

Oponentní posudek na doktorskou disertační práci

Komárková, Z.: *Integrace finančního trhu České republiky s eurozónou*. Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze 2006. 170 s. + přílohy. (vedoucí práce: prof. Ing. Jan Frait, Dr.)

Hodnocená disertační práce je věnována integraci finančních trhů České republiky (ČR), Polska, Maďarska a Slovenska s finančními trhy vyspělejších členských zemí Evropské unie (EU), resp. členů eurozóny. Autorka disertace byla při jejím zpracovávání vedena mj. snahou odhalit, jak se do procesu finanční integrace promítnul vstup ČR do EU a jak může být tento proces ovlivněn očekávaným přijetím eura ČR coby domácí měny. Práce má zřetelný teoreticko-empirický charakter a o praktické upotřebitelnosti jejích výsledků není pochyb, což dokládá i finanční podpora udělená danému výzkumnému projektu z fondů Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky.

Disertační práce je členěna do šesti kapitol, které jsou doprovázeny úvodem a závěrem. V první kapitole autorka vhodně vymezuje základní, následně v práci používané termíny, mezi nimiž má nejdůležitější postavení samotný termín „finanční integrace“. Autorka nabízí přehled různých argumentů pro- a proti finanční integraci a zabývá se metodikou jejího měření, přičemž prezentuje konkrétní techniky pro tento typ výzkumu. Další kapitoly jsou pak zaměřeny na jednotlivé segmenty finančního sektoru, konkrétně na devizové, peněžní, úvěrové, dluhopisové a akciové trhy. Autorka zde volí jednotný přístup, když vždy nejprve uvádí a komentuje teoretická východiska analýzy dotyčných trhů, poté dává prostor existující literatuře k tématu, dále sleduje vývoj na trzích ve zvoleném regionu a nakonec prověřuje integraci trhů pomocí analýzy sladění, koncepcí konvergence Beta a Sigma, případně (u některých trhů) i jiných analytických prostředků, např. tzv. měření založených na událostech (NBM). Pokud jde o zjištění shrnutá v závěru práce, v případě ČR ve vztahu k eurozóně platí, že „(i) devizový trh je možno považovat za vysoce integrovaný, (ii) peněžní nezajištěný trh za neintegrovaný a silně ovlivněný národní měnovou politikou, (iii) peněžní trh derivátů krátkodobého dluhu za pomalu konvergující, (iv) pro úvěrový trh nelze závěry formulovat, (v) dluhopisový trh vykazuje známky vysokého stupně integrace se zpomalující rychlostí konvergence, (vi) akciový trh od počátku roku 2005 diverguje.“ (s. 162)

Práce je psána akademicky vyspělým stylem a její obsahová úroveň svědčí o autorčině odborné erudici ve sledované oblasti. Z řady pozitivních rysů disertace chci vyzdvihnout správné poukázání na to, že sensu stricto nelze finanční integraci spojovat jen s odbouráváním institucionálních bariér a liberalizací podmínek pro obchodování, ale i s nestrannými preferencemi investorů a jejich ochotou realizovat transakce. V této souvislosti je rovněž cenné upozornění, že v širším pojetí ani finanční integrace nemusí být spojena s úplným odstraněním bariér a frkcí, ale že tyto musejí mít symetrický charakter ve vztahu k účastníkům trhu. Vzhledem k využívání zákona jedné ceny v empirické části práce je pak jen dobře, že si autorka uvědomuje možnou existenci diskriminačních praktik na neveřejných trzích a z toho plynoucí problematičnost vyvozování závěrů o plné finanční integraci toliko na základě vlastního potvrzení platnosti uvedeného zákona.

