

**Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou a Federálním cenovým úřadem**

© SNTL — nakladatelství technické literatury, n. p., Spálená 51, Praha 1

Adresa redakce:  
Krakovská 8, 113 02 Praha 1, Nové Město

Telefon: 26 43 51—8  
meziměstské hovory: 26 43 07

**Vedoucí redaktor:**  
**Ing. Ivan Kočárník, CSc.**

Издает Федеральное министерство финансов, в сотрудничестве с Государственным банком Чехословакии и Федеральным управлением цен

С СНТЛ — издательство технической литературы, н. п., Спалена ул. № 51, Чехословакия

Редакция: Краковска ул. № 8, 113 02 Прага 1, ЧСФР

**Главный редактор:**  
**Иван Кочарник**

**OBSAH**

Prof. ing. M. TUČEK, CSc.: Před radikální daňovou reformou v Československu . . . . . 289  
Ing. S. CZESANÝ, CSc.: Stav, tendence a faktory vývoje čs. ekonomiky na konci 80. let . . . . . 300

**Ekonomická reforma**

Ing. T. JEŽEK, CSc. — Ing. M. HRNČÍŘ, DrSc. — Ing. M. KEROUŠ: Finanční trh v čs. ekonomice — 2. část . . . . . 308

**Finance a úvěr v zahraničí**

Prof. L. BALCEROWICZ: „Polemika o socialismu“ a diskuse reformy v socialistických zemích . . . . . 321  
Dr. N. ORDUNG: Světová banka — základní principy činnosti a některé otázky spojené s obnovením členství Československa . . . . . 332  
Ing. M. KOŠTEL, CSc.: K novému zákonu o jugoslávském bankovníctví . . . . . 343

**Informace**

Ing. A. BULÍŘ — J. FRIED, CSc. — Ing. P. ZAHRADNÍK: Hospodářská politika pro 90. léta . . . . . 357

**СОДЕРЖАНИЕ**

M. TUČEK: Перед радикальной налоговой реформой в Чехословакии 289  
С. ЧЕСАНЫ: Состояние, тенденции и факторы развития чехословацкой экономики в конце 80-х годов 300

**Экономическая реформа**

T. JEŽEK — M. HRNČIRŽ — M. KEROUŠ: Финансовый рынок в чехословацкой экономике — 2-ая часть . . . . . 308

**Финансы и кредит за рубежом**

L. BALCEROWICZ: „Пolemika o socializme“ и дискуссия о реформах в социалистических странах 321  
N. ORDUNG: Мировой банк — Основные принципы деятельности и некоторые вопросы, связанные с возобновлением членства Чехословакии . . . . . 332  
M. KOŠTEL: К новому закону о югославской банковской системе . . . . . 343

**Информация**

A. BULIRŽ — J. FRIED — P. ZAHRADNÍK: Экономическая политика в 90-х годах . . . . . 357

# ekonomická reforma

DT: 336.76 (437)

## Finanční trh v čs. ekonomice — 2. část

Ing. Tomáš JEŽEK, CSc. — Ing. Miroslav HRNČÍŘ, DrSc. — Ing. Miroslav KEROUŠ

### Nástin rozvoje čs. finančního trhu

#### *Trh bankovního úvěru*

Návratné přerozdělování volných peněžních zdrojů uskutečňované dosud mezi jednotlivými ekonomickými subjekty zásadně přes bankovní soustavu doznalo rozdělením bankovní soustavy na centrální banku a obchodní banky od 1. 1. 1990 podstatných kvalitativních změn. Vytvořením obchodních bank se otevírá otázka fungování tržních vztahů mezi bankovními ústavy navzájem a mezi obchodními bankami a ostatními subjekty. Vzniká reálná potřeba finančního trhu, na kterém by se utvářel rovnovážný úrok u různých druhů peněz a rovnovážný devizový kurs, případně intervenovaný nástroji centra k prosazení záměrů měnové politiky.

Systém úvěrových vztahů, kterým byl zahájen první rok bankovní reformy, je založen na postupném zavádění tržních vztahů do současného prostředí, pro které je typickým:

- podhodnocení ceny peněz,
- převaha poptávky po penězích nad nabídkou.

Působení vztahu nabídky a poptávky po úvěru, který v současné době podle doby splatnosti má charakter jak krátkodobých a dlouhodobých peněz (investiční úvěry), tak kapitálové účasti (úvěry na trvalou potřebu oběžných prostředků), je pro rok 1990 vymezeno do prostoru, který určují závazné úrokové sazby stanovené ústřední bankou (stav od 1. 4. t. r.):

#### vklady u bank

#### výše úrokové sazby minimální [%]

neterminované vklady a termínované vklady na dobu kratší než 1 rok	0
termínované vklady na dobu nejméně 1 rok	3
termínované vklady na dobu nejméně 2 roky	4
termínované vklady na dobu nejméně 4 roky	5

1.		
na rozvojové a provozní potřeby		
– krátkodobé (do 1 roku)		7
– střednědobé (do 4 roků)		8
– dlouhodobé (nad 4 roky)		9,5
2.		
na krytí přechodného nedostatku finančních prostředků		13

*Volný prostor pro stanovení úrokových sazeb* se mimo stanovené rozpětí umožňuje pro úvěrové obchody mezi obchodními bankami.

Další úprava podmínek pro úvěrové vztahy zajišťované bankovním sektorem se předpokládá po zhodnocení skutečného působení dosavadního systému v roce 1990. Již dnes je však možné určit hlavní směry postupu při rozvoji peněžnětržních vztahů, na jejichž realizaci váže důsledný přechod od bankovní redistribuce k bankovním obchodům.

