

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s.*, Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 215 93 614

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Aleš BARABAS: Kapitálový trh v ČR — kde jsme a kam směřujeme? 657

Pavel ŠTALMACH: Burzovníctví — rozvojové tendence 662

Josef JÍLEK: Durace a konvexita dluhopisů 672

Jaroslav BRADA: Výpočet likvidity aktiva obchodovaného v periodické aukci BCPP (1. část) 685

Vladimír KREIDL: Analýza české importní a exportní poptávky 695

Recenze

Aleš BULÍŘ: Mezinárodní kapitálové trhy (ed.: D. Folkerts-Landau—Takatoshi Ito) 709

Survey

Milena HORČICOVÁ: Short Overview of the Czech Capital Market's Development 712

Uprostřed čísla

Celoroční rejstřík časopisu

CONTENTS

Aleš BARABAS: Capital Markets in the Czech Republic: Where Are We and Where Are We Going? 657

Pavel ŠTALMACH: Stock Exchange-Development Principles 662

Josef JÍLEK: Bond Duration and Convexity 672

Jaroslav BRADA: Measure of Liquidity on the Prague Stock Exchange (1st Part) 685

Vladimír KREIDL: Analysis of Czech Export and Import Demand 695

Book-Review

Aleš BULÍŘ: International Capital Markets (Eds.: D. Folkerts-Landau—Takatoshi Ito) 709

Survey

Milena HORČICOVÁ: Short Overview of the Czech Capital Market's Development 712

In the middle of this issue:

Journal Year Index for 1995

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 336.76 (437)

Kapitálový trh v ČR — kde jsme a kam směřujeme?

Na otázku redakce časopisu Finance a úvěr odpovídá Ing. Aleš BARABAS, člen představenstva a náměstek generálního ředitele Živnostenské banky, a. s., a předseda výboru pro kótace Burzy cenných papírů Praha

V pořadí již třetí bilancující „silvestrovský“ rozhovor je tentokrát zaměřen na problematiku českého kapitálového trhu. Výběr není náhodný. Nejde jen o to, že vytvoření rozvinutého kapitálového trhu je obecně jedním z klíčových bodů úspěšné transformace naší ekonomiky; uplynulý rok je totiž také spjat s celou řadou konkrétních událostí, které bezprostředně s rozvojem kapitálového trhu souvisejí. Připomeňme uvedení akcií z druhé vlny kuponové privatizace na kapitálový trh, rozdělení trhu na BCPP na hlavní, vedlejší a volný, ale i kulminující diskuzi spojenou s úpravou legislativy souvisejících s kapitálovým trhem. Samozřejmě nelze pominout ani zajímavý vývoj cen cenných papírů. V neposlední řadě byl český kapitálový trh, resp. jeho úroveň a perspektivy, pozorně posuzován z hlediska způsobilosti České republiky přizpůsobovat se mezinárodním standardům v souvislosti s naším postupným začleňováním se do seskupení států s vyspělou tržní ekonomikou. Otázek týkajících se českého kapitálového trhu by tedy bylo možné položit desítky. Redakce však dává přednost tomu, aby záběr rozhovoru nebyl příliš předurčován, a klade proto otázky formulované obdobně jako v předchozích dvou letech.

Jak hodnotíte současnou úroveň českého kapitálového trhu jednak ve vztahu k postupu transformace celé naší ekonomiky a jednak, pokud jde o mezinárodní srovnání?

Domnívám se, že současná úroveň českého kapitálového trhu zaostává za stupněm transformace celé ekonomiky směrem k plnohodnotnému tržnímu hospodářství. Je tomu tak zejména proto, že kapitálový trh v České republice dosud neplní cenotvornou funkci, bez níž nemůže uspokojivě plnit ani alokač-

