

Kateřina Kořená, Karel Kořený

JE ČESKÝ KAPITÁLOVÝ TRH V KRIZI?

IS CZECH CAPITAL MARKET IN CRISIS?

The paper deals with main functions of capital market. It analyses the situation in the Czech capital market and tries to shed light on problems of the market in relation to its functions. In conclusion the authors answer the question "Is Czech capital market in the middle of the crisis or not?"



V současné době je zvykem tvrdit o řadě skutečností, že se nacházejí v krizi. V krizi je hospodářství, v krizi je politická scéna, v krizi je školství, zdravotnictví, zemědělství... Je v krizi také kapitálový trh?

Pro posouzení situace českého kapitálového trhu je třeba si uvědomit souvislost mezi stavem kapitálového trhu a jeho funkcí. **V krizi je totiž kapitálový trh tehdy, neplní-li své základní funkce.**

1. Vznik českého kapitálového trhu

V letech 1991 - 1994 proběhla kupónová privatizace, které se v každé ze dvou vln zúčastnilo přibližně 6 milionů občanů České republiky. Vzniklo několik set fondů, přes 500 obchodníků s cennými papíry. Rozdány byly akcie 1849 českých akciových společností. Vznikli dva organizátoři trhu s cennými papíry, Burza cenných papírů Praha a RM-System. Ve dvou nárazových vlnách se na nich začaly obchodovat "kupónové" akcie. Došlo tak k situaci, kdy jsme v počtu akcionářů na počet obyvatel vytvořili nový světový rekord a v počtu emisí akcií umístěných na burze pražská burza ze dne na den směle konkurovala burzám ve Frankfurtu, Paříži, Tokiu či v New Yorku (viz tabulka č. 1). Nešlo však o důsledek vyspělosti českého kapitálového trhu.

Český kapitálový trh nevznikl standardním způsobem z potřeb podniků, investorů a dalších účastníků kapitálového trhu, ale jako **důsledek** zvolené metody privatizace státního majetku - **kupónové privatizace.**

2. Funkce kapitálového trhu

Kapitálové trhy standardně vznikaly z potřeb svých účastníků, slouží emitentům, investorům a ostatním subjektům. Každý kapitálový trh tedy plní určité funkce. Mezi nejdůležitější funkce kapitálového trhu patří:

Burza	akcie	dluhopisy	celkem	údaje za rok
Amsterdam	604	1067	1671	1991
Frankfurt	1438	16621	18817	1991
Londýn	2740	4606	7346	1991
NYSE	2426	2727	5153	1991
Paříž	1170	2615	3785	1990
Praha	971	11	982	1993
Praha	1716	48	1764	1995
Tokio	1775	1416	3191	1991
Vídeň	325	1956	2281	1991

Tab. č. 1

zdroj: Pavlát, BCPP

- a) cenotvorná funkce,
- b) funkce zdroje financování,
- c) funkce konkurence,
- d) alokační funkce,
- e) motivační funkce,
- f) funkce přesunu vlastnických práv.

Jak tyto funkce naplňuje český kapitálový trh?

3. Cenotvorná funkce

Na kapitálovém trhu se neustále vytvářejí ceny jeho nástrojů - kurzy cenných papírů. Tyto kurzy poskytují důležité signály pro emitenty, majitele cenných papírů i pro potenciální kupující. Předpokladem je víra subjektů kapitálového trhu, že kurz v sobě odráží veškeré informace (nebo alespoň většinu informací), které mohou mít vliv na cenu daného finančního instrumentu (cenného papíru). Jinými slovy: věří, že cenný papír je správně oceněn, že kupují (prodávají) za „správnou“ („fair“) cenu.

Nezbytnou podmínkou pro fungování cenotvorné funkce je dostatečná **likvidita** daného **cenného papíru**, která dává investorům jistotu, že jejich transakce bude kdykoliv uskutečněna. Dostatečná likvidita je zároveň pro investory určitou zárukou, že s kurzem není manipulováno ve prospěch jiných účastníků trhu.