Zásadní krok je nutné spatřovat v ustanovení instrumentů a mechanismu nebankovního finančního trhu, který bankám vytvoří potřebné nástroje pro krytí poskytovaných úvěrů. Jedná se především o:

- význam obchodního úvěru a směnky pro rozvoj peněžního trhu,
- význam dlouhodobých cenných papírů pro rozvoj kapitálového trhu,
- význam rozvoje devizového trhu pro vytváření předpokladů pro směnitelnost.

### *Obchodní úvěr a směnka jako součást peněžního trhu*

Základním požadavkem na trh krátkodobých peněžních prostředků je pohotovost spojená s bezpečností, což vyžaduje, aby existovala škála možností pro ekonomické subjekty, jak uhradit platební závazky.

Ekonomické subjekty musejí získat možnost volby, aby si mohly zajistit potřebné peněžní prostředky legálně *ze všech zdrojů*, které hospodářství nabízí (vlastní zdroje, bankovní úvěr, popř. otevření akreditivu), včetně peněžních prostředků jejich obchodních partnerů, jsou-li tito ochotni (je-li pro ně výhodné např. z hlediska povzbuzení odbytu vlastního zboží) takové prostředky poskytnout. Jediným omezením při tom mají být úvahy o nákladech takto získaných zdrojů (např. o úrokovém zatížení), o výhodnosti podmínek jejich získání, splácení, vymáhání apod.

*Obchodní úvěr v čs. ekonomice* je kategorie, která nikdy nepřestala fakticky existovat přesto, že v teorii se často setkáváme s opačným tvrzením.

Existence obchodního úvěru byla popírána s tím, že tato forma je v rozporu s plánovitým charakterem peněžního oběhu a úvěru a že by narušovala soustředění veškerého peněžního obrátu u banky, která vede účet organizace, sleduje její hospodářské výsledky, vytváření a používání vlastních prostředků (kontrola rublem, korunou atd.). V podmínkách vícečetné bankovní soustavy a možnosti volby banky, případně více bank, klientem většina těchto argumentů ztrácí svou opodstatněnost.

Nejde přitom dokonce jen o existenci faktickou, ale částečně i o existenci legální.

Hospodářský zákoník (zákon č. 109/64 Sb. ve znění zákonných doplňků až po novelu č. 98/88 Sb.) ve svém § 362 vylučuje vzájemné poskytování peněžních prostředků mezi organizacemi, jestliže nejsou bankami nebo obdobnými peněžními organizacemi, pokud právní předpisy nestanoví něco jiného.

Nejobvyklejší oblastí uplatnění obchodního úvěru je úvěr poskytnutý jako odklad placení při dodávkách zboží a služeb.

Tam tuto odlišnou právní úpravu přináší vyhláška federálního ministerstva financí č. 154/75 Sb., o fakturování a placení dodávek neinvestiční povahy, která tím, že stanoví jednak lhůty pro vystavení a odeslání faktury po vyskladnění zboží, jednak tím, že stanoví jednotnou lhůtu pro placení (14 dní), vytváří časový prostor, ve kterém legálně trvá stav nezaplacení dodaného zboží odběratelem. V hodnotě tohoto zboží jsou obsaženy peněžní prostředky dodavatele, které poskytuje odběrateli jako úvěr.<sup>2</sup>

Na tomto vztahu mezi odběratelem a dodavatelem nic nemění fakt, že dodavatel má možnost (které může, ale nemusí využít), že od okamžiku, kdy ohlásí stav pohledávky bance, může získat (a v 99 % případů tak získává) úvěr v jeho plné hodnotě.

Teprve nezaplatí-li odběratel pohledávku ve stanovené lhůtě, vybočuje existence obchodního úvěru z mezí daných § 362 hosp. zákoníku. Jde však o vybočení ekvivalentní jiným případům, kdy dlužník nezaplatí úvěr ve stanovené lhůtě; v oblasti bankovního úvěru je případ „úvěru nesplaceného ve lhůtě“ zcela běžný a není pokládán z tohoto titulu za nelegální.

Není to tedy ani právní, ani faktická podstata obchodního úvěru, která jej zdánlivě vyřazuje z různorodých forem peněžních vztahů v hospodářství; je to jen ustanovení o jednotné lhůtě splatnosti faktur (14 dní), které odnímá hospodářským subjektům možnost pružné úpravy vzájemných obchodněúvěrových vztahů podle vlastní vůle.

Na rozdíl od současných podmínek, kdy je ve formě neproplacených splatných závazků obchodní úvěr vynucován, musejí být v rámci peněžního trhu *obchodní úvěr a jeho úrok sjednávány předem jako finanční obchod.* Dodavatel poskytnutím obchodního úvěru zvyšuje rovněž zájem na usnadnění odbytu jeho výrobků, bere v úvahu vlastní finanční schopnost poskytnout úvěr a možnost obdržet úvěr od banky. Obchodní úvěr jednostranně vynucený a předem nesjednaný mezi kupujícím a prodávajícím v důsledku platební neschopnosti je v podmínkách samostatnosti podniku a samofinancování záležitostí podniků se všemi důsledky až po odepsání nedobytné pohledávky jako ztráty. Dodavatel může uplatňovat různé preventivní postupy účelné pro daný případ, tzn. požadovat bankovní záruku, uplatnit zvláštní platební formy, prohlášení banky, že pohledávky dodavatele budou na příkaz kupujícího honorovány přednostně, omezit či zastavit další dodávky atd. Samostatným ustanovením hospodářských smluv je také sjednání vyššího úroku pro eventualitu, že odběratel platbu zadrží.