ní funkci a konkurovat tak bankovní soustavě. Je všeobecně známo, že výše uvedené funkce jsou nejlépe splněny v USA, a proto lze severoamerický kapitálový trh považovat za jakýsi etalon funkčnosti. Bylo by však ošidné chtít se srovnávat s nejnávštějšími trhy světa, ať už z důvodů historických, ekonomických (celková kapitálová chudoba v ČR), psychologických či jiných. Na druhé straně srovnání s Polskem považují za zcela legitimní a podle mého názoru pro nás nevyznívá příliš příznivě. Intenzita obchodování akciemi na varšavské burze je dvakrát větší než v Praze. Přes dětské neduhy vynořujícího se polského kapitálového trhu lze hovořit o tom, že ceny akcií začínají reagovat na makro- i mikroekonomické události a trh tak začíná plnit svoji cenotvornou funkci. Domácí spekulace je dostatečně silná, takže stupeň závislosti varšavské burzy na zahraničním kapitálu je nižší, než je tomu v Praze. Přes jednoznačně příznivější makroekonomické ukazatele české ekonomiky se dosud nepodařilo vytvořit smysluplné referenční sazby na trhu s dluhopisy a tomu odpovídající výnosovou křivku pro různé stupně rizikovitosti dluhu a jeho životnosti. Přidáme-li k tomu trh nemovitostí, dojdeme k závěru, že stupeň „cenotvornosti“ tří významných aktiv v ekonomice — akcií, obligací a nemovitostí — je nižší než v Polsku. Tento relativně nízký stupeň vypovídací schopnosti může samozřejmě způsobovat problémy při správném rozhodování o alokaci kapitálu, a to i bankám, které jsou dnes dominantními institucemi této alokace.

Pokusím se stručně vymežit hlavní příčiny nízkého stupně vyspělosti akciového trhu. Jednak jsou to okolnosti vzniku trhu. „Velký třesk“ kuponové privatizace přinesl kromě 1700 obchodovatelných titulů i základní psychologický problém, totiž to, jak je kapitálový trh vnímán — jako privatizační nástroj. Z takto vymezené účelovosti potom vychází i legislativa. Tato skutečnost je zcela logická a pochopitelná, avšak z pohledu budoucího rozvoje kapitálového trhu je naprosto klíčové odpovědět si na otázku, zda chceme pokračovat v této české jedinečnosti, či zda se chceme začít přibližovat normám Evropské unie (které zase přejímají řadu prvků anglosaské úpravy kapitálového trhu). Velké obtíže jakékoliv legislativní změny dokazují, že tato otázka nebyla na rozhodujících místech dosud jednoznačně zodpovězena. Navíc je třeba konstatovat, že zákony jsou vzájemně neprovázané, což vytváří celou řadu paradoxů (např. zákon o burze a zákon o cenných papírech). V této souvislosti však musím varovat před jakýmkoliv právním fetišizmem, tj. vírou, že přesným popisem „správně“ prováděného podnikání v zákonech docílíme právě správného podnikání. Kapitálový trh je typickým příkladem oblasti, kde dochází k rychlému zastarávání právního rámce. Nicméně například bez uzákonění „správcovských“ účtů cenných papírů nelze správu cenných papírů standardním způsobem běžným na celém světě vůbec provádět. Bez uzákonění ochrany minoritních akcionářů, což mohou být i fondy vlastníci 20 % společnosti, bude pokračovat rozkrádání majetku majoritními vlastníky.

Další významná příčina je působení investičních fondů. Bez fenoménu „kuponových“ fondů nelze český kapitálový trh pochopit. Jejich činnost příliš k rozvoji kapitálového trhu nepřispívá, i když přiznávám, že bez jejich úlohy si úspěch kuponové privatizace nedovedu vůbec představit. Do určité míry je spíše negativní působení směrem ke kapitálovému trhu způsobeno faktory, které fondy nemohly vůbec ovlivnit. Jde například o rozhodnutí o způsobu účtování nabytých akcií v první vlně a o na to navazující daňový systém, který demotivuje fondy obchodovat, o zákonné stanovenou úpravu odměňování fondů a řadu dalších faktorů. Tento problém však nelze vyřešit rozhodnutím o tom, jak se fondy mají chovat (nejlépe jako v USA), a také myšlenka, že zákazem

volby zaměstnanců fondů do představenstev společností se docílí „amerického“ chování fondů, je dosti odtržena od reality. Bludný kruh neobchodování fondů z důvodu nedostatku likvidity a nedostatku likvidity mimo jiné z důvodu neobchodování fondů lze rozetnout pouze komplexem opatření v celé šířce legislativy (změnit tak současný stav prakticky nulové možnosti akcionářů postihnout vedení společnosti), účetního a daňového systému.

