

Oponentský posudek disertační práce Mgr. Jana Dovolila:

Využití ekonomických indikátorů a opcí k sestavení finanční investiční strategie podniku

Předložená disertační práce Mgr. Jana Dovolila je věnována využití ekonomických indikátorů a opcí k sestavení teoretického investičního modelu pro investování finančního majetku podniku. Hlavním cílem disertační práce je prokázání možnosti využití ekonomických indikátorů a opcí k sestavení teoretického modelu finanční investice podniku. Autor si stanovil též dílčí cíle práce, a to identifikovat predikční schopnost ekonomických indikátorů na akciovém indexu S&P 500 a ověřit výkonnost jím sestaveného investičního modelu na historických datech. Dalším dílčím cílem bylo ověřit uplatnitelnost zvoleného modelu v praxi a porovnat jeho výkonnost s krátkodobou a dlouhodobou investicí do akciového indexu S&P 500. Autor si též stanovil hlavní pracovní hypotézu, zda jím sestavený teoretický investiční model dosahuje vyšší výkonnosti v porovnání s krátkodobou a dlouhodobou investicí do akciového indexu S&P 500.

Práce je rozdělena do dvou hlavních kapitol – teoretické a aplikační části. V teoretické části se autor věnuje popisu podniku v kontextu investic a dále se zaměřuje na finanční investice podniku a vztah k riziku. Tato část je podle mého názoru příliš popisná a jsou do ní bez návaznosti na další části práce zařazena data z ČR, například vývoj majetku ve fondech nebo rozložení investic dle typu fondů. Dále se autor věnuje v teoretické části ekonomickým ukazatelům, které přehledně popisuje a uvádí metody vyhodnocení úspěšnosti ukazatelů. Stejně přehledně je zpracována i poslední subkapitola teoretické části, která je věnována opcím, přičemž se autor věnuje opčním strategiím, které pak dále používá při sestavení teoretického investičního modelu.

Aplikační část práce je rozdělena do dvou částí. Těžiště celé disertační práce je v kapitole 4.1. nazvané Teoretický investiční model. Největší přínos práce vidím v tom, jakým způsobem autor analyzoval predikční schopnosti ekonomických indikátorů. Na straně 108 je v tabulce 20 uveden souhrn výsledků korelace ekonomických indikátorů a akciového indexu S&P 500. Autor zde u všech uvedených indikátorů uvádí jejich předstih, případně souběh nebo zpoždění vzhledem k vývoji zvoleného akciového indexu. Na základě výsledků uvedených v této tabulce autor vybral dva indikátory – „Indikátor spotřebitelské důvěry“ a „Maloobchodní tržby po vyloučení automobilů“. První z těchto indikátorů indikuje předstih dva měsíce, zatímco druhý indikátor potom předstih jeden měsíc. Pomocí těchto dvou indikátorů sestavil autor disertační práce vlastní kompozitní předstihový index KISP. Váhy obou výše zmíněných indexů stanovil autor jako 60 % a 40 % s odůvodněním vyšší těsnosti „Indikátoru spotřebitelské důvěry“ s akciovým indexem S&P 500. Tomuto zdůvodnění rozumím, nicméně autor by měl při obhajobě disertační práce vysvětlit, proč jsou váhy zvoleny právě takto, a nikoli jinak.

Autorův vlastní přínos spočívá nejen v sestavení vlastního kompozitního indikátoru KISP, ale též v aplikaci tohoto indikátoru a opčních strategií v rámci sestaveného teoretického investičního modelu. Autor disertace zvolil dvě základní opční strategie – vertikální rozpětí při indikaci změn v indexu a strategii Kondor při indikaci stability indexu. Sám přiznává, že volba těchto strategií a jejich následné využití je intuitivní – chybí mi zde přesnější popis volby