### *Návrh na rozvoj obchodního úvěru*

Aktivizaci obchodního úvěru, a tím i rozšíření krátkodobého peněžního trhu lze uskutečnit postupně:

- a) v první etapě doplnit ustanovení fakturační vyhlášky č. 154/75 Sb. o prohlášení, že jednotná lhůta splatnosti (14 dnů) platí jen tehdy, není-li mezi odběratelem a dodavatelem smluvna lhůta jiná, nejdéle však . . . (např. 90 dnů);
- b) v druhé etapě zrušit normovanou lhůtu 14 dnů a ponechat jen smluvní dojednání časově neomezené splatnosti, které by však bylo obligatorní;
- c) v poslední etapě zrušit § 362 hospodářského zákoníku.

<sup>2</sup> V práci Bakaš a kol.: „Peněžní a úvěrové služby“ (Praha 1986) autoři v důsledku těchto administrativně daných okolností vůbec popírají, že jde o úvěr jako smluvní vztah, protože zde chybí vůle smluvních stran k poskytnutí a přijetí úvěru. Fakt dočasného neplacení za zboží pokládají pouze za jevovou formu úvěru, která však nemá jeho pojmové náležitosti.

S navrhovaným uvolněním mezi obchodního úvěru se logicky vynoří otázka zajištění návratnosti takto poskytovaného úvěru a otázka, jak na krátkodobém peněžním trhu zajistit nabídku prostředků, která dodavateli ihned zabezpečí chybějící prostředky, jež potřebuje k pokračování ve výrobním procesu.

Důležité bude, aby tyto otázky byly řešeny postupně a organicky tak, jak bude probíhat proces sebeuvědomění vlastních zájmů pod vlivem zásady samofinancování a odpovědnosti za vlastní peněžní prostředky. Každé masové, frontální a obligatorní zavádění by se projevilo jako škodlivé a diskreditující navržené nástroje. Je proto důležité, aby i při rozšíření mezi obchodního úvěru i nadále v kontinuitě existovaly dosavadní formy (včetně zprvu automaticky dané 14denní splatnosti, nebude-li smluvena jiná).

Jednou z forem, jež se k uvedeným účelům nabízejí, je forma *směnky* jako alternativního nástroje zabezpečení návratnosti poskytnutého obchodního úvěru a zároveň okamžitého zajištění chybějících prostředků pro dodavatele cestou jejího odkoupení (eskontu), zpravidla bankou.

*Pro postupně (zprvu ojediněle, ale přípustně) použití směnky existují, resp. je nutné zajistit tyto podmínky:*

1. právní úprava směnky (spolu se šekem) je v čs. právu zabezpečena platným zákonem č. 191/50 Sb. (zákon směnečný a šekový), který je v souladu s Mezinárodními ženevskými úmluvami o směnkách a šecích z let 1930 a 1931. Zákonné úpravy se používá u čs. směnek v mezinárodním styku;
2. *odborné znalosti při používání směnek* a navazujících operací, které t.č. neexistují v oblasti tuzemské, je nutné obnovit, resp. vytvořit a postupně rozšířit do oblasti průmyslu, obchodu, zemědělství apod. V této jednorázově instruktivní (a pak v komerční poradenské a expertizní) činnosti by se měly angažovat především banky, u nichž se otevřou další možnosti komerčního využití směnek;
3. v čs. soudnictví vytvořit podmínky pro *provozování činnosti směnečného soudu*, jež jsou nezbytné pro autoritu směnek v platebním styku;
4. provádět měnovou kontrolu obchodního úvěru na základě zákonných oprávnění ústřední banky prostřednictvím pravidel likvidity, zásad pro úvěrování a regulací refinančního úvěru. Kontrolu směnek a jejich krytí provádět rovněž orgány bankovního a finančního dohledu;
5. pro praktické rozšíření používání směnek je nutné zajistit tisk jednotného prodejného formuláře. Podle praxe některých zemí je možné využít jednotného formuláře k zpoplatnění (kolkování) směnek (jde o příjem státního rozpočtu).

Od běžného využívání obchodního úvěru a instrumentů s ním spojených lze očekávat např. tyto přínosy:

- možnost rozmanitějšího vytváření platebních podmínek podle konkrétních okolností;
- vznik nástrojů (směnek, skladních listů apod.) vhodných ke krytí krátkodobých úvěrů obchodních bank a rovněž ke krytí refinančního úvěru poskytovaného centrální bankou obchodním bankám;
- existence směnek umožní i centrální bance provádět selektivní politiku vůči podnikům formou vyhlášení seznamu důvěryhodných podniků, jejichž směnky centrální banka přijímá k reeskontu;
- zvýšení platební disciplíny při zavedení striktního a rychlého vymáhání splatných směnek;
- nezbytnost bezodkladně splatit splatné závazky (směnky) ve spojení s možnostmi obchodování se směnkami a se smluvním dojednáváním platebních podmínek lze využít ke snižování dosavadní platební neschopnosti.

Bude však nezbytné se vyrovnat s některými negativy:

- obtíže se zaváděním obchodního úvěru a směnek v počátečním období, vzhledem k dlouhé absenci v tuzemském platebním styku,
- možné vydávání nekrytých směnek a jejich akceptování bankami, kterému bude nutné čelit přísným bankovním a finančním dohledem a kontrolou,
- potíže při vymáhání splatných směnek vzhledem k nedokonalé vlastnické odpovědnosti podniků a vzhledem k malým možnostem zajistit likvidaci směnky náhradními způsoby (zástavou apod.),
- vyšší provozní náklady s platebním stykem prováděným směnkami, kterým bude nutné čelit normalizací dokumentů a automatizovaným zpracováním.