Více než třetinu z šesti kapitol disertace představují pasáže mající výrazně empirický ráz, ať již jde o deskripci vývoje jednotlivých trhů v určitých obdobích nebo prezentace výsledků ekonometrických testů. Tyto pasáže jsou jádrem samostatné autorčiny badatelské práce a obsahují množství nových, leckdy nemálo překvapivých informací. Je proto trochu škoda, že v kapitolách chybí shrnutí dílčích závěrů a jejich podrobnější vyjasnění, ačkoliv nelze říci, že by se jinak autorka obávala projevit svůj názor na možné příčiny existence toho či onoho ekonomického jevu. Náplň kapitol a v nich dosažené poznatky jsou shrnuty až v závěru celé práce, to však činí text závěru předcházejících kapitol lehce fragmentálním a méně čtenářsky pohodlným. Pokud se jedná o závěr, není nejšťastnějším tvrdit, že cílem disertace byla diskuse (s. 155), neboť diskuse zde zjevně byla prostředkem k dosažení cíle, nikoliv cílem samotným. Také v úvodu se objevují ne zcela přesvědčivé formulace cílů práce, kdy je za cíl vydávána analýza jistých otázek (s. 12), resp. za souhrnný cíl dokonce upozornění na důležitost procesu integrace finančních trhů (s. 13). Takováto pojetí cílů jsou buď velmi vágní anebo (jak bylo řečeno) zaměňují prostředky a cíle.

V úvodu práce autorka slibuje mj. vymezení pojmů liberalizace a globalizace. V první kapitole lze ovšem nalézt jen konstatování, že předstupněm globalizace je internacionalizace a že se globalizace liší od integrace tím, že jde o spontánní proces (s. 18). Přitom v oddílu 2.2 se tvrdí, že „Devizové trhy jsou v porovnání s ostatními segmenty finančního trhu zřejmě jako celek nejvíce globalizované.“ (s. 46) Volné nakládání s tak kontroverzním termínem, jakým termín „globalizace“ je, kontrastuje s výše zmíněným pečlivým vymezením pojmu finanční integrace. A ačkoliv osobně neupírám autorce právo na takové přesvědčení, označovat tvrzení, že „Přínosy z dobře monitorovaného procesu finanční integrace převáží nad jeho náklady“, za „všeobecně akceptovatelné“ (s. 24) by mohlo popudit nejen profesora Jana Kellera či radikály z hnutí Ya Basta.

K příznivému dojmu z disertační práce napomáhá 19 stran příloh, 8 stran převážně anglicky psaných referenčních titulů odborné literatury, řada barevných grafů, ilustrativních „boxů“ a dvojí cizojazyčné resumé. Po formální stránce lze práci vytknout používání anglikanismů jako „Hodrick-Prescottův filtr“, „state space specifikace“, „Ljung-Box statistika“, „Engle-Grangerova metoda“, „Dickey-Fullerův test“ či různých „diferenciálů“ (cenového, v produktivitě apod.), v textu se vyskytuje také dosti velký počet překlepů a to i v seznamu použité literatury (např. Aliber, 1973: *The Interest Rate Parity Tudorem*; Čihák-Podpiera, 2006: *Is One Watchdog Berger than Three?*). Seznam literatury nezahrnuje použité statě Hafner (1997), Galati a Tsatsaronis (2001), u jiných referencí se někdy objevují chyby v bibliografických údajích. Chci nicméně na základě vlastních zkušeností zdůraznit, že při přípravě výzkumné studie obdobného rozsahu je výskyt jistého množství formálních nedostatků takřka nevyhnutelný a padá mnohdy na vrub způsobu fungování textového editoru MS Word.

Pár stručných dotazů nakonec:

- 1) Může být integrace regresivní? (s. 12) Nejde pak spíše o dezintegraci? Anebo je to jen další z překlepů a v textu má být správně uvedena integrace degresivní?
- 2) Byl Hodrickův-Prescottův filtr skutečně poprvé použit ve výzkumné práci Roberta Hodricka a Edwarda Prescottta na počátku 80. let? (s. 40) Nebyl znám

v pojistné matematice pod jménem Whittakerův-Hendersonův filtr typu A již dlouho předtím?

- 3) Lze pro zkoumání finanční integrace nějak využít modely mikrostruktur finančních trhů s vysokofrekvenčními daty?
- 4) Co je možno na základě autorkou empiricky identifikovaných rysů procesu finanční integrace doporučit tvůrcům hospodářských politik, pokud vůbec něco?

Jako celek hodnotím disertační práci vysoce kladně a **po její úspěšné obhajobě navrhuji udělit Ing. Zlatuši Komárkové titul „doktor“ (Ph.D.).**

doc. Ing. Martin Macháček, Ph.D.
katedra ekonomie EkF VŠB-TUO

V Ostravě, 17.9. 2006