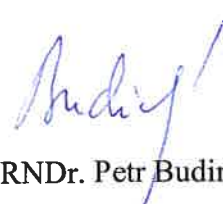
parametrů obou zvolených strategií, k čemuž by se měl autor disertace vyjádřit během obhajoby. K ověření teoretického investičního modelu použil autor historická data od dubna 2007 do září 2014 a v tabulce 22 na straně 117 uvádí, že výnos za celé testované období je 434,1 % - tedy výnos, který vysoce převyšuje výnos při investici přímo do indexu S&P 500. Autor v téže tabulce výslovně uvádí odpovídající roční výnos 59,5 % p. a., kde se mi zdá, že tento výnos odpovídá spíše jednoduchému úročení, které zde ovšem není na místě. Při obhajobě disertační práce by mělo být autorem vysvětleno, zda dosažený výsledek není do určité míry způsoben tím, že index S&P 500 ve sledovaném období zaznamenával výrazný růst a opce mají jak známo pákový efekt. Bližší vysvětlení by měl též autor uvést k poměru ziskových a ztrátových obchodů uvedených též v tabulce 22 – zejména by se měl věnovat vysvětlení rozdílu mezi průměrným ziskem a průměrnou ztrátou z jednoho obchodu.

Další kapitola aplikační části práce je věnována zjištění současné praxe podniků při investování finančních prostředků podniku. Tato kapitola mi připadá nadbytečná a mám určité výhrady jak k výběru respondentů, tak k reprezentativnosti celého průzkumu.

Podle mého názoru je předkládaná disertační práce velmi přínosná, a to vzhledem k tomu, že autor sestavil vlastní teoretický investiční model založený na jím vybraných předstihových indikátorech. Až na poznámku uvedenou v předchozím odstavci autor zvolil adekvátní metody a splnil též cíl, který si stanovil. Práce je zpracována systematicky a přehledně, formální a jazyková úroveň je na potřebné úrovni. Autor též prokázal, dobrou orientaci v problematice a v disertační práci vycházel z dostatečného počtu zvolených publikací.

Předkládaná disertační práce přesahuje svým významem téma Finanční a investiční strategie podniku, spíše je využitelná pro investiční společnosti a fondy, jak sám autor též uvádí. Celkově předkládanou disertační práci **doporučuji** k obhajobě.

V Praze dne 4. 11. 2015


Doc. RNDr. Petr Budinský, CSc.

Posudek k obhajobě dizertační práce

„VYUŽITÍ EKONOMICKÝCH INDIKÁTORŮ A OPCÍ K SESTAVENÍ FINANČNÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE PODNIKU“

Mgr. Jana Dovolila

Téma dizertační práce vypracované Mgr. Janem Dovolilem „*Využití ekonomických indikátorů a opcí k sestavení finanční investiční strategie podniku*“ považuji za aktuální a to z toho důvodu, že jak autor sám uvádí v úvodu dizertace, současná finanční krize, resp. způsoby jejího „řešení“ způsobují stále větší nedůvěru ekonomických subjektů ve finanční trh, což se následně negativně promítá do ochoty podniků investovat do cenných papírů.

Globálním cílem předložené dizertační práce je (viz str. 16) „*sestavit efektivní teoretický investiční model založený na předstihových ekonomických indikátorech a opčních strategiích*“. Formulaci takto vytyčeného cíle práce považuji za možnou. Pokud jde o parciální cíle, jeví se mi jako vcelku logické, což již ovšem nemohu tvrdit o uváděných pracovních hypotézách, z nichž především ty dílčí považuji za zbytečné, pouze komplikující strukturu a obsah disertační práce. Pokud se týče vazby tématu na obor studia, z tohoto pohledu považuji disertační práci za bezproblémovou.

Kapitola 3 představuje teoretickou část práce, ve které měl autor prokázat, že rozumí řešené problematice, že chápe systémové souvislosti a že vychází z aktuálních dat a platné legislativy. Tyto předpoklady zde ovšem potvrzeny nejsou. Autor naopak prokázal, že má velice vážné teoretické nedostatky a že ani nezaznamenal legislativní změny, které v České republice nastaly zhruba před dvěma roky, a má v nich zmatek.