Na český kapitálový trh bylo v roce 1995 uvedeno přes 2400 veřejně obchodovatelných **emisí akcií**. Mezi těmito emisemi je přibližně 850 emisí menších než 100 mil. Kč a 1200 emisí menších než 200 mil. Kč. Jen několik málo desítek emisí je obchodováno víceméně pravidelně a ve významnějších objemech.

Z toho je vidět, že „naprostá většina českých akciových titulů se statutem veřejné obchodovatelnosti nesplňuje ani to nejelementárnější objemové kritérium pro funkční obchodování na veřejných trzích, naopak tyto akcie přicházejí na veřejný trh se zcela mizivou likviditou a jejich ceny nemají ani špetku vypovídací hodnoty.“ (viz Havel, str. 610)

Positivním krokem se ukázalo až zavedení nového druhu burzovního obchodu - systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů (SPAD). V tomto obchodním systému je nyní obchodováno 8 emisí akcií, které tvoří 75 - 95 % objemu uzavřených burzovních obchodů s akciemi. Ceny akcií na tomto trhu lze díky dostatečné likviditě téměř bez výhrady považovat za „správné“ (fair).

Obchodování s dluhopisy je často v odborném tisku považováno za rozvinuté a je dáváno za vzor. Objemy obchodů s dluhopisy vypořádané na burze několikanásobně převyšují objemy burzovních obchodů s akciemi. Podíváme-li se však do kurzovního lístku pražské burzy pozorněji, zjistíme, že veškeré obchody s dluhopisy (s nepatrnými výjimkami) jsou uzavírány mezi makléři osobně, mimo burzu, a burza slouží pouze k vypořádání již uzavřeného obchodu. Tyto přímé obchody jsou využívány institucionálními investory (bankami, fondy, investičními společnostmi, obchodníky s cennými papíry) a minimální objem každé transakce dosahuje většinou minimálně 5 mil. Kč. Ceny zde dosahované je možno také považovat za „správné“.

Vlastní-li však investor např. státní povodňové dluhopisy v objemu desítek či stovek tisíc Kč, zůstává mu pouze možnost prodat dluhopisy prostřednictvím automatizovaného obchodního systému (AOS), kde je mizivá likvidita dluhopisů (uzavření obchodu alespoň s jedním dluhopisem je svátkem). Kurzy dluhopisů v tomto obchodním systému uváděné burzou jsou proto většinou historické, které se od tržních (za které se obchoduje v přímých obchodech) podstatně liší.

4. Zdroj financování

Kapitálový trh slouží subjektům, které mají nedostatek finančních prostředků, k získávání finančních zdrojů formou **primární emise dluhopisů** nebo **akcií**. Stává se tak místem, kde se střetává poptávka po kapitálu s nabídkou kapitálu.

Pro úspěšné umístění **emise dluhopisů** na primárním kapitálovém trhu je nutný takový objem emise, který zajistí dostatečnou likviditu těchto dluhopisů. V minulých letech emitovaly některé obce a podniky dluhopisy v poměrně nízkých objemech (100 až 500 mil. Kč). O tyto dluhopisy byl na kapitálovém trhu z důvodu nízkého objemu emise minimální zájem a měly většinou problémy již s primárním umístěním. Podařilo se je prodat, skončily téměř vždy v portfoliu institucionálních investorů a téměř se s nimi neobchodovalo. Ze zkušeností tak můžeme říci, že minimální objem emise dluhopisů by měl být kolem 1 miliardy Kč. Kolik českých subjektů (podniků, bank, obcí) si může tak vysoké jednorázové zadlužení dovolit? (A jak často?) Pouze několik málo

desítek a většina těchto subjektů již této možnosti využila. Pro razantní zvýšení objemu dluhopisů obchodovaných na veřejných trzích tedy není příliš místa.

Podobné argumenty platí i pro **primární emise akcií**. Situaci komplikuje nedobrá image českých majoritních akcionářů, kterou získali v uplynulých letech (především jejich chování k minoritním akcionářům po získání majoritního podílu). Není tedy divu, že primárních emisí akcií je jako šafránu (úspěšných je ještě méně).

