

# ”MANIPULACE KURZEM NA KAPITÁLOVÉM TRHU ”

**Autor: Mgr. Bc. Ivo Průša**

Školitel: Prof. JUDr. Jan Dědič

Oponent: Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.

---

## **1. Cíl práce a její zaměření**

Oponovaná disertační práce se zaměřuje na rozbor manipulace kurzem v kontextu cenotvorného chování kapitálového trhu. Cílem práce Mgr. Průši je rozbor manipulace kurzu z právního a ekonomického hlediska, kritika objektivního přístupu k manipulaci a kvalifikace jednotlivých manipulativních praktik.

## **2. Struktura disertační práce a metody jejího zpracování**

Předložená disertační práce obsahuje jak právní pasáže, tak i části, které vycházejí z moderní finanční ekonomie. Práce je rozdělena do patnácti částí, z nichž převážná většina je velmi kvalitně zpracovaných. V těchto kapitolách autor přesně definuje pojmy, které pak používá v další části výzkumného textu. Autor rovněž prokazuje schopnost systematického přístupu při naplnění hlavního cíle disertační práce.

V první a druhé části doktorand vymezuje elementární kategorie, které jsou základem pro další zkoumání a na které se autor odkazuje v následujících částech. Jsem však toho názoru, že tyto části bylo možné integrovat do jednoho celku.

Třetí a čtvrtá část disertační práce má převážně metodologický charakter včetně definování základního cíle práce. Navazující (a podle mého názoru až příliš stručná) pátá část uvádí 3 základní hypotézy, které jsou následně v disertaci ověřovány.

V poměrně krátké šesté části se doktorand věnuje rozboru finančního trhu. Sedmá část je věnována klasifikaci jednotlivých segmentů finančního trhu. Osmá část je zaměřena na zkoumání role kapitálového trhu v ekonomickém systému. Celkově lze uvést, že tyto části jsou zpracovány přehledně a bez výraznějších nedostatků, avšak příliš se nevztahují k vlastní problematice manipulace kurzu na kapitálovém trhu.

Klíčovou roli pro zkoumání manipulace kurzu na kapitálovém trhu má devátá část disertační práce, která zkoumá problematiku regulace z ekonomického pohledu. Zdá se, že na ss. 48 - 49 autor odmítá teorii efektivního trhu. Hlavní směr finanční ekonomie však likvidní trhy považuje za ekonomicky efektivní (economically efficient market), což znamená, že kurzy neabsorbují bezprostředně veškeré nové veřejné informace, ale v dlouhém období nelze dosáhnout dodatečný zisk po zohlednění transakčních nákladů a daní. Je nutné však konstatovat, že teorie efektivních trhů představuje vysvětlení chování akciových kurzů hlavním směrem současné moderní finanční ekonomie, která si však za svou „laboratoř“ zvolila především americký akciový trh jako největší, nejlikvidnější a nejrozvinutější akciový trh světa. Převážná většina významných světových finančních ekonomů se shoduje totiž v názoru, že nejlikvidnější akcie na americkém akciovém trhu se chovají poměrně ekonomicky efektivně. Je třeba si však uvědomit, že efektivnost akciových trhů není konstantní, ale může se v čase měnit, poněvadž nejenže kolísá likvidita akciových trhů, ale občas také dochází

k významným a přelomovým změnám v investičním prostředí<sup>1</sup>, což může po určitou dobu komplikovat přesné vstřebávání zcela nových informací. Testování teorie efektivního trhu se postupně začalo zaměřovat i na méně vyspělé akciové trhy. Rovněž se stalo oblíbeným tématem empirického výzkumu ve středoevropském prostoru, přičemž převážná většina studií se zaměřila buď na český trh nebo na středoevropské trhy. Testy, které zkoumaly efektivnost těchto trhů v 90. letech minulého století, ve většině případů (např. Němeček /1998/<sup>2</sup>, Filáček, Kapička a Vošvrda /1998/<sup>3</sup>, Chun /2000/<sup>4</sup>) dospívají k závěru, že akciové trhy se chovají neefektivním způsobem. Naopak testy z nového tisíciletí přinášejí stále více důkazů (např. Diviš a Teplý /2005/<sup>5</sup>, Schotman a Zalewska /2004/<sup>6</sup> nebo Hájek /2006/<sup>7</sup>), že neefektivnost nejlikvidnějších akcií na středoevropských trzích se výrazně snížila, přičemž v některých obdobích se chovají efektivně ve slabé formě. K tomu však Hájek /2006/ dodává, že „... Přestože tedy může analýza dílčích období již dnes indikovat některá specifika či trendy, k jejich potvrzení budou nutné delší časové řady. Například na českém trhu se index PX-D a nejlikvidnější české tituly obchodované v systému SPAD pražské burzy chovají v období 2000-2005 v zásadě v souladu s modelem náhodné procházky, což může naznačovat slabě efektivní chování tohoto segmentu ...“<sup>8</sup>.