Pro doložení svého prvního tvrzení použiji následujících příkladů, jichž lze ovšem nalézt podstatně více. Na straně 21 např. uvádí, že cílem investování je především „zisk“ – přičemž se mělo jednat o „výnos“. Na straně 23 řadí mezi dlouhodobé cenné papíry naprosto chybně „podílové listy“. Ty se na krátkodobé a dlouhodobé nerozdělují, poněvadž se jedná o jiné než „klasické“ investiční instrumenty, přičemž se může dokonce jednat i o strukturované produkty (neboli specifický druh derivátů). A na téže straně řadit mezi cenné papíry peněžního trhu „šeky“ považuji za přímo ošesné, neboť se jedná nikoli o investiční, nýbrž o platební instrumenty. Na stejné straně pod čarou jsou další nesmyslná tvrzení, a to, že „podílové fondy jsou založeny na kolektivním investování“ skupiny investorů. Není tomu tak, v České republice má termín „kolektivní investování“ jiný význam. Správně se mělo jednat o „společné investování více subjektů“ – kdy by se mohlo jednat nejen o kolektivní investování, ale případně i o „fondy kvalifikovaných investorů“. A následně tvrdit, že podílové listy lze kdykoli a v jakémkoli množství odprodat zpět investiční společnosti je rovněž chybné tvrzení. Autor zřejmě neví, že existují rovněž uzavřené podílové fondy, které předčasný odkup nepřipouštějí, přičemž i u otevřených fondů může v určitých případech docházet k pozastavení odkupů. Dále, na str. 56 autor prokázal neznalost opční terminologie. Vůbec

neví, co znamená termín „emitent“. Finanční deriváty se totiž neemitují, nýbrž „vypisují“, případně vznikají tzv. „otevíráním pozic“. A výraz „trhy podkladových aktiv“ je rovněž nesmyslný - jde o spotové neboli promptní trhy. (Další problematická tvrzení autora uváděná v této kapitole již nehodlám komentovat).

Pokud se týká prokázaných znalostí autora v oblasti legislativy, tak ty považuji dokonce za přímo katastrofální. Na jedné straně sice zaznamenal vznik nového občanského zákoníku a Zákona o investičních společnostech a investičních fondech, ale že byla již zhruba před dvěma roky ukončena platnost Obchodního zákoníku, vyhlášeného ve Sbírce zákonů pod č. 513/1991 Sb., který v letech 1992–2013 upravoval oblast obchodního práva coby součásti práva soukromého a byl v dané oblasti nahrazen Zákonem 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), jenž nabyl účinnosti stejně jako nový občanský zákoník již od 1. ledna 2014 zřejmě asi neví. A dále neví ani to, že od 1. ledna 2014 již neplatí ani Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, na který se odvolává na straně 22 a v poznámce pod čarou na straně 21. Tyto skutečnosti svědčí o tom, že dizertační práce je postavena na mnoha nepravdivých údajích (např. poukázky na akcie již téměř dva roky právně neexistují).

Mimo výše uvedených skutečností navíc konstatuji i to, že mnohá pojednání této kapitoly nemají s řešením stanoveného globálního cíle nijakou přímou souvislost, jiná pouze popisují všeobecně známé věci, takže jsou podle mého názoru zbytečná. A některé části, jako např. podrobněji uváděné složitější opční kombinace, považuji (stejně jako prof. Jílek, kterého autor cituje), v praxi za velice obtížně realizovatelné.