Můžeme proto konstatovat, že dnes je český kapitálový trh příliš úzký a jako zdroj financování funguje napůl - při emisích dluhopisů, což jak bylo výše uvedeno, nebude v budoucnosti jednoduché. V dalších letech proto bude nutné postupné zlepšování na primárním trhu akcií, kde se úspěšné české firmy budou ucházet o kapitál potřebný pro jejich další rozvoj. Státní orgány i Burza cenných papírů Praha chystají v tomto směru určité kroky, které by měly toto uvádění akcií na veřejný trh podpořit.

5. Funkce konkurence

Klasickou cestou získávání finančních zdrojů je bankovní sektor. V rozvinuté tržní ekonomice hraje kapitálový trh roli alternativního zdroje financování. Svou existencí tak vytváří **konkurenci bankovnímu sektoru**. Neplní-li kapitálový trh tuto funkci z různých důvodů dostatečně, posiluje to postavení bank a banky mají tendenci zneužívat svého monopolního postavení (Nejde jen o snahu udržovat nízké úrokové sazby u vkladů a vysoké úrokové sazby u úvěrů. Podstatnější je jejich nezáměr o kultivaci kapitálového trhu a brždění jeho rozvoje ať úmyslné nebo neúmyslné.)

Porovnáme-li objem kapitálu protékající bankovním sektorem a kapitálovým trhem v České republice, vidíme, že bankovní sektor má v tomto směru v České republice dominantní postavení. Podíváme-li se navíc na strukturu investorů na českém kapitálovém trhu, zjistíme, že banky mají dominantní postavení i zde. Český kapitálový trh tak není reálnou alternativou ani pro nejvýznamnější deficitní jednotky - podniky, ani pro majitele většiny primárních úspor - domácností. Přitom v zahraničí úspory domácností na kapitálový trh vstupují, a to zejména prostřednictvím kolektivního investování (viz motivační funkce).

6. Alokační funkce

Každý investor se snaží maximalizovat svůj výnos na jednotku rizika. Přemísťuje kapitál do oblastí (států, odvětví, firem) s nadprůměrnou rentabilitou. Kapitálový trh existencí funkčního systému subjektů (makléři, obchodníci s cennými papíry, subjekty kolektivního investování, organizátoři kapitálového trhu, registr zaknihovaných cenných papírů, kontrolní orgány), jejich vzájemných vazeb a obchodních postupů investorům pomáhá jejich kapitál efektivně alokovat.

V České republice v poměrně krátké době **vznikly** v zásadě **všechny potřebné subjekty umožňující volně finanční zdroje investorů alokovat**.

7. Motivační funkce

Funkční kapitálový trh motivuje domácnosti, aby šetřily (odkládaly spotřebu) a investovaly na kapitálovém trhu. Institucionální investoři (domácí i zahraniční) jsou motivováni obdobně. Nutným předpokladem je nabídka instrumentů (cenných papírů) se zajímavým očekávaným výnosem, odpovídající mírou rizika a dostatečnou likviditou.

V tabulce č. 2 můžeme vidět, jakého očekávaného výnosu mohl dosáhnout průměrný investor, který investoval do českých akcií (index PX50 tady reprezentuje výnosnost tržního portfolia). Je patrné, že **investice do českých akcií** investorům zdaleka **nepřinášely vyšší výnos než jsou úroky z bankovních vkladů**. Tato skutečnost by se však do budoucna vzhledem ke snižování úrokových sazeb měla měnit.

Datum	Hodnota	Zhodnocení	
		meziroční	k 31.12.93
31.12.93	705,2		
31.12.94	557,2	-21,0%	-21,0 %
31.12.95	425,9	-23,6 %	-39,6 %
31.12.96	539,6	+26,7 %	-23,5 %
31.12.97	495,3	-8,2 %	-29,8 %
31.12.98	394,2	-20,4 %	-44,1 %
30.6.99	483,9	+22,8 %	-31,4 %

Tab. č. 2

Zdroj: BCPP, vlastní výpočty

Bohužel také nedokonalá legislativní úprava kapitálového trhu, nedostatečná ochrana minoritních akcionářů a špatná průchodnost soudnictví činí z investice do českých akcií investici s nadprůměrným rizikem. Důsledky této situace jsou zřejmé: **investoři nejsou k investicím do českých akcií dostatečně motivováni**, volí raději alternativní investiční příležitosti (bankovní vklady, dluhopisy, zahraniční cenné papíry).