Třetí velkou oblastí příčin zaostávání kapitálového trhu je systém obchodování a vypořádání obchodů. Je absurdní mít v tak podkapitalizované ekonomice tři kapitálové trhy (neboť považují SCP za *de facto* trh), u kterých prakticky není možnost arbitráže a v důsledku neexistence správcovských účtů není ani možné půjčování cenných papírů („securities lending“), které je na všech trzích ve světě hnacím motorem spekulace. SCP je navíc trhem zcela netransparentním. Výsledkem této situace je to, že cenotvorná funkce na burze, a tedy i na celém trhu, se váže k jedné pětině objemu burzovních obchodů, tj. odhadem k jedné desettině obchodů celkových. Uvedu typický příklad zneužití této situace, kdy infestiční fond vlastníci blok akcií určité málo likvidní společnosti může libovlnně vytvořit cenu na centrálním trhu burzy a potom prodat za tuto cenu společnosti spojené s vedením fondu, která potom prodává na trh za cenu několikanásobně vyšší. Z pohledu české regulace kapitálového trhu je toto naprosto v pořádku. Podrobná analýza této oblasti by však přesáhla rámec tohoto rozhovoru.

Co považujete za největší úspěch?

Jednoznačně způsob provedení prvního masového způsobu odstátnění na světě, jeho rychlost a jeho technické zvládnutí. Vznikly tak *technické* předpoklady pro vznik trhu s velkým počtem titulů. Nezbytný doprovodný jev dematerializace cenných papírů považují přitom za pozitivní a progresivní směrem k očekávanému vývoji globálních kapitálových trhů. Za úspěch považují i způsob primární emise státních dluhopisů prováděný ČNB. Škoda jen, že „securitizace“ státního dluhu neprobíhá rychleji a že ČNB není aktivnější ve vytváření sekundárního trhu státních dluhopisů. Za relativní úspěch považují i stupeň zveřejňování finančních údajů o společnostech obchodovaných na hlavním trhu burzy. Nesouhlasím tedy s hojně rozšířenými názory o nedostatečném odkrytí („disclosure“) na českém kapitálovém trhu. Málokdo si uvědomuje, že čtvrtletní výkazy o společnostech kótovaných na burzách kontinentální Evropy prakticky nelze získat. Problém je však jinde — *průměrné* odkrytí pro všechny tituly trhu je samozřejmě nízké, což je však logické, uvažíme-li, že většina veřejně obchodovaných společností by se při standardním vzniku kapitálového trhu nestala akciovými společnostmi. Nízký stupeň zveřejňování informací pro celý trh se však týká událostí ve společnostech, které by mohly ovlivnit tvorbu kurzu na burze (kdyby trh fungoval lépe).

Co naopak jsou podle Vás největší slabiny a co je třeba výrazně změnit?

Poměrně obsírně jsem se tomuto tématu věnoval již v první otázce. Proto zkoncentruji svoji odpověď do několika klíčových slov vztahujících se k nutnosti změny: uzákonění možnosti správcovských účtů v SCP pro významné obchodníky s cennými papíry (to by umožnilo navázat vytvořením zúčtovacího střediska pro vypořádání všech burzovních obchodů), uzákonění ochrany

minoritních akcionářů s přihlédnutím ke stupni rozvoje českého kapitálového trhu, řádové zlepšení činnosti kapitálového dozoru zejména v oblasti normotvorné, jiná definice ceny pro obchodování investičních fondů a z toho vyplývající způsob odměňování, snížení srážkové daně výnosů z cenných papírů na úroveň bankovních depozit, odlišení portofoliových a podnikatelských (rizikových) fondů. Burza sama by měla urychlit zavedení kontinuálního obchodování pro nejlíživější tituly s cílem stáhnout nyní prováděné mimoburzovní obchody na burzu a zamyslet se nad tím, zda i za současných podmínek by nebylo možné změnit algoritmus stanovení burzovní ceny, která se dnes tvoří na základě asi 20 procent obchodního objemu.

Jak hodnotíte měnovou politiku České národní banky, resp. dopady této politiky ve vztahu k rozvoji kapitálového trhu?

