých variantách a za různých předpokladů. Výsledek je dle mého názoru korektní a ukazuje na to, že opce zvyšuje hodnotu podniku a rozšiřuje tak vějíř variant pro rozhodování. Za cennou a správnou je nutno považovat analýzu citlivosti dosažených výsledků.

Ve druhém případě jsou vyšetřovány dvě nezávislé opce, a to opce na rozšíření a opce na ukončení projektu samostatně, samozřejmě by bylo zajímavé vyhodnotit kombinaci obou opcí a zjistit stupeň korelace mezi těmito opcemi. Zajímavé je, že se vychází ze tří scénářů vývoje. Pomocí binomického modelu a americké opce je korektně propočtena hodnota těchto manažerských zásahů. Opět se ukazuje vliv opcí na hodnotu firmy. Taktéž analýza citlivosti plasticky dokresluje výsledky a dává k rozhodnutí kvalitní informace.

Celkové výsledky jsou shrnuty ve zvláštní kapitole a vycházejí z argumentů a výsledků obsažených v práci. Lze je všechny akceptovat. Pouze na straně 151 je uvedeno, že reálné opce je vhodné aplikovat na projekty s NPV blízko nuly nebo menší než nula. Domnívám se, že tento závěr je příliš zjednodušující a omezující. Jako logičtější se mi jeví, že metodika reálných opcí by se měla aplikovat obecně, neboť i při kladných pasivních NPV, zvyšování hodnoty v důsledku zahrnutí opcí změni pořadí výhodnosti jednotlivých projektů a tedy jejich realizaci s dopadem na hodnotu podniku.

Celá práce je věnována aktuálnímu tématu, obsahuje jak metodické koncepty, tak jejich aplikaci v podmínkách podnikových financí. Cíl práce byl splněn. Koncepce práce a postup byl logický a v souladu se stanoveným cílem. Autorka prokázala schopnost zpracovat náročné téma včetně náročné a pokročilé metodiky. Práce je napsána čtivě a logicky. Používány jsou správné pojmy. Závěry vycházejí z práce, jsou doloženy a jsou korektní.

S ohledem na to, že práce svým pojetím, koncepcí, metodickým postupem, a závěry odpovídá dle mého názoru požadavkům na doktorskou dizertační práci a jsou splněny jak věcné, tak formální požadavky (snad nemuselo být používáno tolik zdůraznění pomocí tučného písma, a není vhodné skloňovat referovaná jména) kladené na tento typ prací, publikace autorky jsou dostatečné a nadprůměrné, **doporučuji** předloženou doktorskou dizertační práci k obhajobě.

Ostrava 30. listopadu 2014

prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
oponent dizertační práce
katedra financí, EkF VŠB-TUO