Ke statistickému vyhodnocení a zpracování provedeném v kapitole 4 vznáším rovněž podstatné připomínky. V teoretickém rozboru autor popisuje jak Pearsonův tak Spearmanův koeficient korelace. V prvním případě jde o koeficient vhodný pro normální rozložení dat, zatímco Spearmanův je představitelem neparametrické statistiky. I když je možno s výběrem koeficientu pro testování souhlasit, autor by měl jednoznačně prokázat, jaké je rozložení datového vzorku. Pro ekonometrické aplikace bych očekával spíše využití Kendall Tau, protože Spearmanův koeficient je spíše historickým přežitkem. Tímto nezpochybňuji postup autora, a to s ohledem na to, že u disertačních prací je očekáváno, že autor uváží veškeré možné přístupy a v textu jednoznačně vysvětlí jejich volbu. Pokud jsou ovšem výsledky postaveny pouze na porovnání korelačních koeficientů, musí nutně odpovědět i na otázky týkající se multikolinearity a autokorelace dat. Jestliže jsou veškerá předkládaná data do jisté míry autokorelována, není výsledné doporučení založeno na správném předpokladu. Sama o sobě silná korelace nevysvětluje, zda je jednoznačně zkoumaná proměnná ve vztahu s vysvětlovanou proměnnou. Výsledky disertace jsou pouze částí více-parametrického regresního modelu. V plném řešení by se mohlo ukázat, že podstatně větší váhu má třeba „dummy“ proměnná; např. proměnná z oblasti psychologie. Proto je třeba navržený model chápat jako možný, nikoli ale vždy platný.

Vedle výše uvedeného vyjádření k postupu řešení ovšem musím opět konstatovat mnoho dalších formulačních nepřesností a chyb. Na straně 76 nesouhlasím např. s tvrzením autora, že „akciový index S&P 500 lze považovat za představitele globálního kapitálového

trhu. Jedná se o zcela nesmyslné tvrzení. Jelikož se jedná o akciový index zahrnující pouze americké akciové tituly, nejde určitě o index globální. A autor by měl vědět, že termín „kapitálový trh“ je podstatně širší než „trh akciový, jelikož vedle akcií se na něm obchodují i dlouhodobé dluhopisy (obligace) a poskytují dlouhodobé úvěry. A pokud se týče vybraných ekonomických indikátorů, chybí mi mezi nimi index volatility, konkrétně „VIX“. Ten váže přímo na S&P 500 a je podle mého názoru daleko významnější než nakonec vybrané indikátory („indikátor spotřebitelské důvěry“ a indikátor „maloobchodní tržby po vyloučení automobilů“), které jsou navíc silně vzájemně „provázány“.

Nakonec ještě vznáším připomínku k dílčí kapitole 4.2, neboli k tzv. „kvalitativnímu šetření ...“. Jednak se mi jeví jako zbytečné a jednak jako nic neprokazující - viz uváděné zcela minimální počty rozhovorů a velice nejasné závěry.

Pokud se týká formálních náležitostí dizertace, připomínky vznáším především k jazykové čistotě. Slovní spojení jako: „vhled do problematiky“ (str. 13), „kvalitativní vhled“ (str. 17), „literатурní (místo literární) řešerše“ (str. 20) nepovažuji za správné. K publikacím studenta sice připomínky nevznáším, ale tím, že v kapitole „Citace“ uvádí moji publikaci Finanční trhy, kterou, podle mnoha mnou uváděných pochybení zřejmě asi vůbec neviděl, jsem oprávněn se domnívat, že tento jeho přístup k uváděným publikacím nebude ojedinělý.

Závěrem konstatuji, že předloženou dizertační práci Mgr. Jana Dovolila nepovažuji v žádném případě ani za zdařilou, ani za teoreticky přínosnou. Autor v ní prokázal závažné teoretické nedostatky, neznalost existujícího právního rámce a navíc nepovažuji vytvořený model za využitelný v praxi. A současně mám také vážné pochybnosti o tom, zda vytvořený model naplňuje globální cíl práce.

Přes všechny uváděné kritické připomínky však **doporučuji připustit dizertační práci Mgr. Jana Dovolila k obhajobě**. Činím tak z toho důvodu, aby mu byla dána možnost dokumentovat, zda lze za proměnné jeho modelu považovat skutečně pouze ty, které ve své práci zvolil, neboli jinými slovy, aby prokázal, že neexistují další možné proměnné, které by mohly vykazovat podobné hodnoty korelace. V případě, že se mu podaří správnost svého modelu prokázat, budu považovat (i když s výhradami) globální cíl jeho dizertace za splněný a budu souhlasit s tím, aby mu byl v případě úspěšné obhajoby udělen titul „doktor“, ve zkratce „Ph.D.“.

V Brně 2. listopadu 2015



prof. Ing. Oldřich REJNUŠ, CSc.