Měnovou politiku zaměřenou na stabilitu měny nelze hodnotit jinak než pozitivně, a to i obecně z pohledu kapitálového trhu. Na druhou stranu je si třeba realisticky přiznat, že vazba mezi vývojem na kapitálovém trhu — mám na mysli trh akciový — a politikou ČNB je dosud v České republice velmi volná. Politika nízkých (a někdy i záporných) reálných úrokových sazeb by teoreticky měla vést k růstu cen akcií. Nedomnívám se však, že by tato korelace na českém akciovém trhu již existovala; ostatně i na nejvyspělejších trzích se prosazuje velmi problematicky. Kde mi chybí činnost ČNB, je oblast aktivního obchodování s dluhopisy, nejen státními; tím by centrální banka dávala — jinak než stanovením diskontní sazby či povinných minimálních rezerv — najevo svůj názor na vývoj úrokových sazeb v ekonomice.

Jak jste spokojen s fiskální politikou vlády a jejími dopady na kapitálový trh? Jak hodnotíte úroveň dohledu nad kapitálovým trhem vykonávaného Ministerstvem financí?

Fiskální i celková ekonomická politika vlády vedla k tomu, že fundamentální makroekonomické ukazatele České republiky jsou z pohledu investorů na kapitálovém trhu pro ČR ve srovnání s jinými státy střední a východní Evropy nejprůběžnější. Tyto ukazatele hodnotí každý analytik či manažer fondu při rozhodování, kam investovat v rámci skupiny vynořujících se trhů, jako první.

Správný výkon dohledu nad kapitálovým trhem považují samozřejmě za velmi zodpovědný a současně však velmi obtížný úkol Ministerstva financí. Pod pojmem „správný“ se totiž skrývá nalezení rovnováhy mezi extrémem zcela neregulovaného trhu, který nemůže vzbudit důvěru k ukládání peněz (obdoba regulace v bankovníctví), a extrémem zákonů a vyhlášek, které zcela reglementují obchodování s cennými papíry. Nedělám si iluze o snadnosti této činnosti, ostatně i v USA začal být dohled nad kapitálovým trhem funkční až po příchodu úspěšného burzovního spekulanta pana Kennedyho do čela Securities and Exchange Commission počátkem třicátých let. Za hlavní problém našeho dohledu nepovažuji vlastní výkon této činnosti, který se soustřeďuje spíše na formální záležitosti než na skutečnou ochranu investorů, nýbrž absenci normotvorné činnosti. Domnívám se, že by dohled neměl pouze konstatovat, že v té či oné oblasti nemá nástroje či neexistují předpisy, ale měl by se pokoušet na základě shromážděných vlastních poznatků a zkušeností o to,

rozplést někdy nepřehlednou spleť nejednoznačně znějících norem regulujících kapitálový trh veřejnou prezentací svých závěrů a dále pracovat nepřetržitě na novelizaci existujících zákonů.

Domníváte se, že časopis Finance a úvěr přináší z hlediska rozvoje kapitálového trhu zajímavé příspěvky, resp. co by se podle Vás mělo v tomto ohledu zlepšit?

Časopis Finance a úvěr vnímám samozřejmě jako teoretický časopis a z tohoto pohledu vysoce hodnotím některé příspěvky z poslední doby, které se buď kapitálovým trhem přímo zabývaly (např. Investiční možnosti individuálního investora, Indexy kapitálového trhu v ČR, Finanční deriváty a peněžní politika), nebo v nichž se jednalo o témata, jež nezbytně patří do výbavy každého analytika kapitálového trhu (jako např. Analýza kapitálové struktury českých firem). Z hlediska rozvoje kapitálového trhu by možná nebylo na škodu občas zveřejnit i polemické názory odborníků-teoretiků i praktiků na některá ožehavá témata, kupříkladu dvoustupňovost registru cenných papírů, ochranu minoritních akcionářů, daňové aspekty apod., s cílem vytvořit jakousi alternativu k někdy povrchním závěrům ostatních sdělovacích prostředků diktovaným nedostatkem odstupu a snahou přiblížit se k průměrnému čtenáři.

*Otázky kladla a za odpovědi děkuje
Milena Horčicová*

SUMMARY

Capital Markets in the Czech Republic: Where Are We and Where Are We Going?

Interview with Mr. Aleš BARABAS, Board member and Deputy General Director of Zivnostenská Bank, Chairman of the Listing Committee of the Prague Stock Exchange