



KAPITÁLOVÝ TRH AKO KĽÚČOVÝ FAKTOR ZÍSKAVANIA DLHODOBÝCH ZDROJOV PODNIKOV V SR

CAPITAL MARKET AS KEY FACTOR OF OBTAINING LONG- TERMED FINANCIAL SOURCES FOR COMPANIES IN SLOVAK REPUBLIC

Peter KOČKIN – Martin ROVNÁK

Abstract

In the article are described the present state of capital market in Slovakia and its last years' development, focusing on functionality of stock exchange as a market (as a mechanism for allocation of long-termed financial sources). We aimed to identify and characterise defects and deformations in functionality of Slovak capital market especially in the segment of the stock market. The assumption of potential consequences is the outcome of our analysis.

Key words

capital market, stock market, securities, market function, market price, trading

Úvod

V posledných rokoch prešla ekonomika SR zložitým procesom spojeným so vstupom do EÚ, transformáciou menovej jednotky a turbulentnými zmenami v dôsledku globálnej krízy. Komplexná harmonizácia a zmena legislatívnej úpravy kapitálového trhu poskytla dobrý predpoklad na funkčnosť tohto trhu a plnenie základných funkcií a úloh tohto subsystému ekonomického systému v SR, kde medzi základné funkcie patrí zabezpečiť alokáciu dlhodobých zdrojov pre podnikový sektor.

Analýza vybraných atribútov kapitálového trhu, ktorá je predmetom tohto článku, je zameraná na charakteristiku defektov, či deformácií tohto trhu v SR pri plnení svojich základných funkcií (alokácia dlhodobých zdrojov pre podnikový sektor), ktoré má v ekonomickom systéme krajiny zabezpečovať a tým prispieť k efektívnej funkčnosti ekonomiky ako celku. Predpokladané dôsledky identifikovaných deformácií, ich prejavy a dopady na iné subjekty v ekonomickom systéme tvoria výstup z realizovanej analýzy kapitálového trhu SR.

1. Burza cenných papierov v Bratislave

V súčasnosti je jediným organizátorom trhu s cennými papiermi na Slovensku Burza cenných papierov v Bratislave (ďalej len „BCPB“), ktorej podiel na obchodných transakciách sa vyplývajú z údajov o objeme transakcií blíži ku 100%-ám. Kritériá výkonnosti BCPB teda charakterizujú funkčnosť slovenského kapitálového trhu v segmente organizovaného obchodovania s cennými papiermi.

Analýza vybraných aspektov funkčnosti BCPB ako trhu je jadrom tohto článku, vykonáme ju v zmysle teoretického vymedzenia, ktoré je predmetom ďalšej kapitoly, so zameraním na plnenie hlavnej funkcie tohoto trhu pre podnikový sektor a tým je zabezpečenie alokácie dlhodobých zdrojov.



2. Trhová funkčnosť BCPB

Ponímanie podľa ktorého je burza určité miesto absolutizuje iba jednu stránku burzy ako trhu, a to stránku priestorovú, pretože každý trh sa uskutočňuje v určitom priestore. Podstata ponímania burzy ako zvláštneho trhu spočíva zjednodušene v tom, že burza je považovaná za trh na zastupiteľné tovary vo veľkom (Ewald – Schärf, 1990). Čiže burzy cenných papierov sú miestom, kde sa stretáva koncentrovaná ponuka kapitálu (dlhodobých zdrojov) s dopytom po ňom.

Funkčnosť burzy ako trhu, obzvlášť na Slovensku, kde je jediným organizátorom trhu s cennými papiermi a ako sme spomínali jej relatívny podiel na všetkých transakciách je dominantný, považujeme za rozhodujúcu. Hlavne preto, že by mala byť v spoločnosti mechanizmom pre premenu verejných úspor na také investície, ktoré umožňujú rozvoj hospodárstva, vznik nových pracovných príležitostí a zvyšovanie životnej úrovne. Formou akcií, obligácií a iných cenných papierov by mala vytvárať kredit pre zachovanie rozsahu verejných výdavkov a životnej úrovne ako aj pre zachovanie kúpnej sily v budúcnosti (Rose, 1997).