### *Trh dlouhodobých cenných papírů*

Financování pomocí vydávání cenných papírů bylo v Československu do r. 1945 značně rozšířeno. Podle dekretu prezidenta republiky č. 95/1945 Sb. byly sice některé cenné papíry dány v roce 1945 do povinné úschovy příslušným peněžním ústavům, nicméně v dalších letech se pokračovalo v emisích státních dluhopisů a komunálních obligací zemských úvěrových ústavů (např. státní pokladniční poukázky, několik 3- a 3½procentních státních půjček z let 1947 až 1949).

Peněžní reformou (zák. č. 41/1953 Sb.) došlo ke zrušení jednak pohledávek a závazků z tuzemských cenných papírů v povinné úschově podle dekretu č. 95/1945 Sb., jednak ke zrušení závazků z dluhopisů vydaných po roce 1945. Nedotčeny zůstaly pouze závazky čs. státu vůči cizině z cenných papírů, které byly posléze soustředěny v Investiční bance za účelem jejich likvidace.

K dílčím pokusům rozvinout trh cenných papírů došlo v období 1967–1969 – např. emise bankovních obligací (3,5 %) ve výši 300 mil. Kčs na základě usnesení vlády č. 112/1967 a emise státních dluhopisů (3 %) k úhradě pohledávek a přiznaných náhrad škod podle zák. č. 82/1968 Sb., o soudní rehabilitaci.

V současné době problematiku cenných papírů částečně upravuje vedle již zmíněného směnečného a šekového zákona č. 191/1950 Sb. pouze zákon o akciových společnostech č. 243/1949 Sb., který však byl dosud využíván značně formálně a především u podniků zahraničního obchodu. Teprve v poslední době sílí snaha využívat formy akciových společností i ve vnitřní ekonomice; platný zákon z roku 1949, který byl vlastně v době svého vzniku pojímán jako zákon omezující a likvidující akciové společnosti, však volá po zásadní novelizaci.

Již v roce 1989 byly známy pokusy mnoha podniků získávat dodatečné zdroje prostřednictvím postupů, které se v některých rysech podobají financování prostřednictvím cenných papírů.

Z již realizovaných „emisí“ cenných papírů lze uvést např. praxi některých JZD, které umožňují svým pracovníkům složit tzv. družstevní podíly à 1000,— Kčs v max. výši 100 ks na člena. Vklad lze vypovědět za 6 měsíců a předsednictvo družstva každoročně „bonifikuje“ družstevní podíl v rozmezí 0–x % podle výsledku hospodaření. Jiný systém aplikují podniky, u nichž si zaměstnanec může ukládat peníze s roční výpovědní lhůtou s tím, že každých celých 1000,— Kčs se k 31. 12. považuje za „obligaci“ a úročí se základem 5 % + dalšími 5 % v případě, když provozovna, v níž je majitel „obligace“ zaměstnán, splní plán zisku minimálně např. na 105 %.

Z obdobných případů je zřejmé, že při neexistenci čs. právního vymezení cenných papírů a obchodování s nimi se podniky soustřeďovaly na to, aby dostaly do své dispozice peníze svých zaměstnanců. Větší možnosti přitom mají družstva. Státní podniky jsou nuceny hledat různé pseudoformy podnikového spoření, aby se nedostaly do konfliktu se zavedeným monopolem spořitelen.

Koncepce rozvoje financování prostřednictvím cenných papírů v čs. ekonomice musí zodpovědět zejména tyto *zásadní problémy*:

a) *Potřeba zavedení a rozvoje trhu cenných papírů v konkrétní situaci čs. ekonomiky*

Z hlediska cílového stavu, ke kterému reforma směřuje, vyplývá potřeba cenných papírů z vývoje k tržnímu typu ekonomiky. Trh cenných papírů ve své rozvinuté a stabilizované formě při zajištění potřebných náležitostí může potom plnit všechny funkce uvedené v úvodní části statě. Zejména je nutné zdůraznit význam tohoto trhu právě pro novou úlohu centra, a tím i způsob prosazování jeho ekonomických záměrů. Jde především o možnosti centra:

- určovat a regulovat obecné podmínky emise a trhu cenných papírů,
- financovat některé strukturální a jiné projekty pomocí emise cenných papírů,
- využívat operace na finančním trhu k regulaci masy peněz v ekonomice,
- stavět své plány na reálných (trhem prověřených) hodnotových parametrech,
- pružně kvantitativně regulovat účast a vliv státu na hospodaření podniků, např. prostřednictvím kapitálových účastí nebo nákupem jiných podnikových cenných papírů.

Z hlediska přechodného období je možné konstatovat, že typické projevy tohoto období lze již evidovat i v čs. ekonomice: např. zvýšená nejistota z početnějších změn podmínek hospodaření, zvyšování sklonu ke spotřebě a k investování do trvalých či likvidních hodnot, zkracování horizontu rozhodování, ale i zvýšená potřeba dodatečného kapitálu k dynamizaci podnikání.

V této situaci může trh cenných papírů vytvářet úměrně svému stupni rozvoje určitý:

- *efekt stabilizační*, tj. působení na snížení spotřebitelské „vlny“ rozšířením výhodných možností finančních investic, formováním nové kvality úspor vázaných v dlouhodobých cenných papírech;
- *efekt akumulační*, tj. shromažďování volného kapitálu pro podnikatelské záměry na základě kritéria efektivity, vytváření lepších podmínek pro společné podnikání (větší jistota pro zahraniční podnikatele, že mohou prodat své účasti, se projevuje ve snížení jejich tlaku na co nejrychlejší vrácení vložených peněz);
- *efekt racionalizační*, tj. rozšíření prostoru, kde se cena peněz utváří na základě vztahu nabídky a poptávky, umožní posuzovat reálnost administrativně stanovených cen (bankovní úrok);
- *efekt motivační*, např. posílení zainteresovanosti zaměstnanců na zisku v dlouhodobější perspektivě (majetkové účasti, příp. obligace), motivační působení na dlouhodobé vázání úspor do cenných papírů financujících konkrétní (např. veřejné) projekty;
- *efekt transakční*; rozšíření cenných papírů umožní rozvinout zástavní (záruční) zajištění dohod a obchodů (zejména bankovních) a jejich případnou realizaci.