Dluhopisy jsou na tom výrazně lépe. Výnosnost dluhopisů byla do konce loňského roku s ohledem na vysoké úrokové sazby nadprůměrná, riziko většiny emisí poměrně nízké, likvidita z pohledu institucionálních investorů velmi dobrá.

Nejvíce jsou tak **motivováni institucionální investoři**. Dostatečná motivace domácností pro investice do dluhopisů z důvodu mizivé likvidity dluhopisů v malých objemech již schází.

8. Přesun vlastnických práv

Kapitálový trh umožňuje přesun a koncentraci akcionářských práv. Rozdrobené vlastnictví akcií a malá velikost většiny akciových společností zařazených do kupónové privatizace přímo vybizely k nabytí majoritních vlastnických podílů prostřednictvím sekundárního kapitálového trhu. Tuto funkci kapitálového trhu české podnikatelské subjekty využily dokonale. V daném právním prostředí a podnikatelské kultuře se to však neobešlo bez negativních důsledků jak pro český kapitálový trh, tak pro českou ekonomiku jako celek (zneužívání postavení majoritního akcionáře, nepřátelská převzetí fondů, tunelování fondů a podniků).

9. Závěr

Zhodnotíme-li fungování kapitálového trhu v České republice z hlediska jeho funkcí, je těžké jednoznačně říci, zda je nebo není v krizi. Musíme přiznat, že ačkoliv kapitálový trh plní řadu výše uvedených funkcí (diplomaticky řečeno) nepříliš dobře, nelze na druhé straně říci, že je neplní vůbec. Zároveň je třeba si uvědomit, že jednotlivé funkce jsou vzájemně úzce provázány. Do budoucna je proto velice důležité, jak se bude kapitálový trh dále vyvíjet. Nejdůležitějšími kroky vpřed byly schválené novely zákonů upravujících kapitálový trh, zřízení Komise pro cenné papíry, vyřazení většiny nelikvidních emisí z burzy a zavedení SPADu.

V současné době Komise pro cenné papíry provádí tzv. přelicencování jednotlivých subjektů na kapitálovém trhu a v důsledku toho počet těchto subjektů neustále klesá (viz Tabulka č. 3). Pracuje také na dalších novelách zákonů týkajících se kapitálového trhu.

Burza cenných papírů Praha připravuje obchodování s deriváty (má začít již letos) a uvažuje o stanovení jasných pravidel, za jakých zůstanou cenné papíry na jejím trhu.

	31.12.96	31.12.97	31.12.98	31.3.99	30.6.99
Investiční společnosti	153	117	99	85	60
Investiční fondy	173	117	84	71	59
Podílové fondy	296	233	186	154	114
<i>z toho:</i>					
otevřené	122	141	139	122	87
uzavřené	174	92	47	32	27
Obchodníci s cennými papíry	519	451	382	349	255
Veřejně obchodovatelné emise	2454	2422	2351	2279	2328

Tab. č. 3

Zdroj: Komise pro cenné papíry

Hodlá také podpořit uvádění primárních emisí na trh a v neposlední řadě začíná spolupracovat se zahraničními burzami.

Zda to všechno byly a budou změny významné a zda nepřicházejí příliš pozdě, na to nám ale odpoví až budoucnost.

Literatura

- [1] **Havel, J.:** *České kapitálové trhy - iluze a hořká skutečnost.* Finance a úvěr, 48, 1998, č. 10, s. 608 - 619.
- [2] **Musílek, P.:** *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management.* VŠE Praha, Praha 1996.
- [3] **Pavlát, V.:** *Kapitálové trhy a burzy ve světě.* Grada, Praha 1992.

Poznámka

Tento příspěvek vznikl (byl částečně podpořen) v rámci projektu institucionálního výzkumu Grantové agentury České republiky (GAČR). CEZ: J 17/98:275100015