Nemenej dôležitou úlohou burzy je sprostredkovať financovanie rozsiahlych dlhodobých investícií, zhromažďovať disponibilný kapitál a orientovať ho tam, kde jeho použitie možno z národohospodárskeho hľadiska označiť za najúčelnejšie (alokačná efektívnosť). (Chovancová a kol., 2002)

Funkčnosť BCPB budeme posudzovať z pohľadu plnenia základnej funkcie burzy, teda trhovej funkcie. Ekonomická literatúra uvádza mnoho funkcií burzy, všetky však zaraďujú medzi základné funkciu trhovú, ktorá spočíva predovšetkým (Chovancová – Sásik, 1997):

- a) v zabezpečení hromadného obratu obchodu s cennými papiermi,
- b) v stanovení objektívneho kurzu cenných papierov (trhovej ceny),
- c) v zabezpečení likvidity cenných papierov.

Najdôležitejšou funkciou burzy je určenie trhovej ceny. Pri sústredenej ponuke a dopyte po cenných papieroch sa prejaví ich skutočný pomer, na základe čoho sa vytvára kurz cenných papierov. V pohybe kurzov sa odráža nielen súčasný a očakávaný vývoj hospodárskej situácie emitentov, ale aj existujúce pomery a očakávania na peňažnom a kapitálovom trhu, vývoj makroekonomických ukazovateľov, vplyv vnútropolitických a zahraničnopolitických pomerov. Hlavne z dôvodu tak širokého spektra faktorov vyjadrených v kurzoch utváraných na kapitálovom trhu ako aj burze ju môžeme označiť za „barometer ekonomiky“ (Chovancová a kol., 2002), čiže dôveryhodnosť výstupu procesu interakcie všetkých týchto kurzotvorných faktorov v podobe informácie o trhovej cene by mala byť čo najvyššia.

Zabezpečenie hromadného obratu je dôležité aby informácia vyjadrená v trhovej cene mala čo najväčšiu objektivitu, pretože odráža očakávania a hodnotenia názorovo rôznorodej skupiny investorov a účastníkov trhu, ako aj likvidita dáva priestor na prejavenie sa tejto rôznorodosti v praxi v podobe možnosti realizácie požadovaných transakcií v podľa možnosti najkratšom čase, s nízkymi nákladmi.

Funkčnosť BCPB budeme posudzovať podľa jej jednotlivých zložiek ako trhu. Teda ako na každom trhu je výsledok (trhová cena – kurz) vytvorený vzájomnou interakciou ponuky a dopytu. Preto tieto entity budú hlavnými bodmi našej analýzy. Keďže však všetky individuálne rozhodnutia subjektov na strane ponuky ako aj dopytu sú plne determinované dostupnými informáciami, budeme tento faktor taktiež samostatne analyzovať.



2.1 Ponuka

Pre funkčnosť ľubovoľnej burzy ako trhu je nevyhnutná adekvátne ponuka na tomto trhu, čo v prípade burzy znamená dostatočný počet emisií ako aj adekvátnu výšku celkovej trhovej kapitalizácie týchto emisií. Pre porovnanie spomeňme okolité krajiny V4 (Poľsko, Česko a Maďarsko), kde privatizácia síce neprebehla výrazne odlišným spôsobom vo všetkých jej fázach, pravdepodobne však efektívnejšie z pohľadu prínosu pre fungovanie kapitálového trhu, čo sa prejavilo aj vo výrazne živšom obchodovaní s emisiami privatizovaných podnikov a následne vyústilo do väčšieho počtu bežne obchodovaných emisií ako aj vyššej trhovej kapitalizácie. Situáciu lepšie ilustruje tab.1 trhovej kapitalizácie kótovaných akcií na trhoch krajín V4 v porovnaní k HDP z konca roku 2008.

Tab. 1: Trhová kapitalizácia kótovaných akcií na trhoch krajín V4 v pomere k HDP v rokoch 2006 – 2008 v percentách:

Štát	2006	2007	2008
Slovensko	5,15	4,83	3,45
Poľsko	40,76	44,44	21,38
Česko	47,18	51,46	28,31
Maďarsko	33,48	31,42	13,33

Zdroj: World Federation of Exchanges, Federation of European Stock Exchanges, OECD

Tabuľka ukazuje veľmi nízky relatívny podiel kapitalizácie kótovaných akcií k HDP aj v porovnaní s krajinami V4. Porovnanie tohto ukazovateľa s vyspelými krajinami naznačuje vážne deformácie v štruktúre kapitalizácie trhu BCPB.