b) *Pravděpodobný vývoj a působení trhu cenných papírů v přechodném období*

Míra dosahování výše uvedených pozitivních efektů bude nutně limitována tím, že půjde o počáteční stádium finančního trhu v přechodném období reformované ekonomiky, která se navíc vyznačuje značnou nerovnováhou. Je třeba počítat s těmito skutečnostmi:

- hlavní zájemci o tento způsob financování (podniky) nebudou důsledně usměrňováni tvrdým rozpočtovým omezením a konečnou vlastnickou (majetkovou) odpovědností. Lze očekávat podceňování pozdější nutnosti

splatit tímto způsobem vzniklé závazky a kalkulace z přenášení závazků na stát;

- hlavní předpokládaný finanční investor (obyvatelstvo) nebude mít příliš silný zájem o tyto druhy aktiv, neboť:
  - historicky, obdobně jako např. v Rakousku, je obyvatelstvo orientováno především na vklady u peněžních ústavů,
  - působí negativní zkušenosti z r. 1953 a z odstoupení od využívání těchto nástrojů v 70. letech,
  - nejsou dostatečné právní ani politické záruky dlouhodobějšího trvání využívání těchto instrumentů;
- centrální orgány nemají dostatečné teoretické ani praktické znalosti v této problematice;
- ekonomická nerovnováha, navíc plně neidentifikovaná pohybem cenové hladiny, bude mít tendenci převádět nevyrovnanou peněžní nabídku a poptávku do vývoje úrokové hladiny cenných papírů.

Lze očekávat, že na základě těchto a dalších skutečností bude vznik a rozvoj trhu cenných papírů probíhat sice v základních rysech obdobně jako při vytváření kapitálového trhu ve vyspělých ekonomikách nebo v některých rozvojových zemích, budou se však přitom projevovat i zvláštnosti čs. situace.

V odborné literatuře je na základě analýz více zemí popisováno 5 fází rozvoje kapitálového trhu:

1. *vytvoření trhu* – první cenné papíry, malý zájem o ně, málo institucí i jednotlivců obchoduje, papíry jsou většinou podhodnoceny (malý zájem – nízký kurs);
2. *období manipulace* – někteří účastníci zjišťují, že skromná nabídka cenných papírů a různá omezení, která na trhu existují, umožňují manipulovat trh a tlačit ceny nahoru (malá nabídka – rostoucí cena);
3. *období spekulace* – roste poptávka po cenných papírech, nové cenné papíry i kurs cenných papírů jsou nadhodnoceny;
4. *období konsolidace, resp. zrušení trhu* – klesá poptávka, nové cenné papíry se těžko prodávají, nastává nejistota, neboť ceny kolísají;
5. *stabilizace (zralý trh)* – investoři si pomalu zvykají na v zásadě vlnovitý pohyb kurzových hodnot, poznávají fungování trhu a jeho zákonitosti, trh se stabilizuje.

#### c) *Praktické problémy ve stadiu vytváření trhu cenných papírů*

Rozvoj trhu cenných papírů v čs. ekonomice z nulové do stabilizované fáze bude nutně postupný a dlouhodobý. Je třeba respektovat, že se jedná o trh, jehož efektivní fungování silně závisí na tradici, právních jistotách, ekonomickém a politickém klimatu, psychologických aspektech a na finančním ocenění míry rizika. Z toho důvodu by proto veškerá opatření centra v této oblasti měla být orientována především tak, aby vytvářela regulérní prostředí, ve kterém by trh vůbec mohl vzniknout, rozvíjet se a efektivně fungovat. To vyžaduje aktivně řešit zejména dále uváděné problémy.

### **Právní zajištění cenných papírů a všech činností s nimi spojených**

Neexistující právní úprava vydávání cenných papírů a obchodování s nimi a rovněž neexistující či nedostatečné promítnutí všech dopadů této problematiky do ostatních právních norem silně omezí vznik trhu v počátečním období.



Úkolem centra bude urychleně vytvořit nezbytný soubor právních norem, resp. některé normy novelizovat. Práce na tomto úseku by přitom měly být vedeny tak, aby:

- byly kodifikovány nezbytné pojmy, vztahy, náležitosti, práva a povinnosti, ale současně, aby byl zachován prostor pro „finanční inovace“ ve smyslu „co není zakázáno, je povoleno“,
- byla vytvořena potřebná synchronizace se světovou právní praxí, a tím i předpoklady pro vstup na mezinárodní trhy a naopak.

## Druhy zaváděných cenných papírů

Má-li v budoucnu plnit trh cenných papírů své funkce, je nutné již od počátku pečovat o rozmanitost jeho instrumentů, která vytváří reálný předpoklad pro odstupňování úrovně výnosu podle úrovně rizika (likvidity). Základní škála by měla zahrnovat především cenné papíry:

- *bezpečné*, a tedy s nízkým výnosem, např. papíry se státní zárukou (státní obligace, pokladniční poukázky),
- *více rizikové* s větším výnosem, např. podnikové dluhopisy (obligace),
- *vysoce rizikové* s největším, ale proměnlivým výnosem, zejména kapitálové účasti (akcie) podniků.

