

UNIVERSITAS CAROLINA PRAGENSIS
založena 1348

Institut ekonomických studií
Univerzita Karlova v Praze -Fakulta soc. věd



Opletalova 26
110 00 Praha 1
TEL: 222 112 305
TEL/FAX: 222 112 304
E-mail: mejstrik@inbox.fsv.cuni.cz
<http://ies.fsv.cuni.cz/>

Oponentní posudek pro posouzení doktorské disertační práce

Jana Hájka “Slabá forma efektivnosti střeoevropských akciových trhů” zpracované
v září 2006 na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze

Předmětem tohoto posudku je posouzení, zdali předložená disertační práce Ing. Jana Hájka splňuje náležitosti disertačního řízení na Vysoké škole ekonomické v Praze.

Obecně lze konstatovat, že autor práce jejím titulem „Slabá forma efektivnosti střeoevropských akciových trhů“ odpovídá na poptávku po přehledové analýze jistého typu metod analyzujících situaci na střeoevropských finančních trzích. I pro širší analytickou a pedagogickou praxi je žádoucí mít hlubší teoretické i praktické znalosti bouřlivě se rozvíjejících metod podpořené empirickým experimentováním, již jen pro širokou potenciální (ne)využitelnost některých predikčních metod na finančních trzích s dalekosáhlými finančními dopady. Předložená rozsáhlá disertační práce (189 stran) pak představuje důkladný komparativní přehled a originální českou aplikaci několika skupin zvažovaných metod. Autor ve druhé kapitole důkladně rozebírá diskuse hypotézy efektivních trhů (a to nejen slabé formy) od samých vskutku prehistorických („prefamovských“) počátků přes konvenční přístupy až k rozmanitým kritikům a modifikacím původních zakladatelských tezí včetně Famovy reflexe z roku 1997. Ve třetí kapitole pak autor podává orientační přehled metodologie testování hypotézy efektivních trhů (se zaměřením na její slabou formu) na základě dostupné literatury věnující se testování hypotézy v regionu střední Evropy. Tím dle svých slov nastínil základní myšlenkový rámec dosavadních empirických testů, jejichž závěry jsou systematizovány v kapitole 4 rozdělené na část věnovanou analýze českého akciového trhu a část věnovanou efektivnosti akciových trhů ve střední Evropě.

Připomeňme, že cenné papíry jsou vždy ve formě standardního kontraktu, jde o reprezentaci práva na získání aktiva či očekávaného budoucího prospěchu z něj za stanovených podmínek: Kontrakt dle svého obsahu alokuje riziko stran. Při analýze střeoevropských trhů cenných papírů musíme dát pozor na vágní či značně neúplné kontrakty – vlastnická práva jsou i díky nízké likviditě obtížně převoditelná, obtížně vynutitelná,

přetrvává omezená transparentnost informací, velké nejasně alokované riziko v kontraktech. Je logické, že český akciový trh odstartovaný umělým IPO v podobě kuponové privatizace a administrativně vynucovanou veřejnou obchodovatelností, nízkou likviditou, deformovanou corporate governance, absencí vynucovaných pravidel atd. lze po dlouhou dobu řadit mezi vznikající (emerging markets), což výrazně modifikuje analýzu jeho cenově-informační efektivity. V obdobné míře to však platí i o dalších rozvíjejících se středoevropských trzích (byť to může být spojeno s odlišnou historií) jak to potvrdili např. již účastníci velké konference o středoevropských kapitálových trzích pořádané na IES Karlovy university s USAID v roce 2000 (viz <http://ies.fsv.cuni.cz>) i nedávná publikace oponenta. Ukazuje se, že společné znaky středoevropských trhů (nízká likvidita, malá kritická velikost obchodovaných společností, častý delisting společností skoupených strategickými investory nedůvěřujících kapitálovému trhu) navzdory jejich odlišným východiskům („lepší Budapešť“) stále více trendově převažují, což umožňuje komparativně sledovat určitou rostoucí efektivnost těchto trhů. Nicméně ani integrované institucionální uspořádání trochu likvidnější (byť málo likvidní) vídeňské burzy s „v rámci Visegradu efektivnější“ burzou v Budapešti se zatím na první pohled neodráží na datech, bohužel zatím neznám analytické studie zlepšené informační efektivity pod vlivem integrace těchto trhů jakkoliv by to bylo zajímavé a analyticky schůdné (individuální analýzy vídeňské burzy uváděné na str.64-65 pracují se staršími daty na individuálním základě). Komparativní přehled analytických výsledků autorem uváděných v kapitole 4 mne vede k zamyšlení, zda by s ohledem na charakter rozvíjejících se kapitálových trhů nebylo vhodné - pro pochopení charakteru středoevropské informační efektivity - přidat kapitolu přehledu analýz trhů dluhopisů (nejen státních, ale i bankovních a podnikových). Jakkoliv jde v případě tohoto námětu o metodologickou odlišnost, ve stejném institucionálním prostředí kapitálových trhů se mnohé z těchto dluhopisových trhů zdá se chovaly poměrně „dobře“, možná s ohledem na bonitní a informačně zodpovědné emitenty.