Tak výrazný rozdiel však nie je len krátkodobým javom, ale ako ukazuje tab.2, sprevádza burzu od jej založenia. Rast posledných rokov je však len minimálny a súčasná úroveň tohto ukazovateľa nedosahuje ani hodnoty z roku 1993.

Tab.2: Trhová kapitalizácia kótovaných akcií v porovnaní k HDP:

Rok	TK/HDP	Rok	TK/HDP	Rok	TK/HDP
1993	8,78%	1999	2,07%	2005	5,31%
1994	8,37%	2000	2,29%	2006	5,15%
1995	6,43%	2001	2,64%	2007	4,83%
1996	6,94%	2002	3,41%	2008	3,45%
1997	6,66%	2003	3,53%	2009	3,81%
1998	3,12%	2004	5,04%		

Zdroj: Burza cenných papierov v Bratislave, Štatistický úrad SR

Ponuka na slovenskom burzovom trhu je taktiež málo variabilná. Podiel kapitalizácie štátnych dlhopisov na celkovej trhovej kapitalizácii je skoro 58% na konci roka 2009, keď napr. v roku 2003 bol 74% a dlhodobo sa drží okolo 70 %-nej hranice. Tak vysoký podiel jedného druhu aktív (zvlášť štátnych dlhopisov) je minimálne neštandardný. Vývoj tohto podielu v posledných rokoch je pravdepodobne prejavom „crowding-out efektu“, ktorý je väčšinou považovaný za negatívny jav na kapitálových trhoch, keď tlačí na zvyšovanie úrokovej miery na trhu a zvyšuje náklady pre získavanie dlhodobých zdrojov na kapitálovom trhu pre súkromný sektor.



2.1.1 Štruktúra obchodov

Štatistika štruktúry obchodov odráža štruktúru trhovej kapitalizácie BCPB. Jej výsledky sú už len odrazom možností, ktoré takáto štruktúra trhovej kapitalizácie poskytuje subjektom pôsobiacim na burze.

BCPB sa vyznačuje tým, že obchody s dlhopismi majú podstatný podiel na celkových burzových obchodoch so všetkými cennými papiermi. Tento podiel v posledných rokoch presiahol 90%-nú hranicu a v roku 2009 až 98,97% všetkých obchodov na bratislavskej burze bolo uzavretých s dlhopismi. Z celkových obchodov s dlhopismi tvorili obchody so štátnymi dlhopismi 97,37%. Podiel obchodov so štátnymi dlhopismi na celkovom obrate burzy bol v roku 2009 96,37%. Aj na trhoch ostatných búrz krajín V-4 je podiel obchodov s dlhopismi v pomer k všetkým burzovým obchodom vysoký. Avšak je samozrejmé, že práve takýto vysoký relatívny podiel obchodov so štátnymi dlhopismi len potvrdzuje nízku mieru variability obchodovaných aktív na trhu BCPB, hlavne prihliadnuc na teoretické poznatky uvedené v úvode o flexibilnom trhu s hromadným obratom. Taktiež, ako sme už skôr spomínali takýto podiel je prejavom „crowding-out efektu“. Navyiac obchodovanie so štátnymi dlhopismi je pravdepodobne podmienkou existencie burzy vôbec, kde jediným relevantným príjmom tejto burzy sú poplatky z týchto transakcií.

2.1.2 Nové emisie

Počet a hodnota nových emisií je ukazovateľom toho, ako burza plní ďalšie zo svojich základných funkcií v ekonomickom systéme a to alokačnú a selekčnú. Ak je BCPB jediným organizátorom trhu s cennými papiermi na Slovensku mal by počet nových emisií reálne odrážať vývoj v jednotlivých odvetviach ekonomiky, prírastok perspektívnych spoločností ako aj reálnu kapitálovú potrebu už existujúcich subjektov pôsobiacich na Slovensku. Deformácie aj v týchto funkciách ilustruje tab.3.