V čs. praxi bude vhodné v prvním stadiu zavádět především:

- dlouhodobé dluhopisy (obligace) zejména podniků jako hlavních zájemců, ale i obligace peněžních ústavů nebo obligace komunální (národních výborů),
- dlouhodobé dluhopisy zajištěné zástavním právem (hypoteční listy, zástavní listy apod.),
- kapitálové účasti (akcie),
- další instrumenty sloužící k trvalejšímu vázání prostředků obyvatelstva, např. ukládací listy spořitelen a bank.

Pro první kroky se jeví nejvhodnějšími *obligace* vzhledem k tomu, že relativně nejméně naruší ostatní čs. platné právní předpisy a že některých jejich forem může být využito i jako přechodu mezi obligací a akcií, např. při vázání úrokové sazby z obligace nebo části této úrokové sazby na vytvářený zisk. (Blíže viz materiál FMF „Zásady experimentálního využití obligací k financování rozvojových potřeb organizací“, schválený usnesením federální vlády č. 74/1990).

Souběžně se zaváděním obligací by měly být připravovány právní a ekonomické předpoklady pro využívání ostatních cenných papírů, zejména akcií. Centrum by mělo usilovat o to, aby nedošlo k situaci podobné v SSSR, kde se k rozvoji akcií přistoupilo pod tlakem zdola a pouze s minimální, opožděnou a nouzovou centrální koordinací. Došlo přitom i k určitému „zmatení jazyků“ vyplývajícímu z neodborného využívání jednotlivých druhů cenných papírů, což v další etapě komplikuje práce na zavedení jednotného řádu do této ekonomické oblasti.

## Úrokové sazby z cenných papírů

V tržních ekonomikách úroková sazba z cenných papírů, která vzniká jako výsledek nabídky a poptávky, respektuje dva základní faktory:

- *míru inflace*; např. podle údajů roku 1988 dosahovaly 10leté bondy (pevně úročené obligace) ve vybraných zemích průměrných hodnot uvedených v *tabulce č. 1*;

	inlace	reálná úroková míra	nominální úroková míra
USA	4	3 – 3,5	7 – 7,5
Japonsko	1,5 – 2	2,5	4 – 4,5
SRN	2 – 2,5	3	5 – 5,5
Velká Británie	5 – 7	3	8 – 10

– *míru rizika a likvidity* úvěrového vztahu (kapitálové účasti). Vzhledem k tomu, že při stejné době splatnosti (např. 10 let) je úvěrový vztah uskutečňovaný prostřednictvím nákupu cenného papíru pro věřitele méně rizikový (pohledávku představovanou cenným papírem může věřitel odprodat na trhu za kursovou hodnotu) než pevný úvěrový vztah (např. bankovní investiční úvěr), může dlužník (emitent cenného papíru) realizovat nižší úrokovou sazbu, než je odpovídající bankovní úvěr.

V podmínkách současné nerovnovázné čs. ekonomiky, ve které regulace peněžní (úvěrové) emise centrální bankou se plně neprojevuje v přizpůsobení poptávky podniků po penězích vzhledem k relativně stabilní úrokové míře z úvěrů, je však nutné předpokládat, že emitenti budou ochotni nabídnout i vyšší úrok, než činí alternativní bankovní úvěr, zejména v případech, kdy se naléhavá potřeba finančních zdrojů ve spojení buď s nedostatečnou odpovědností za přijaté dlouhodobé závazky, nebo s výjimečnou rentabilitou emitenta střetne s očekávaným malým zájmem ze strany potenciálních finančních investorů.

Tento vývoj naznačují úrokové sazby navrhované těmi podniky, které se již dnes snaží získat úspory svých zaměstnanců. Lze předpokládat dva základní způsoby postupu centra při řešení problému úrokových sazeb cenných papírů:

- centrální určení úrokových sazeb pro jednotlivé druhy cenných papírů a jejich „zasazení“ do struktury úroků z bankovních vkladů a úvěrů;
- tvoření úrokové sazby z cenných papírů je ponecháno na vztahu nabídky a poptávky, centrum se však snaží aktivně vytvářet takové podmínky na trhu cenných papírů, aby se vytvářely úrokové sazby v požadovaných relacích k cenám ostatních finančních zdrojů.

Podstatě trhu odpovídá pouze druhý přístup. Ve stadiu prvotního zavádění cenných papírů do čs. ekonomiky je však nutné brát v úvahu nerovnovážnou situaci ekonomiky a její hlavní příčinu: nedostatečně vymezená vlastnická práva, a tudíž i nedostatečnou odpovědnost a nedostatečný postih za neefektivní rozhodnutí.

## Obchodování s cennými papíry

Vznik trhu cenných papírů není možný bez reálné obchodovatelnosti cenných papírů. Vedle *primárního trhu* (prvotní emise cenných papírů) je nezbytný *trh sekundární*, na kterém se utváří pod vlivem nabídky a poptávky kursová hodnota cenných papírů. Pouze záruka této obchodovatelnosti umožní zvýšit zájem obyvatelstva o tuto formu úspor, neboť jen malý počet občanů bude ochoten vázat své úspory do dlouhodobých cenných papírů bez možnosti kdykoliv za tržní hodnotu svou pohledávku prodat jinému věřiteli. Neexistuje-li sekundární trh, musí se emitent zavázat, že bude své cenné papíry nabízené zpět odkupovat, nebo musí nabídnout dostatečně atraktivní úrokový výnos pro ty, kteří se chtějí na celé období vzdát možnosti případné dispozice se složeným obnosem.

Lze očekávat, že zprostředkování obchodu s cennými papíry se obdobně jako ve světě ujmou čs. *banky* a budou pro své zákazníky provádět služby spojené

s nákupem a prodejem cenných papírů. S dalším rozvojem trhu je možné při případné poptávce uvažovat i o vzniku *investičních společností*, které se na obchodování s cennými papíry budou přímo specializovat a budou rovněž poskytovat potřebné služby (poradenství, udržování optimální struktury finančních aktiv svých klientů – portfolio management aj.).