Autor, jak vidíme, se prezentuje disertační prací, která s nadhledem reaguje na uvedenou poptávku po komparativních studiích, a současně implicitně shrnuje i svůj osobitý příspěvek do diskuse o nové podobě metodologického vybavení analytiků. Jde o práci na první pohled poměrně dobře strukturovanou, což odráží konzistentní přístup autora odvíjející se od rozboru nejrůznějších metod k jejich aplikaci a testování na pečlivě a samostatně vytvořeném specifickém datovém souboru (kapitola 5.1) – vedle jedenáctiletých denních časových řad za léta 1995-2005 (z agentury Bloomberg) jde o různě modifikovaná data (štěpení akcií), různě seskupovaná (SPAD,...), pro analýzu událostí pak jen 101 titulů

v osmileté časové řadě 1998-2005. Za pochopitelný považují nedostatek údajů o dividendách a jejich dočasné zanedbání, avšak v posledních letech výrazně vzrostly dividendové výnosy a argument Beno, Hanouska za léta 1996-2002 již neplatí (str.72 práce). Z výše uvedených důvodů bych k benchmarkům přiřadil i index vídeňské burzy reprezentující jakkoliv nedokonalou střední Evropu.

Struktura textu je vázána na prohlubující se výklad a aplikace modelů, které mají netriviální charakter a jsou promyšleně vyloženy ve vazbě na zkoumanou věcnou problematiku a pramenné spisy (nejen 2.-4. kapitola, ale též kapitola 5.2). Jedním z originálních přínosů práce je právě přirozená aplikace těchto modelů na střeoevropská resp. česká data (6.-9.kapitola). Oceňuji zejména relativní srovnání testů slabé formy a zamítnutí této hypotézy s důsledky pro prediktabilitu výnosů na pražské burze (kap.8) a potvrzení pomalé reakce cen na informace o nabídkách převzetí (kap.9).

Nyní ještě ke všeobecnějším komentářům a připomínkám z pozice samotné filozofie slabé formy EMH a predikovatelnosti. V rámci našeho doktorandského grantového výzkumu na IES a spolupráce s prof. T.Crackem z novozélandské University Otago jsme se v poslední době více věnovali analýze podnětných prací, na které se i autor předložené disertační práce odkazuje a ze kterých čerpá

Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C.: *Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, 1997

Lo, A. W.: The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. *Journal of Portfolio Management*, 2004, č. 30, s. 15 – 29

Lo, A. W., MacKinlay, A. C.: Stock prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test. *Review of Financial Studies*, jaro 1988, roč. 1, s. 41 – 66

Lo, A. W., MacKinlay, A. C.: The Size and Power of the Variance Ratio Test in Finite Samples: A Monte Carlo Investigation. *Journal of Econometrics*, 1989, svazek 40, s. 203 – 238

Lo, A. W., MacKinlay, A. C.: A non-random walk down Wall Street. *Princeton University Press*, 1999

Doporučuji ale zvážit extenzivnější domyšlení důsledků těchto studií, než zatím autor učinil. Již od prvního z uvedených příspěvků Lo, A. W., MacKinlay, A. C (1988) uvádějícího test poměrů rozptylů se odvíjí kritika argumentu, že pokud by trhy byly informačně efektivní, pak by ceny sledovaly náhodnou procházku jistého typu. Ale mnozí stejně jako v roce 1965 Samuelson (když uváděl důkaz, že správně anticipované ceny náhodně fluktuují) skrytě předpokládají neutralitu investorů k riziku a ignorují skutečnost - jejich averzi k riziku. Lze pak dovodit, že převažuje-li averze k riziku, pak shromážděná empirická data o stabilních

vlastnostech cen akcií na základě analýzy časových řad nyní naznačují, že výnosy akcií jsou de facto zčásti predikovatelné. Pak tedy máme investory s averzí k riziku na efektivních trzích, (ti stěží mohou sledovat vysoce riskantní ! strategie využívající informace o odchylkách od náhodné procházky), můžeme mít informačně efektivní trhy kde ceny jsou racionálními oceněními hodnoty založené na současné informaci, tudíž připouštíme predikovatelnost, ale odmítáme tradiční náhodnou procházku. Doporučuji proto poněkud přesněji reinterpretovat klíčový vztah mezi slabou formou EMH a náhodnou procházkou.

Uvedené komentáře a připomínky nic nemění na velice pozitivním hodnocení disertační práce, která nepochybně zaslouží být v předložené podobě přijata v rámci disertačního řízení před příslušnou komisí pro obhajobu disertační práce. Současně doporučuji výsledky práce i publikovat.

Praha, 12.září 2006

prof. Ing. Michal Mejstřík,CSc.