Tab.3: Podiel nového akciového kapitálu prijatého na trhy BCPB z celkovej trhovej kapitalizácie

Rok	Hodnota nového kapitálu prijatého na trhy BCPB (emisie akcií) v mld. eur	% z celkovej TK	Vývoj HDP v %
2004	0,073	0,56	+ 5,2
2005	0,777	5,12	+ 6,7
2006	0	0	+ 8,5
2007	0	0	+ 10,6
2008	0,576	2,80	+ 6,2
2009	0,920	3,87	- 4,7

Zdroj: Burza cenných papierov v Bratislave, Národná banka Slovenska

Celkový objem nového dlhopisového kapitálu prijatého na trh BCPB je z pohľadu daných funkcií irelevantný, keďže v prevažnej väčšine sa jedná o emisie štátnych dlhopisov. Takto nízka relatívna miera prírastku akciového kapitálu podľa nášho názoru nezodpovedá vývoju ekonomiky krajiny ako je Slovensko. Navyiac ak v sledovaných rokoch, kde slovenská ekonomika výrazne rástla boli prírastky novoemitovaného akciového kapitálu nulové. Hodnoty týchto veličín poukazujú na nízku mieru príspevku burzového trhu k rastu ekonomiky a nefunkčnosť alokačnej a selekčnej funkcie.



2.2 Dopyt

Neoddeliteľnou protistranou ponuky je dopyt, ktorý takisto v priebehu celého vývoja kapitálového trhu a burzy na Slovensku bol výrazným faktorom, ktorý prispel k jeho slabej výkonnosti. Súčasný a dlhodobý pretrvávajúci nezáujem bežnej populácie o umiestňovanie svojich úspor prostredníctvom cenných papierov na burze a kapitálovom trhu sa prejavil znížením celkového dopytu na danom trhu a značne obmedzilo ďalší rozvoj infraštruktúry vytvárajenej subjektmi poskytujúcimi služby na tomto trhu. Poukazuje na to aj to, že trhovú kapitalizáciu akcií BCPB na konci roka 2009 bola 3,55 mld. eur. Naproti tomu objem bankových produktov v rovnakom období bol podstatne vyšší a presahuje desaťnásobok tejto hodnoty. Tieto údaje dokumentujú bankovo-centrický charakter slovenského finančného trhu. Z tohto titulu množstvo subjektov pôsobiacich na burze, ako aj trhu s cennými papiermi, ktoré zvolili nesprávnu orientáciu svojich aktivít na poskytovanie služieb širšej verejnosti v priebehu vývoja zanikli.

2.2.1 Sprostredkovatelia

Sprostredkovateľská sieť je predpokladom vstupu malých a stredných investorov na kapitálový trh. Úpravy legislatívy pred vstupom do EÚ výrazne zredukovali počet subjektov pôsobiacich na trhu s cennými papiermi. Vtedajší orgán dohľadu nad kapitálovým trhom (ÚFT) situáciu vo svojej oficiálnej výročnej správe charakterizoval takto: Dôsledkom prelicencovania je prudké zníženie počtu aktívnych obchodníkov s cennými papiermi. Kým ešte v lete 2002 pôsobilo na slovenskom trhu približne 130 obchodníkov s platným povolením, na konci roka 2003 malo povolenie na poskytovanie investičných služieb už len 38 obchodníkov s cennými papiermi a platné povolenie podľa zákona č. 600/1992 Zb. ďalších 6 obchodníkov s cennými papiermi. Pritom až 93 % objemu všetkých klientských obchodov s investičnými nástrojmi bolo uskutočnených prostredníctvom obchodníkov s cennými papiermi, ktorí sú bankami. Podobný stav pretrváva od tejto zmeny legislatívy doteraz.

Obchodníci s cennými papiermi, ktorí sú bankami však svoje služby bežne neposkytujú malým a stredným investorom, prípadne pri značne zvýšených transakčných nákladoch. Taktiež náklady spojené s administráciou transakcií na trhu s cennými papiermi, spojené s poplatkami a povinnosťami voči Centrálnemu depozitárovi cenných papierov ako nástupcovi Strediska cenných papierov, značne znevýhodňujú poskytovanie sprostredkovateľských služieb v menšom rozsahu.