## Peněžní burza

Rozvoj trhu cenných papírů směrem k jeho stabilizační fázi není při určitém rozsahu dále možný bez *peněžní burzy*, tj. instituce, která místně i časově soustřeďuje poptávku a nabídku cenných papírů a zprostředkovává obchody s nimi. Zřízení burzy dává státu další možnost ovlivňovat trh s cennými papíry, např. výběrem účastníků, kteří mohou obchodovat na burze, a výběrem cenných papírů, které jsou na burze obchodovány.

Funkci burzy lze při omezeném rozsahu trhu nahradit obchodními styky všech subjektů trhu navzájem, zvláště ve sféře bankovních obchodů. Zkušenosti ze zahraničí však naznačují, že další rozvoj trhu bez burzy naráží na značné potíže. V Maďarsku nejdříve burzu suplovaly všechny banky, pak tento závazek převzala Budapeštská banka, která po určité době vyhlásila, že není nadále schopna všechny funkce burzy plnit, a nakonec vznikla burza samostatná.

Založení burzy by proto ani v Československu nemělo být příliš dlouho odkládáno, neboť tato instituce vnáší do obchodování s cennými papíry jednotný řád a vytváří prostor pro další rozvoj trhu.

Při zvažování otázky burzy by mělo být bráno v úvahu i to, že při „ztržňování“ ekonomické integrace v RVHP bude jen otázkou času vznik potřeby finančního centra (burzy) pro oblast střední a východní Evropy. Zdá se, že o tento ekonomicky významný post usiluje Budapešť, neboť v MR se s rozvojem finančního trhu pokročilo nejdál. Kromě burzy tam vzniklo i několik investičních společností obchodujících s cennými papíry. Možné efekty, které by případně vytvoření burzy a s ní souvisejícího čs. finančního centra mohlo přinést, a to jak pro čs. ekonomiku, tak pro rozvoj spolupráce Západ – Východ, by proto neměly být ponechány bez náležitého zvážení.

## Role centra při rozvoji trhu cenných papírů

Úloha centra vyplývá již z diskuse výše uvedených problémů; nicméně existují další faktory ovlivňující rozvoj trhu cenných papírů, které by centrum mělo aktivně utvářet, např.:

- *ochrana investorů*, která může být vedle vytváření právních záruk zajišťována i prostřednictvím povolovacího řízení při emisi cenných papírů a dále umožněním přístupu investorů k informacím o finanční situaci a důvěryhodnosti jednotlivých emitentů;
- *péče o konkurenční prostředí* jako základní prostředek tlaku na snižování úrokových sazeb. Konkurenci je nezbytné vhodnými opatřeními podněcovat:
  - na straně upisovatelů půjček a kapitálových účastí umožňováním vstupu na trh všem subjektům, kteří vyhovují vyhlášeným zásadám;
  - na straně investorů zejména otevíráním prostoru pro činnost bank v této oblasti a vytvářením podmínek pro vznik velkých investorů, kteří umísťují drobné úspory a stabilizují trh tím, že výkyvy trhu dokáží do značné míry vyrovnávat ve vnitřní skladbě svých aktiv. Naskýtá se i možnost vzniku specializovaných institucí – fondů, které by umísťovaly své prostředky do vybraných cenných papírů; další rozšíření konkurence vytváří vstup zahraničních investorů;

- konkurenci mezi jednotlivými cennými papíry, která spočívá v rozdílných kombinacích výnosu, rizika a likvidity, které každý instrument nabízí;
- *péče o bezpečnost a likviditu trhu*. Úsilí o konkurenci nevylučuje, aby stát v zájmu bezpečnosti vkladatelů a likvidity trhu určil pro některé vybrané prostředky, do kterých cenných papírů se nesmí (nebo musí) ukládat, nebo aby přesně stanovil instituce, které mohou (nebo nesmějí) provádět určité operace na finančním trhu, resp. aby stanovil speciální podmínky, které je nutné splnit pro možnou účast na určitých obchodech na finančním trhu;
- *stát jako aktivní účastník trhu*. Otevírání trhu cenných papírů může usměrňovat i stát ve funkci upisovatele půjček (zvyšuje nabídku bezpečných papírů) nebo jako investor (zvyšuje poptávku po cenných papírech). Podněcování trhu ze strany státu by však nemělo zahrnovat opatření, která do fungování trhu vnášejí problematické dopady, např. často jsou požadovány:
  - státní záruky na podnikové cenné papíry, jejichž uplatňování však při větším rozsahu vede k nivelizaci rizika a oslabuje odpovědnost emitentů i uvážlivost investorů,
  - umožnění vazby nákupu cenných papírů na přednostní získání nedostatkových služeb a zboží, což sice vnáší do poptávky po určitých cenných papírech dynamizující momenty, ale je nárůstem poptávky uměle vyvolaným a – zejména po získání vázaného nedostatkového zboží – velmi nestabilním při výkyvech na trhu;
- *centrální banka a trh cenných papírů*. Federální ministerstvo financí a Státní banka československá jsou dva hlavní orgány centra, na kterých – obdobně jako ve světě – leží odpovědnost za usměrňování rozvoje a fungování finančního trhu, a tedy i trhu cenných papírů. Tyto dva orgány by měly být aktivní při vytváření potřebných právních norem a při vyjasňování potřebných odborných, organizačních a technických podmínek pro tuto oblast.