V rámci deváté části jsou rovněž zařazeny pasáže o teorii moderního portfolia, modelu oceňování kapitálových aktiv, teorii behavioral finance nebo teorii chaosu. Zejména teorie moderního portfolia a teorie model oceňování kapitálových aktiv se prakticky nevztahují k vlastnímu tématu disertační práce, poněvadž se zaměřují na zkoumání vztahu výnosových měr a rizik likvidních kapitálových aktiv.

Hlavní výzkumný cíl doktorand začíná z právního hlediska analyzovat prakticky až v desáté části disertační práce. Tuto část lze pak společně s jedenáctou a dvanáctou částí považovat za jádro předložené disertace. Na s. 67 autor však vychází z předpokladu neefektivního chování trhu, což je však z pohledu hlavního proudu finanční ekonomie značně problematické.

V následující třinácté části disertace se doktorand věnuje rozboru jednotlivých metod manipulace kurzu. Tuto část zpracoval autor na dobré úrovni, i když v některých částech používá poměrně staré empirické studie (např. s. 148). Navazující čtrnáctá část disertační práce je věnována diskusi o alternativním stanovení odpovědnosti. Domnívám se, že i tuto část bylo možné integrovat do třinácté části.

Patnáctá část se věnuje velmi aktuální problematice, a to možným příčinám soudobé globální finanční krize. Rozbor problematiky strukturovaných dluhopisů se však podle mého názoru příliš nevztahuje k vlastnímu výzkumnému zaměření disertačního úkolu.

---

<sup>1</sup> Pastor,L.-Veronesi,P.: Technological revolutions and stock prices. *American Economy Review*, 99, 2009.

<sup>2</sup> Němeček,L.: Capital Market in the Czech Republic: Birth and the First Steps. Disertační práce. CERGE – UK, Praha, 1998.

<sup>3</sup> Filáček,J.-Kapička,M.-Vošvrda,M.: Testování hypotézy efektivního trhu na BCPP. *Finance a úvěr*, 48, č.9, 1998.

<sup>4</sup> Chun,R.M.: Compensation vouchers and equity markets: Evidence from Hungary. *Journal of Banking and Finance*, č.24, 2000.

<sup>5</sup> Diviš,K.-Teplý,P.: Informační efektivnost burzovních trhů ve střední Evropě. *Finance a úvěr*, ročník 55, č.9 – 10, 2005.

<sup>6</sup> Schotman,P.C.-Zalewska,A.: How far do international investment opportunities extend to the markets of the post-communist countries? Testing for predictability and integration. EMG/ESRC – EBRD paper, September 2004.

<sup>7</sup> Hájek,J.: Slabá forma efektivnosti středoevropských akciových trhů. Disertační práce, VŠE v Praze, 2006.

<sup>8</sup> Hájek,J.: Slabá forma efektivnosti středoevropských akciových trhů. Disertační práce, VŠE v Praze, 2006, s.151.

Závěrečná pasáž disertace (šestnáctá a sedmnáctá část) se koncentruje na negativní vymezení manipulace kurzu a na stanovení odpovědnosti. Jsem toho názoru, že tato pasáž je zpracována poměrně kvalitně.

### **3. Celkové hodnocení práce**

Manipulace kurzem na kapitálovém trhu patří mezi klíčová témata nejen právní teorie, ale i moderní finanční ekonomie. V této oblasti však v České republice dosud existuje poměrně málo kvalitních výzkumných textů. Současně se jedná i o téma velmi praktické, poněvadž nepochopení rozdílu mezi spekulací a manipulací negativně ovlivňuje efektivní ochranu vnějších investorů na kapitálovém trhu. Z tohoto hlediska lze hodnotit předloženou disertační práci jako velmi přínosnou a inspirativní nejen pro teorii, ale i pro regulatorní a dohledovou praxi.

Předkládaná disertační práce splňuje základní požadavky kladené na tento typ práce. Autor v ní prokázal schopnost formulovat problém, analyzovat ho a provést jeho kvalifikované zhodnocení. Z jednotlivých částí disertační práce je evidentní, že doktorand se velmi podrobně seznámil s teorií a praxí manipulace kurzem na kapitálovém trhu.

### **4. Otázky do diskuse**

Při obhajobě disertační práce by autor mohl zaujmout stanovisko k následujícím problémům:

1. Proč je obvykle rozdílný stupeň efektivnosti na akciových a dluhopisových trzích?
2. Jaký je Váš názor na soudobé institucionální uspořádání dohledu nepoctivých praktik (včetně manipulace kurzem) v EU?

### **Celkový závěr**

Disertační práce Mgr. Ivo Průši splňuje základní požadavky zákona o vysokých školách. Předložená práce nejen vychází ze soudobých vědeckých poznatků moderní právní teorie a finanční ekonomie, ale také obsahuje i řešení, přispívající k rozvoji teorie manipulace kurzem na kapitálovém trhu. Proto práci Mgr. Průši **doporučuji** k obhajobě před komisí pro obhajobu doktorských disertačních prací Právnické fakulty Univerzity Karlovy v Praze.

Praha, 29. 8. 2012

Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.  
Fakulta financí a účetnictví  
VŠE v Praze