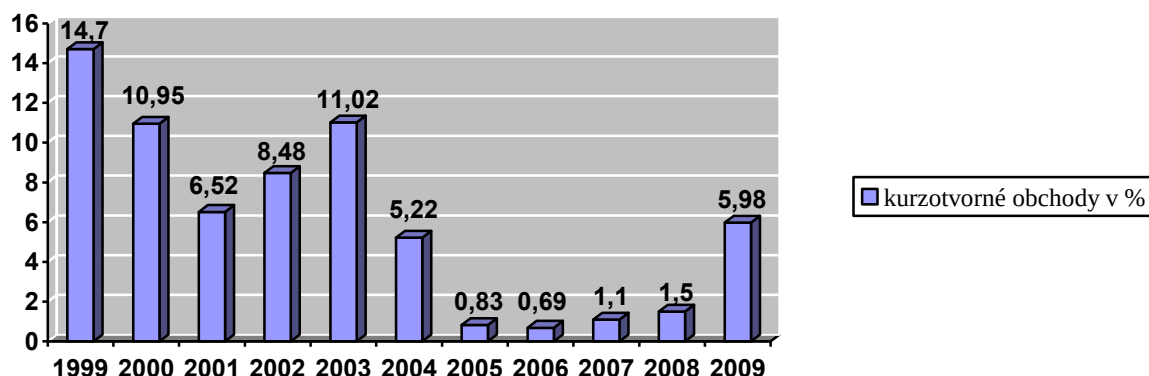
2.3 Trhová cena

Zásadným defektom obchodovania na burze je veľmi nízky relatívny podiel kurzotvorných obchodov, ktorý pravdepodobne vypovedá o nefunkčnosti trhovej funkcie burzy z pohľadu vytvárania ceny. Tento stav je spôsobený hlavne rôznymi manipuláciami v počiatkoch obchodovania, čím nastal výrazný pokles objemov kurzotvorných obchodov ako aj rôznymi účelovými prevodmi veľkých balíkov cenných papierov za výrazne netrhové ceny. Dokumentujú to burzové štatistiky posledných rokov, kde podiel kurzotvorných obchodov je minimálny. Vypovedacia a informačná schopnosť ceny (kurzu), ktorá sa v dnešnej neprehľadnej sieti vlastníckych vzťahov, účelových transakcií a daňovej optimalizácii nedá považovať za trhovú, je minimálna, čo len potvrdzuje predpoklad o nefunkčnosti burzy v tejto základnej funkcii.

Daný stav najlepšie zachytáva graf podielu kurzotvorných obchodov na celkovom objeme obchodov za roky 1999-2009.



Graf č. 1: Podiel kurzotvorných obchodov na celkovom objeme obchodov v %



Zdroj: Burza cenných papierov v Bratislave, vlastný výpočet

Údaje v grafe síce poukazujú na rast tohto podielu v poslednom roku, ale vidíme, že hodnoty podielu kurzotvorných obchodov sú dlhodobo minimálne, v rokoch 2005 – 2008 dokonca poklesli pod 2%.

2.4 Likvidita

Nízka likvidita trhu je spôsobená malým počtom aktívne obchodovaných emisií akcií, pretože spoločnosti, ktoré sú z pohľadu obchodovania na burze atraktívne väčšinou už majú vyprofilovaného majoritného vlastníka. To výrazne obmedzuje možnosti obchodovania so zostávajúcimi akciami týchto spoločností, ako aj spôsobu určenia ceny pri transakcii, nakoľko s balíkmi majoritného akcionára sa dlhodobo neobchoduje.

2.5 Informácie

V dnešných trhových ekonomikách a modernej spoločnosti, ktorá sa najnovšie označuje ako informačná je možnosť získania relevantných informácií, ktoré by mali vysoký stupeň dôveryhodnosti, na slovenskom akciovom trhu veľmi nízka. Existujúce pravidlá poskytovania informácií všetkých zúčastnených subjektov ako aj burzy sú síce na postačujúcej úrovni, ale sankcie za neplnenie si týchto povinností sú zanedbateľné. Domnievame sa, že takýto stav zvýhodňuje subjekty, ktoré majú prístup k relevantným informáciám. Pravdepodobne práve kvôli prehnanému nárastu niektorých subjektov v procese rozvoja kapitálového trhu, ktorý im zabezpečoval dostatočnú ziskovosť, neboli vytvorené podmienky na konkurenčný boj, ktorý by nútil tieto subjekty k získavaniu voľných prostriedkov menších a stredných investorov. Naopak odrádzal ako obyvateľstvo, tak aj menšie subjekty od vstupu na daný trh aj z dôvodu značného vplyvu týchto spoločností na trh samotný.