Centrální banka musí kromě jiných problémů propracovat zejména způsob svého aktivního působení na trhu z hlediska svých měnových cílů. Operace na trhu cenných papírů se v současné době v zahraničních ekonomikách stávají jedním z nejpoužívanějších i nejučinnějších nástrojů, s jejichž pomocí centrální banka ovlivňuje peněžní masu v ekonomice. Tyto operace je samozřejmě možné praktikovat až při reálně fungujícím trhu; čs. centrální banka by si však při rozvoji tohoto trhu měla systematicky vytvářet potřebné podmínky pro pozdější využívání tohoto nástroje.

## Devizový trh

Základní redistribuční funkci pohybu deviz v čs. ekonomice má nyní systém devizových normativů stanovovaných a korigovaných příslušnými centrálními ekonomickými institucemi, řízení centrálního devizového zdroje (dotace a další redistribuce) a bankovní devizový úvěr.

Tento základní mechanismus je v současné době experimentálně doplňován o *podpůrný tržní mechanismus druhotné redistribuce pohotových deviz*. Jedná se o omezený devizový trh v Československu, jehož cílem je poskytnout podnikové sféře možnost dolaďování jejich devizových potřeb v čase i věcně.

Základním principem fungování omezeného devizového trhu jsou *devizové aukce*, které předpokládají směnu nabízených devizových prostředků za koruny, kdy rozpor mezi nabídkou a poptávkou (vzhledem k předpokládané deficitnosti deviz) je vyrovnáván příslušným příplatkem k poměru „pari“ prostřednictvím operativního kontaktu bank s nabízejícími a poptávajícími subjekty na

zvýšení/snížení nabídky/poptávky při navržené výši příplatku — ázia. Při výši příplatku, která znamená vyrovnání nabídky a poptávky, jsou uzavřené obchody potvrzeny bankami jejich klientům a provedeny příslušné devizové a korunové účetní operace. Devizové aukce jsou pořádány pravidelně měsíčně, první byla uskutečněna v červenci 1989.

Na omezeném devizovém trhu se obchoduje se zůstatky na majetkových i nárokových devizových účtech. Tento stav však je považován — i přes současnou početní a objemovou převahu nárokových účtů — za přechodný.

*Účastníky trhu* se mohou stát čs. hospodářské organizace, OZO, obchodní banky a další organizace (mimo rozpočtových a příspěvkových), které jsou oprávněné disponovat s devizovými prostředky a k tomuto účelu si zřídí příslušné devizové účty. Podle možnosti a zvážení může SBČS, jako ústřední banka, v zájmu zmírnění nadměrných cenových odchylek vstupovat anonymně na tento trh nabídkami devizových prostředků.

Trh je v zásadě anonymní. Jeho konání k pevně stanovenému datu spolu s anonymností zaručuje objektivnost stanovené příirážky, jež odpovídá stavu nabídky a poptávky deviz v daném čase.

Předmětem trhu nejsou jakékoliv částky, ale tzv. základní obchodovatelné „loty“ a jejich násobky. Základním lotem je částka 10 000 Kčs (a její ekvivalent v devizách). Trh je řízen a zajišťován bankovním aukčním výborem, složeným ze zástupců všech zainteresovaných bank a FMF.

Omezený devizový trh, který by se měl po získání větší zkušenosti a také rovnovážnosti v devizové situaci *přeměnit na základní systémovou formu prodeje a nákupu deviz (devizový trh klasického typu)*, je rovněž východiskem pro vytváření předpokladů pro realizaci programu přechodu ke směnitélosti čs. koruny, který bude v dalších fázích konkrétně připravován. Rozvoj omezeného devizového trhu a jeho přechod na klasický devizový trh pak bude důvodem a podmínkou pro omezení centrální redistribuce deviz a zavedení trhu jako základní formy jejich distribuce.

## NÁVRH POSTUPU V PŘÍŠTÍM OBDOBÍ

Z předchozích částí článku vyplývá, že finanční trh je potřebné v čs. ekonomice systematicky postupně rozvíjet ve všech jeho sférách. Některé finanční trhy mají již vytvořeny své zárodky (devizový, trh bankovního úvěru), jiné (cenné papíry) však teprve čekají na vznik a rozšíření prvních instrumentů.

*Pro budoucí efektivní fungování finančních trhů v čs. ekonomice je nutné neprodleně připravovat podmínky již v současné době.* Tento požadavek vyplývá nejen z naléhavosti řešit otevřené právní, odborné, institucionální, hospodářskopolitické, sociálněpolitické i technické aspekty dané problematiky, ale i z poznání, že optimální fungování finančních trhů vzhledem ke svým specifickým vyžaduje delší časové období, během něhož potenciální účastníci těchto trhů získají důvěru v tyto trhy a poznají jejich smysl a možnosti pro realizaci svých zájmů a cílů.

*V příštím období navrhuje následující postup v rozvíjení finančních trhů:*

- a) provést dílčí úpravy fakturační vyhlášky č. 154/75 Sb. a hospodářského zákoníku tak, aby bylo umožněno fakultativní smluvní poskytování obchodního úvěru
- b) vytvořit předpoklady racionálního využívání smének v čs. hospodářství (normalizace tiskopisů, technické problémy)

- c) vytvořit v čs. soudnictví podmínky pro účinné uplatňování směnečného a šekového zákona č. 191/1950 Sb.
- d) experimentálně ověřovat využívání obligací k financování rozvojových potřeb organizací
- e) připravit právní předpis o vydávání a využívání obligací
- f) novelizovat zákon č. 243/1949 Sb., o akciových společnostech, aby umožňoval prodej akcií zaměstnancům i ostatním subjektům
- g) připravit zákon o obchodování s cennými papíry
- h) připravit potřebné právní předpisy a založit peněžní burzu.