3. Záver

Výstupy našej analýzy poukazujú podľa nášho názoru na nefunkčnosť burzy a segmentu obchodovania s cennými papiermi oproti ich vymedzeniu ekonomickou teóriou, kde dôsledky je možné identifikovať v mnohých oblastiach slovenskej ekonomiky v súčasnosti ako aj v deformáciách jej vývoja. Slovenský kapitálový trh v súčasnej dobe môže existovať aj bez burzy, ktorá je v danom stave nákladným mechanizmom pre transakcie so štátnymi dlhopismi, spomeňme len náklady na reguláciu, monitoring a dozor, a v neposlednom rade náklady implicitné z predražovania iných spôsobov získavania kapitálu.

Relatívna nefunkčnosť tohto segmentu kapitálového trhu a tým aj nízka konkurenčnosť trhu kapitálu, kde dominuje bankový sektor a teda jediný spôsob získavania



dlhodobých zdrojov pre podnikový sektor je bankový úver (relatívny podiel úverov k všetkým formám získavania dlhodobých zdrojov sa blíži k 100%) (www.nbs.sk) má vážne dopady na ekonomický systém ako celok. V takomto prípade hodnotu úrokovej miery úverov, ak je v podstate jedinou alternatívou pre získanie dlhodobých zdrojov podnikateľskou sférou môžeme považovať za akúsi hranicu efektívnosti pre hodnotenie perspektívnosti jednotlivých podnikateľských subjektov a zámerov v takom zmysle ako ich popisuje Keynes (Keynes, 1963), ako hraničnú efektívnosť kapitálu. Je pravdepodobné, že takáto miera v prípade situácie Slovenska bude vyššia ako hypotetická miera, ak by existoval konkurent bankového sektora v snahe o vytvorenie zisku v tomto sprostredkovacom mechanizme pre alokáciu dlhodobých finančných zdrojov.

Súhrn

Kľúčovým faktorom efektívnosti podnikového sektoru na Slovensku je možnosť získania relatívne lacných dlhodobých zdrojov pre zabezpečenie realizácie investičných projektov ako aj preklenutie nepriaznivých období plynúcich z turbulentnosti prostredia. Kapitálový trh, ktorého jadrom v organizovanej forme je BCPB, v súčasnosti, vyplývajú z údajov našej analýzy, neposkytuje dostatočne vhodné prostredie pre získanie takýchto dlhodobých zdrojov.

Kľúčové slová

kapitálový trh, akciový trh, dlhopisy, trhová funkčnosť, trhovú cenu, obchodovanie

Použitá literatúra

- [1] EWALD, B. – SCHÄRF, W.G.: *Einführung in das Wertpapierrecht und das neue Borsengesetz*. Wien: WUV- Universitätsverlag, 1990.
- [2] FARKAŠOVSKÁ, M. – KOČKIN, P.: *Trh kapitálu Slovenskej republiky*. In.: Škola profesného účtovníka, č. 11 (59)/2005. *Federálny odborný časopis účtovníkov a audítorov Ukrajiny*. Kyjev: NTCFPBAU, registračné číslo KV N°7041, str. 14-20
- [3] CHOVANCOVÁ, B. – JANKOVSKÁ, A. – KOTLEBOVÁ, J. – ŠTURC, B.: *Finančný trh*. Bratislava : EUROUNION, 2002. ISBN 80-88984-31-9
- [4] CHOVANCOVÁ, B. – SÁSIK, M.: *Finančný trh*. Bratislava: EKONÓM, 1997, ISBN 80-225-0872-1
- [5] KEYNES, J. M.: *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. Praha: Československá akademie věd, 1963
- [6] ROSE, P. S.: *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: VICTORIA PUBLISHING, 1997. ISBN 80-85605-52-X
- [7] www.nbs.sk
- [8] www.bcpb.sk
- [9] www.world-exchanges.org
- [10] www.imf.org

Kontaktná adresa

Ing. Peter KOČKIN, PhD., Ing. Martin ROVNÁK, PhD.,
Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu,
Katedra manažmentu, Katedra kvantitatívnych metód a manažérskej informatiky,
Konštantínova ul. 16, 080 01 Prešov,
e-mail: kockin@unipo.sk
e-mail: martin.rovnak@gmail.com